

## บทที่ 2

## กฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและการสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

จากที่ได้กล่าวแล้วว่า กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีต้นกำเนิดในประเทศที่ใช้ระบบ Common Law ได้แก่ ประเทศอังกฤษและประเทศสหรัฐอเมริกา ภายใต้แนวความคิดเสรีนิยม ซึ่งมีรากฐานของการริเริ่มและจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์มานานหลายร้อยปี ดังนั้นประเทศที่มีการพัฒนาตลาดทุน และตลาดหลักทรัพย์ทั้งในตลาดแรก และในตลาดรอง มักจะต้องรับเอาแนวความคิด และเนื้อหาของกฎหมายของประเทศเหล่านี้มาวางรากฐานในการออกกฎหมายเพื่อแทรกแซงธุรกิจ ซึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกา กฎหมายหลักของเรื่องนี้ ได้แก่ Securities Act 1933 (1933 Act) และ Securities Exchange Act 1934 (1934 Act) โดยในส่วนของบทบัญญัติที่เกี่ยวกับการฉ้อฉล และสร้างราคาตามกฎหมายทั้ง 2 ฉบับดังกล่าวมีรากฐานมาจากกฎหมายการฉ้อฉล (Fraud) ในระบบ Common Law ที่มีอยู่แล้ว โดยที่กฎหมายทั้งสองฉบับนี้เป็นการตราขึ้นเพื่อขยายขอบเขตของการกระทำที่ต้องห้าม ตลอดจนกลไกของรัฐที่จะเข้ามาดำเนินการในเรื่องดังกล่าวโดยตรง ทั้งนี้เพราะ ก่อนปี 1933 รัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกาไม่มีทางดำเนินการต่อการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์โดยตรงได้ เว้นแต่การดำเนินคดีอาญาเนื่องจากการผิดกฎหมาย Mail Fraud Statute ซึ่งเป็นเรื่องของการฉ้อฉลโดยอาศัยเครื่องมือติดต่อสื่อสารระหว่างรัฐในการค้าขาย (Facilities of Interstate Commerce) ดังนั้นคดีที่เกี่ยวกับการฉ้อฉลในธุรกิจหลักทรัพย์ที่ขึ้นสู่การพิจารณาของศาลส่วนใหญ่จึงเป็นคดีระหว่างเอกชนต่อเอกชน โดยใช้หลักกฎหมายการฉ้อฉลเท่าที่มีอยู่แต่เดิมในหลักกฎหมาย Common Law ซึ่งเมื่อนำมาปรับใช้กับการซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว ลักษณะที่ค่อนข้างเคร่งครัดในองค์ประกอบของหลักกฎหมาย Fraud ใน Common Law ทำให้เป็นอุปสรรคแก่การให้การเยียวยาตามกฎหมายที่มีอยู่ ประกอบกับเหตุการณ์ภาวะการตกต่ำของตลาดหุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาในปี 1929 ซึ่งเชื่อกันว่า สาเหตุประการหนึ่ง คือ การฉ้อฉลและการสร้างราคานี้

เอง<sup>1</sup> จึงได้มีการออกกฎหมายในเรื่องนี้ขึ้นคือ Securities Act 1933 โดยมีวัตถุประสงค์หลักที่จะก่อให้เกิดการแสดงความจริง (Truth in Securities) ในการเสนอขาย และขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยอาศัยวิธีการ 2 วิธีอันได้แก่ การกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูล (Mandated Disclosure) กับ บทบัญญัติป้องกันการฉ้อฉล (Anti-Fraud Provision) โดยในส่วนของข้อกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูล (Mandated Disclosure) แบ่งได้เป็น 2 ส่วน ส่วนของเนื้อหา (contents) คือ กำหนดข้อมูลที่ถือเป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์และผู้ออกหลักทรัพย์ ตลอดจนสถานะทางการเงินของผู้ออกหลักทรัพย์ที่ต้องนำมาขึ้น (Filing) เพื่อเปิดเผยให้เป็นหลักฐานสาธารณะ (Public Record) ก่อนที่จะทำการขาย หรือเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ส่วนของวิธีการ (Procedure) คือ การจัดส่งหนังสือชี้ชวนที่มีเนื้อหาเช่นเดียวกับที่ข้อมูลที่ไต่ขึ้น (File) ไว้ให้แก่บุคคลทั่วไป ตลอดจนห้ามการโฆษณาหรือประชาสัมพันธ์เสนอการขายดังกล่าวโดยวิธีการอื่น ๆ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับข่าวสารที่เหมือนกันในการตัดสินใจคือข้อมูลที่ปรากฏในหนังสือชี้ชวน หรือ ที่เรียกว่าความเท่าเทียมกันในการรับข่าวสารซึ่งการฝ่าฝืนบทบัญญัติเหล่านี้ไม่ต้องพิจารณาวิเคราะห์ถึงเจตนาของผู้กระทำผิดว่ามีเจตนาที่จะหลอกลวงหรือไม่ (Intent to defraud) เช่น การไม่เปิดเผยข้อมูล หรือเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือไม่ครบถ้วนใน Registration Statement ถือว่าผิด 1933 Act มีความรับผิดชอบทางแพ่งเกิดขึ้นเว้นแต่ผู้กระทำจะพิสูจน์ตัวเองให้อยู่ในข้อยกเว้น โดยไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงเจตนาหลอกลวงเพียงแต่หากจะเกิดความรับผิดทางอาญาต้องเป็นการกระทำโดยจงใจ (willful) เท่านั้น ส่วนบทบัญญัติป้องกัน และปราบปรามการฉ้อฉลเป็นการทั่วไป (General Anti-Fraud Provision) ถือเป็นบทบัญญัติที่เปิดกว้างเพื่อป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลอื่น ๆ ที่อาจเกิดขึ้นในการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์

---

1 Sydney M. Robbins, The Stock Market: Operation and Issues

(US : Free Press, 1966)

ต่อมาในปี 1934 หลังจากการศึกษาอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับตลาดรอง ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุน สภาkongเกรสของสหรัฐ ได้พบว่าการฉ้อฉลหรือบิดเบือนที่เกิดขึ้นในการออกหลักทรัพย์และการเสนอขายหลักทรัพย์ ในตลาดแรก (Primary Market) กับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง (Secondary Market) มีความเกี่ยวข้องสัมพันธ์กันและการควบคุมเฉพาะในตลาดแรก (Primary Market) ไม่อาจคุ้มครองผู้ลงทุนและสาธารณชนได้อย่างเพียงพอ

จึงขยายการควบคุมไปถึงตลาดรอง (Secondary Market) โดยได้มีการตราพระราชบัญญัติ Securities Exchange Act 1934 เพื่อควบคุมดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง ตลอดจนกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่อง (Continuous Disclosure) เพื่อเป็นประโยชน์แก่ผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ และจัดตั้ง Securities and Exchange Commission (SEC) เพื่อทำการดูแลตลาดทุนทั้งในตลาดแรก และตลาดรอง ตลอดจนการประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องทั้งหลาย อันได้แก่ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ และ ตลาดหลักทรัพย์ทั้ง National Market และ Over the Counter Market โดยการนำระบบของอนุญาตในการประกอบธุรกิจ (Licensing) มาใช้รวมทั้งการควบคุม การทำที่ยืมเงินเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ (Margin Requirement) โดยในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการฉ้อฉลและสร้างราคานั้น รัฐสภาของสหรัฐอเมริกาได้เล็งเห็นถึงความซับซ้อนของการกระทำที่ยากที่จะกำหนดกฎหมายที่ระบอบองค์ประกอบของการกระทำเป็นการที่เฉพาะเจาะจงที่ครอบคลุมทุกกรณีได้ จึงมีทบัญญัติในลักษณะที่ให้อำนาจ SEC ในการออกกฎเกณฑ์ต่าง ๆ เพื่อกำหนดว่าการกระทำเช่นใดถือเป็นการฉ้อฉล และการสร้างราคาเช่นเดียวกับในเรื่องอื่น ๆ ภายได้เหตุผลที่ว่า เพื่อประโยชน์สาธารณะและคุ้มครองผู้ลงทุน (Public Interest and Protection of Investor)

หลังจากนั้นมาได้มีการแก้ไข 1933 Act และ 1934 Act อีกหลายครั้งตามที่จำเป็นเช่นในเรื่อง การชักชวนให้มอบฉันทะ (Proxy Solicitation) การเสนอซื้อหลักทรัพย์จากประชาชน (Tender Offer) เป็นต้น นอกจากจากกฎหมายทั้งสองฉบับนี้ยังมีกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ห้องและจัดอยู่ในลักษณะเดียวกับอีกหลายฉบับที่อยู่ภายใต้การบริหารของ SEC อันได้แก่ Public Utilities Holding Company Act 1940, Investment Advisor Act 1940, Securities Investor Protection Act 1970, the Insider Sanctions Act 1984 เป็นต้น ซึ่งกฎหมายเหล่านี้ออกมาโดยมุ่งประสงค์ต่อการคุ้มครองสาธารณะชนตลอดจนส่งเสริมและสร้างความเชื่อมั่นต่อสถาบันตลาดทุนทั้งหลายให้ทำหน้าที่ต่อเศรษฐกิจของประเทศชาติดีขึ้น ลักษณะของกฎหมายเหล่านี้ แสดงออกให้เห็นถึงความพยายามที่จะควบคุมป้องกันปราบปรามตลอดจนเยียวยาความฉ้อฉลหลอกลวงต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้นและที่มีอยู่ให้หมดไป โดยการสร้างระบบของการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) ในลักษณะเช่นเดียวกับการ Filing ตลอดจนระบบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือผู้แนะนำในการลงทุน (Investment Advisor) เพื่อให้สภาพบังคับและการควบคุมการฉ้อฉลมีประสิทธิภาพมากขึ้นเป็นหลักประกันว่าประชาชนทั่วไปจะไม่ถูกหลอกลวง ทั้งนี้เพราะความเชื่อที่ว่าหากข้อมูลมีการเปิดเผยอย่างเพียงพอ และถูกต้อง กลไกต่าง ๆ ในการตัดสินใจลงทุนจะทำหน้าที่ของมันเอง ก่อให้เกิดประโยชน์ทั้งด้านการคุ้มครองผู้ลงทุน และสาธารณชน และด้านเศรษฐกิจของประเทศในแง่ของการจัดสรรทรัพยากร ดังนั้นไม่ว่าการประกาศ การแนะนำการลงทุนโดยปราศจากใบอนุญาต หรือการงดเว้นไม่ให้ข้อเท็จจริงที่กฎหมายบังคับให้เปิดเผย ต่างมีลักษณะของการฉ้อฉลหลอกลวงอยู่ เพียงแต่เมื่ออยู่ภายใต้ระบบที่สร้างขึ้น ย่อมทำให้รัฐลดภาระที่จะต้องพิสูจน์ถึงเจตนาในการหลอกลวง เนื่องจากการกระทำเป็นความผิดโดยตัวของมันเองอยู่แล้ว ซึ่งวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีพื้นฐานหรือประมวลเอาระบบต่าง ๆ เหล่านี้ที่มีในประเทศสหรัฐอเมริกา มาศึกษา แต่ศึกษาเฉพาะที่เกี่ยวกับหลักเกณฑ์ของบทบัญญัติ เกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์โดยตรงเท่านั้น ซึ่งกฎหมายในลักษณะดังกล่าวแบ่งได้ออกเป็น 2 ลักษณะดังที่กล่าวในหัวข้อต่อไป

#### 1. ลักษณะกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและการสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

แบ่งออกได้เป็น 2 ลักษณะใหญ่ ๆ คือ

### 1.1 ลักษณะกฎหมายบัญญัติโดยตรง (Self-Operative Provision)

หมายถึง บทบัญญัติที่ระบุว่าจะประกอบลักษณะการกระทำว่าการกระทำเช่นใดเป็นความผิด ซึ่งใน 1933 Act มีอยู่ 1 มาตราคือ มาตรา 17 (a)<sup>2</sup> ซึ่งเป็นหลักกฎหมายห้ามการฉ้อฉลหลอกลวง การให้ข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญที่เป็นเท็จ การงดเว้นไม่ ให้ข้อเท็จจริงซึ่งควรบอกให้แจ้ง ตลอดจนการกระทำการหลอกลวงต่าง ๆ เพื่อประโยชน์ในการขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังกำหนดความรับผิดทางแพ่งอย่างชัดเจนขึ้นในมาตรา 11 มาตรา 12 (2) และกำหนดเงื่อนไขความรับผิดทางอาญาของการกระทำดังกล่าวตามมาตรา 24<sup>3</sup> ในกรณีที่เป็นการกระทำโดยจงใจ (Willful Violation) กล่าวโดยสรุปขอบเขตของกฎหมายในเรื่องนี้ของ 1933 Act มีอยู่เฉพาะตลาดแรกเท่านั้น (Primary Market) โดยนำเอาแต่หลักกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล (Fraud) ที่มีอยู่ใน Common Law มากำหนดขึ้นเป็นการเฉพาะสำหรับธุรกิจหลักทรัพย์ และในส่วนของ 1934 Act ซึ่งเป็นกฎหมายที่ออกในปีต่อมา และเป็นกฎหมายที่สร้างองค์กรที่สำคัญในวงการธุรกิจหลักทรัพย์ และเป็นสถาบันที่ในต่างประเทศรวมทั้งประเทศไทยนำรูปแบบมาใช้ นั่นคือ Securities and Exchange Commission (SEC) ซึ่งเป็นหน่วยงานกลางของรัฐ ทำหน้าที่ในการกำกับดูแล และควบคุม ธุรกิจหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ และบริหารกฎหมาย 1933 Act และ 1934 Act ตลอดจนกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง มีอำนาจโดยตรงในการบริหารกฎหมาย (Administering and Carrying out the Laws) นอกจากนี้ยังมีอำนาจกึ่งนิติบัญญัติ (Quasi-Legislative or Rule Making Authority) และอำนาจกึ่งตุลาการ (Quasi-Judicial Power)<sup>4</sup> กล่าวคือ มี

2 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 253

3 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 253

4 Paul Gonson, Securities Regulation in the United States, Enforcement Training Programme of Securities and Exchange Commission of United State, (1992), p. 1-2.

อำนาจเบ็ดเสร็จทั้งการออกกฎหมาย หรือกฎเกณฑ์เฉพาะเรื่อง ตลอดจนชี้ขาดตัดสินตามกฎหมาย หรือกฎระเบียบนั้น ๆ ภายใต้อำนาจที่ระบุในตัวกฎหมาย ซึ่ง 1934 Act นี้เองที่สร้างที่มาของกฎหมาย (Source of Law) เกี่ยวกับการฉ้อฉล และสร้างราคาอีกลักษณะหนึ่งขึ้น คือ กฎหมายที่ให้อำนาจ SEC ในการออกอนุบัญญัติ (Rule and Regulation) ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อต่อไป และ 1934 Act ยังเป็นกฎหมายฉบับแรกของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่กำหนดห้ามการกระทำที่เป็นการสร้างราคา (Manipulation) ตลอดจนความรับผิดชอบในเรื่องดังกล่าว อันได้แก่บทบัญญัติใน มาตรา 9<sup>5</sup> ซึ่งกำหนดเกี่ยวกับการสร้างราคาในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติเท่านั้น (National Securities Exchange) แสดงให้เห็นว่าในระยะแรก สภากองเกรสของประเทศสหรัฐอเมริกา ยังมิได้มีเจตนาที่จะห้ามการสร้างราคาในตลาด Over the Counter ซึ่งเป็นตลาดในระบบของ Broker-Dealer Market ไม้ใช่ระบบการประมูล (Auction-Market) ซึ่งมีลักษณะโครงสร้างของตลาดที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตามก็ตีกฎหมายป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลและสร้างราคาในลักษณะนี้ ยังคงก่อให้เกิดปัญหาต่อการดำเนินคดีต่อผู้กระทำความผิด เนื่องจากลักษณะของการกระทำนั้น มีความซับซ้อนและซ่อนเร้น เพื่อหลบเลี่ยงกฎหมายดังเช่นที่ศาลสูงของประเทศสหรัฐอเมริกาเคยกล่าวไว้ว่า ผู้กระทำยอใจที่จะหาทางหลบเลี่ยงกฎหมาย เพื่อที่จะหลบซ่อนการกระทำที่ผิดกฎหมาย ดังนั้นการดำเนินคดีตามข้อเท็จจริงแต่ละเรื่องที่เกิดขึ้น ดูจะเหมาะสมกว่า<sup>6</sup>

ดังนั้นนอกเหนือจากกฎหมายที่ออกมาโดยอำนาจของสภากองเกรสโดยตรง ข้างต้นนี้ สภากองเกรสยังให้อำนาจในการออกกฎและข้อบังคับในเรื่องต่าง ๆ ไว้ รวมทั้งในเรื่องการฉ้อฉลและสร้างราคาไว้ตาม 1934 Act ดังที่จะกล่าวในหัวข้อต่อไป

5 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 254-255

6 Louis Loss, Fundamental of Securities Regulation, (US: Little, Brown and Company, 1988), p. 716.

1.2 ลักษณะกฎหมายให้อำนาจแก่ SEC (คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์)  
(Rule-Making Authority Provision)

คือ บทบัญญัติของกฎหมายซึ่งไม่ได้กำหนดองค์ประกอบการกระทำที่เป็นความผิดในตัวเอง แต่เป็นการให้อำนาจแก่ SEC ที่จะกำหนดว่าอะไรเป็นการฉ้อฉล อะไรเป็นการสร้างราคา ซึ่งแสดงให้เห็นว่าสภาองเกรส ได้รับรู้ว่าเป็นการยากที่จะกำหนดองค์ประกอบการกระทำในเรื่องนี้ไว้อย่างชัดเจนว่า อะไรเป็นการฉ้อฉล หลอกลวงหรือการสร้างราคา ซึ่งปรากฏอยู่ในมาตรา 10 (b)<sup>7</sup> และมาตรา 15 (c)<sup>8</sup> ของ 1934 Act โดยให้อำนาจในการออกกฎเกณฑ์กำหนดว่า การกระทำใดที่ถือว่า เป็นการหลอกลวงฉ้อฉล และสร้างราคา (Manipulative Deceptive or other Fraudulent Device or Contrivance) โดยมาตรา 10 (b) เป็นมาตราที่มีขอบเขตการบังคับใช้กว้างมาก สามารถใช้ได้กับทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ ตลาด OTC\* โดยไม่จำกัดประเภทหลักทรัพย์ หรือผู้กระทำความผิด หรือประเภทการซื้อขาย ส่วนมาตรา 15 (c) เป็นมาตราที่ใช้กับนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ และโดยอำนาจตามมาตราทั้ง 2 ดังกล่าว SEC ก็ได้ดำเนินการประกาศ Rule ต่าง ๆ เรื่อยมา เริ่ม

7 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 255

8 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 256-257

\* ตลาด OTC (Over The Counter Market) หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่มีสถานที่และวิธีการซื้อขายที่แน่นอน มีเพียงการเผยแพร่ราคาเสนอซื้อเสนอขายและรายการซื้อขาย โดยการติดต่อตามสถานที่ทำการของ Broker- Dealer หรืออาจใช้โทรศัพท์ในการเจรจาต่อรองก็ได้ - พัชรี ชุมทรัพย์. หลักการลงทุน, (กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัษธรรมศาสตร์, 2532), หน้า 13

ตั้งแต่ปี 1937 ซึ่งถือเป็น Rule ที่สำคัญ และถือเป็นบททั่วไปของการฉ้อฉล และสร้างราคา คือ Rule 10 b-5<sup>9</sup> และ Rule 15 c1-2<sup>10</sup> ซึ่งเป็นแก่นำบทบัญญัติในลักษณะเช่นเดียวกับ มาตรา 17 (a) ของ 1933 Act มาบัญญัติใหม่ในลักษณะกว้าง และใช้ได้ไม่จำกัดมากขึ้น กล่าวคือ Rule 10 b-5 นั้นใช้กับการฉ้อฉลทั้งในการซื้อและขายหลักทรัพย์ (มาตรา 17 (b) ใช้ได้เฉพาะการฉ้อฉลในการขาย หรือการเสนอขาย (offer or sale)) นอกจากนี้ Rule 10 b-5 ยังสามารถใช้ได้กับทุกคนและหลักทรัพย์ทุกประเภท ส่วน Rule 15 c1-2 จำกัดตัวผู้กระทำไว้เพียงนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์เท่านั้น โดย Rule 15 c 1-2 มีเนื้อความคล้ายกับที่ระบุใน (b) และ (c) ของ Rule 10 b-5 เพียงแต่ประโยคสุดท้ายของ Rule 15 c1-2 ห้ามการแสดงข้อความหรืองดเว้นการแสดงข้อความ ซึ่งมีเหตุควรเชื่อว่าเป็นเท็จหรือทำให้หลงผิด (Reasonable ground to believe that it is untrue or misleading) ต่อมาเป็นเหตุผลที่ SEC นำเอาถ้อยคำดังกล่าว ประกอบหลักกฎหมายเกี่ยวกับหน้าที่ในความไว้วางใจ (Minority Rule, Fiduciary Duties, Duty of Trust and Confidence) สร้างทฤษฎี Shingle ขึ้น เพื่อกำหนดหน้าที่สำคัญในการเปิดเผยข้อมูล<sup>11</sup> ซึ่งจะได้กล่าวในหัวข้อต่อไป

นอกจากนี้หลักกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและการสร้างราคานี้ยังอาจมีที่มาจาก การดำเนินการทางด้านการบริหาร (Administrative Proceeding) ของ SEC หรือแนวคำพิพากษาของศาลในการดำเนินคดี เพื่อขออำนาจศาลในการหยุดการกระทำของบุคคล

9 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 257

10 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 258

11 Sheldon M. Jaffe, Broker-Dealer and Securities Market: A Guide to Regulatory Process, (US: McGraw Hill Book Company, 1977), p.128.



(Injunction) และคำพิพากษาศาลที่เกี่ยวข้อง ซึ่งทำให้มีการขยายขอบเขตหลักกฎหมายในเรื่องนี้ออกไปกว้างขวางมากยิ่งขึ้น

## 2. ลักษณะการกระทำที่อยู่ในขอบเขตของการฉ้อฉลและการสร้างราคาหลักทรัพย์

ลักษณะการกระทำที่เป็นการฉ้อฉลและการสร้างราคาอาจแบ่งกว้าง ๆ ได้เป็น 2 ลักษณะ ลักษณะแรก คือการให้ข้อเท็จจริง การเผยแพร่ข่าว ซึ่งอยู่ในรูปแบบของการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) ซึ่งในบทที่ 1 ได้แสดงให้เห็นถึง ความสัมพันธ์ของข้อมูลต่อราคาและมูลค่าของหลักทรัพย์มาแล้ว โดยกฎหมายที่เข้าเกี่ยวกับการกระทำในลักษณะของการให้ข้อเท็จจริงนั้นมีลักษณะเช่นเดียวกับที่บัญญัติในหลักกฎหมายการฉ้อฉลในระบบ Common Law แต่เนื่องจากข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ มีผลกระทบต่อการประเมินมูลค่า และราคาของหลักทรัพย์อยู่แล้ว ดังนั้นจึงไม่จำเป็นที่ผู้กระทำต้องมีเจตนาหลอกลวง (Intent to Defraud) หรือไม่ซื่อสัตย์ (Dishonesty) นอกจากนี้ยังได้ขยายขอบเขตไปถึงการเผยแพร่ข่าวสารใด ๆ ที่เป็นเท็จโดยผู้กระทำมีเจตนาที่จะชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขายหลักทรัพย์<sup>12</sup> แต่เนื่องจากความยุ่งยากในการพิสูจน์เจตนาพิเศษดังกล่าวทำให้ไม่ค่อยมีการนำมาตราดังกล่าวมาใช้ ประกอบกันจากการแสดงออกที่เป็นเท็จนั้น ย่อมทำให้การกระทำนั้นเป็นการฉ้อฉลโดยผู้กระทำไม่ต้องมีเจตนาพิเศษอยู่แล้ว ส่วนการกระทำในลักษณะที่ 2 คือ การเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ โดยเฉพาะการกระทำนั้นมิใช่สิ่งผิดกฎหมายความผิดจึงขึ้นอยู่กับเจตนาในการสร้างราคา ซึ่งเป็นเจตนาพิเศษของผู้กระทำในการซื้อขายเป็นสำคัญ

อย่างไรก็ดี การให้ข้อเท็จจริงในบางลักษณะ มีความข้องเกี่ยวระหว่างการฉ้อฉลและการสร้างราคา อันได้แก่ การชักชวนให้บุคคลเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Touting) ซึ่งแม้จะไม่

12 ตามมาตรา 9(a)(4) ของ Securities Exchange Act 1934

ไว้ซึ่งความเท็จแต่โดยลักษณะของการกระทำนั้นเป็นการฉ้อฉล โดยชัดแจ้ง<sup>13</sup> ซึ่งแยกการกระทำที่เป็นการฉ้อฉลและการสร้างราคาได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ ได้แก่

## 2.1 การเผยแพร่ข้อเท็จจริงอันเป็นการสร้างราคา

กฎหมายของสหรัฐอเมริกา เนื้อหาของกฎหมายส่วนใหญ่ตลอดจนแนวทางในการแทรกแซงของ SEC ตั้งอยู่บนพื้นฐานของการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) ซึ่งกำหนดให้บุคคลใด ๆ มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูล เช่น ในการเสนอซื้อหลักทรัพย์จากประชาชน (Tender Offer) เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน (Public Offering) การชักชวนให้มอบฉันทะ (Proxy Solicitation) ส่วนแต่กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลทั้งสิ้น ซึ่งนอกเหนือจากการกำหนดเนื้อหาของข้อมูลและวิธีการในการเผยแพร่ ในส่วนของคุณภาพของข้อมูลบัพัญญัติของกฎหมายที่นำมาใช้ในการแทรกแซงได้แก่กฎหมายว่าด้วยการฉ้อฉลซึ่งเป็นหลักประกันว่าข้อมูลเหล่านั้นจะต้องเป็นความจริงและเชื่อถือได้ตลอดจนไม่ทำให้ประชาชนเข้าใจผิด

บัพัญญัติเกี่ยวกับการฉ้อฉลโดยการเผยแพร่ข้อเท็จจริงจึงมีปรากฏควบคู่กับการเปิดเผยข้อมูลในเรื่องต่าง ๆ ดังกล่าว โดยมีลักษณะของบัพัญญัติเช่นเดียวกัน มาตรา 17 (a) ของ 1933 Act และ Rule 10 b-5 และ Rule 15 C 1-2 ของ 1934 Act หรือที่เรียกรวมกันว่ากฎหมายป้องกันการฉ้อฉล (Anti Fraud Provision) ซึ่งเป็นบัพัญญัติที่กำหนดขึ้นในลักษณะที่ครอบคลุม (Catch All) กล่าวคือ เพื่อป้องกันและคุ้มครองผู้ลงทุน ในการกระทำใด ๆ ที่ไม่เป็นธรรม โดยไม่จำกัด ลักษณะของการกระทำ ลักษณะของบุคคล ทั้งนี้เพื่อเสริมและอุดช่อง

<sup>13</sup> อนุมาตรา 9(a)(3)และ(5) ของ Securities Exchange Act 1934

ว่าในส่วนของการเปิดเผยข้อมูลและการให้ข่าวที่ไม่อยู่ในลักษณะที่บังคับโดยกฎหมาย (Mandated Disclosure) เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมและถูกต้องในวงการหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามก็ดีด้วยทฤษฎีหมายทั้งใน 1933 Act และ 1934 Act ก็ยังคงรับเอาหลักกฎหมายการฉ้อฉล (Fraud) ของ Common Law มาใช้ซึ่งเกิดได้จากด้อยค่าเช่น การฉ้อฉลหลอกลวง (Fraudulent or Deceptive) ซึ่งหลักกฎหมายดังกล่าวเมื่อนำมาใช้แล้วได้วิวัฒนาการขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับข้อเท็จจริงในทางธุรกิจ และเจตนารมณ์ของกฎหมายหลักทรัพย์ ทว่าห้องประกอบต่าง ๆ เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม<sup>14</sup> ดังต่อไปนี้

#### 2.1.1 องค์ประกอบภายนอก (การกระทำ)

การแสดงข้อเท็จจริงอันเป็นเท็จ หรือ หลอกลวง (False or Deceptive Statement) ในส่วนที่เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ หรือธุรกิจหลักทรัพย์ ข้อพิจารณาที่ควรนำมาพิจารณาในการกำหนดองค์ประกอบ หรือความหมายของข้อเท็จจริงที่เป็นเท็จนั้น คือ

1.1 ข้อความที่ฟังได้เป็นสองนัย กล่าวคือ โดยเฉพาะข้อเท็จจริงที่กล่าวนั้น เป็นจริงแต่เมื่อเทียบกับข้อเท็จจริงทั้งหมดเป็นเท็จ หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า ข้อความที่เป็นกึ่งจริงกึ่งเท็จ (Half-Truth) หรือการกล่าวข้อเท็จจริงหนึ่งโดยปกปิดข้อเท็จจริงอื่น ซึ่งหากเปิดเผยจะทำให้สิ่งที่ปรากฏ (Representation) จะให้ความหมายอีกอย่างหนึ่งที่ไม่ตรงกับสิ่งที่ปรากฏเมื่อฟังข้อเท็จจริงที่กล่าวเพียงอย่างเดียว จากลักษณะนี้พอจะจำแนกการแสดงข้อความดังกล่าวออกเป็น 2 ลักษณะกว้าง ๆ คือ

<sup>14</sup> Louis Loss, Fundamental of Securities Regulation, p. 712-723.

ก. การแสดงข้อเท็จจริง หรือโดยงดเว้นการแสดงข้อเท็จจริงอื่น ซึ่งจากสภาวะและสภาพของการแสดงออกเช่นว่านั้น การงดเว้นดังกล่าวจะทำให้บุคคลที่ได้รับข้อเท็จจริงนั้นเข้าใจความหมายที่ผิด ลักษณะนี้พิจารณาจากสภาวะแวดล้อมของการแสดงออก (Circumstance) ตลอดจนหน้าที่ของผู้แสดงข้อความว่ามีหน้าที่ที่จะต้องเปิดเผยข้อเท็จจริง เช่นว่าหรือไม่ ซึ่งเรียกว่าเป็นการแสดงออกที่เป็นเท็จ (False Representation) แม้จะไม่มีข้อเท็จจริงใดที่เป็นเท็จเลยก็ตามตัวอย่าง เช่น ในปี 1932 ศาลของประเทศอังกฤษได้พิพากษาจาก ลอร์ดโคลส์เซนท์ เนื่องจากหนังสือชี้ชวนของบริษัทเดินเรือที่ลอร์ดโคลส์เซนท์เป็นเจ้าของ มีข้อความเกี่ยวกับรายได้สุทธิโดยเฉลี่ย (Average Net Income) ย้อนหลังไป 10 ปีของบริษัท และเงินปันผล ในอดีต 17 ปีย้อนหลังเป็นข้อเท็จจริงที่เป็นจริงทั้งหมด (Truthfully) แต่จงใจปกปิดข้อเท็จจริงที่ว่ารายได้สุทธิ (Net Income) ของ 3 ปีแรกใน 10 ปีของบริษัทนั้นมีจำนวนมากมหาศาลเมื่อเปรียบเทียบกับ 7 ปีที่เหลือ อันเนื่องมาจากผลจากสงครามโลก<sup>15</sup> หรือ การที่บริษัทประกาศว่าได้พบแหล่งสินแร่ ในขณะที่ความเป็นจริงเป็นเพียงสายแร่ (Trace) ซึ่งจะต้องทำการสำรวจต่อไปว่าจะสามารถนำมาใช้ประโยชน์เชิงพาณิชย์ได้หรือไม่ ซึ่งเป็นข้อความที่ไม่เป็นเท็จแต่อาจทำให้บุคคลที่ฟังเข้าใจผิด หากไม่มีการเปิดเผยข้อเท็จจริงที่ครบถ้วนว่า การพบแหล่งสินแร่ นั้นพบในลักษณะของสายแร่ ซึ่งอาจนำมาใช้ประโยชน์เชิงพาณิชย์ได้หรือไม่ ต้องทำการสำรวจต่อไป<sup>16</sup> เช่นนี้ก็จะทำให้ผู้ฟังได้ภาพที่ถูกต้องซึ่งในวงการค้าหลักทรัพย์ มักมีการให้ข่าวในทางนี้ ซึ่งเข้าข่ายเป็นการฉ้อฉล

<sup>15</sup> Rex V. Kyslant, 23 Cr. App. R. 83, (1932) 1 K.B.442 อ้างใน Ibid., p. 714.

<sup>16</sup> SEC V. Macons (DC Colo) 28 F Supp 127., และ SEC V. Carleton (F DC Colo) SEC Jud Dec 648.

ข. การแสดงข้อเท็จจริงที่มีลักษณะเป็นการทำนาย (Prediction)

คาดคะเน (Forecast) ำให้คำแนะนำ (Recommendation) และำให้ความเห็น (Opinion) ซึ่งโดยทั่วไปแล้วสิ่งที่จะเข้าข่ายการฉ้อฉลได้นั้นต้องเป็นการำข้อเท็จจริง (Factual matter) ที่เป็นเท็จ แต่การทำนาย การคาดคะเน การำคำแนะนำ และความเห็นนั้นไม่อาจจะนับว่าเป็นจริงหรือเท็จเพราะ เป็นเรื่องของทัศนคติ หรือมุมมองของบุคคล โดยหลักการของกฎหมาย Common Law เดิมอาจขยายความถึงการำสัญญาที่เป็นเท็จ (False Promise) โดยในขณะที่ำนั้น ผู้กระทำรู้หรือจงใจจะไม่ปฏิบัติตามสัญญาอยู่แล้ว<sup>17</sup> หรือการอ้างถึงเหตุการณ์ในอนาคต ซึ่งผู้อ้างรู้อยู่แล้วว่าจะไม่เกิดขึ้น แต่การำความเห็นหรือคาดคะเนโดยทั่วไปแล้วไม่ถือว่าเป็นการฉ้อฉลตามกฎหมาย Common Law เนื่องจากข้อความที่มีลักษณะเป็นการำความเห็นการคาดคะเน หรือการทำนาย ซึ่งโดยลักษณะของข้อความแล้ว ยากที่จะชี้ให้เห็นได้ว่า เป็นจริงหรือเป็นเท็จ ทั้งนี้เพราะเป็นการวิเคราะห์หรือความรู้สึกเฉพาะตัวของบุคคลเท่านั้น ซึ่งหากเป็นการำความเห็นโดยตรงเพียงอย่างเดียวนั้น โดยปกติแล้วไม่อาจเป็นเท็จได้ เนื่องจากเพียงโลกทัศน์หรือการมองของบุคคลเท่านั้น ซึ่งเป็นจริงในแง่ที่ว่า เป็นความคิดเห็นที่แท้จริงของบุคคลคนนั้น การำความเห็นที่อาจจะเข้าลักษณะของการฉ้อฉลในกฎหมาย Common Law ได้ต้องพิจารณาจากเจตนาหรือลักษณะของการำให้ ว่ามุ่งประสงค์ให้บุคคลหลงคิดหรือไม่ เช่น การำความเห็นโดยประกอบกับการแสดงข้อเท็จจริงอื่น เพื่อแสดงให้เห็นว่า ผู้ำความเห็นนั้นมีเหตุอันควรเชื่อตามความเห็น เช่นว่านั้นและผลของความเห็นนั้นเป็นเท็จหรือทำำให้หลงคิด เป็นต้นในขณะที่หากเป็นเรื่องเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แล้วไม่ว่าจะเป็นรายงานการประเมินราคาความเห็นของผู้สอบบัญชี อาจอยู่ในข่ายของการฉ้อฉลได้ หากเป็นการคาดคะเนหรือแสดงความเห็นโดยปราศจากพื้นฐาน (Foundation) หรือ เหตุผลสนับสนุนที่เพียงพอ (Reasonable Ground) กล่าวอีกนัยหนึ่ง การแสดงความคิดเห็นในลักษณะอวดอ้าง (Puffing) แบบการขายสินค้าทั่ว ๆ ไป

<sup>17</sup> Louis Loss, Fundamental of Securities Regulation, p. 717.

นั้น หากเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แล้วถือเป็นการฉ้อฉลทั้งสิ้น ทั้งนี้เนื่องจาก แนวความคิดเกี่ยวกับการแสดงความคิดเห็นในลักษณะอวดอ้าง (Concept of Puffing) ตั้งอยู่บนหลักกฎหมายทั่วไปที่ว่า ผู้ซื้อต้องระวัง (Caveat Emptor) ซึ่งใช้สำหรับการซื้อขายสิ่งของที่ สามารถจับต้อง หรือตรวจสอบได้ การที่ผู้ซื้อสามารถตรวจสอบสิ่งของที่ซื้อได้นั้น เป็นการลด อิทธิพลที่เกิดจากการกล่าวอวดอ้างของผู้ขายได้ แต่หลักกฎหมายเช่นว่านี้ไม่สามารถใช้กับการซื้อ ขายหลักทรัพย์ ซึ่งนอกจากจะเป็นทรัพย์สินที่ไม้อาจจับต้องได้แล้วยังเป็นทรัพย์สินที่จะประเมิน ราคาได้จากการบรรยายข้อเท็จจริง หรือการเปิดเผยข้อมูลเท่านั้นหรือการทำให้ความเห็นโดยแสดง ออกต่อบุคคลอื่น ๆ ว่าเป็นความเห็นที่เป็นอิสระของตนซึ่งความจริงแล้ว ตนเองมีความเกี่ยวข้องกับ หลักทรัพย์นั้นทางใดทางหนึ่ง รวมไปถึงการแสดงรายงานการวิจัยทางเทคนิค ซึ่งไม่ได้จัดทำขึ้น ตามมาตรฐานของวิชาชีพที่เหมาะสมก็คือเป็นการแสดงที่เป็นเท็จ เนื่องจาก เมื่อเป็นรายงานทาง ด้านเทคนิค เช่นธรณีวิทยา บุคคลผู้อ่านย่อมเข้าใจว่าได้จัดทำขึ้นโดยได้มาตรฐานทางด้านวิชาชีพ แม้จะเป็นเพียงความเห็นก็อาจเป็นการแสดงข้อความที่ทำให้หลงผิดได้ ซึ่งกรอบของการทำให้ เข้าใจผิดนั้นค่อนข้างกว้างกว่าการฉ้อฉลในข้อเท็จจริง (Factual Matter) เท่านั้น<sup>18</sup> โดย ที่ศาล และ SEC ได้อาศัยการกำหนดหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลมาเป็นเครื่องป้องกัน (Defense) ให้แก่การแสดงความคิดเห็นในลักษณะฉ้อฉลดังกล่าวตามที่กล่าวไว้ในหัวข้อต่อไป

1.2 การงดเว้นไม่แสดงข้อเท็จจริงใดๆ (Completely Non-Disclosure)  
การงดเว้นในลักษณะนี้ตามกฎหมาย Common Law จะเข้าลักษณะเป็นการฉ้อฉลได้ก็ต่อเมื่อผู้ กระทบมีหน้าที่ที่จะต้องแสดงข้อเท็จจริง โดยหน้าที่นั้นอาจเกิดขึ้นจากพฤติการณ์และความสัมพันธ์ ระหว่างบุคคลในลักษณะของความไว้วางใจ (Trust and Confidence หรือ Fiduciary Duties) เช่น หน้าที่ที่กรรมการต้องมีต่อผู้ถือหุ้น หรือที่ Trustee ต้องมีต่อผู้รับประโยชน์

18 Ibid., p. 718.

(Beneficiary) ในกองทุน Trust เป็นต้น ซึ่งเป็นหน้าที่ที่เกิดขึ้นตามกฎหมายอื่น ในส่วนของกฎหมายหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย การกำหนดหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูล (Mandated Disclosure) ซึ่งใช้กับบุคคลบางคนตามที่กำหนดในกฎหมายเท่านั้น มิได้ครอบคลุมทั้งหมด ดังนั้น SEC และศาลสูงของสหรัฐจึงได้สร้างหน้าที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลอีกประการหนึ่งขึ้น โดยนำเอาลักษณะของหน้าที่ที่เกิดจากความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลมาใช้ ซึ่งแตกต่างจากในกฎหมาย Common Law ตรงที่เป็นความสัมพันธ์ต่อบุคคลในแง่ของหน้าที่ที่พึงมีต่อสาธารณะชน (Public) ไม่ว่าปัจเจกบุคคล (Individual) โดยจะแบ่งหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลในกฎหมายหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

ก) หน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมาย

หน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมาย กล่าวคือระบบการเปิดเผยข้อมูลแบบ (Mandated Disclosure) ที่กฎหมายกำหนดทั้งในส่วนของเนื้อหาและวิธีการ หากผู้กระทำผิดผิด ก็ถือว่าผู้กระทำมีความรับผิดชอบ โดยไม่ต้องคำนึงว่าข้อมูลนั้นจะเป็นสาระสำคัญ เกี่ยวเนื่องกับการซื้อขายหรือไม่เพียงแต่ระดับความรับผิดชอบจะมีเท่าใด ขึ้นอยู่กับองค์ประกอบภายใน กล่าวคือ พิสูจน์ได้ว่าผู้กระทำกระทำโดยเจตนา (Willful Violation) ก็จะทำให้เกิดความรับผิดทางอาญา นอกเหนือจากความรับผิดทางแพ่ง

ส่วนหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลในประการที่สองนี้ เป็นสิ่งที่พัฒนาขึ้นโดย SEC และศาลของสหรัฐ และมีบทบาทสำคัญ ในการป้องกันเพื่อมิให้เกิดการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสาร ในลักษณะที่เป็นการสร้างราคา กล่าวคือ

ข) หน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลที่เกิดขึ้นโดยเหตุการณ์

หน้าที่านกรณีนี้รู้จักกันอีกแง่หนึ่งคือหน้าที่สำคัญในการเปิดเผยข้อมูล (Affirmative Duty of Disclosure) ซึ่งหากเป็นการปกปิดข้อเท็จจริงเกี่ยวข้องกับงานระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายจะอยู่ในลักษณะของการซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลภายใน (Insider Trading) ซึ่งขยายความไปถึงผู้ที่ได้รับข้อมูลไปจากบุคคลภายใน (Tipper-Tippee) โดยอาศัยบทบัญญัติจากหน้าที่ที่เกิดจากการไว้วางใจ (Fiduciary Rule หรือ Minority Rule) เป็นเหตุผล และนอกเหนือจากทฤษฎี Tipper Tippee ที่ SEC และศาลสร้างขึ้นมาจาก Rule 10 b-5 นี้แล้ว มีอีกทฤษฎีหนึ่งซึ่ง SEC และศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นผู้พัฒนาขึ้นมาในลักษณะเดียวกัน และมีบทบาทอย่างมากในการป้องกันและปราบปรามการเผยแพร่ข้อมูลอันเป็นการสร้างราคา และสะท้อนให้เห็นถึงความยึดมั่นแนวความคิดเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุนโดยการเปิดเผยข้อมูล โดยที่ศาลและ SEC เห็นว่า ผู้ที่มีบทบาทอย่างมากในการซื้อและขายหลักทรัพย์ ตลอดจนมีอิทธิพลแรงของการเผยแพร่ข่าวสารให้แก่นักลงทุนและความน่าเชื่อถือ คือ บรรดานายหน้า ผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker-Dealer) ซึ่งเป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่ทำให้ข้อมูลต่างเผยแพร่เข้าไปในหมู่นักลงทุน รายย่อยอันเกิดจากความที่นักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีความรู้ความเข้าใจในข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นและมักจะรับฟังการวิเคราะห์หรือการให้ความเห็นจากบรรดานายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์แทน ทั้งนี้เพราะบรรดานายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์เหล่านี้ เป็นผู้ประกอบอาชีพโดยตรงเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีความรู้ความเข้าใจเป็นอย่างดีในธุรกิจหลักทรัพย์ ดังนั้นไม่ว่าจะเป็นข้อมูลหรือความคิดเห็นที่บรรดานายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์เหล่านี้บอกกล่าวหรือเผยแพร่ออกไปย่อมจะมีอิทธิพลต่อตลาดหลักทรัพย์และราคาหลักทรัพย์ตลอดจนการตัดสินใจของนักลงทุนแน่นอนศาลและ SEC จึงเห็นว่า ความเป็นผู้ประกอบอาชีพและมีความเชี่ยวชาญทางด้านหลักทรัพย์ ของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น ถือได้ว่าเป็นการแสดงออก (Represent) โดยปริยายถึงความน่าเชื่อถือที่สาธารณชนมีอยู่ต่อบุคคลดังกล่าว จึงได้สร้างทฤษฎีที่เรียกว่า ทฤษฎี Shingle ขึ้นโดยถือว่า บรรดานายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ต่างได้แขวนป้ายแห่งความเชื่อถือ (Hanging His Shingle) และแสดงออกต่อสาธารณชนว่าเป็นนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการแสดงออกโดยปริยายว่าจะติดต่อกับลูกค้าอย่างยุติธรรมสอดคล้อง





คล่องกับมาตรฐานในการปฏิบัติและอาชีพ ในเรื่องต่าง ๆ ดังต่อไปนี้<sup>19</sup>

(1) นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ ได้แสดงออกปรีชาว่า เป็นผู้มีทรัพย์สินและสภาพคล่อง (Solvent) สอดคล้องกับหลักการดำรงเงินกองทุน (Net Capital Rule)

(2) ราคาหลักทรัพย์ที่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ขาย หรือเสนอขายนั้นจะต้องสอดคล้องอย่างสมเหตุสมผลกับราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น และ

(3) ในการแจ้งข้อความหรือแสดงออกรวมทั้งการให้ความเห็นตลอดจนคำแนะนำของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ทั้งหลายนั้นต้องมีเหตุผลสนับสนุนเพียงพอ

ซึ่งทฤษฎี Shingle นี้มีความเกี่ยวพันและมีต้นกำเนิดมาจากหลักกฎหมายเกี่ยวกับหน้าที่ที่เกิดขึ้นจากความไว้วางใจ (Fiduciary Theory) โดยที่ภายใต้ทฤษฎี Shingle นี้ ได้กำหนดหน้าที่ดังกล่าวให้แก่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์จะติดต่อกับลูกค้าในฐานะตัวแทน (นายหน้า) หรือตัวการ (ผู้ค้าหลักทรัพย์) โดยถือว่าในสายตาของกฎหมายแล้ว นายหน้าดังกล่าวปฏิบัติตนในฐานะของตัวแทนเสมอซึ่งจะต้องมีหน้าที่ในแง่ของความไว้วางใจ (Fiduciary Duty) ที่จะต้องเปิดเผยข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้อง และมีผลต่อการประเมินคุณค่าหรือการตัดสินใจในการซื้อขายหรือลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งหมด ไม่ว่าจะในฐานะทางการเงิน ผลประโยชน์ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ในการติดต่อ กล่าวคือ ในแง่ของตัวการนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ไม่ถือเป็นพ่อค้าที่จะติดต่อกับลูกค้าในลักษณะเหมือนการประกอบการค้าโดยทั่วไปหรือที่เรียกว่า At Arm's Length

<sup>19</sup> Cohen & Robin. "Broker-Dealer Selling Practice Standard : The Importance of Administrative Adjudication in their Development" 29 Law & contemporary Problems. 702 (1967), p. 434.

จากทฤษฎีดังกล่าว SEC ได้เข้ามาใช้เพื่อปราบปรามกิจกรรมหนึ่งของบรรดานายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ในยุคแรก ๆ ซึ่งเรียกว่า "Boiler Room Activities" ซึ่งหมายถึง การดำเนินการเพื่อขายหลักทรัพย์ โดยการให้พนักงานขายใช้โทรศัพท์ทางไกลไปยังลูกค้า ซึ่งได้รายชื่อมาจากสมุดโทรศัพท์หรือจากรายชื่อของผู้ที่เคยซื้อหลักทรัพย์จากการทำ Boiler Room ก่อนหน้านี้ โดยในการวัดประสิทธิภาพของการปฏิบัติการของพนักงานขายเหล่านั้น อาศัยการเปรียบเทียบจากจำนวนการขายที่มากที่สุดภายใต้ค่าโทรศัพท์ที่ต่ำที่สุด ซึ่งทำให้เกิดความกดดันและเร่งรีบในการขายเป็นอย่างมาก จึงไม่มีการให้ข้อมูลรายละเอียด ๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ซื้อได้ใช้ในการประเมินคุณค่าหรือราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังอาจมีการอวดอ้าง (Puffing) เช่นเดียวกับการขายสินค้าทั่วไป ซึ่งก่อให้เกิดความเสียหายแก่การลงทุนของประชาชน<sup>20</sup> เมื่อเกิดกรณีที่ขึ้นสู่การพิจารณาของ SEC ในกรณี Barner Securities Inc และ Harold Grill SEC ได้พิจารณาว่าการทำ Boiler Room ซึ่งเป็นการเร่งการขาย หลักทรัพย์เท็จใดๆ โดยการโทรศัพท์ทางไกล ซึ่งผู้ขายนายหน้าต่าง ๆ มิได้รู้จักตัวผู้ซื้อ และมิได้ให้ข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจนั้นผิดกฎหมายของ SEC หลายประการภายใต้ทฤษฎี Shingle คือ ไม่มีการตรวจสอบทั้งลูกค้าและหลักทรัพย์ กล่าวคือ การตรวจสอบว่าลูกค้ามีความเหมาะสมกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายหรือไม่เพียงไร และได้ให้ข้อเท็จจริงต่าง ๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ครบถ้วนเพียงพอ เพื่อให้ลูกค้าซึ่งพิจารณาตัดสินใจหรือไม่ หรือที่เรียกว่า Know Your Merchandise Rule และ Know Your Customer Rule ซึ่งกำหนดมาตรฐานให้แก่บรรดานายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์เกี่ยวกับการแจ้งข้อความเสนอขายและให้ความเห็นเกี่ยวกับหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

<sup>20</sup> Sheldon M. Jaffe., Booker-Dealer and Securities

Market: A Guide to Regulatory Process , p. 134.

หน้าที่ในการตรวจสอบ (Duty to Investigation)

ความรับผิดชอบหน้าที่ในการตรวจสอบของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น เกิดมาจากการพิจารณาสถานะต่าง ๆ ของสิ่งที่เกิดขึ้นว่ามีเหตุผลอันควรเชื่อหรือไม่ว่า (Reasonable Ground to Believe) ผู้กระทำมีเจตนาหลอกลวง หรือรู้ในความจริงนั้น ๆ (Intent to defraud หรือ Know the falsity) ซึ่งอยู่ใน Rule 15 c 1-2 ซึ่งกำหนดว่า

"คำว่า Manipulative Deceptive or Other Fraudulent device or Contrivance ที่ใช้ในมาตรา 15 (c) (1) ของพระราชบัญญัตินี้ หมายถึงความรวมถึงการกล่าวข้อความที่เป็นข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญที่เป็นเท็จ และการงดเว้นไม่กล่าวข้อความใด ๆ ที่เป็นข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญ ซึ่งสภาการณั้เช่นว่าการบอกข้อความดังกล่าวนั้นเป็นสิ่งจำเป็น เพื่อมิให้เกิดความหลงผิด และการกล่าวข้อความ และการงดเว้น ไม่กล่าวข้อความนั้น ได้กระทำไปโดยรู้หรือมีเหตุอันควรเชื่อว่า เป็นเท็จหรือทำให้อันหลงผิด" 21

ซึ่งข้อความในช่วงแรกของ Rule 15 c 1-2 นี้ เหมือนกับ Rule 10 b-5 ซึ่งใช้กับบุคคลทั่วไป เว้นแต่ในช่วงที่ขีดเส้นใต้เป็นข้อความที่ได้เพิ่มเติมขึ้นมา ซึ่งประกอบด้วยทฤษฎี Shingle แล้วก่อให้เกิดหน้าที่แก่บรรดานายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ว่านอกเหนือจากการตรวจสอบหลักทรัพย์ที่ขายแล้ว ยังมีความรับผิดชอบที่หลักทรัพย์นั้นได้ขายไปโดย มิได้เปิดเผยข้อเท็จจริงที่ควรค้นพบจากการตรวจสอบไม่ว่าข้อเท็จจริงดังกล่าวนั้น นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์จะรู้หรือไม่ ทั้งนี้เพราะคำว่า "มีเหตุอันควรเชื่อ (Reasonable Ground to Believe)" นี้ต้องพิจารณาในลักษณะภาววิสัย (Objective) ว่าผู้กระทำควรจะสามารถพบได้ก็ถือว่า มีเหตุอันควรเชื่อได้แล้ว

21 Ibid., p. 128.

ทั้งนี้เพราะการรู้หรือไม่ว่าเป็นเรื่องภายในจิตใจ<sup>22</sup> ส่วนระดับของการตรวจสอบที่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ต้องกระทำนั้น จะขึ้นอยู่กับความเกี่ยวพันระหว่างนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ดังกล่าว กับ หลักทรัพย์นั้น กับ ระดับความรู้ของผู้ลงทุนที่ซื้อหรือขายด้วย

ความเกี่ยวพันระหว่างนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์กับหลักทรัพย์นั้น ได้แก่ ในกรณีที่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) มีหน้าที่ในการตรวจสอบตามที่ระบุในมาตรา 11 ของ 1933 Act<sup>23</sup> หรือในกรณีที่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้นเป็นผู้ทำตลาด (Market Maker) ให้แก่หลักทรัพย์นั้น หน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์นั้นก็เป็นไปตาม (5) ของ Rule 15c-11 ของ 1934 Act<sup>24</sup> กล่าวคือต้องมีงบการเงินล่าสุด หรือข้อมูลล่าสุดที่ผู้ออกหลักทรัพย์ได้ยื่น (file) ไว้กับ SEC ส่วนในกรณีที่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้นไม่มีความเกี่ยวพันเป็นพิเศษกับหลักทรัพย์นั้น มาตรฐานในการตรวจสอบเป็นไปตาม Securities Exchange Act Release 6721 (1962)<sup>25</sup> ซึ่งกำหนดว่า ".....ตามที่ได้ชี้ให้เห็นว่า การให้คำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้นเป็นการแสดงโดยปริยายว่า นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น มีเหตุผลสนับสนุนเพียงพอ ในการให้คำแนะนำ (Reasonable Basis for Such Recommendation) นั่นคือ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์มีเงื่อนไขเบื้องต้นที่ต้องจัดให้มีการตรวจสอบอย่างสมเหตุสมผล และหากนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้นไม่มีข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์และผู้ออกหลักทรัพย์นั้นเพียงพอ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ผู้นั้น จะต้องทำการเปิดเผยข้อเท็จจริงถึงความไม่รู้ของตน และเตือนลูกค้าถึงความเสี่ยงในการ

22 Bromberg, Securities Law 8.4, p. 501.อ้างใน Ibid., p.129.

23 Ibid.

24 Ibid.

25 Ibid.

ข้อหลักทรัพย์โดยปราศจากข้อมูลดังกล่าว โดยเฉพาะอย่างยิ่งการแสดงข้อความในแง่ที่ดี (Optimistic Statement) ซึ่งมักจะนำมาใช้ในการขายหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ทั้งหลายจะต้องเปิดเผยข้อเท็จจริงประกอบต่าง ๆ ให้ครบถ้วน โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้อเท็จจริงในแง่ลบที่เป็นสาระสำคัญทั้งหลาย เช่น ผลขาดทุนสะสม และประการอื่น รวมทั้งข้อเท็จจริงถึงความไม่รู้ของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น ๆ"

ในกรณีของการเปิดเผยข้อมูลถึงความไม่รู้ ตลอดจนความเสี่ยงในการลงทุนนี้ หากอยู่ในรูปของข้อกำหนดที่ยกเว้นความผิดโดยทั่วไป (Disclaimer Clause) หรือเสี่ยงใบในรูปของการให้ความเห็นหรือคาดการณ์ที่ แสดงออกชัดเจนถึงการฉ้อฉลอันเช่น การทำนายราคาหุ้น กึ่งการและไม่เป็นที่รู้จัก (Unseasoned Speculative Stock) ในลักษณะโฆษณาชวนเชื่อ (Puffing) เช่น ราคาหุ้นของบริษัทนี้จะพุ่งเป็นสองเท่าอย่างง่ายดาย ถือเป็นการฉ้อฉลในเนื้อหา (Inherently Fraudulent) หรือเป็นการฉ้อฉลอย่างชัดเจน (Hallmark of Fraud) ซึ่งถึงแม้จะมีการเปิดเผยข้อมูลถึงความไม่รู้ หรือความเสี่ยงในการลงทุนแล้วก็ตามย่อมไม่ทำให้ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น ๆ หลุดพ้นจากภาระความรับผิดชอบได้<sup>26</sup> ในเรื่องดังกล่าว SEC ได้กล่าวไว้ว่ากรณีการใช้อำนาจบริหาร (Administrative Proceeding) ในกรณีของ In re Alexander Reid & Co Inc ดังต่อไปนี้

"การแสดงออกในแง่ที่ดี (Optimistic Representation) ซึ่งอยู่ในรูปของ ความเห็นและการคาดคะเน, เราจะพบว่าการกระทำเช่นว่าอาจเป็นการฉ้อฉลหลอกลวง ตาม ความหมายของบทบัญญัติป้องกันการฉ้อฉล (Anti-Fraud Provision) ของกฎหมายหลักทรัพย์

<sup>26</sup> J.P. Howell & Co., 43 SEC 325, 328(1967), Vanasco V. SEC 395. F2d. 349(2d Cir 1968), Gross V. SEC 418. F2d. 103(2d Cir 1969)

ถึงแม้ว่า การแสดงออกเช่นว่า จะมีได้อยู่ในรูปของข้อเท็จจริง (Existing Fact) ก็ตาม ผู้กระทำก็ไม่อาจอ้างเหตุดังกล่าว เพื่อแก้ข้อกล่าวหาได้ และจะต้องพึงสังวรณไว้เสมอว่า ตัวบทกฎหมายของกฎหมายป้องกันการฉ้อฉลในกฎหมายหลักทรัพย์มิได้ถูกจำกัดขอบเขตอยู่แต่เฉพาะในกฎหมายการฉ้อฉลใน Common Law เท่านั้น ข้อเท็จจริงที่ว่าหลักทรัพย์เป็นทรัพย์สินที่มีความซับซ้อน (Intricate Merchandise) ซึ่งในการซื้อขายต้องอยู่ภายใต้มาตรฐานนั้น ทำให้ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ ไม่อาจหลีกเลี่ยงความรับผิดชอบในข้อเท็จจริงที่มีลักษณะหลอกลวงอยู่คนเดียว (Deceptive Nature) ซึ่งกล่าวโดยปราศจากความระมัดระวังโดยแสดงออกว่าเป็นเพียงความคิดเห็น การคาดคะเนหรือโดยการชี้แจงว่าเป็นเพียงการคาดคะเนหรือความเป็นไปได้ ลักษณะที่ฉ้อฉลและหลอกลวงของการแสดงข้อเท็จจริงเช่นว่า ถูกครอบคลุมด้วยลักษณะของการแสดงข้อเท็จจริงดังกล่าว (แสดงให้เห็นว่าเป็นเพียงการคาดคะเน)"<sup>27</sup>

หน้าที่ในการตรวจสอบโดยนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ข้างต้นนี้ช่วยในแง่ของการทำให้เกิดความน่าเชื่อถือ และความถูกต้องของข้อมูลที่มีการเผยแพร่ออกมาทั้งในแง่ของการเปิดเผยข้อมูลตามกฎหมาย และการเปิดเผยข้อมูลในทุกรูปแบบของสื่อ โดยกำหนดให้นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น ๆ เป็นผู้ช่วยในการทำการตรวจสอบ (Verified) ข้อมูลต่าง ๆ ที่มีอยู่ เนื่องจากนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ต่าง ๆ มีระดับความรู้และความเข้าใจในเรื่องดังกล่าวที่ลึกกว่าและค่อนข้างมีอิทธิพลต่อการซื้อขายของผู้ลงทุน นอกจากนี้ยังอยู่ภายใต้ระบบของการอนุญาต (Licensing) ของ SEC ที่สามารถดำเนินการทางด้านบริหาร (Administrative Proceeding) ได้ ทำให้สามารถช่วยช่วยในการชะลอหรือระงับการแพร่ข่าวสารที่ขาดความแน่นอน ตลอดจนผลของข่าวสารในลักษณะดังกล่าวต่อสาธารณชนได้ โดยที่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ต้องเตือนหรือเปิดเผย

27 Sheldon M. Jaffe. Broker-Dealer and Securities Market:

A Guide to Regulatory Process, p. 137-138.

ถึงความไม่น่าเชื่อถือต่าง ๆ ของข่าวสารที่มีอยู่ในตลาดด้วย อย่างไรก็ตามก็ดีขอบเขตในการตรวจสอบข่าวสารของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ก็มีขอบเขตอยู่ที่ว่า หากปราศจากความรู้ (Actual Knowledge) ในความฉ้อฉลหรือลักษณะที่อาจก่อให้เกิดการเข้าใจผิด หรือสัญญาณนอกเหตุบางประการที่ปรากฏอยู่ในข่าวสารที่ออกมา นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ก็ไม่มีควมรับผิดชอบที่จะต้องตรวจสอบ อย่างไรก็ตามก็ดี ความรู้หรือการจะพบสัญญาณนอกเหตุเช่นว่าหรือไม่ต้องสอดคล้องกับจริยธรรม และมาตรฐานของการประกอบอาชีพของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ ซึ่งมีค่อนข้างสูงกว่าปกติอยู่แล้วดังนั้น หากปรากฏชัดเจนว่าการไม่รู้<sup>๕</sup>นั้นเกิดจากความละเลยไม่ใส่ใจ (Deliberately Ignorance) ในข้อเท็จจริงโดยเจตนาจึงถือว่าการกระทำดังกล่าวอยู่ในขอบข่ายของการฉ้อฉล

### 2.1.2 องค์ประกอบภายนอกอื่น ๆ

#### 1) ความเป็นสาระสำคัญของข้อเท็จจริง (Materiality)

ข้อเท็จจริงที่เป็นเท็จหรือทำให้สับสนหลงผิดหรือข้อเท็จจริงที่ปกปิดนั้นต้องเป็นข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญเท่านั้น ตามกฎหมายของสภาคองเกรส หรือกฎเกณฑ์ที่ประกาศโดย SEC เกี่ยวข้องกับการฉ้อฉลมิได้ให้คำนิยามของข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญไว้ ความหมายของข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญ จึงหาได้จากที่มาของกฎหมาย คือ ในกฎหมาย Common Law แนวทางการใช้อำนาจทางบริหารของ SEC และคำพิพากษาของศาล

ความหมายของข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญ ตามกฎหมาย Common Law ในการดำเนินคดีเกี่ยวกับการฉ้อฉลหลอกลวงนั้น คือ ข้อเท็จจริงดังกล่าวจะต้องมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของบุคคลที่จะเข้าทำสัญญา โดยข้อเท็จจริงนั้นได้ หลอกลวง หรือชักชวนให้บุคคลดังกล่าวกระทำหรืองดเว้นกระทำการ โดยที่หากปราศจากข้อเท็จจริงเช่นว่า สัญญาหรือธุรกรรมนั้นอาจจะไม่เกิดขึ้น กล่าวอีกนัยหนึ่งความมีอยู่หรือไม่มีของข้อเท็จจริงดังกล่าวมีความสำคัญต่อวิญญูชน ใน

การตัดสินใจที่จะเลือกกระทำหรืองดเว้นกระทำที่มีปัญหานั้น<sup>28</sup>

ในแนวทางการพิจารณาของ SEC ในเรื่องเดียวกันนี้ในการดำเนินการทางด้านบริหาร (Administrative Proceeding) หรือการออกคำสั่งหยุดการมีผลบังคับของข้อเท็จจริงที่จดทะเบียน (Registration Statement) ในการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน ตาม Securities Act 1933 หมายถึง ข้อเท็จจริง ซึ่งพิจารณาโดยเหตุผลแล้วจำเป็นต้องใช้หรือแจ้งให้แก่ผู้ลงทุนที่มีความสุจริตรอบคอบในระดับทั่ว ๆ ไป (Average Prudent Investor) ทราบก่อนการซื้อหลักทรัพย์<sup>29</sup>

ส่วนแนวทางการพิจารณาของศาลสูงสหรัฐในเรื่องดังกล่าว ยึดถือหลักการเช่นเดียวกับ Common Law เพียงแต่ ศาลเห็นว่า การให้คำจำกัดความเช่นว่าต้องพิจารณาแบบเปิดกว้าง และอิสระมากกว่าปกติ เมื่อนำมาปรับใช้กับการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์<sup>30</sup> โดยเฉพาะในการดำเนินการที่กระทำโดยรัฐไม่ว่าจะเป็นพนักงานอัยการ หรือ SEC ซึ่งถือว่าเป็นการกระทำเพื่อคุ้มครองประโยชน์ของสาธารณะและผู้ลงทุน แต่ในส่วนของ การดำเนินการคดีแพ่งระหว่างเอกชนต่อเอกชนย่อมถือหลักการที่เคร่งครัดเช่นเดียวกับระบบของ Common Law

กล่าวโดยสรุปความเป็นสาระสำคัญของข้อเท็จจริงที่สรุปจากแหล่งที่มาทั้งสาม หมายถึง ข้อเท็จจริงใดๆ ที่มีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นที่มีความรอบคอบตามสมควร ในการตัดสินใจ ซื้อ ขาย หรือถือหลักทรัพย์นั้นไว้หรือมีผลกระทบต่อมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยการ

28 List V. Fashion Park, Inc. (CA2 NY) 340 F2d 457, 22 ALR3d 782.

29 Louis Loss. Fundamental of securities Regulation, p. 716.

30 List V. Fashion, Inc.



พิจารณาต้องพิจารณาในลักษณะภาวะวิสัย (Objective one) มิได้ขึ้นอยู่กับบุคคลใดบุคคลหนึ่ง แต่หมายถึงวิญญูชนทั่วไป (Reasonable man) โดยที่ระดับของวิญญูชนเช่นว่านี้จะต้องพิจารณาให้สอดคล้องแนวความคิดของกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มุ่งประสงค์ที่จะคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย ทั่วไป (Average Investor) จากผู้ลงทุนในหลักทรัพย์โดยทางอาชีพ (Professional Securities Firm)<sup>31</sup> ดังนั้นมาตรฐานของวิญญูชนที่จะนำมาใช้ในการพิจารณาความเป็นสาระสำคัญคือ นักลงทุนที่ไม่มีไหวพริบทางธุรกิจ (Lack of Business Acumen) <sup>32</sup> นอกจากนี้ ศาลสูงของสหรัฐยังได้ขยายความหมายของความเป็นสาระสำคัญของข้อเท็จจริงออกไปอีกว่าไม่จำเป็นว่าข้อเท็จจริงนั้นจะต้องทำให้การตัดสินใจซื้อ ขาย หรือถือครองหลักทรัพย์นั้นเปลี่ยนแปลงไป เพียงแต่ข้อเท็จจริงดังกล่าวนั้นอาจทำให้มีโอกาสอย่างมากที่จะทำให้การตัดสินใจของผู้ลงทุนนั้นเปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ ถึงแม้จะมีการแก้ไขข้อเท็จจริงนั้นถูกต้องขึ้นแล้ว ผู้ลงทุนก็อาจจะตัดสินใจเช่นเดิมก็ได้ และการพิจารณาไม่ได้จำกัดเฉพาะข้อเท็จจริงนั้น ๆ แต่ต้องพิจารณาข้อเท็จจริงอื่น ๆ ที่มีอยู่ประกอบด้วย (Total Mixed of Information Available)<sup>33</sup>

---

31 Louis Loss. Fundamental of securities Regulation, p. 716.

32 Ibid., p. 719.

33 TSC Industry., Inc V. Northway., Inc, 426 US 438, 445 (1976) อ้างใน Kathleen F. Brickey, Corporate Criminal liability: A Treatise on the Criminal Liability of Corporation, Their Officer and Agent, (US: Callaghan Company, 1984), p. 418.

2) การกระทำต้องเกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์

(In Connection of Purchase or Sale of Any Securities)

องค์ประกอบนี้เป็นตัวที่กำหนดขอบเขตของการกระทำการฉ้อฉล ว่าจะเป็น ความผิดก็แต่เฉพาะที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการซื้อขายเท่านั้น ซึ่งอาจอยู่ในรูปของความสัมพันธ์ระหว่าง คู่กรณีในการซื้อขาย (Privity) โดยผู้กระทำต้องมุ่งประสงค์ที่จะหลอกผู้ถูกกระทำ หรือ ผู้กระทำต้องมีความเชื่อในการกระทำที่หลอกลวงนั้นจึงทำให้ตนเองเสียหาย (Reliance) และความเสียหายนั้นเกิดขึ้นจากการกระทำหลอกลวงนั้น (Causation) อย่างใดอย่างหนึ่ง ซึ่งเป็น องค์ประกอบหลักของการฉ้อฉลหลอกลวงในระบบ Common Law โดยที่ในการตีความของศาลสูง ของสหรัฐ ในเรื่องนี้ได้วางบรรทัดฐานไว้ว่า คำว่า "เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น" ต้องตีความอย่างกว้างและไม่จำกัดหรือเป็นการเฉพาะ<sup>34</sup> เพื่อให้สอดคล้องกับเจตนารมณ์ของ กฎหมาย ดังนั้นในแนวการตัดสินคดีของศาลสูงสหรัฐการพิสูจน์ว่าการกระทำนั้นเกี่ยวข้องกับการ ซื้อขายหลักทรัพย์หรือไม่ ผู้กล่าวหาไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ว่า มีผู้ใดหลงเชื่อในการหลอกลวงนั้น หรือ ผู้กระทำได้กระทำโดยมุ่ง ประสงค์ต่อผู้ใดผู้หนึ่งเป็นการเฉพาะ โดยได้ให้ความหมายของคำว่า เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ว่า "การหลอกลวงที่จะเกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ หมายความว่า โดยการหลอกลวงนั้น วัตถุประสงค์เป็นนักลงทุนโดยทั่วไป ย่อมเชื่อถือและโดยความ เชื่อถือนั้นเป็นเหตุให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น" (To be in connection with the purchase of sale of a security, a scheme or device must be of a sort that would cause a reasonable investors to rely thereon, and in connection therewith so relying cause them to purchase or sell a

<sup>34</sup> Superintendent of Ins. v. Banker Life & Casualty Co. 404

US 6, 30 L Ed 2d 128,92 S Ct 165.

corperation)<sup>35</sup> ซึ่งเหมือนกับการพิสูจน์ว่า ข้อเท็จจริงนั้นเป็นข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการฉ้อฉลที่กระทำต่อกลไกของตลาดโดยมิใช่จำเพาะตัวบุคคล (Impersonal Transaction) การพิสูจน์ว่าเกี่ยวข้องกับการซื้อขายหรือไม่ กระทำได้โดยการพิสูจน์ความเป็นสาระสำคัญของข้อเท็จจริง<sup>36</sup>

ข้อจำกัดขององค์ประกอบนี้อยู่ที่ผู้กระทำ อาจต้องมีส่วนเกี่ยวข้องกับการซื้อขายไม่ว่าโดยทางใดทางหนึ่ง กล่าวคือ มีผลประโยชน์จากการซื้อขาย เช่น นายหน้า ผู้ค้าหลักทรัพย์ (Broker-Dealer) ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) โดยแต่ไม่จำเป็นต้องเป็นการกระทำที่เกิดขึ้นในการซื้อขายหรือการโอนหลักทรัพย์รายใด เพียงแต่เป็นการกระทำที่มุ่งประสงค์จะให้เกิดผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ๆ ก็เพียงพอแล้ว

### 2.1.3. องค์ประกอบภายในของการกระทำ

เมื่อมีการละเมิดกฎหมายหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นในส่วนของกฎหมายป้องกันการฉ้อฉล (Anti Fraud Provision) หรือในเรื่องอื่น ๆ อาจแบ่งแยกได้เป็น 2 ลักษณะ คือ ละเมิดทางแพ่ง (Civil Violation) กับการละเมิดทางอาญา (Criminal Violation) โดยเงื่อนไขในการรับโทษทางอาญานั้นทางกฎหมาย Common Law โดยปกติแล้วจะต้องมี Mens

<sup>35</sup> SEC V. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 883, 860 (1968)  
US V. Gleason 616 F.2d 28 (2d CIR), US V. Clark 359 F. Supp. 128, 130  
อ้างใน Corporate Criminal Liability, p. 421.

<sup>36</sup> Mill V. Electric Auto Lite & Co., 396 US 375  
384-385 (1970)

Rea หรือ เจตนาชั่วร้าย (Culpable Mental State) กล่าวคือ ต้องเป็นการจงใจที่จะกระทำการฝ่าฝืนกฎหมาย (Intent to violate the Law) อย่างไรก็ตามก็ตีความหมายของเจตนาที่จะทำการฝ่าฝืนกฎหมาย (Mens Rea) นี้ หมายถึง ความรู้ในองค์ประกอบภายนอกของการกระทำความคิด และมุ่งประสงค์ที่จะกระทำการดังกล่าวโดยไม่จำเป็นต้องรู้รายละเอียดของเนื้อหาของกฎหมาย ดังนั้นปัญหาสำคัญประการเดียวของการพิสูจน์เจตนา คือ ความรู้ในความจริงหรือนอจลของการกระทำ (Knowledge of Falsity) หรือเรียกว่า Scienter ในหลักกฎหมาย Fraud ของ Common Law ซึ่งการพิสูจน์ถึงความรู้และไม่รู้ของบุคคลเป็นการพิสูจน์สภาพจิตใจโดยตรง ดังนั้นจึงจำเป็นต้องอนุมานจากสถานการณ์ หรือ เหตุการณ์หรือสภาพแวดล้อม (Circumstantial Evidence) โดยที่ศาลได้ขยายขอบเขตขององค์ประกอบภายในการกระทำการนอจลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ให้ครอบคลุมถึงกรณีการกระทำโดยประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง (Recklessness) ด้วย โดยถือว่ามาตรา 17 (a)(1) ของ 1933 Act เท่านั้นที่จำเป็นต้องพิสูจน์ว่า ผู้กระทำรู้ในความจริง หรือนอจลของข้อเท็จจริง (Scienter) ส่วนการกระทำผิดตามอนุมาตรา 2 และ 3 นั้นไม่จำเป็นต้อง<sup>37</sup> กล่าวคือ หากความไม่รู้อย่างดังกล่าวเกิดขึ้นจากความไม่ใส่ใจที่จะตรวจสอบข้อเท็จจริง (Reckless Disregard of Truth) กล่าวคือ ตามพยานหลักฐานแวดล้อมแล้วปรากฏว่า ผู้กระทำมีโอกาที่จะทราบถึงความเท็จนั้น ๆ ได้บ้าง (Some extent cognizant of misstatement or omission)<sup>38</sup> โดยที่หากเป็นการกระทำของผู้ประกอบวิชาชีพเกี่ยวกับหลักทรัพย์ SEC และ ศาลสูงของสหรัฐได้กำหนดมาตรฐานของระดับของการรับรู้ (Cognizant) โดยการสร้างหน้าที่ในการระมัดระวังหรือที่เรียกว่า Due Diligence แก่บุคคลเหล่านี้

37 Aaron V. SEC 446 VS 680, 100, S.ct 1945, 64 L. ED 2d 611(1980)

38 Cohen V. Franchard Corp., 478 2d 115, 123(2d Cir)

ส่วนข้อต่อสู้นากรณีขององค์ประกอบภายในนี้ คือ ความสุจริต (Good Faith) ซึ่งตรงข้ามกับเจตนาร้าย กล่าวคือ ผู้กระทำต้องพิสูจน์ว่ามีเหตุอันควรเชื่อว่าข้อเท็จจริงนั้น ๆ ถูกต้องสมบูรณ์ ซึ่งส่วนใหญ่มักจะใช้อ้างถึงนั้น คือความเชื่อในความเห็นของผู้เชี่ยวชาญหรือบุคคลที่อยู่ในฐานะเชื่อถือได้ ซึ่งตามแนวทางการพิจารณาของศาลและ SEC ข้ออ้างดังกล่าวจะใช้ได้เมื่อประกอบด้วยสิ่งต่อไปนี้ (1) ต้องมีความสุจริตาใจในการเลือกบุคคลเช่นว่า (2) ได้มีการเปิดเผยข้อเท็จจริงอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งหมด (3) ผู้เชี่ยวชาญดังกล่าวตอบหรือให้ความเห็นจากการพิจารณาข้อเท็จจริงดังกล่าว (4) เชื่อว่าความเห็นของบุคคลเช่นว่านั้นได้ให้โดยสุจริต (5) มีเหตุอันควรเชื่อในความเห็นนั้น<sup>39</sup>

## 2.2 การฉ้อฉลและสร้างราคาโดยการซื้อขาย (Manipulation by Purchase or Sale)

ตัวบทกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ในลักษณะที่อยู่อาศัยของการฉ้อฉลและสร้างราคาของประเทศสหรัฐอเมริกา มีที่มาและจุดเริ่มต้นที่มาตรา 9 ของ 1934 Act ซึ่งก่อนการตรากฎหมายฉบับดังกล่าว ในประเทศสหรัฐอเมริกา อาศัยหลักกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล (Fraud) ประกอบกับการที่กฎหมายได้รับรองความเป็น

<sup>39</sup> Kathleen F. Brickey, Corporate Criminal Liability, A Treatise on Criminal Liability of Corporation, their Officer and Agent, p. 414-415.

ตลาดเสรีของตลาดหลักทรัพย์มาปรับใช้กับกรณีดังกล่าว แต่ด้วยเหตุที่กฎหมายเกี่ยวกับฉ้อฉลในระบบ Common Law มีองค์ประกอบมากจึงทำให้ไม่เพียงพอที่จะจัดการกับกรณีดังกล่าวนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของการกระทำการฉ้อฉล และสร้างราคา โดยการซื้อขายที่แท้จริง (Manipulation by Actual Purchase or Sale) ดังนั้น เพื่อป้องกันและปราบปรามการกระทำในลักษณะที่เป็นฉ้อฉล และสร้างราคาโดยการซื้อขายเพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ สภาkong เกรสจึงได้ทำการบัญญัติให้การกระทำบางประเภทบางชนิดในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Market) เป็นสิ่งผิดกฎหมาย อันได้แก่ มาตรา 9 (a)(1) ห้ามการซื้อขายโดยไม่มี การเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ (Washed Sale) และ การจับคู่ซื้อขาย (Matched order) ซึ่งกระทำเพื่อให้เกิดความเข้าใจผิดในสภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ มาตรา 9 (a)(2) ห้ามการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง (Series of Transaction) ที่ทำให้เกิดสภาวะการซื้อขายที่ผิดปกติ หรือทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นหรือต่ำลง เพื่อชักจูงให้ผู้อื่นเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ ส่วนมาตรา 9 (a)(3) และ(5) ห้ามการชักจูงให้บุคคลเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ โดยการเผยแพร่ข่าวสารว่า จะมีบุคคลมาทำการซื้อขายเพื่อทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นหรือต่ำลง \* ซึ่งห้ามทั้งด้วยนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ และบุคคลทั่วไปที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับมาตรา 9 (a) (4) บัญญัติเช่นเดียวกับมาตรา 17 (a)(2) เพียงแต่มีองค์ประกอบภายในว่าเป็นการกระทำเพื่อชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขาย ซึ่งถึงแม้จะไม่มีเจตนาพิเศษในเรื่องดังกล่าวการกระทำก็เป็นความผิดอยู่

---

\* การเผยแพร่ข้อความในลักษณะดังกล่าวเป็นความผิดโดยไม่คำนึงว่า ข้อความดังกล่าวจะเป็นเท็จ หรือทำให้คนทั่วไปหลงผิดหรือไม่ ดังนั้นจึงต้องตีความอย่างจำกัดเพื่อมาที่ขัดกับหลักการทั่วไปที่ต้องการให้มีการเปิดเผยข้อมูลต่างๆอย่างครบถ้วนเพียงพอ - Comment, "Market Manipulation and the Securities Exchange Act", The Yale Law Journal 46 (1936-1937), p. 630.

แล้ว และมาตรา 9 (a) (6) ให้อำนาจ SEC ในการออกกฎเกณฑ์ในการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคา (Stabilization) และมาตรา 9 (b) ให้อำนาจ SEC ในการออกกฎเกณฑ์ เพื่อควบคุมการซื้อขายและการออก Option ต่าง ๆ ซึ่งบทบัญญัติตามมาตรา 9 ดังกล่าวนี้กำหนดให้ใช้เฉพาะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Exchange) เท่านั้น เนื่องจากลักษณะของโครงสร้างและวิธีการซื้อขายมีลักษณะเป็นตลาดแข่งขัน (Free Market) กล่าวคือเป็นตลาดการประมูลอย่างต่อเนื่อง (Continuous Auction Market) ซึ่งแตกต่างจากตลาด OTC

อย่างไรก็ดี ต่อมาเมื่อตลาด OTC และตลาดหลักทรัพย์ได้มีการพัฒนา หรือแข่งขันกันมากขึ้น จึงได้มีการขยายมาตรา 9 ให้อบรมคลุมถึงการซื้อขายหลักทรัพย์ในทุกตลาดผ่านทางอำนาจของ SEC ตามมาตรา 15 (c) และมาตรา 10 (b) ปัญหาหลักของการบังคับใช้กฎหมายกับการซื้อขายที่เป็นการสร้างราคาคือ เกิดขึ้นจากหลักกฎหมายวางอยู่หลักการตลาดเสรี (Free Market Concept) ที่ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปตามอุปสงค์อุปทานในหลักทรัพย์นั้น ซึ่งเป็นข้อพิจารณาในการกำหนดรูปแบบทางเศรษฐศาสตร์ของตลาดหลักทรัพย์ (Economic Model of the Securities Market) มิได้สอดคล้องกับสภาพที่แท้จริงตลอดจนความจำเป็นต่าง ๆ ดังที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 1

การซื้อขายในลักษณะที่เป็นการฉ้อฉลและการสร้างราคาของประเทศสหรัฐอเมริกา อาจแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะใหญ่ ๆ คือ

### 2.2.1) การซื้อขายเพื่อสร้างสภาพการซื้อขายที่เป็นเท็จหรือทำให้อัปเดต

ก องค์ประกอบภายนอก (การกระทำ)

หมายถึง การซื้อขายที่มีเจตนาที่จะสร้างสภาวะตลาด และการซื้อขายที่กระทำบุคคล  
ทั่วไปหลงผิด โดยที่ลักษณะของการซื้อขายเหล่านี้เป็นการซื้อขายลวง อันได้แก่

(1) การซื้อขายโดยไม่มี การเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ (Washed Sale)

คือ การซื้อขายโดยที่ผลสุดท้ายแล้วผู้รับประโยชน์ในหลักทรัพย์นั้นไม่เปลี่ยนแปลงไป หมายความว่า เพื่อลดความเสี่ยงในการทำให้เกิดสภาวะตลาดและการซื้อขายเป็นไปตาม  
ที่ผู้กระทำต้องการ ซึ่งเมื่อไม่เกิดความเปลี่ยนแปลงของผู้รับประโยชน์ในหลักทรัพย์ ย่อมทำให้การ  
จ่ายเงินค่าซื้อขาย และการโอนกรรมสิทธิ์ที่เกิดขึ้นไม่กระทบต่อผลประโยชน์ของผู้กระทำ แต่  
เนื่องจากเจตนาการกระทำเช่นนั้น ยังไม่เป็นความผิดเสมอไป ทั้งนี้เพราะ ผู้ลงทุนอาจจะสั่ง  
ซื้อและสั่งขายหุ้นของตนเองเพื่อเหตุผลทางภาษีอากร หรือทางบัญชี เพื่อเปลี่ยนแปลงต้นทุน  
กรณีที่เกิดขึ้นบ่อย ๆ คือ นักลงทุนที่มีพอร์ตการลงทุนมาก ๆ ตั้งราคาขายหุ้นทิ้งไว้ในช่วงเช้าของ  
การซื้อขาย แต่คำสั่งดังกล่าวไม่เกิดการซื้อขาย ต่อมาในช่วงบ่ายแนวโน้มของหลักทรัพย์ดังกล่าว  
ดีขึ้น นักลงทุนคนเดิมอาจสั่งซื้อหลักทรัพย์นั้นกลับเข้ามา และปรากฏว่าคำสั่งซื้อและคำสั่งขายของ  
ตนเกิดการซื้อขายกัน โดยผู้กระทำมิได้มีเจตนาซึ่งการซื้อขายเหล่านี้ไม่ถือว่าเป็นความผิด ดังนั้น  
การซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของนั้น จะเป็นความผิดหรือไม่ ต้องพิจารณาจาก  
เจตนาของผู้กระทำ กล่าวคือ ผู้กระทำมีเจตนาที่จะสร้างภาพของตลาดหรือสภาวะการซื้อขายหุ้น  
ตัวนั้น ๆ ให้นักลงทุนทั่วไปเข้าใจว่าเป็นสภาพที่แท้จริงหรือไม่ (A False or Misleading  
Appearance of Active Trading in Any Securities)



## (2) การซื้อขายแบบจับคู่ (Matching Order)

หมายถึง การสั่งซื้อโดยรู้อยู่แล้วว่า จะมีผู้สั่งซื้อหลักทรัพย์เดียวกัน ในราคาและปริมาณเดียวกัน และในเวลาใกล้เคียงกัน หรือการส่งขายโดยรู้อยู่แล้วว่าจะมีผู้สั่งซื้อหลักทรัพย์เดียวกัน ในราคาและปริมาณเดียวกัน ในเวลาใกล้เคียงกัน ซึ่งมีลักษณะการกระทำคล้ายการซื้อขายแบบ Washed Sale แต่เป็นกรณีที่มีผู้กระทำสองคนขึ้นไป แต่การซื้อขายแบบ Washed Sale นี้ผู้กระทำไม่จำเป็นต้องมีเจตนาร่วมกันเพียงแต่ผู้กระทำรู้ว่า จะมีผู้อื่นซื้อหรือขายในลักษณะเช่นว่าก็เพียงพอแล้ว และเนื่องจากการจับคู่ซื้อขายนี้อาจเกิดขึ้นจากการตกลงซื้อขายกันมาก่อน แล้วนำมาทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า Put Through หรือ Marriage เพื่อวัตถุประสงค์ในการบันทึกรายการซื้อขาย หรือความสะดวกในการซื้อขายรายใหญ่หรือโดยประการอื่น เช่น ในประเทศไทยที่ยกเว้นการเก็บภาษีจากกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ จึงอาจมีการใช้วิธีการร่อนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นเครื่องมือในการวางแผนภาษี เป็นต้น ดังนั้นเฉพาะแต่การซื้อขายแบบจับคู่นี้จึงไม่เป็นความผิด ความผิดจึงอยู่ที่เจตนาเช่นเดียวกับการซื้อขายแบบ Washed Sale

## (ข) องค์ประกอบภายในของการกระทำ

เจตนาในการกระทำผิด ในการซื้อขายทั้งในรูปของการซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ (Washed Sale) และการซื้อขายแบบจับคู่ (Matching Order) คือต้องเป็นการซื้อขายเพื่อวัตถุประสงค์ในการสร้างสภาวะตลาดและการซื้อขาย เพื่อให้บุคคลเข้าใจว่าเกิดจากการซื้อขายที่แท้จริง การพิสูจน์เจตนาจึงแบ่งแยกได้เป็น 2 ส่วน คือพิสูจน์ว่าเป็นการซื้อขายลวง (Fictitious Transaction) ส่วนหนึ่ง กับการพิสูจน์ถึงวัตถุประสงค์ของการกระทำว่าเป็นการกระทำเพื่อสร้างสภาวะตลาดและการซื้อขายให้บุคคลอื่นเข้าใจผิด อีกส่วนหนึ่ง ดังนั้นในส่วนแรก คือ การพิสูจน์เจตนาในการซื้อขายลวงของผู้กระทำ ซึ่งมีแนวทางการพิสูจน์อยู่ 2 แนวทาง คือ

ประการแรก คือ ระดับความรู้ของผู้กระทำ (Degree of Knowledge)<sup>40</sup> กล่าวคือ ในกรณีที่เป็นการซื้อขายแบบ Washed Sale ผู้กระทำต้องรู้ว่า คำสั่งซื้อและคำสั่งขายของตนจะทำให้เกิดการซื้อขายกันเองเกิดขึ้น ซึ่งพฤติการณ์ที่จะแสดงถึงความรู้ดังกล่าวก็คือลักษณะการสั่งซื้อ สั่งขายในแบบ Matching Order นั่นเอง ในกรณีที่เป็นการซื้อขายแบบ Matching Order ผู้กระทำได้กระทำโดยรู้ว่า คำสั่งซื้อของตนนั้น ย่อมจะได้รับคำสั่งขายที่ตนหรือบุคคลอื่นได้สั่งไว้ หรือในทางกลับกัน ตัวอย่างเช่น การซื้อขายแบบจับคู่ที่ไม่จำเป็นคู่กรณีไม่ต้องมีเจตนาร่วมกันที่จะซื้อขายกล่าวคือ A สั่งซื้อหุ้น 100 หุ้น โดยรู้เลยว่าในขณะที่เดียวกันนั้น B จะสั่งขายหุ้นจำนวน 100 หุ้น โดย B ไม่จำเป็นต้องรู้ถึงการสั่งซื้อของ A เลยก็ได้ ปัญหาในเรื่องของการรู้หรือไม่รู้ของผู้กระทำเคยมีหยิบยกขึ้นมาถกเถียงกันในคดี Charles C Wright v SEC.<sup>41</sup> ซึ่งเป็นกรณีของการซื้อขายหุ้นของบริษัท Kinner Corporation โดยมีข้อเท็จจริงต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับสภาวะการซื้อขาย

ระดับการซื้อขายก่อนหน้าการเข้าทำการซื้อขายของ Mr. Wright ราคาหุ้นอยู่ที่ระดับ 45 เซ็นต์ต่อหุ้น ส่วนปริมาณการซื้อขาย 730 หุ้นต่อวัน หลังจากการเข้าซื้อขายของ

40 Comment "Market Manipulation and the Securities Exchange Act", The Yale Law Journal, 46 (1936-1937), p. 630.

41 Charles C. Wright v. SEC., N.Y. Times, (May 21, 1940.), p. 35. Col. 7 (C.C.A. 2d) อ้างใน "Note: Expulsion From Stock Exchange As a Checked to Matched Order and Other Market Manipulation", The Yale Law Journal, (1939-1940), p. 1470.

Mr. Wright ระดับราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจาก 45 เซ็นต์ เป็น 75 เซ็นต์ ปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นเป็น 36,800 หุ้น ต่อวัน และปริมาณการซื้อขายของ Mr. Wright คิดเป็น 79% ของปริมาณซื้อ และปริมาณการขายคิดเป็น 40% ของจำนวนการขายทั้งหมด

การกระทำ

Mr. Wright ได้สั่งขายหุ้นผ่านบัญชีที่ตนดูแลอยู่ (Discretionary Account) จำนวน 10,000 หุ้น ในราคา 60 เซ็นต์ และต่อมาหลังจากนั้น 90 นาที เมื่อราคาหุ้นลดลงถึง 57 1/2 เซ็นต์ ก่อนที่คำสั่งขายดังกล่าวจะมีการซื้อขายกัน Mr. Wright ได้ทำการสั่งซื้อผ่านบัญชีที่ดูแลอยู่อีกบัญชีหนึ่งจำนวน 2,500 หุ้น ในราคาตลาด (At Market) ซึ่งนายหน้าของ Mr. Wright ก็ได้เตือนแล้วว่า การจับคู่ (Crossing) อาจเกิดขึ้นได้ เมื่อเกิดการซื้อขายตามคำสั่งซื้อดังกล่าว ปรากฏรายการซื้อขายดังต่อไปนี้ คือ 100 หุ้น ในราคา 57 1/2 และ 2,400 หุ้นในราคา 60 ซึ่ง 800 หุ้นมาจากคำสั่งขายของ Mr. Wright ดังกล่าว

การดำเนินการของ SEC

SEC ได้ดำเนินการทางการบริหาร (Administrative Proceeding) กับ Mr. Wright โดยจะเปิดถอนใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์โดยอ้างว่า Mr. Wright ทำการซื้อขายแบบจับคู่ (Matched Order) โดยอ้างว่า

1) การทำผิดกฎหมายเกิดขึ้นเมื่อมีการทำคำสั่งซื้อมิใช่การซื้อ คือ การทำคำสั่งซื้อโดยรู้อยู่แล้วว่าจะมีคำสั่งขาย และภายใต้สภาวะการเช่นนี้จะทำให้เกิดสภาพของตลาดที่หลอกลวง (Fictitious Picture) ในส่วนของคำสั่งซื้อขาย ราคา ปริมาณ และในการทำคำสั่งซื้อขาย SEC ได้อ้างว่า

## ราคา

ในภาวะราคาเช่นนั้น บุคคลเช่น Mr. Wright ย่อมรู้ว่าคำสั่งซื้อในราคาตลาดของตนจะทำให้หุ้นที่เสนอขายในราคา 57 1/2 เซ็นต์ ถูกซื้อหมด (Clean up) และหุ้นที่อยู่ในระดับราคา 60 เซ็นต์ ซึ่งเป็นราคาใกล้เคียงกันก็เช่นกัน ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการสั่งซื้อในราคาตลาดนั้น หมายถึง การสั่งซื้อในราคา 60 เซ็นต์ นั่นเอง

## เวลา

SEC อ้างว่า ระยะเวลาทั้งหมดเพียง 90 นาที เมื่อเทียบกับกระบวนการปันหุ้นทั้งหมดของ Mr. Wright และสภาวะการณ์เช่นนั้นไม่ใช่เวลาที่แตกต่างกันและจะเห็นว่าคำสั่งขายในราคา 60 เซ็นต์ ของ Mr. Wright มีอยู่ตลอดจนกระทั่ง Mr. Wright ได้มีคำสั่งซื้อซึ่งยอมทำให้เกิดการซื้อขายตามเป้าหมายของตน

## ปริมาณ

SEC อ้างว่า การซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ มีใช่เป็นการสั่งซื้อแบบทั้งหมดหรือไม่ซื้อเลย (All or Non Basis) ซึ่งหมายความว่า คำสั่งซื้อดังกล่าวจะซื้อให้เท่าที่ซื้อได้ โดยแบ่งหุ้นออกเป็น Board Lot @ 100 หุ้น ซึ่งภายใต้ข้อเท็จจริงดังกล่าว สิ่งที่เกิดขึ้น คือ Mr. Wright มีคำสั่งซื้อ 25 คำสั่งให้ซื้อหุ้นคำสั่งละ 100 หุ้น และมีคำสั่งขาย 100 คำสั่งให้ซื้อขายหุ้นคำสั่งละ 100 หุ้นเช่นกันและการ Matching เกิดขึ้น 8 ครั้ง ในจำนวนคำสั่งทั้งหมด

ปรากฏว่าศาล ไม่เห็นด้วยกับคำกล่าวอ้างของ SEC ในการตีความคำว่า "ในปริมาณเดียวกัน หรือใกล้เคียงกัน" (Substantially the same size) ในลักษณะเช่น

ว่า แต่ยอมรับว่า Mr. Wright รู้ถึงการแตกคำสั่งซื้อและคำสั่งขาย เป็น 100 หุ้น ตามที่กล่าว แต่เห็นว่าจากข้อเท็จจริงที่ว่าคำสั่งขาย 10,000 หุ้นและคำสั่งซื้อ 2,500 หุ้น ไม่เพียงพอที่จะชี้ให้เห็นถึงปริมาณที่ใกล้เคียงกันได้ โดยการตีความจากเจตนาในการกระทำที่ระบุในกฎหมายที่ว่า การจับคู่ซื้อขาย (Matching Order) หรือการซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของนี้เป็น การกระทำที่ไม่มีความเสี่ยง (Riskless Device)<sup>42</sup> ซึ่งเป็นเทคนิคในการสร้างราคาที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนการออกกฎหมาย 1934 Act ดังนั้นการพิสูจน์เจตนาจึงไม่อาจใช้หลักเกณฑ์ในเรื่องความรู้หรือไม่รู้ของผู้กระทำจึงในระดับที่เป็นเพียงความคาดหมายอย่างเดียว โดยจะต้องพิจารณาข้อเท็จจริงแวดล้อมเกี่ยวกับความเสี่ยงในลักษณะของการกระทำประกอบด้วย ซึ่งนำไปสู่แนวทางในการพิสูจน์เกี่ยวกับระดับความเสี่ยงของการกระทำ โดยพิจารณาจากพยานหลักฐานแวดล้อมเพื่ออนุมานเจตนาว่า ผู้กระทำการซื้อขายในแบบ Matching Order หรือ Washed Sale มีความเสี่ยงที่จะมีคำสั่งซื้อหรือคำสั่งขายอื่นมาขัดได้หรือไม่เล็กน้อยเพียงใด กล่าวคือ หากเป็นคำสั่งซื้อต้องเป็นคำสั่งซื้อในปริมาณที่ใกล้เคียงกัน และเวลาที่ใกล้เคียงกัน ความเสี่ยงที่จะมีคำสั่งซื้อ หรือคำสั่งขายอื่นมาแทรกนั้นก็น้อย (แต่ว่าก็ยังมียู่) ตามวิธีการของการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ แต่หากเป็นคำสั่งซื้อขายในราคาและปริมาณที่ไม่เท่ากัน คำสั่งซื้อขายอื่นก็อาจมาแทรก และทำให้เกิดความเสี่ยงแก่ผู้กระทำมากขึ้น

ซึ่งการพิจารณาความเสี่ยงดังกล่าว นอกเหนือจากพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างคำสั่งซื้อคำสั่งขายแล้ว ยังอาจพิจารณาจากสภาวะการต่าง ๆ ประกอบกันด้วย เช่น สภาวะของตลาดว่าในขณะที่นั้นมีคำสั่งซื้อขายมากหรือไม่ ตัวอย่างเช่น คำสั่งขายหุ้น 1,000 หุ้น กับคำสั่งซื้อหุ้น 100 หุ้น ความเสี่ยงของผู้สั่งย่อมมีมากถ้าคำสั่งขาย 1,000 และคำสั่งซื้อ 900 หุ้น ความเสี่ยงย่อมมีน้อยลง นอกจากนี้หากเป็นการสั่งในระหว่างที่มีการซื้อขายตึกคัก ความเสี่ยงย่อมมีเพิ่ม

42 Ibid., p. 1472.

ขึ้นเป็นต้น นอกจากนี้หลักฐานเกี่ยวกับสิ่งที่แสดงให้เห็นถึงมาตรการที่ลดความเสี่ยงของผู้กระทำลงย่อมมีส่วนในการพิจารณาระดับความรู้ของผู้กระทำ เนื่องจากผู้กระทำได้เตรียมทางลดความเสี่ยงของตนที่อาจจะเกิดขึ้น เช่น ผู้กระทำมีสัญญา Option ซื้อหุ้นอยู่จำนวนหนึ่งพอที่จะบ่งชี้ความเสี่ยงจากการแทรกแซงของคำสั่งอื่นที่จะเข้ามาแทรกได้ หรือในกรณีที่ตลาดของหลักทรัพย์นั้นไม่ค่อยมีการซื้อขาย หรือ หุ้นดังกล่าวไม่มีการกระจายการถือครองอย่างเพียงพอ ปริมาณหุ้นที่ซื้อขายกันน้อยก็ถือว่า เป็นสภาวะที่มีความเสี่ยงน้อยเช่นเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม แนวความคิดเกี่ยวกับระดับความเสี่ยงของการกระทำเป็นเครื่องชี้ให้เห็นถึงเจตนาของการซื้อขายเท่านั้นว่า ผู้กระทำมีเจตนาในการทำการจับคู่ซื้อขาย หรือ ซื้อขายโดยไม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ แต่ไม่ได้แสดงให้เห็นว่า ผู้กระทำมีเจตนาพิเศษ หรือ วัตถุประสงค์ของการกระทำเพื่อสร้างสภาวะตลาดและการซื้อขายของหลักทรัพย์ ทั่วประเทศ หลงผิด ซึ่งในเรื่องดังกล่าวนี้ ศาลและ SEC ของสหรัฐได้วินิจฉัยว่า วิธีการซื้อขายทั้ง 2 แบบนี้เป็นวิธีการที่โดยลักษณะของการกระทำประกอบกับผลที่เกิดขึ้นจากการกระทำดังกล่าว อาจสันนิษฐานถึงวัตถุประสงค์ของการกระทำได้ โดยเฉพาะการซื้อขายไม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ ซึ่งเกิดขึ้นหลาย ๆ ครั้ง โดยปราศจากคำอธิบาย ตัวอย่าง เช่น ในคดี Meehan<sup>43</sup> ผู้ถูกกล่าวหาได้ยอมรับว่ามีการ Crossing คำสั่งซื้อขายของตนเองจำนวน 4,900 หุ้น แต่ไม่แสดงถึงเหตุผลในการกระทำซึ่งถูกต้องตามกฎหมาย นอกจากนี้ผู้กระทำยังได้ยอมรับว่ามีแผนการจะจำหน่ายหุ้นดังกล่าวออกไป ย่อมถือได้ว่า ผู้กระทำมีเจตนาที่จะสร้างสภาวะการซื้อขาย นอกจากนี้เหตุที่กฎหมายต้องบัญญัติระบุดังวัตถุประสงค์ของการกระทำไว้ในตอนต้นของมาตรา 9(a)(1) เนื่องมาจากต้องการจะป้องกันผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ เรียกว่า "Scalper" ซึ่งทำการซื้อและขายซ้ำ ๆ

## จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

43 In the Matter of Meehan, 2 SEC 588 (1937) อ้างใน Comment, "Market Manipulation and the Securities Exchange Act", The Yale Law Journal, p.636.



กันตลอดเวลาเพื่อทำการช่วงสั้น ๆ ในภาวะที่ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวน และในบางครั้ง  
คำสั่งซื้อคำสั่งขายอาจมา Cross กันโดยบังเอิญได้ ซึ่งถึงแม้จะเข้าองค์ประกอบการกระทำแต่  
ด้วยเหตุที่ว่า การกระทำดังกล่าวมิได้มีวัตถุประสงค์ที่ผิดกฎหมาย \* ย่อมไม่เป็นการผิด  
กล่าวอีกนัยหนึ่งสาเหตุที่ต้องมีการระบุดังวัตถุประสงค์ของการกระทำไว้เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้กระทำ  
พิสูจน์ว่าตนมิได้กระทำเพื่อสร้างสภาวะตลาด และการซื้อขายให้บุคคลทั่วไปหลงผิด แต่เป็นการ  
กระทำที่มีวัตถุประสงค์ที่ถูกต้องกฎหมาย (Ligitimate Purpose)

อย่างไรก็ตามข้อเท็จจริงเพียงแต่เกิดการซื้อขายโดยไม่มีการเปลี่ยนแปลงความเป็น  
เจ้าของ (Washed Sale) หรือการซื้อขายแบบจับคู่ (Matching Order) เพียงอย่างเดียว  
ยังไม่เพียงพอที่จะถือว่า ผู้กระทำกระทำความผิดโดยเจตนาสร้างสภาวะตลาดและการซื้อขาย แต่จะต้อง  
มีข้อเท็จจริงอื่น ๆ ประกอบ เช่น ในกรณีของ Meehans ปรากฏว่า ผู้กระทำมีแผนการที่จะทำ  
การขายหุ้นบางส่วนของตนออกไป และได้ทำการ Matching Order ก่อน เป็นต้น ส่วนปัญหา  
ของลักษณะการกระทำว่าได้กระทำความผิดหรือมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการการแสดงผลการ  
กระทำนั้นเป็นอีกประเด็นหนึ่ง ซึ่งในบางกรณีอาจถือเป็นข้ออ้าง (Defense) ของผู้กระทำได้ แต่  
การเปิดเผยนั้นต้องชัดเจนเพียงพอ เนื่องจากกฎหมายเกี่ยวกับการสร้างราคานั้นส่วนหนึ่งเกิดมา

---

\* วัตถุประสงค์ของการกระทำผิดมิได้ระบุอยู่ในร่างแรกของ 1934 Act  
เพราะเห็นว่า ไม่จำเป็น แต่ต่อมาได้ดำเนินการแก้ไขไว้เพื่อป้องกันมิให้ผู้ซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งซื้อขาย  
เอากำไรช่วงสั้นจากการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ เนื่องจากสภาองเกรสเห็นว่า เฉพาะ  
แต่การกระทำการ Washed Sale และ Matching Order มิได้เป็นการกระทำผิดโดยตัวของ  
มันเองจึงต้องนำวัตถุประสงค์ของการกระทำมาบัญญัติไว้เพื่อให้ผู้ถูกกล่าวหา ปฏิเสธว่าตนมิได้กระ  
ทำเพื่อวัตถุประสงค์ดังกล่าว -Hearing before Committee on Banking and Currency  
pursuant to Sen. Res. (72d. Cong 1st Sess) อ้างใน Ibid., p. 638.

จากที่มีการเผยแพร่ข้อมูลซื้อขายกันอย่างกว้างขวาง ดังนั้น ข้ออ้างเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลจะ  
 ใช้ได้ก็ต่อเมื่อมีความละเอียดชัดเจนเพียงพอที่จะแสดงให้เห็น เจตนาที่สุจริต (Bona Fide  
 Intent) ของผู้กระทำ จะเห็นได้จากคดีในประเทศแคนาดา คดี Regina V Mac Millian  
 (1968)<sup>44</sup> ซึ่งผู้ถูกกล่าวหาได้อ้างว่าการ Cross ของคำสั่งได้มีการประกาศแล้วที่ตลาดซื้อขาย  
 (Floor of the Exchange) แต่ศาลเห็นว่า เนื่องจากหุ้นดังกล่าวไม่ค่อยมีการเคลื่อนไหว  
 และมีผู้ถือหุ้นประจำอยู่บริเวณดังกล่าวเพียงไม่กี่คนที่ทราบถึงการประกาศดังกล่าว ประกอบกับการ  
 ซื้อขาย Cross ของคำสั่งดังกล่าวได้มีการแสดงปริมาณการซื้อขายและราคาใน Ticker Tape  
 โดยมิได้มีการแสดงให้เห็นถึงสภาพที่แท้จริงของการซื้อขายดังกล่าว ดังนั้น การประกาศในลักษณะ  
 ดังกล่าว จึงไม่ถือเป็นข้ออ้างแสดงถึงการมิได้ทราบได้ ปัญหาเดียวกันนี้จะต่างกันหากเป็น  
 การซื้อขายที่มิได้มีการบันทึกและเผยแพร่ข้อมูลทางการซื้อขายดังกล่าวออกไป

อย่างไรก็ตามอาจสรุปได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลนั้น อาจจะไม่ถือเป็นข้อต่อสู้ของผู้ถูก  
 กล่าวหา<sup>45</sup> แต่ในขณะเดียวกันการไม่เปิดเผยข้อมูลในเรื่องดังกล่าวถือได้ว่าเป็นการฉ้อฉลอีก  
 ประการหนึ่ง และด้วยความยุ่งยากในการพิสูจน์การกระทำในแง่ของระดับความรู้ของผู้กระทำ  
 เพื่อพิสูจน์เจตนาซื้อขาย และการที่ต้องพิสูจน์ถึงวัตถุประสงค์ของการกระทำในระดับหนึ่ง จึง  
 ทำให้ SEC และศาลของสหรัฐเลือกใช้มาตรา 9 (a)(2) ซึ่งไม่จำเป็นต้องพิสูจน์เจตนาในการ  
 ซื้อขายเทียม (Fictitious Transaction) แต่อย่างใด การซื้อขายที่แท้จริงก็ถือว่าเป็น  
 การสร้างราคาได้เช่นเดียวกัน หากกระทำไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการชักชวนให้บุคคลอื่นเข้าซื้อ  
 ขาย ดังนั้น ในการป้องกัน หรือดำเนินการของ SEC จึงมักจะอ้างมาตรา 9 (a)(1) ความคู่ไป  
 กับมาตรา 9 (a)(2) เสมอ ทำให้ศาลมิได้แบ่งแยกถึงข้อแตกต่างของทั้ง 2 มาตราที่ชัดเจน

<sup>44</sup> Philip N.Pillai, Company Law and Securities Regulation in Singapore, (Singapore : Butterworth & Co., 1987), p.870 - 873.

<sup>45</sup> ฎมาตรา 9 (a)(3) และ (5) ของ 1934 Act



และอ้างทั้ง 2 อนุมาตรานี้ไปด้วยกัน \* เพียงแต่การกระทำตาม 9 (a)(1) เป็นสิ่งที่ยืนยันเจตนาของผู้กระทำที่ชัดเจนขึ้นเท่านั้น

### 2.2.2 การซื้อขายที่แท้จริงโดยมีเจตนาในการชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขาย

การซื้อขายที่แท้จริง โดยมิได้เจตนาในการสร้างราคาที่มีอยู่ในมาตรา 9 (a)(2) ซึ่งถือเป็นมาตราหลักของเรื่องการสร้างราคา โดยถือว่าองค์ประกอบของมาตรานี้คือ หลักทั่วไปของการสร้างราคา ซึ่งในส่วนของกรกระทำมีองค์ประกอบดังต่อไปนี้

#### (ก) องค์ประกอบภายนอก(การกระทำ)

(1) ต้องเป็นการซื้อขายอย่างต่อเนื่องโดยผู้กระทำคนเดียว หรือกับบุคคลอื่น (To effect alone or with one or more person a series of transaction)

ความหมายของการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง (Series of transaction) นั้น SEC เคยกำหนดแนวทางไว้ว่าการซื้อขายจริง 2 ครั้ง ซึ่งเข้าองค์ประกอบอื่น ๆ ถือได้ว่าเป็นการซื้อขาย

---

\* มาตรา 9 เกิดจากการทำการศึกษาของผลเกี่ยวกับการฉ้อฉลที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวมกลุ่มกันในลักษณะ Pool Operation และนั้บารรวบรวมไว้ ดังนี้หลักเกณฑ์จึงเป็นการห้ามการกระทำภายใต้ลักษณะการกระทำเดียวกันทั้งหมด - Hearing before Committee on Banking and Currency pursuant to Sen. Res. (72d. Cong. 1st Sess.)

ขายอย่างต่อเนื่องแล้ว<sup>46</sup> ซึ่งเท่าที่ผ่านมามีปัญหาของการตีความการกระทำเกี่ยวกับการสร้างราคาของการซื้อขายต่อเนื่องนั้นไม่ค่อยมีปัญหามาก กล่าวคือมีการซื้อขายมากกว่าหนึ่งครั้งขึ้นไปก็ถือได้ว่าเป็นการซื้อขายต่อเนื่องแล้ว นอกจากนี้เพียงแต่การทำคำสั่งซื้อ (Bid) หรือคำสั่งขาย (offer) เท่านั้นก็ถือว่าอยู่ในความหมายของการซื้อขาย (Transaction) ตามมาตรานี้แล้ว เพราะคำสั่งซื้อคำสั่งขายเองก็มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดเช่นกัน (แสดงถึงปริมาณความต้องการหลักทรัพย์นั้นในราคาใดราคาหนึ่ง) และในส่วนของกรกระทำโดยบุคคลหลายคนตามที่ระบุในมาตรานี้ นั้นไม่จำเป็นต้องมีผู้กระทำต้องมีเจตนาร่วมกันในการสร้างราคา กล่าวคือ รู้ถึงจุดมุ่งหมายสุดท้าย (Ultimate Purpose) ของการกระทำเพียงแต่การซื้อขายของบุคคลอื่น ๆ ดังกล่าวนี้ได้รับการสนับสนุนช่วยเหลือจากผู้กระทำก็ถือว่าเป็นการกระทำร่วมกันแล้ว การสนับสนุนและช่วยเหลือเช่นว่า อาจอยู่ในรูปของการให้คำแนะนำหรือปล่อยข่าวลือ<sup>47</sup> หรือความสัมพันธ์ระหว่างผู้กระทำ เช่น เป็นลูกจ้าง<sup>48</sup> เป็นญาติ<sup>49</sup> หรือการให้ความช่วยเหลือทางด้านกำลังซื้อ<sup>50</sup> รวมทั้งการว่าจ้างให้

---

46 In the Matter of Kidder Peabody & Co., Securities Exchange Act Release No. 3673 April 3, 1945.

47 In the Matter of Meehan, 2 SEC 588, 618 (1937) อ้างใน Comment "Regulation of Stock Market Manipulation", The Yale Law Journal, (1947), p. 524.

48 In the Matter of Russel Maguire & Co. Inc., 10 SEC 332, (1941) อ้างใน Ibid.

49 Comment "Regulation of Stock Market Manipulation", The Yale Law Journal, (1947), p. 524.

50 Ibid.

ชักชวนผู้อื่นมาซื้อขาย<sup>51</sup> กล่าวคือ พฤติการณ์ใด ๆ ที่สามารถสาวไปถึงตัวผู้ถูกกล่าวหาได้ (traceable to Manipulator)

ดังนั้น การตีความองค์ประกอบการกระทำร่วมกันข้างต้นจึงต้องพิจารณาจากข้อเท็จจริงเป็นเรื่อง ๆ โดยไม่จำเป็นต้องแสดงว่ามีเจตนา ร่วมกันในการสร้างราคาแต่เป็นการกระทำที่สามารถโยงไปถึงผู้ถูกกล่าวหาได้

(2) การกระทำตาม 1.1 ต้องก่อให้เกิดสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ที่คลั่งหรือทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลง (Creating actual or apparent active trading in such securities or raising or depressing the price of such securities)

การกระทำดังกล่าวต้องเป็นผลให้เกิดสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์หรือทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลง จะเห็นได้ว่าองค์ประกอบของการกระทำนี้แตกต่างจากที่ระบุตามมาตรา 9 (a)(1) ซึ่งเป็นเรื่องของวัตถุประสงค์หรือเจตนาในการทำให้บุคคลหลงผิดหรือเข้าใจผิด แต่ที่ระบุในมาตรา 9 (a)(2) เป็นเพียงข้อเท็จจริงทางภาวะวิสัย กล่าวคือ ไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ว่าผู้กระทำมีเจตนาในการจะทำให้เกิดผลเช่นนั้น เพียงแต่แสดงให้เห็นว่า การกระทำของผู้กระทำก่อให้เกิดภาวะการซื้อขายที่คลั่งกึกกั่น หรือทำให้ราคาเพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับสภาวะตลาดก่อนหน้านี้<sup>52</sup> เท่านั้น โดยที่ในกรณีของการเปลี่ยนแปลงของราคา ไม่จำเป็นต้องเปลี่ยนแปลง

<sup>51</sup> SEC V. Torr., 22F. Supp, 602 (S.D.N.Y.1938) อ้างใน Ibid.

<sup>52</sup> Comment "Regulation of Stock Market Manipulation",  
The Yale Law Journal, p. 525.

มาก \* เพียงแต่ต้องแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีผลมาจากการซื้อขายอย่างต่อเนื่องดังกล่าวเท่านั้น ซึ่งโดยทั่วไปจะกระทำโดยการพิสูจน์สภาวะการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวก่อนหน้าการเข้ามาทำการซื้อขายของผู้ถูกกล่าวหาและภาวะการซื้อขายที่เกิดขึ้น จากการกระทำของผู้ถูกกล่าวหา

(ข) องค์ประกอบภายในของการกระทำ

เจตนาธรรมดาคือเจตนาในการเข้าซื้อขายโดยปกติ ซึ่งแตกต่างจากการกระทำตามมาตรา 9 (a)(1) ที่แสดงถึงเจตนาในการซื้อขายที่แตกต่างจากการซื้อขายโดยทั่วไป โดยที่ตามมาตรา 9 (a)(2) นอกจากมีเจตนาซื้อขายโดยธรรมดาแล้วผู้กระทำต้องมีเจตนาพิเศษหรือวัตถุประสงค์ในการกระทำว่าต้องเป็นการกระทำ เพื่อชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น (For the purpose of inducing the purchase or sale of such security by other) ซึ่งถือเป็นจุดแบ่งแยกการซื้อขายตามปกติกับการซื้อขายที่ผิดกฎหมาย ความหมายของวัตถุประสงค์ในการกระทำมีลักษณะคล้ายกับเจตนา กล่าวคือ เป็นสิ่งที่ผู้กระทำ

\* เดิมก่อนหน้าการพิจารณาของ SEC ใน In the Matter of Russel Maguire & Co., Inc. General Counsel ของ SEC เคยให้ความเห็นว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาที่จะถือเป็นความผิดตามมาตรา 9 (a)(2) นี้ จะต้องเป็นการเปลี่ยนแปลงมาก (Substantial) ซึ่งผู้ถูกกล่าวหาในกรณีนี้โต้แย้งความเห็นดังกล่าวมาเป็นข้อต่อสู้ในกรณีนี้ แต่ SEC ไม่รับฟัง ต่อมา ในปี 1945 ในการพิจารณากรณี In the Matter of Kidder Peabody & Co. SEC ก็ยืนยันความเห็นที่ว่าในกรณีที่มีการกระทำครบองค์ประกอบโดยเฉพาะเจตนา ราคาที่เปลี่ยนแปลงไปไม่จำเป็นต้องเป็นการเปลี่ยนแปลงมากก็ครบองค์ประกอบ อ้างใน Ibid.

ประสงค์จะทำให้เกิดผลเช่นนั้น ซึ่งเป็นเรื่องภายในจิตใจของบุคคล ดังนั้นในกรณีที่ผู้กระทำความผิดว่ามีได้มีความประสงค์เช่นนั้น ย่อมก่อให้เกิดปัญหาในการพิสูจน์เพราะต้องอนุมานเจตนาจากพยานหลักฐานแวดล้อม (Circumstantial Evidence) และในกรณีที่กำหนดขอบเขตการอนุมานเจตนาที่กว้างเกินไปย่อมก่อให้เกิดเป็นการขัดขวางต่อการซื้อขายตามปกติ (Restraint of Trade) ซึ่ง ข้อเท็จจริงเพียงแต่ผู้กระทำได้เข้าซื้อขายเป็นจำนวนมาก และทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นหรือต่ำลง หรือก่อให้เกิดสภาวะซื้อขายที่ตึงเครียด แต่เป็นการสะสมขึ้นเนื่องมาจากความเชื่อที่ว่าราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้น เพราะการขยายของกิจการ ย่อมไม่ถือว่าเป็นความคิด แม้ว่าผู้กระทำจะรู้อยู่แล้วว่า การกระทำดังกล่าวอาจชักจูงให้นักลงทุนรายอื่นเข้าทำการซื้อขายก็ตาม

ข้อเท็จจริงเพียงที่ผู้กระทำอาจจะรู้ได้ถึงผลดังกล่าวนี้ไม่เพียงพอที่จะพิสูจน์ว่า ผู้กระทำมีวัตถุประสงค์ในการสร้างราคา (Manipulative Intent)<sup>53</sup> ซึ่งโดยปกติการพิสูจน์ถึงวัตถุประสงค์ในการสร้างราคานี้ หากผู้ถูกกล่าวหาไม่ยอมรับก็ต้องพิจารณาจากพยานหลักฐานแวดล้อม (Circumstantial Evidence) ซึ่ง SEC และศาลสูงของสหรัฐได้วางแนวทางการพิสูจน์การกระทำ เพื่อสันนิษฐานเจตนาของผู้กระทำไว้โดยพิจารณาจากมูลเหตุจูงใจที่ผู้กระทำต้องการจะชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าทำการซื้อขาย มูลเหตุจูงใจดังกล่าวสามารถสรุปจากข้อเท็จจริงที่ว่า ผู้กระทำมีผลประโยชน์โดยตรงในทางทรัพย์สินต่อการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ และได้กระทำการให้เกิดการขึ้นลงดังกล่าว (When a person who has substantial, direct pecuniary interest in success of a proposed offering, take active step to effect a rise in the market in the security, we think that a

---

<sup>53</sup> Comment "Market Manipulation and Securities Exchange Act",

The Yale Law Journal, p. 634.

finding of manipulative purpose is prima facie established)<sup>54</sup> ผลประโยชน์โดยตรงในทางทรัพย์สินอาจอยู่ในรูปของสัญญา option ที่มีสิทธิซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่าราคาตลาด ซึ่งเป็นลักษณะของการสร้างราคาแบบ option pool หรือ ความจำเป็นหรือแผนการที่จะทำการขายหุ้นจำนวนมากออกไป หรือเพื่อช่วยเหลือในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หรือไต่ถามหลักทรัพย์ดังกล่าวไปครบถ้วนกันนี้ ซึ่งจะถึงกำหนดชำระเมื่อราคาหลักทรัพย์ตกลงต่ำกว่าราคาที่กำหนดไว้ เป็นต้น<sup>55</sup> หรือกรณีหุ้นอยู่ในมือของบรรดาผู้จัดจำหน่ายในกรณีที่ผู้จัดจำหน่ายต้องรับซื้อหุ้นดังกล่าวจากผู้ออกหลักทรัพย์ เนื่องจากขายไม่ออก ซึ่งแสดงว่าผู้จัดจำหน่ายต้องระบายหุ้นดังกล่าวออกจากพอร์ตของตน<sup>56</sup> หรือการซื้อใส่ราคาเพื่อป้องกันการซื้อเพื่อครอบงำกิจการ<sup>57</sup>

---

54 Crane Company v. Westinghouse Air Brake. 419 F2d. 707,795 (2d. Cir 1969) อ้างใน Richard W. Jennings and Harold Marsh Jr., Securities Regulation Case and Material, (US : The Foundation Inc, 1977), p. 665,

Prima Facie Case หมายถึง มีพยานหลักฐานที่พิสูจน์เพียงพอจนกว่าจะถูกหักล้างโดยพยานหลักฐานอื่นของฝ่ายตรงข้าม (When the evidence in his favour is sufficiently strong for his opponent to be call on to answer it : Black Law Dictionary 4d. Ed., 1957).

55 Louis Loss, Fundamental of Securities Regulation, p. 855.

56 In the Matter of Halsey, Stuart & Co., Inc. 30 SEC, 106, 109, 112-114, 124 อ้างใน Ibid., p. 855.

57 David V. Pennzoil Co. 438 pa. 194, 207-208, 264 A. 2d. 567,603 (1970) อ้างใน Ibid., p. 856.

นอกจากการพิสูจน์เจตนาในการสร้างราคาโดยการพิสูจน์มูลเหตุจงใจข้างต้น การซื้อขายในบางลักษณะก็อาจแสดงให้เห็นถึงวัตถุประสงค์ของผู้กระทำได้เช่นเดียวกัน เช่น ผู้กระทำมีการตกลงกับเจ้าของหลักทรัพย์ หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ห้ามซื้อขายเพื่อความสะดวกในการทำราคา การซื้อหุ้นอย่างต่อเนื่องในตลาดหลักทรัพย์ แต่ในขณะที่เดียวกันก็ขายหุ้นดังกล่าวออกไปเรื่อยๆ ในตลาด OTC หรือเป็นผู้ปล่อยข่าว เพื่อให้ชักจูงให้ผู้อื่นเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ การว่าจ้างเพื่อชักชวนบุคคลอื่นเข้าซื้อขาย เป็นต้น แต่เนื่องจากลักษณะและวิธีการในการซื้อขายหลักทรัพย์เอื้ออำนวยให้ผู้กระทำสามารถปิดบังอำพรางการกระทำต่างๆ ของตนได้ง่าย การหาหลักฐานเพื่อนำมาแสดงในเรื่องดังกล่าวจึงเป็นเรื่องค่อนข้างทำได้ยาก ดังนั้นศาลและ SEC จึงถือว่าหากไม่ปรากฏพยานหลักฐานเป็นประการอื่น เจตนาในการสร้างราคา (Manipulative Purpose) สามารถวินิจฉัยได้จากข้อเท็จจริงที่ว่า "ผู้กระทำการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องเพื่อทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น และได้ทำการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวออกไปก่อนที่ตลาดจะมีการปรับตัวเข้าสู่สภาวะที่แท้จริงด้วยกลไกอื่น ๆ ของตลาด (one who has purchased stock in a series of transactions and raised its price disposes of the stock before the true effect of his purchases has been dissipated by of other market factor) 58 ซึ่งเลขานุการของ SEC ได้แนะนำว่าผู้ที่ทำการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง และทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นโดยเจตนาสุจริตเพื่อวัตถุประสงค์ในการเก็บหุ้นเข้าพอร์ตตนเอง จะทำการขายหุ้นออกไปเพื่อทำกำไรได้ หากราคาที่เพิ่มสูงขึ้นต่อไปนั้นเกิดจากเหตุอื่นเป็นหลัก (ที่ไม่ใช่เหตุของการซื้อขายของตน) ดังนั้นผู้กระทำจะต้องระมัดระวังการซื้อขายของตนเอง ทยอยปล่อยเวลาพอสมควรหลังจากการซื้อครั้งสุดท้าย เพื่อให้เกิดความแน่ใจได้ว่าผลของการเข้าซื้อขายอย่างต่อเนื่องของตนได้กระจายไป และตลาดได้ปรับตัวไปสู่ระดับที่ถือได้ว่าเป็นระดับที่เป็นอิสระ ซึ่งเกิดจากอุปสงค์อุปทานของกลไกตลาดที่แท้จริง"

58 Thornton V. SEC 171 F2d. 702 (2d. Cir 1940) อ้างใน Ibid., p. 856.

(Person who effects a series of transactions raising the price of securities for bonafide purpose of acquiring a supply that he will be able to dispose of at a profit if a further increase materializes from other cause should take care before affecting any sale either on or off the Exchange to permit a sufficient period of time to elapse from time of his last purchases on the market will have been dissipated and market will have found a level (whether above, below, or at, his last purchase price) which is its own independent level created by outside factors of supply and demand and unaffected by his own activity)<sup>59</sup>

แต่ถึงแม้ว่าการตั้งข้อสันนิษฐานทางกฎหมายเช่นว่า จะทำให้การพิสูจน์เจตนาในการสร้างราคาขยับขึ้นก็ตาม แต่ปัญหาในการใช้ข้อสันนิษฐานในลักษณะดังกล่าว ทำให้บทบัญญัตินี้เกิดผลเป็นการลงโทษผู้กระทำ กล่าวคือ ต้องเกิดผลของการกระทำขึ้น ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายให้แก่สาธารณชนไปแล้ว แต่ไม่ก่อให้เกิดผลในทางป้องกันตามวัตถุประสงค์ของกฎหมายที่ไม่จำเป็นที่ผู้กระทำจะต้องได้กำไรจากการกระทำ หรือประชาชนจะต้องได้รับความเสียหายเสียก่อน จึงจะครบองค์ประกอบความผิด แต่เนื่องจากการพิสูจน์เจตนาเป็นการยุ่งยากและสิ้นเปลืองค่าใช้จ่ายทำให้ไม่สามารถนำกฎหมายมาตรา 9 (a)(2) นี้มาใช้ในการป้องกันได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้นจากปัญหาต่าง ๆ ในการพิสูจน์เจตนาข้างต้นและจากคดีต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นทำให้ SEC ได้ประมวลและสร้างหลักเกณฑ์ในการป้องกันการสร้างราคาหลักทรัพย์ขึ้นโดยวิธีอื่นตามมาตรา 10 (b) ที่จะกล่าวต่อไปในหัวข้อของกฎหมายป้องกันการสร้างราคาที่กำหนดโดย SEC

<sup>59</sup> Securities Exchange Act Release No. 3056 (1941) อ้างใน Ibid., p. 856-857.



### 2.2.3 การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคา

มาตรา 9 (a)(6) ของ 1934 Act ได้บัญญัติเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์ไว้โดยถือว่าเป็นข้อบกพร่องของการสร้างราคาที่ถูกกฎหมายอนุญาตให้ทำได้ โดยการกระทำดังกล่าวนั้นต้องมีวัตถุประสงค์เพื่อพยุงราคาหรือ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่เคลื่อนไหว และจะต้องไม่ขัดหรือแย้งกับกฎเกณฑ์ที่ SEC ได้กำหนดขึ้นตามความจำเป็นเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของสาธารณะและคุ้มครองผู้ลงทุน

(To effect either alone or with one or more other person any series of transactions for the purchase and or sale of any securities registered on national securities exchange for the purpose of pegging fixing or stabilizing the price of such securities in contravention of such rule and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for protection of investors)

ซึ่งถือว่ากฎหมายอนุญาตโดยปริยายว่า การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์นั้นกระทำได้ และถือเป็นข้ออ้างของผู้กระทำมาตลอดเนื่องจาก SEC ไม่เคยกำหนดกฎเกณฑ์ใดๆ ในเรื่องดังกล่าวจนกระทั่งในเดือนสิงหาคม 1954 SEC จึงได้ประกาศ Rule 10b-7 ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์ในการ ซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์เพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Stabilization to Facilitate Distribution) ส่วนการพยุงราคาในกรณีอื่น ๆ นั้น ยังคงถือว่าอนุญาตอยู่โดยนัยของมาตรา 9 (a)(6) แม้ว่าในปี 1959 SEC เคยพยายามที่จะแก้ไข Rule 10b-7 เพื่อห้ามการซื้อขายหุ้นเพื่อพยุงราคาทุกชนิด เว้นแต่การพยุงราคาเพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากพิจารณาแล้วเห็นว่า การพยุงราคายังคงเป็นสิ่งที่ก่อ

ทำให้เกิดประโยชน์แก่ตลาดหลักทรัพย์ ทั้งในแง่ของการคุ้มครองประโยชน์สาธารณะและการคุ้มครองผู้ลงทุนอยู่ SEC จึงยกเลิกความคิดที่จะการแก้ไข Rule 10b-7 ในเรื่องดังกล่าวไป โดยที่ SEC ถือว่า การพองราคานอกเหนือจากเพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นมิได้ แต่ที่ผู้ที่เกี่ยวข้องมีหน้าที่ที่ต้องแสดงให้เห็นว่า การซื้อขายเพื่อสร้างราคานั้นเป็นการพองราคา มิใช่การปั่นหุ้นที่ผิดกฎหมาย

(Persons bidding for or purchasing a securities for the purpose of affecting the price, otherwise than to facilitate a distribution may contend that their activities constitute stabilization which is not prohibited in the absence of Commission rule, rather than illegal Manipulation) <sup>60</sup>

การพองราคาหลักทรัพย์ ในประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถแบ่งแยกได้ 2 กรณี กรณีที่หนึ่ง คือการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพองราคาหลักทรัพย์เพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ กับกรณีที่สองคือ 2 การซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อพองราคาหลักทรัพย์ในกรณีอื่น ๆ

- (ก) การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพองราคาในกรณีอื่น ๆ (Stabilization Otherwise Than to facilitate Distribution)

การทำให้ราคาหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ (Stability) เป็นเป้าหมายประการหนึ่ง

---

<sup>60</sup> Securities Exchange Act Release No. 6157 (1959) อ้างใน Richard W. Jennings and Harold Marsh Jr., Securities Regulation. Case and Material, p. 640.

ในการดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ ความมีระเบียบเรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Orderly Market) การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพุงราคาในกรณีนี้ไม่ค่อยจะเป็นที่ถกเถียงกันมากนักในประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากมีหน่วยงานหน่วยงานหนึ่งที่อยู่ภายใต้การควบคุมดูแลโดยตรงของตลาดหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ในเรื่องดังกล่าว หรือที่เรียกกันว่า Specialist ซึ่งมีนักวิชาการไทยบางท่านเรียกว่า "ผู้ชำนาญการ"<sup>61</sup> การที่จะเป็นผู้ชำนาญการต้องจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์นั้น ๆ และระบุถึงหลักทรัพย์ที่จะเป็นผู้ชำนาญการเฉพาะหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเพื่อคอยดูแลหุ้นแต่ละตัว โดยปฏิบัติหน้าที่ใน 2 ลักษณะคือ

1) เป็นนายหน้าตัวแทน (Broker) ของนายหน้าตัวแทนรายอื่น ที่จัดการกับคำสั่งซื้อขายบางประเภทของลูกค้าบางคน ซึ่งในช่วงเวลานั้น ๆ ไม่สามารถทำได้ เช่น คำสั่งซื้อขายที่ตั้งราคาสูงกว่าราคาตลาด (Limit Order) หรือ คือ คำสั่งที่มอบหมายให้นายหน้าจัดการทันทีที่ราคาลงมาถึงระดับที่สั่ง (Stop Order) ซึ่งทั้ง 2 กรณีนี้เป็นการตั้งราคาในอนาคตยังไม่สามารถทำการหาผู้ซื้อผู้ขายได้ในขณะนั้น ผู้ชำนาญการจะมีสมุด (Specialist's Book) ที่บันทึกคำสั่งซื้อขายประเภทดังกล่าวที่นายหน้าตัวแทนรายอื่น ๆ มาฝากไว้ เพื่อทำการซื้อขายเมื่อราคาใกล้มาถึงและมีรายได้จากค่านายหน้า

2) เป็นผู้ค้าหลักทรัพย์ในนามของตัวเอง (Dealer) ซึ่งเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อตนเอง มีรายได้มาจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นกิจกรรมที่นำรายได้หลักมาสู่ผู้ชำนาญการ เนื่องจากเป็นการซื้อขายโดยอิสระตามดุลพินิจของตน ความแตกต่างระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ กับผู้ชำนาญการคือ ผู้ชำนาญการมีสิทธิทั้งเป็นนายหน้าตัวแทนและเป็นผู้ค้าโดยตนเอง ประกอบกับผู้ชำนาญการเหล่านี้จะรู้แนวโน้มของหุ้นว่าจะเป็นเช่นไร เนื่องจากบรรดา

<sup>61</sup> สมชาย ภัคภาสวิวัฒน์, "Specialist ในตลาดหุ้น", รวมข้อคิดเห็นเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์'24, (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์เจริญกิจ, 2524) หน้า 242-250.

คำสั่งที่ไม่ใช่ Market Order ที่นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์รายอื่นมาฝากไว้ นั้น แสดงเห็นถึงความสนใจของบรรดานักลงทุน ต่อหุ้นตัวนั้น ๆ ในอนาคต ทำให้ผู้ชำนาญการได้เปรียบผู้อื่น ดังนั้น เพื่อเป็นการทดแทนความได้เปรียบดังกล่าว หน้าที่ในฐานะผู้ค้าหลักทรัพย์ของผู้ชำนาญการจึงมีกรอบหรือเป้าหมายดังต่อไปนี้

1) ซื้อขายเพื่อก่อให้เกิดความต่อเนื่อง (Continuity)<sup>62</sup> คือ การซื้อขายเพื่อลดความแตกต่างของช่วงราคาระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขาย เพื่อให้การเคลื่อนไหวของราคาที่ต่อเนื่องและเป็นระบบ กล่าวคือ เพื่อมิให้ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนจากราคาหนึ่งไปสู่อีกราคาหนึ่ง จนกว่าปริมาณคำสั่งซื้อหรือขายจะมีมากพอ (Provide continuity with Depth)<sup>63</sup>

2) ซื้อขายเพื่อให้เกิดสภาพคล่อง (Liquidity)<sup>64</sup> การจัดทำมีสภาพคล่องซึ่งถือเป็นหน้าที่ที่เห็นได้ง่ายที่สุดของ ผู้ชำนาญการกล่าวคือ ในกรณีที่ราคาเสนอซื้อและราคา

<sup>62</sup> Hugh J. Crossland and Robert Jame Sehr Jr., "The God of the Market Place : The Examination of Regulation of Securities Business", Boston University Law Reviews, (1970), p. 527.

<sup>63</sup> "SEC Report of Special Study of Securities Market and Securities and Exchange Commission", H.R. Doc, No 95, 88 th Cong., 15t Sess., Pt2 at 121 (1963)

<sup>64</sup> Hugh J. Crossland and Robert Jame Sehr Jr. "The God of the Market Place : The Examination of Regulation of Securities Business", Boston U.Law Review., p. 527.

เสนอขายมีความแตกต่างกันและทำให้ไม่สามารถทำการซื้อขาย ผู้ชำนาญการก็มีหน้าที่ที่ต้องเข้าซื้อขายเพื่อลดความแตกต่างเพื่อให้เกิดการซื้อขายเกิดขึ้นต่อไปอย่างต่อเนื่อง เพื่อช่วยให้ตลาดหลักทรัพย์ปฏิบัติหน้าที่ในการจัดให้มีสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น นั่นคือสร้างความมั่นใจแก่ผู้ลงทุนว่า หลักทรัพย์ที่ซื้อไปจะมีสภาพคล่องในการลงทุนที่จะสามารถขายได้ในราคาที่ใกล้เคียงกับราคาที่ผ่านมา (Assure investor the liquidity of his investment that he could get a reasonably near the last previous one)

3) ซื้อขายเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ (Stability)<sup>65</sup> หรือการซื้อขายในด้านตรงข้ามกับแนวโน้ม (Trading against the trend) เป็นการซื้อขายเพื่อพยุงราคาทั้งในกรณีที่ราคาปรับตัวสูงขึ้น และปรับตัวลดลง กล่าวคือ ในกรณีที่มีปริมาณการขายมากที่จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ผู้ชำนาญการจะต้องทำการซื้อหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคาไม่ให้ราคาคงต่ำทันที ในทางตรงกันข้าม ในกรณีที่มีผู้ซื้อจำนวนมาก ซึ่งจะทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ผู้ชำนาญการจะทำการขายเพื่อไม่ให้ราคาขึ้นทันที เหตุผลสำคัญของการทำหน้าที่ประการนี้ตั้งอยู่บนแนวความคิดของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ว่า การตัดสินใจซื้อขายนั้นจะต้องเกิดจากการวิเคราะห์ข้อเท็จจริงที่มีอยู่ ซึ่งบางครั้งต้องใช้เวลาที่จะรับและวิเคราะห์แยกแยะข่าวสารต่าง ๆ ซึ่งเมื่อผ่านกระบวนการเหล่านี้แล้ว ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายจะตรงหรือใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นอันจะเป็นประโยชน์อันหนึ่งของการจัดสรรทรัพยากรในแง่ของเศรษฐศาสตร์ แต่สภาพที่ราคาหลักทรัพย์เกิดความผันผวนมาก ๆ อาจทำให้เกิดความตกใจและทำการเทขายหรือแย่งกันซื้อหลักทรัพย์นั้น ๆ จนมิได้วิเคราะห์ข่าวสารต่าง ๆ ที่มีอยู่ ทำให้การเปิดเผยข้อมูลไม่ได้รับผลตามที่กฎหมายต้องการ

65 Ibid.

การพุงราคา หรือสร้างให้เกิดเสถียรภาพของผู้ชำนาญการตามที่ได้กล่าวข้างต้น  
 นั้นให้เห็นว่า ในประเทศสหรัฐอเมริกาการซื้อขายหลักทรัพย์โดยมีวัตถุประสงค์มุ่งต่อราคา  
 หลักทรัพย์เพียงอย่างเดียวนั้น ไม่ถือว่าเป็นการสร้างราคา แต่จะต้องประกอบด้วยเจตนาในการ  
 สร้างราคาหรือเจตนาในการชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขายด้วย (Manipulative Purpose) ซึ่ง  
 การแยกแยะระหว่างการซื้อขายเพื่อพุงราคากับการสร้างราคาที่ผิดกฎหมาย เป็นเรื่องที่ค่อนข้าง  
 ยาก ดังนั้น บรรดาผู้ชำนาญการจึงต้องมีกรอบในการซื้อขายซึ่งกำกับดูแลโดยตรงโดยตลาดหลัก  
 ทรัพย์ และโดยอ้อมโดย SEC ตามมาตรา 11 ของ 1934 Act ซึ่งกำหนดห้ามการซื้อขายโดย  
 สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ในนามของตนเองวันแต่จะเข้าช้อยกวันต่าง ๆ เช่น ในกรณีของผู้  
 ชำนาญการคือ การรักษาไว้ซึ่งความยุติธรรมและเป็นระเบียบเรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์  
 (Maintain Fair and Orderly Market) กล่าวคือเมื่อเกิดความไม่สมดุลหรือผิดปกติของ  
 อุปสงค์อุปทานเป็นการชั่วคราว (Temporary Disparity Between Demand and Supply)  
 จำเป็นต้องเข้าซื้อขายเพื่อชะลอผลของความไม่สมดุลดังกล่าวที่จะปรากฏขึ้นเพื่อให้เกิดความมีระ  
 เบียนในการเคลื่อนไหวของราคา และเหตุผลนี้ได้ถูกใช้เป็นเหตุผลประกอบในการอธิบายความ  
 ขอบธรรมในการซื้อขายเพื่อพุงราคาหลักทรัพย์ เพื่อสนับสนุนการตัดสินว่าหลักทรัพย์ด้วย ต่างกัน  
 ตรงที่เมื่อมีการตัดสินว่าหลักทรัพย์ ย่อมถือได้ว่าผู้กระทำมีมูลเหตุจูงใจในการสร้างราคา  
 (Motive to Manipulate) และเมื่อมีการซื้อขายโดยมุ่งประสงค์ต่อราคาย่อมได้รับการ  
 สันนิษฐานว่ามีเจตนาในการสร้างราคา (Manipulative Purpose) หรือวัตถุประสงค์ใน  
 การชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขายเพื่อจะรับประโยชน์ในการตัดสินว่าหลักทรัพย์ง่าย และมากขึ้น  
 ซึ่งต่างจากการพุงราคาหลักทรัพย์ในกรณีนี้ ที่เป็นการพุงราคาเพื่อทำให้เกิดเสถียรภาพของ  
 ราคาเท่านั้น โดยที่หากไม่ปรากฏหลักฐานอื่นว่า เป็นการกระทำเพื่อชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อ  
 ขายย่อมไม่ถือเป็นการสร้างราคาผิดกฎหมาย (Illegal Manipulation) และเนื่องจาก  
 ระบบ Specialist ดังกล่าว ทำให้ไม่ค่อยเกิดกรณีการซื้อขายเพื่อพุงราคาชนิดนี้โดยบุคคลอื่น  
 ในประเทศสหรัฐอเมริกา

อย่างไรก็ตาม SEC ได้เคยให้หลักานเรื่องเกี่ยวกับการพยุงราคาไว้ว่าการพยุงราคาราคาที่ไม่จริงหรือถูกสร้างขึ้นถือเป็นส่วนหนึ่งของการสร้างราคา

(ข) การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคาเพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์  
(Stabilization to Facilitate Distribution)

การซื้อขายเพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์ในกรณีนี้หมายถึง การซื้อหลักทรัพย์เพื่อวัตถุประสงค์ในการป้องกันหรือยับยั้งการลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาด เพื่อช่วยในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชน (Buying of a securities for the limited purpose of preventing or retarding a decline in its open market price in order to facilitate distribution to the public)<sup>66</sup> การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยทั่วไปจะทำการโดยวาณิชธนกร (Investment Banker) ซึ่งจะรวมกลุ่มกันและขายให้แก่ประชาชนในราคาที่แน่นอน (Fixed Price) โดยกลุ่มผู้จัดจำหน่ายนี้ (Underwriting Syndicate) จะทำการซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดจากผู้ออกหลักทรัพย์ในราคาที่แน่นอนราคาหนึ่ง และเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวต่อให้แก่ประชาชนในราคาที่สูงกว่าราคาที่รับซื้อมาเล็กน้อย ซึ่งเป็นราคาที่กำหนดแน่นอนเช่นกัน (Buys the entire news issue of securities from the issuing corporation at predetermined fixed price and immediately reoffers it to the public at a slightly higher price which it is also a predetermined fixed price (the "offering" or

---

<sup>66</sup> Securities Exchange Act Release No. 2446 อ้างใน Larry Soderquist, Securities Regulation : A Problem Approach, ( US : The Foundation Press Inc., 1982), p. 750.

"Issue" price)<sup>67</sup> ซึ่งก่อให้เกิดประโยชน์คือ กิจกรรมที่ต้องการเงินทุนสามารถมั่นใจได้ว่าจะได้รับเงินในกำหนดเวลาและจำนวนเงินที่แน่นอน โดยไม่ต้องคำนึงถึงสภาวะความผันผวนของตลาด และการยอมรับของประชาชน ทำให้เกิดความรวดเร็วในการระดมเงินทุน ซึ่งก่อให้เกิดประโยชน์ในแง่เศรษฐกิจของประเทศโดยรวม ดังนั้นเพื่อรักษาไว้ซึ่งลักษณะที่เป็นประโยชน์ของการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในราคาที่แน่นอน (Fixed Price Offering) จึงมีความจำเป็นที่จะต้องอนุญาตให้ผู้จัดจำหน่ายป้องกันมิให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น ๆ ตกต่ำกว่าราคาที่จัดจำหน่ายในช่วงที่มีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

ซึ่งสาเหตุประการหนึ่ง ที่จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ตกต่ำลงเมื่อมีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น เนื่องมาจากการปรับตัวของมูลค่าของหลักทรัพย์ (Dilution) และการขายเก็งกำไรของนักเก็งกำไรที่ขายหลักทรัพย์ทันทีที่ซื้อหรือที่เรียกว่า (Free Rider) ซึ่งหากปล่อยให้ราคาหลักทรัพย์ตกต่ำกว่าราคาเสนอขายจะก่อให้เกิดความเสียหายต่อตลาดหลักทรัพย์ในแง่ของจิตวิทยาและการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น ดังนั้นกลุ่มผู้จัดจำหน่ายจึงต้องรวมกันเสนอซื้อหรือที่เรียกกันว่า Syndicate Bid<sup>68</sup> ในราคาที่ไม่สูงกว่าราคาที่จัดจำหน่ายเพื่อรองรับการขายหลักทรัพย์ที่จะเกิดขึ้นอันจะทำให้ราคาตกต่ำลง

ผลร้ายที่อาจเกิดขึ้นจากการพยุงราคาหุ้นในกรณีนี้คือ หากราคาที่จัดจำหน่ายสูงเกินไปเมื่อการพยุงราคาสิ้นสุดลง (the Peg Is Pulled)<sup>69</sup> ราคาหลักทรัพย์มักตกลงต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเสมอ และทำให้ผู้ที่ซื้อหลักทรัพย์ไปในระหว่างที่มีการพยุงราคาได้รับความเสียหายจากการ

67 Ibid.

68 Ibid.

69 Ibid.



ลดลงของราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว ดังนั้นการพุงราคาจึงต้องมีการเปิดเผยข้อมูลว่าจะมีการพุง  
 ราคาในหนังสือชี้ชวน (Prospectus) เพื่อให้ประชาชนทั่วไปรู้ว่า ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์  
 คราวใดจะมีการพุงราคา เพื่อจะได้ไม่เข้าใจผิดในสภาวะและราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นโดยการ  
 ระบุประโยคดังต่อไปนี้ในหนังสือชี้ชวน

In connection with this offering the underwriters may  
 over-allot or effecting transaction which stabilize or maintain the  
 market price of.....  
 (Identify each class of securities in which stabilizing transaction  
 may be effected)

At a level above that which might otherwise prevail in the  
 open market. Such Transaction may be effected On.....  
 ..... (Identify exchange of which stabilizing  
 transaction will be effected)

Such stabilizing, If commenced may not be discontinued at any  
 time." 70

หรือโดยการแจ้งเป็นหนังสือให้ผู้จองหลักทรัพย์ว่า การพุงราคาอาจเกิดขึ้นก็ได้  
 กล่าวคือ กฎหมายไม่ห้ามการพุงราคาหลักทรัพย์ แต่ห้ามผู้พุงราคาใช้การพุงราคานั้นหลอกลวง

70 Regulation S-K., Item 502 (d)

นักลงทุน 71

อย่างไรก็ดี ตั้งแต่ก่อนการออก 1934 Act ยังมีการถกเถียงถึงความชอบธรรมในเรื่องนี้ และความรู้สึกของประชาชนบางส่วน ที่ยังคงเห็นว่าการซื้อขายเพื่อพุงราคาในลักษณะดังกล่าวเป็นสิ่งที่ผิด และเห็นควรจะห้ามการกระทำดังกล่าวอย่างเด็ดขาด แทนที่จะให้อำนาจแก่ SEC ในการกำหนดกฎเกณฑ์เพื่อควบคุม ตามที่บัญญัติในมาตรา 9 (a)(6) แต่ด้วยเหตุที่สภาของเกรสเห็นว่า การอนุญาตให้มีการทำการพุงราคาหลักทรัพย์ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น มีประโยชน์แก่สาธารณชนมากกว่าโทษ จึงบัญญัติไว้เช่นนั้น แต่หลังจากปี 1934 SEC ก็ไม่ได้ออกกฎเกณฑ์ในเรื่องดังกล่าวจนกระทั่งในปี 1940 SEC ได้แสดงความคิดเห็นในเรื่องดังกล่าวใน Securities Exchange Act Release No 2446 ซึ่งแสดงถึงความคิดเห็น ข้อดีข้อเสียของการพุงราคาหลักทรัพย์ตามที่ได้ระบุข้างต้นรวมทั้งข้ออ้าง (Argument) ของกลุ่มผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการซื้อขายเพื่อพุงราคามีเหตุผลสนับสนุนเพียงพอที่จะแสดงถึงความชอบธรรมในการกระทำ อันได้แก่

1) ความคิดปกติของตลาดซึ่งเกิดขึ้นจากการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน กล่าวคือ เมื่อหุ้นจำนวนมากเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ย่อมจะทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของอุปสงค์และอุปทานในช่วงระยะเวลาหนึ่ง (Temporary Disparities Between Supply and Demand) กล่าวคือ มีอุปทานจำนวนมากและในขณะที่เดียวกันอุปสงค์บางส่วนของหลักทรัพย์ที่เคยมีอยู่เดิม อันได้แก่ บรรดาผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งหมดของหลักทรัพย์นั้นทั้งหมด (Underwriter and Selling Group Dealer) ก็หายไปจากตลาด เนื่องจากต้องทำการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น ๆ

---

71 Wilford J. Eiteman Charles A. Dice and David K. Eiteman  
The Stock Market, 4d. Ed., (US: McGraw Hill Book Company, 1966), p. 551.

และยังมีบรรดา Free Rider และบรรดาผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนใจขายหลักทรัพย์ในทันทีหลังจากจอง ดังนั้นการปล่อยให้กลไกตลาดโดยธรรมชาติเป็นตัวจัดการอาจทำให้เกิดความผันผวนของราคาอย่างมาก ซึ่งเป็นเหตุผลในลักษณะเดียวกับหน้าที่ในการรักษาเสถียรภาพของราคาหลักทรัพย์ของผู้ชำนาญการในตลาดหลักทรัพย์และ

2) เพื่อเปิดโอกาสให้แก่ผู้ซื้อที่จะซื้อหลักทรัพย์ที่ซื้อไปตามที่ความประสงค์ซึ่งถือเป็นผลประโยชน์ของนักลงทุนโดยทั่วไป (Interest of Investing Public) โดยถือเป็นหลักประกันว่าผู้ซื้อสามารถขายหุ้นในด้านราคาที่ยุติธรรมใกล้เคียงกับที่ซื้อมา จึงต้องมีการทำ Syndicate Bid\* ซึ่งเปิดโอกาสให้ผู้เปลี่ยนใจหรือไม่สามารถรับการจัดสรรหุ้นทั้งหมดขายคืนหุ้นให้แก่กลุ่มได้ และ

3) เพื่อป้องกันตนเอง (บรรดา ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น) จากสภาวะที่ไม่เป็นระเบียบ (Disorder) ของตลาดในระหว่างการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ กล่าวคือ เมื่อผู้จัดจำหน่ายต้องรับซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมด จึงจำเป็นต้องป้องกันตนเองจากความผิดปกติของตลาดเนื่องจากสาเหตุตามข้อ 1 ทั้งนี้เพราะความจำกัดทางด้านเงินทุนของผู้จัดจำหน่าย<sup>72</sup>

นอกจากนี้ ยังได้แสดงถึงเหตุผลทางเศรษฐศาสตร์ และการคุ้มครองประโยชน์สาธารณะในแง่ของส่วนรวมกับส่วนย่อยด้วย กล่าวคือ เนื่องจากระบบการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใน

\* Syndicate Bid หมายถึง ในกรณีที่กลุ่มผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย (Syndicate Underwriter) ตกกลางให้ผู้จัดการกลุ่มทำการเสนอซื้อเพื่อพยุงราคา โดยต้องรับภาระหุ้นที่ซื้อได้ตามสัดส่วนที่แต่ละรายตกลงเป็นผู้จัดจำหน่าย-ผู้เขียน

<sup>72</sup> Securities Exchange Act No. 2446

ราคาที่กำหนดแน่นอน (Fixed Price Offering) นี้เป็นสิ่งจำเป็นและเป็นสิ่งที่ดำเนินการจัดหาเงินทุนให้แก่ธุรกิจ ดังนั้นการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์ในระหว่างการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสิ่งช่วยเหลือสนับสนุนการจัดหาเงินทุนดังกล่าวจึงเป็นสิ่งจำเป็นเช่นเดียวกัน ซึ่งหมายถึง การอนุญาตให้บรรดาผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ทำการซื้อขายเพื่อชักชวนให้บุคคลทั่วไปซื้อขายหลักทรัพย์ในราคาที่ผู้จัดจำหน่ายเหล่านั้นเชื่อว่า เป็นราคาตลาดที่แท้จริงแต่ในความเป็นจริงแล้วเป็นราคาที่ถูกสร้างขึ้น

(The Process of stabilizing permits the underwriter to induce this purchase of securities on the basis of what they believes "Natural" market price established by "Natural" trading activity but which, in fact, are both, to a greater or lesser extent, artificial) <sup>73</sup>

และจากข้อเท็จจริงดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ส่วนรวมสองส่วน ส่วนหนึ่งคือ ผู้ถือหุ้นในปัจจุบัน ลูกจ้าง หรือบุคคลต่าง ๆ ของกิจการ ซึ่งจำเป็นต้องหาเงินทุนเพื่ออุตสาหกรรมนั้น ๆ ในราคาถูกและมีประสิทธิภาพ กับอีกส่วนหนึ่งคือ บรรดานักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้น ๆ ซึ่งมีผลประโยชน์เท่า ๆ กับฝ่ายแรกในอันที่จะลงทุนที่เหมาะสม และราคาถูกที่สุดเท่าที่จะทำได้ ซึ่ง SEC มีหน้าที่ที่จะต้องประสานความขัดแย้งของผลประโยชน์ทั้งสองนี้ โดยที่ต้องรักษาผลประโยชน์ของสาธารณะ และคุ้มครองผู้ลงทุน ในขณะที่เดียวกันจะต้องคุ้มครองโครงสร้างทางการเงินและตลาดทุนของชาติด้วย โดยอาศัยมาตรา 9 (a)(6) นี้ ในการออก

<sup>73</sup> Larry Soderquist, Securities Regulation : A Problem Approach, p. 754.

กฎเกณฑ์เพื่อป้องกันผู้ลงทุนที่จะได้รับความเสียหายจากการพองราคา และป้องกันอุปสรรคที่จะขัดขวางการระดมเงินออมของประชาชนเพื่อนำไปสู่การขยายตัวในธุรกิจและอุตสาหกรรม เพื่อหาแนวทางในการออกกฎเกณฑ์ในเรื่องการพองราคาหลักทรัพย์ เพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตามที่บัญญัติ

ต่อมาหลังจากการออก SEA Release ดังกล่าว 15 ปี คือในปี 1955 SEC จึงได้ออกกฎเกณฑ์ในเรื่องดังกล่าวคือ Rule 10b-7 ซึ่งออกมาพร้อม ๆ กับ Rule 10b-6 ที่เป็นบทบัญญัติที่ SEC ใช้เพื่อป้องกันการสร้างราคาในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Distribution Manipulation)

#### 2.2.4 บทบัญญัติที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) กำหนดขึ้นเพื่อป้องกันการซื้อขายอันเป็นการฉ้อฉลและการสร้างราคา

ตามที่กฎหมาย 1934 Act ได้ให้อำนาจของ SEC ในการออกกฎเกณฑ์ในเรื่องต่างๆ มากมาย ในส่วนของการออกกฎเกณฑ์ตามบทบัญญัติที่ป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลและการสร้างราคาได้แก่ มาตรา 9 (a)(6) มาตรา 10 (b) และมาตรา 15 (c) โดยที่ในการออกกฎเกณฑ์เพื่อป้องกันและปราบปรามการซื้อขายเพื่อสร้างราคาหลักทรัพย์นั้น SEC ได้ใช้มาตรา 10(b) เป็นมาตราหลักในการออกกฎเกณฑ์ต่าง ๆ เนื่องจากเป็นมาตราที่ไม่มีข้อจำกัดในการใช้ไม่ว่าโดยบุคคลหรือตลาด อันได้แก่

- Rule 10b-1 ซึ่งเป็นการขยายการห้ามการกระทำตามมาตรา 9 ของ 1934 Act ออกไปนอกเหนือจากหลักทรัพย์ที่ต้องจดทะเบียนกับ SEC ให้รวมถึงหลักทรัพย์ที่ได้รับการ

ยกเว้นการจดทะเบียนตามมาตรา 12 (a) ของ 1934 Act ด้วย กล่าวคือทำให้มาตรา 9 ไม่จำกัดแต่เฉพาะหลักทรัพย์ที่มีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลระหว่างกาล (Periodical Report) ตาม 1934 Act เท่านั้น

- Rule 10b-2 ซึ่งห้ามการว่าจ้างบุคคลให้ทำการชักชวนบุคคลอื่นให้ซื้อขายหลักทรัพย์ที่กำลังมีการจัดจำหน่าย หรือประเภท หรือชนิดเดียวกับที่กำลังมีการจัดจำหน่ายกันอยู่ เว้นแต่จะได้แสดงถึงแผนการ และจำนวนเงินที่จ่ายให้แก่ผู้รับจ้างชักชวน และบรรดาพนักงานของ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์นั้น

- Rule 10b-3 ขยายมาตรา 15(c)(1) ของ 1934 Act และกฎเกณฑ์ของ SEC ที่ประกาศตามมาตรา 15 นี้ให้เข้ากับนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ทั้งหมดไม่ว่าจะได้จดทะเบียนตามมาตรา 15 ของ 1934 Act หรือไม่

- Rule 10b-4 เกี่ยวกับการทำการเสนอซื้อหลักทรัพย์จากประชาชน

- Rule 10b-5 เป็นมาตราหลักที่ใช้สำหรับการป้องกันการปราบปรามการฉ้อฉลทั่วไป (General Anti-Fraud Provision)

- Rule 10b-6 การห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะที่มีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

- Rule 10b-7 หลักเกณฑ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์ เพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

- และอื่น ๆ

กฎเกณฑ์ที่สำคัญ และถือได้ว่าเป็นพัฒนาการของกฎหมายป้องกันการซื้อขาย เพื่อการ  
สร้างราคา คือ Rule 10b-6 ซึ่งบัญญัติหลักเกณฑ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ในระหว่างที่มีการจัด  
จำหน่ายหลักทรัพย์ที่ออกมาพร้อม ๆ กับหลักเกณฑ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์  
เพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Rule 10b-7)

Rule 10b-6 นี้ เกิดจากแนวความคิดในการพิสูจน์เจตนาในการสร้างราคาตาม  
มาตรา 9 (a)(2) ซึ่งถือเป็นมาตราที่เข้าได้ทุกกรณีและเป็นบททั่วไปของการห้ามการสร้างราคา  
("Catch All" Prohibition Against Manipulation) และจากที่ได้อธิบายในส่วนของ  
มาตรา 9 (a)(2) ว่าการพิสูจน์เจตนาในการสร้างราคา (Manipulative Purpose) นั้น  
จะต้องพิสูจน์ข้อเท็จจริงให้เพียงพอที่จะสันนิษฐานได้ ว่าผู้กระทำความเจตนาเช่นนั้น กล่าวคือ จะต้อง  
พิสูจน์องค์ประกอบในแง่ของการกระทำการซื้อขายอย่างต่อเนื่องและการซื้อขายดังกล่าวทำให้เกิด  
สภาวะการซื้อขาย หรือราคาที่สูงขึ้นหรือลดลง และพิสูจน์องค์ประกอบภายในว่าผู้กระทำความ  
โดยมีเจตนาชักชวนให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขายตาม วัตถุประสงค์มูลเหตุจูงใจที่ผู้กระทำความต้องการสร้าง  
ราคา (Motive to Manipulate) ซึ่งหากพิสูจน์ข้อเท็จจริงสองประการนี้ได้ ตามแนวคำ  
พิพากษาของศาลสหรัฐอเมริกา ให้สันนิษฐานว่า ผู้กระทำได้กระทำความผิด (Prima Facie  
Established) ซึ่งมีผลเป็นการกลับภาระพิสูจน์ไปให้ผู้ถูกกล่าวหาที่จะต้องพิสูจน์ว่า ตนมิได้มี  
เจตนาเช่นว่า หรือมีเจตนาที่ถูกกฎหมาย (Legitimate Purpose) แนวคำพิพากษาดังกล่าวทำ  
ให้เกิดผลในแง่ของการนำตัวผู้กระทำผิดมาลงโทษ ในขณะที่ SEC ต้องการจะหาบทบัญญัติที่มี  
ประสิทธิภาพในเชิงป้องกันเพื่อมิให้เกิดความเสียหายแก่สาธารณชน จึงอาศัยแนวทางตามคำ  
พิพากษาดังกล่าวมาสร้าง Rule 10b-6<sup>74</sup> โดยถือว่าการซื้อขายโดยผู้มีส่วนร่วมในการจัด  
จำหน่ายหลักทรัพย์ในระหว่างที่มีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ถือได้ว่าเป็นการซื้อขายเพื่อสร้างราคาโดย

74 ฎีกา ค.เนื่อหาในผนวก., หน้า 259-261.



ไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ถึงเจตนาพิเศษของผู้กระทำการเรื่องดังกล่าว (Manipulation Per Se without Regard of Purpose Requirement)<sup>75</sup> นอกจากนี้ยังไม่ต้องเป็นการซื้ออย่างต่อเนื่องหรือการซื้อขายดังกล่าวจะต้องก่อให้เกิดความผิดปกติต่อสภาวะการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใดด้วย เป็นพัฒนาการที่เกิดจากประสบการณ์ของ SEC เช่นเดียวกับการห้ามการไร้เทคนิคการซื้อขายแบบ Washed Sale และ Matching Order ที่เกิดจากประสบการณ์ของสภาคองเกรสที่ได้ตรวจพบในการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนการออก 1934 Act

Rule 10b-6 ได้ประกาศาขึ้นปี 1955 โดยมีหลักเกณฑ์ ห้ามการซื้อขายหรือเสนอซื้อหลักทรัพย์ และการชักชวนให้บุคคลอื่นซื้อหลักทรัพย์ประเภทหรือชนิดเดียวกันกับหลักทรัพย์ที่อยู่ในระหว่างจัดจำหน่าย โดยบุคคลใด ๆ ที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตามที่กฎหมายกำหนดดังต่อไปนี้

- เป็น "ผู้ออกหลักทรัพย์หรือบุคคลที่จะนำเอาหลักทรัพย์ออกจำหน่าย"
- เป็น "ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์" (Underwriter) หมายถึง (1) บุคคลที่ตกลงกับผู้ออกหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่จะนำหลักทรัพย์ออกจำหน่าย ที่จะซื้อหลักทรัพย์เพื่อนำมาจัดจำหน่าย หรือ (2) บุคคลที่จะจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น เพื่อหรือในนามของผู้ออกหลักทรัพย์หรือบุคคลที่จะนำเอาหลักทรัพย์ออกจำหน่าย หรือ (3) จัดการหรือควบคุมดูแลการจัดจำหน่ายเพื่อหรือในนามของผู้ออกหลักทรัพย์หรือบุคคลดังกล่าว

<sup>75</sup> ALI. Federal Securities Code 2,1308 Comment 1 At 59

(Tentative Draft No. 2), 1973.



- เป็น "ผู้ที่จะเข้าเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์" (Prospective Underwriter) หมายถึงบุคคลที่ (1) บุคคลที่ตกลงใจที่จะยื่นเสนอตนเองเพื่อเข้าเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ตามที่ผู้ออกหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่จะนำหลักทรัพย์ออกจากหน้าได้ประกาศเชิญชวนโดยตรงหรือโดยอ้อมหรือ (2) ผู้ซึ่งได้ทำความเข้าใจ (Has Reached an Understanding) กับผู้ออกหลักทรัพย์หรือ บุคคลที่จะนำหลักทรัพย์นั้นออกจากหน้าว่าตนจะเข้าเป็นผู้จัดจำหน่าย โดยไม่คำนึงว่าจะได้ตกลงเงื่อนไขข้อตกลงในการจัดจำหน่ายหรือไม่

- เป็น "นายหน้า ผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือ บุคคลอื่น ซึ่งตกลงจะเข้าร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น

- เป็น "ผู้ซื้อร่วม" (Affiliate Purchaser) ซึ่งหมายถึง

(ก) บุคคลที่แสดงตนร่วม (Acting in Concert With) โดยตรงหรือโดยอ้อมกับผู้ที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (บุคคลที่ระบุข้างต้น) ในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่จะมีการจัดจำหน่ายหรือหลักทรัพย์ประเภทและชนิดเดียวกันและสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว

(ข) บุคคลซึ่งควบคุมการซื้อหลักทรัพย์ของผู้ที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่าย ตามที่ระบุข้างต้นโดยตรงหรือโดยอ้อม หรือซึ่งการซื้อขายของบุคคลดังกล่าวถูกควบคุมโดยผู้ที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยตรงหรือโดยอ้อม หรือ ซึ่งการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลดังกล่าวอยู่ภายใต้การควบคุมโดยปกติ ของผู้ที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งใช้นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์

(ค) นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ของบุคคลตาม (ก) (ข) และ (ล)

(ง) บุคคล (นอกจากนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์) ที่ซื้อขายหลักทรัพย์เป็นปกติธรรมดา โดยจะเป็นการซื้อขายผ่านนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์หรือซื้อขายเพื่อตน หรือเพื่อบุคคลอื่น หรือให้คำแนะนำหรือจัดการตัดสินใจในการลงทุน ซื้อขายหลักทรัพย์ เว้นแต่ บุคคลนั้นจะอยู่ภายใต้เงื่อนไขดังต่อไปนี้ (1) เป็นองค์กรที่แยกออกจากผู้มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายและไม่มีลูกจ้าง (หรือบุคคลที่ทำงานให้) พนักงานเจ้าหน้าที่ (นอกจากเจ้าหน้าที่ที่ทำหน้าที่เฉพาะทางด้านธุรการหรือให้ความช่วยเหลือ) ที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายและ (2) บุคคลนั้นกับผู้มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีการแยกการจัดการในด้านการจ่ายค่าตอบแทนแรงงานให้แก่พนักงาน และ (3) การเสนอซื้อหรือซื้อหรือชักชวนให้บุคคลอื่นซื้อหลักทรัพย์นั้นเป็นการประกอบธุรกิจตามปกติของตน

โดยห้ามบุคคลดังกล่าวข้างต้นทั้งหมดซื้อหรือเสนอซื้อหลักทรัพย์ประเภทและชนิดเดียวกับหลักทรัพย์ที่มีการจัดจำหน่าย หรือสิทธิในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ไม่ว่าจะเป็นการทำโดยลำพัง หรือร่วมกับบุคคลอื่นนับตั้งแต่เป็นบุคคลที่มีคุณสมบัติตามที่ระบุข้างต้น จนกว่าบุคคลดังกล่าวจะหลุดพ้นจากการมีส่วนร่วมในการจัดจำหน่าย หรือการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ดังกล่าวข้างต้นจะสิ้นสุดลง กล่าวคือ หลักทรัพย์ได้ตกไปสู่มือของสาธารณชนแล้ว (In a hand of investing public)<sup>76</sup>

ความหมายของการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ดังกล่าว มีความหมายกว้างขวางโดยไม่จำกัดเฉพาะการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ต้องจดทะเบียนตาม 1933 Act เท่านั้น แต่หมายถึง

<sup>76</sup> Jaffe & Co. v. SEC, 446 Fed. 387. (2d Cir 1971).

การขายหรือเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่การซื้อขายโดยปกติ ซึ่งพิจารณาจากจำนวนหลักทรัพย์และวิธีการขายและผลประโยชน์ในการขายที่คิดปกติ โดยที่ขอบเขตของความหมายดังกล่าวพัฒนามาจากหลักเรื่องมูลเหตุจูงใจในการสร้างราคา (Motive to Manipulate) จากคดีการสร้างราคาที่เกิดขึ้น ครอบคลุมมาเป็นแนวทางการสร้างกฎเกณฑ์เพื่อป้องกันการซื้อขายเพื่อสร้างราคาก่อนที่จะเกิดการภาวะการซื้อขายที่ผันผวนอันอาจก่อความเสียหายแก่สาธารณชน โดยถือว่าคุณคผลที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ตามที่ระบุข้างต้นมีความต้องการที่จะขายหลักทรัพย์ในราคาสูง ดังนั้นเมื่อเข้าทำการซื้อขายในระหว่างที่จะมีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตามความหมายดังกล่าว ย่อมถือว่ามีคามคิดทันทีโดยไม่ต้องพิจารณาถึงวัตถุประสงค์ของผู้กระทำ เว้นแต่จะเป็นการซื้อขายที่ได้บัญญัติเป็นข้อยกเว้นไว้มี 13 ชนิด โดยที่การอ้างข้อยกเว้นเหล่านี้ ผู้อ้างต้องเป็นผู้พิสูจน์ว่า การกระทำของตนอยู่ภายใต้ข้อยกเว้นของกฎหมายซึ่งถึงแม้พิสูจน์ได้ว่าเป็นการซื้อขายที่ยกเว้น แต่ก็อาจมีความคิดได้หากเป็นการซื้อขายเพื่อวัตถุประสงค์ในการสร้างสภาวะการซื้อขายหรือทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น

ข้อยกเว้นดังกล่าวได้มีการแก้ไขหลายครั้งตามปัญหาที่เกิดขึ้น เนื่องจากการใช้กฎเกณฑ์ดังกล่าวซึ่งเป็นกฎเกณฑ์ที่เคร่งครัด (Rigid Rule) ปัญหาอีกประการหนึ่งที่ยังคงเกิดขึ้นอยู่เมื่อใช้กฎเกณฑ์ของ Rule 10b-6 เพื่อป้องกันและปราบปรามการสร้างราคานั้นคือ ความหมาย จุดเริ่มต้นและจุดสิ้นสุดของการจัดจำหน่าย (Distribution) หลักทรัพย์ เนื่องจากจะเป็นองค์ประกอบที่สำคัญจะทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นความผิด และเป็นองค์ประกอบที่สร้างขึ้นเพื่อปิดบัง (Disguise) การพิสูจน์เจตนาในการสร้างราคา<sup>77</sup> โดยที่เมื่อกรณีนี้เข้าองค์ประกอบของ Rule 10b-6 นี้ มิได้เป็นเพียง Prima Facie Case แต่ถือเป็นการกระทำ

<sup>77</sup> Nicholas Wolfson, "The Special Concept of Manipulation in Securities Distribution", Stanford Law Review, (1973), p. 809.

คิดโดยตรงโดยจะพันคิดได้เฉพาะแต่การพิสูจน์ว่าเป็นการซื้อขายตามที่ระบุในข้อยกเว้นเท่านั้น แต่ SEC ได้บัญญัติเปิดช่องไว้ให้มีการขออนุญาตเป็นการเฉพาะรายได้เฉพาะคราวได้

จากการที่ SEC หรือศาลบังคับใช้ Rule 10b-6 ตั้งแต่ปี 1955 เป็นต้นมา ประเด็นปัญหาที่เกิดขึ้นก็คือ ประเด็นที่ว่ามีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เกิดขึ้นหรือไม่ และการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์สิ้นสุดลงหรือยัง และผู้กระทำเป็นบุคคลที่กำหนดไว้ใน Rule หรือไม่ กล่าวอีกนัยหนึ่ง Rule 10b-6 ได้พยายามสร้างข้อกล่าวหาและข้อต่อสู้ที่สามารถพิสูจน์ได้จากข้อเท็จจริงและพยานหลักฐานโดยตรงแทนการพิสูจน์เจตนาและมูลเหตุจูงใจในการสร้างราคาโดยพยานหลักฐานแวดล้อม ซึ่งทำให้การบังคับใช้ของกฎหมายเพื่อป้องกันการสร้างราคาของประเทศสหรัฐอเมริกา มีประสิทธิภาพมากขึ้น อันเป็นการบัญญัติกฎหมายให้สอดคล้องกับกฎหมายวิธีพิจารณาแ่งของการพิสูจน์เจตนา และยังเป็นการป้องกันการสร้างราคาแทนที่จะเป็นการลงโทษผู้กระทำเมื่อเกิดความเสียหายขึ้นแล้ว

อย่างไรก็ตามปัญหาต่าง ๆ จากลักษณะกฎเกณฑ์ที่ค่อนข้างเคร่งครัด และการกำหนดการกระทำให้เป็นความคิดโดยตัวของมันเอง (Per Se)\* ของ Rule 10 b-6 ในบางครั้งย่อมทำให้เกิดสภาวะตลาดที่ผิดปกติ เนื่องจากเป็นการห้ามการซื้อขาย และเมื่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาได้พัฒนาตัวเองขึ้น กฎเกณฑ์ในเรื่องต่าง ๆ เริ่มจะเข้ารูปเข้ารอย การสร้างราคา (Manipulation) ลดลง การออกกฎเกณฑ์ในเรื่องต่าง ๆ เน้นการแข่งขันกันแข่งขันธุรกิจมากขึ้นเพื่อผลทางด้านเศรษฐศาสตร์ จึงเกิดข้อถกเถียงขึ้นว่า Rule 10b-6 ยัง

---

\* การกำหนดให้การฝ่าฝืนเป็นความคิดโดยตัวมันเอง เป็นระบบเช่นเดียวกับการกำหนดให้เปิดเผยข้อมูล (Mandated Disclosure) ซึ่งเมื่อมีการฝ่าฝืนใหม่จำเป็นต้องพิสูจน์ว่าผู้กระทำมีเจตนาฉ้อฉลหลอกลวงหรือไม่ ก็ถือเป็นความคิด - ผู้เขียน

จำเป็นจะต้องมีหรือไม่<sup>78</sup> และก่อให้เกิดผลเสียมากกว่าผลดีหรือไม่ เนื่องจากความจำเป็นในเชิงธุรกิจในการซื้อขายหลักทรัพย์ ในการทำตลาด (Market Making) ของหลักทรัพย์ในตลาด OTC โดยเฉพาะกรณีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนแบบจัดจำหน่ายหลายคราว (Shelf Registration) ยิ่งก่อให้เกิดความกดดันที่จะให้มีการแก้ไข Rule 10b-6 กล่าวอีกนัยหนึ่งเมื่อความจำเป็นหมดไป กฎเกณฑ์ที่ใช้ก็อาจจะต้องเปลี่ยน

อย่างไรก็ตามในปัจจุบันก็ยังไม่มีการยกเลิก Rule 10b-6 โดย SEC เลือกที่จะแก้ไขโดยเพิ่มข้อยกเว้นที่อนุญาตให้ผู้ที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีสิทธิซื้อขายได้มากขึ้น ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ SEC ได้เห็นประโยชน์ในการใช้ Rule 10b-6 ที่สามารถบังคับใช้ได้ อย่างมีประสิทธิภาพอยู่ระยะแรกของการป้องกันและปราบปรามการสร้างราคาและทำให้เกิดผลในแง่ของความศักดิ์สิทธิ์ของกฎหมาย ซึ่งถึงแม้ว่าการที่ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาได้เติบโตมีขนาดที่ไม่สามารถทำการสร้างราคาได้ก็ยังคงเห็นว่าหลักการและโครงสร้างของ Rule 10b - 6 นี้ยังใช้ได้และมีประโยชน์อยู่ ซึ่งตามความคิดเห็นของผู้เขียน เห็นว่า การสร้างราคาเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นเป็นธรรมดาในตลาดหุ้นและจำเป็นต้องป้องกันและปราบปรามเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถเติบโต แม้อันบางครั้งจะก่อให้เกิดอุปสรรคในการซื้อขายไปบ้าง (Restraint of Trade) ไปบ้างแต่หากอยู่ในหลักการที่ถูกต้องก็ต้องยอมเท่าที่จำเป็นจริง ๆ เพื่อรักษาความน่าเชื่อถือ (Integrity) ของตลาดหลักทรัพย์ต่อบุคคลทั่วไป และทำให้ตลาดมีโอกาสเติบโตไปถึงระยะหนึ่ง กล่าวคือเมื่อมีการกระจายการถือครองหลักทรัพย์อย่างเต็มที่ ข้อมูลข่าวสารมีการเปิดเผยอย่างทันทีและทั่วถึง และบรรดาผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจในกลไกและเงื่อนไขวิธีการในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น กฎเกณฑ์บางอย่างที่ได้กำหนดไว้อย่างเคร่งครัดเพื่อ

<sup>78</sup> Jack M. Whitney II, "Rule 10 b-6 : The Special Study's Rediscovered the Rule", Michigan Law Review, (1964), p. 567-587.

ประสิทธิภาพในการควบคุมดูแลก็อาจจะต้องแก้ไขเปลี่ยนแปลงไปหรือแก้ไขตามความจำเป็นที่สุด คล่องการซื้อเท็จจริงและกับแนวความคิดตลาดเสรีมากที่สุด เช่น กฎเกณฑ์เกี่ยวกับเรื่องกำหนดค่า Commission ในการซื้อขายหลักทรัพย์ให้เท่ากันในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งปัจจุบันได้ยกเลิกไปแล้ว เป็นต้น

กฎเกณฑ์อีกอันหนึ่งซึ่งประกาศออกมาพร้อม ๆ กับ Rule 10b-6 ก็คือ Rule 10b-7<sup>79</sup> ซึ่งเป็นการออกมารองรับหลักเกณฑ์ตามมาตรา 9 (a)(6) ของ 1934 Act และเป็นหนึ่งนัยของ Rule 10b-6 โดยที่ SEC ใช้อำนาจมาตรา 10 (b) แทนอำนาจตามที่มีในมาตรา 9 (a)(6) เนื่องจากมาตรา 10(b) ใช้งานได้โดยไม่จำกัดผู้ซื้ประเภทหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่ง Rule 10b-6 และ Rule 10b-7 นั้นมีแนวความคิดที่เหมือนกันคือความพยายามที่จะป้องกันและปราบปรามการสร้างราคา ทั้งนี้เพราะการซื้อขายเพื่อพุงราคาหลักทรัพย์ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์หรือที่เรียกกันว่า "Syndicate Bid" เป็นข้ออ้างที่เข้าในการต่อสู้ข้อกล่าวหาในการสร้างราคา ซึ่งกฎหมายอนุญาตให้ทำได้ ดังนั้น SEC จึงเข้ามาควบคุมการซื้อขายเพื่อพุงราคาหลักทรัพย์ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์อย่างใกล้ชิดเพื่อมิให้มีการนำข้อยกเว้นดังกล่าวไปใช้เพื่อประโยชน์การสร้างราคา โดยกำหนดหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. การซื้อขายเพื่อพุงราคาหลักทรัพย์ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์หมายถึงการซื้อขายหลักทรัพย์โดยบุคคลใด ๆ เพื่อทำให้ราคาไม่เคลื่อนไหวหรือ พุงราคาหลักทรัพย์เพื่อวัตถุประสงค์ในการป้องกันการหรือชะลอการลดลงของราคาหลักทรัพย์ (Preventing or Retarding a Decline in Open Market Price or Securities) ดังนั้นจึงมิใช่การทำให้ราคาเพิ่มขึ้น

79 ดูเนื้อหาในภาคผนวก., หน้า 262-266.

2) ระดับราคาหลักทรัพย์ที่จะทำการพวงราคาแบ่งได้เป็น 2 กรณี

- ในกรณีที่ไม่มีตลาดของหลักทรัพย์นั้นอยู่ก่อนแล้ว จะต้องไม่เกินราคาสูงสุดที่มีการซื้อขายล่าสุด โดยปราศจากอิทธิพลใด ๆ (Highest Current Independent Bid Price)

- ในกรณีที่ไม่มีตลาดของหลักทรัพย์นั้นมาก่อน จะต้องไม่เกินราคาที่ทำการเสนอขายต่อประชาชน (Public Offering Price)

3) วิธีการซื้อขายจะต้องไม่ซื้อขายโดยเพิ่มราคาขึ้น แต่ต้องเป็นการรักษาราคาหรือลดลง (Continues maintain or lowering) เว้นแต่จะมีการเสนอซื้อโดยผู้อื่นในราคาที่สูงกว่าราคาที่กำลังทำการพวงราคาอยู่ หรือในกรณีที่มีการพวงราคาหลักทรัพย์ก่อนการเสนอขาย และเมื่อเริ่มการเสนอขาย (Effective Date of Registration) มีการซื้อขายในตลาดสูงกว่าราคาที่พวงไว้ หรือการซื้อขายเพื่อพวงราคาได้หยุดลง 3 วันติดต่อกันและมีการเริ่มกระทำใหม่ แต่ต้องไม่เกินราคาที่ทำการเสนอขายต่อประชาชน

4) การเปิดเผยข้อมูลกล่าวคือในการทำการพวงราคาหลักทรัพย์ ได้กำหนดให้ผู้ที่ประสงค์จะทำการพวงราคาหลักทรัพย์ ต้องเปิดเผยข้อมูลให้บุคคลทั่วไปทราบว่าจะมีการเข้าพวงราคาหลักทรัพย์ โดยการแจ้งเป็นหนังสือถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง หรือการระบุไว้ในการเปิดเผยข้อมูลในหนังสือชี้ชวนก็ได้

จะเห็นได้ว่าการพวงราคาหลักทรัพย์ตามความหมายของ Rule 10b-7 มีขอบเขตการกระทำที่จำกัดและเป็นการกระทำเพื่อรองรับการขายจากผู้ที่ไม่ประสงค์จะซื้อ ในบางครั้งจึงเรียกรูปการเสนอซื้อเพื่อพวงราคานี้ว่า Syndicate Penalty Bid และเมื่อพิจารณาในแง่ภาพรวมของ Rule 10b-6 และ 10b-7 จะเห็นว่า เป็นการสร้างกลไกในการบังคับใช้กฎหมาย

ให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการคุ้มครองธุรกิจในการระดมทุน และการให้ความคุ้มครองผู้ลงทุน

นอกจากการกำหนดโครงสร้างของกฎเกณฑ์ที่ใช้ในการป้องกัน และปราบปราม การสร้างราคาตามที่ปรากฏใน Rule 10b-6 และ Rule 10b-7 ซึ่งเป็นการจำกัดการซื้อขายโดยตรงแล้ว SEC ยังมีกฎเกณฑ์ในอีกลักษณะหนึ่งซึ่งเรียกว่า Safe Harbor Rule ซึ่งเป็นกฎเกณฑ์ ที่กำหนดว่า การซื้อขายในลักษณะต่อไปนี้ ไม่ถือเป็นการซื้อขายเพื่อสร้างราคา สำหรับบุคคลบางประเภทที่มีแนวโน้มที่จะสร้างราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผู้ออกหลักทรัพย์หรือ บุคคลที่มีความสัมพันธ์กับผู้ออกหลักทรัพย์ เช่น กรรมการผู้ถือหุ้นของผู้ออกหลักทรัพย์ ในการซื้อ หลักทรัพย์ของตนเอง (Repurchase its own Securities) โดยที่ในระยะแรกประมาณ ปี 1967 SEC ได้คิดที่จะควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ของตนเองดังกล่าวในลักษณะเดียวกับ Rule 10b-6 เนื่องจากพบว่า ผู้ออกหลักทรัพย์เองก็มีความเกี่ยวพันและผลประโยชน์ในราคาหลักทรัพย์ และกฎเกณฑ์ที่มีอยู่ปัจจุบันมิได้กำหนดแนวทางการซื้อคืนหุ้นของบุคคลดังกล่าวไว้ เว้นแต่การ เปิดเผยข้อมูลในการเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) ตามมาตรา 13 ของ 1934 Act จึงเคยมีการร่างกำหนดกฎเกณฑ์ในการซื้อคืน โดยกำหนดข้อจำกัด เวลา ราคา จำนวนหุ้น แต่ ปรากฏว่ากฎเกณฑ์ดังกล่าวมิได้ออกมาบังคับใช้เนื่องจากหลังจากการทำ Public Hearing SEC เห็นว่า การซื้อคืนหุ้นไม่ค่อยจะเกิดขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ที่ผิดกฎหมาย หรือเป็นโทษต่อผู้ลงทุน และ ในบางครั้งอาจเป็นประโยชน์แก่ผู้ลงทุน ดังนั้น การสร้างข้อจำกัดที่ไม่เหมาะสมอาจก่อให้เกิดโทษ แก่ผู้ลงทุน ประกอบกับในเรื่องดังกล่าวได้มีกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพออยู่แล้ว<sup>80</sup>

ดังนั้น SEC จึงเปลี่ยนแปลงลักษณะการควบคุม โดยตรง ดังกล่าวมาเป็น กฎเกณฑ์

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>80</sup> Louis Loss, Fundamental of Securities Regulation,  
p. 867-869.



เพื่อเป็นแนวทางในการซื้อหุ้นหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ที่เกี่ยวข้อง (Affiliate) โดยบัญญัติว่า หากเป็นการซื้อตามวิธีการ ระยะเวลา ปริมาณและราคาตามแนวทางที่ SEC กำหนดไว้ใน Rule 10b-18 ถือว่าไม่อยู่ในลักษณะการกระทำที่เข้าองค์ประกอบของกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการฉ้อฉลและการสร้างราคาไม่ว่าจะเป็น Rule 10b-5 หรือ มาตรา 9 (a)(2) โดยที่ SEC มิได้ถือว่าการซื้อหุ้นหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องที่ขัดกับกฎเกณฑ์ใน Rule 10b-18 จะเป็นการฉ้อฉลและการสร้างราคา หากจะเป็นก็จะต้องเข้าองค์ประกอบการกระทำและเจตนาตามที่กฎหมายระบุด้วย เพียงแต่หากผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ที่เกี่ยวข้องต้องการหลีกเลี่ยงความรับผิดในเรื่องดังกล่าว ก็ควรรู้หลักเกณฑ์ที่ปรากฏในกฎเกณฑ์ Rule 10b-18 เป็นแนวทางในการซื้อซึ่งเป็นลักษณะของกฎเกณฑ์ เพื่อป้องกัน และปราบปรามการฉ้อฉล และสร้างราคาอีกลักษณะหนึ่งที่ SEC กำหนดขึ้นตามพื้นฐานของข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้น

### 3. มาตรการบังคับของกฎหมาย (Sanction)

สภาพบังคับทางกฎหมายของกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประการใหญ่ ๆ คือ

- มาตรการบังคับในทางแพ่ง
- มาตรการบังคับในทางอาญา

#### 3.1. มาตรการบังคับในทางแพ่ง

แบ่งได้เป็น 2 ชนิด คือ

1) การดำเนินคดีแพ่งระหว่างเอกชนต่อเอกชน กฎหมายป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลของประเทศสหรัฐอเมริกา มีอยู่หลายมาตรา ซึ่งสร้างสิทธิทางแพ่งให้แก่ผู้เสีย

หายในการที่จะเรียกค่าเสียหายจากผู้กระทำผิดเช่น มาตรา 11 ซึ่งกำหนดสิทธิทางแพ่งตลอดจนการคำนวณค่าเสียหายในกรณีของการฉ้อฉลในการแสดงข้อความที่ได้จดทะเบียนไว้ในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และมาตรา 12 (2) ในกรณีการชักชวนให้ประชาชนเข้าซื้อขายหลักทรัพย์โดยการแสดงข้อความเท็จหรือทำให้หลงผิด ไม่ว่าการเสนอขายดังกล่าวจะอยู่ในบังคับที่ต้องจดทะเบียนกับ SEC หรือไม่ หรือมาตรา 9 (e) ซึ่งให้สิทธิของผู้ที่ได้รับความเสียหายจากการสร้างราคาเรียกร้องค่าเสียหายจากผู้กระทำผิด นอกจากนี้ยังมีกรณีของสิทธิทางแพ่งโดยปริยาย (Implied Civil Liability) ซึ่งศาลสูงและ SEC นำเอาหลักกฎหมายในเรื่องละเมิดมาใช้

อย่างไรก็ตาม ปัญหาในการดำเนินคดีแพ่งระหว่างเอกชนในกรณีที่ถูกกฎหมายมิได้กำหนดสิทธิทางแพ่งอย่างแน่ชัดนั้น มีปัญหาในการบังคับใช้ข้อผูกมัดสมควรเนื่องจากกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นเป็นเรื่องของการคุ้มครองมหาชน และประโยชน์สาธารณะ ดังนั้นถึงแม้ศาลสูงจะยอมรับว่าเป็นการก่อตั้งสิทธิทางแพ่งก็ตาม แต่การบังคับใช้ก็เป็นไปตามองค์ประกอบของกฎหมาย Fraud ใน Common Law เดิม ซึ่งมีองค์ประกอบค่อนข้างมากทำให้ยากแก่การพิสูจน์

2) การดำเนินการโดย SEC โดยใช้มาตรการเยียวยา ในทางแพ่ง (Civil Remedies) SEC มีอำนาจดำเนินการในทางแพ่งต่อบุคคลทั่วไป และบุคคลที่อยู่ภายใต้ระบบการรับอนุญาต (Licensing) หลังจากได้มีการสืบสวนสอบสวน (Investigation) โดยที่มาตรา 21 (a) ของ 1934 Act ได้ให้อำนาจ SEC ที่จะใช้ดุลพินิจในการสืบสวนสอบสวนตามความจำเป็น เมื่อเกิดกรณีเป็นที่สงสัยว่าจะมีการละเมิดกฎหมายเกิดขึ้นการสืบสวนสอบสวนของ SEC อาจแบ่งได้เป็น 2 ระดับ ได้แก่

- การสืบสวนอย่างไม่เป็นทางการ (Informal Investigation)
- การสืบสวนอย่างเป็นทางการ (Formal Investigation)

การสืบสวนอย่างไม่เป็นทางการจะเข้ากรณีที่พยานและบุคคลที่เกี่ยวข้องได้ให้ความร่วมมือในการสืบสวนหรือเรียกว่า เป็นไปตามความสมัครใจ ซึ่งอาจอยู่ในรูปของการโทรศัพท์สอบถามหรือส่งแบบสอบถามเพื่อรวบรวมข้อมูลเป็นต้น ส่วนในกรณีที่ SEC เห็นว่า พยานและบุคคลต่าง ๆ เหล่านั้นมิได้ให้ความร่วมมือตามสมควร หรือต้องการให้มีการทำปากคำอย่างเป็นทางการ (Testimony) หรือมีการทำเอกสารประกอบ SEC จะมีคำสั่งให้ทำการสืบสวนอย่างเป็นทางการ โดยในการสืบสวนอย่างเป็นทางการ SEC มีสิทธิที่จะออกหมายเรียกพยานหลักฐานหรือพยานบุคคล (Subpoena) ตามมาตรา 21 (b) ซึ่งให้อำนาจ SEC ไว้ค่อนข้างกว้างขวาง โดยที่หาก SEC เห็นสมควรอาจขอศาลให้คำสั่งให้ปฏิบัติตามหมายดังกล่าวและในกรณีที่ศาลมีคำสั่งอนุญาต หากผู้ที่ได้รับหมายเช่นว่าขัดใจไม่ปฏิบัติตาม ย่อมมีความผิดฐานละเมิดอำนาจศาล (Contempt of Court)<sup>81</sup>

แต่เนื่องจากการสอบสวนดังกล่าวอาจทำให้เกิดการเสียชื่อเสียงต่อบุคคล และบริษัทที่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือถูกสืบสวน SEC โดย Securities Exchange Act Release 5310 จึงได้กำหนดอนุญาตให้บุคคลที่เป็นเป้าหมายของการสืบสวนดังกล่าวสามารถแจ้งเป็นหนังสือต่อคณะผู้สอบสวนแสดงถึงสถานะและผลประโยชน์ที่เกี่ยวข้องกับการสอบสวน ที่เรียกว่า Wells Submission<sup>82</sup> ซึ่งเอกสารดังกล่าวจะถูกส่งพร้อมรายงานการสอบสวน และเสนอความเห็นในการดำเนินการต่อ SEC เพื่อให้ SEC มีคำสั่งหรือดำเนินการใด ๆ เพื่อจะได้พิจารณาถึงประโยชน์ได้เสียของบุคคลเช่นว่า

---

<sup>81</sup> Pual Gonson, Securities Regulation in the United States, p. 16-18.

<sup>82</sup> Sheldon M.Jaffe, Broker-Dealer and Securities Market : A Guide to Regulatory Process, p. 57-58.

การประชาสัมพันธ์ ผลของการสอบสวน

ตามมาตรา 21 (a) ของ 1934 Act SEC มีสิทธิที่จะประชาสัมพันธ์ผลของการสืบสวนต่อสาธารณะได้ ซึ่งรวมถึงการยอมรับหรือเสนอเพื่อแก้ไขของผู้สอบสวนด้วย โดยหาก SEC เห็นว่าเป็นการกระทำไปเพื่อประโยชน์สาธารณะ โดยถือว่าในกรณีที่ถูกสอบสวนขอเสนอเพื่อแก้ไขตนเองนั้น ผู้เสนอควรจะคาดหมายได้ว่า การเสนอดังกล่าวอาจถูกประกาศให้สาธารณะชนทราบด้วย และโดยส่วนใหญ่คำเสนอเพื่อขอแก้ไขของผู้สอบสวนมักจะมีคำรับผิดชอบหรือการตอรองเพื่อรับผิดชอบบางส่วน เพื่อมิให้ต้องถูกดำเนินการทางศาล หรือมิต้องถูกสอบสวนอย่างเป็นทางการ หรือในบางกรณีที่ไม่ปรากฏหลักฐานชัดเจนพอในการดำเนินการประชาสัมพันธ์ก็อาจมีผลในการทำให้ผู้กระทำผิดการกระทำของตน เนื่องจากอาจเป็นการเสื่อมเสียต่อชื่อเสียงและผลประโยชน์ธุรกิจในอนาคต

อย่างไรก็ดีในการใช้อำนาจของ SEC ในการทำรายงานเพื่อประชาสัมพันธ์ตามมาตรา 21 ถูกวิพากษ์วิจารณ์ว่าเป็นการบิดเบือนและสร้างการเบี่ยงเบนทางด้านการบริหารขึ้น โดยไม่มีกฎหมายรับรอง ทั้งนี้เพราะบุคคลที่ถูกสอบสวนมิได้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ SEC แต่อย่างใด <sup>83</sup>

และหลังจากได้ผลการสอบสวนดังกล่าวแล้ว SEC อาจเลือกดำเนินการทางแพ่งเพื่อเป็นการเบี่ยงเบนแก้ไขการกระทำผิดได้ดังต่อไปนี้

---

<sup>83</sup> In re Spateck Inc., Securities Exchange Act Release No 15567 (1979).

1) การขอคำสั่งศาล (Injunction)

เป็นอำนาจของ SEC ที่มีอยู่ในมาตรา 20 (b) ของ 1933 Act มาตรา 21 (d) ของ 1934 Act และในกฎหมายที่อยู่ภายใต้การบริหารงานของ SEC และเป็นมาตรการการที่ SEC ว่าเป็นวิธีการบังคับใช้กฎหมายบ่อยที่สุดในบรรดามาตรการบังคับทางกฎหมายต่าง ๆ ที่มีอยู่<sup>84</sup> โดยเมื่อข้อเท็จจริงปรากฏต่อ SEC ว่าบุคคลใด ๆ กำลังเกี่ยวข้องหรือจะเกี่ยวข้องกับ การกระทำใด ๆ ซึ่งจะเป็นการละเมิดกฎหมาย (When it shall appear to the commission that any person is engage in any acts or practices with constitute or will constitute violation) SEC มีอำนาจที่จะร้องขอต่อศาลให้ ออกหมายห้ามการกระทำใด ๆ ของบุคคลดังกล่าว เช่น ห้ามซื้อขายหลักทรัพย์เป็นต้น ซึ่งคำสั่ง ดังกล่าว อาจเป็นการสั่งชั่วคราว (Temporary Injunction) หรือสั่งตลอดไป (Permanant Injunction) ก็ได้ ซึ่งโดยปกติแล้ว คำสั่งศาลชนิดนี้จะเป็นการสั่งเพื่อป้องกันการละเมิดกฎ หมายมากกว่าการลงโทษ

อย่างไรก็ตาม คำสั่งดังกล่าวอาจมีผลเป็นการลงโทษในสิ่งที่กระทำลงไป แล้วก็ได้ ตามที่ศาลและ SEC เห็นสมควร<sup>85</sup> จนกระทั่งปี 1978 จึงมีคำพิพากษาของศาลซึ่ง เพิ่มภาระพิสูจน์ให้แก่ SEC ในการขอคำสั่งศาลในลักษณะดังกล่าว โดย SEC ต้องแสดงให้ศาล

---

<sup>84</sup> David H. Barber, Gilbert's Law Summeries : Securities Regulation, (US : Harcourt Brace Javanovich Legal & Professional Publication Inc., 1983), p. 198.

<sup>85</sup> Ibid., p. 198.

เห็นว่า มีข้อเท็จจริงที่แสดงให้เห็นว่าจะเกิดการกระทำผิดเช่นที่เคยเกิดขึ้นในอดีตขึ้น ซึ่งข้อเท็จจริงดังกล่าวจะต้องมากกว่าเพียงการคาดคะเน (Positive proof of reasonable likelihood that past wrongdoing will occur and that there is something more than mere possibility which keep the case alive)<sup>86</sup> แต่ก่อนหน้านั้นในช่วงปี 1933 ถึง 1978 ศาลและ SEC ได้ร่วมกันใช้มาตรการบังคับทางกฎหมายในรูปของ Injunction นี้จัดการกับผู้กระทำผิดในลักษณะของการลงโทษการกระทำอย่างค่อนข้างมีประสิทธิภาพ

นอกเหนือจากภาระพิสูจน์ที่เพิ่มขึ้นของ SEC แล้ว ในการการสั่งการของศาล ศาลจะพิจารณาองค์ประกอบอื่นได้แก่

- ความรุนแรงของการละเมิดกฎหมาย
- ผลกระทบของคำสั่งศาลต่อผู้ถูกกล่าวหา
- ระดับของเจตนาร้ายในการกระทำผิด

ในการทำคำสั่งประเภทนี้ให้เหมาะสม และนอกจากการขอคำสั่งศาลตามที่กล่าวข้างต้น ในระหว่างการดำเนินการไม่ว่าจะในชั้นสอบสวนหรือชั้นตอนอื่นใด SEC ยังมีอำนาจในการขอให้ศาลมีคำสั่งให้ทำการแก้ไขบรรเทาความเสียหาย (Ancillary Relief) ซึ่งอาจจะเกิดขึ้น โดยลักษณะของคำสั่งบรรเทาความเสียหายของประชาชน กฎหมายมิได้บัญญัติถึงเนื้อหา

---

<sup>86</sup> SEC v. Common Wealth Chemical Securities Inc., 574

F.2d. 90 (2d. Cir 1978)

ของคำสั่งเช่นว่าไว้ แต่ได้เคยมีผู้รวบรวมไว้และแจก คำสั่งประเภทนี้ไว้ 13 ประเภท<sup>87</sup>  
ดังต่อไปนี้

1. คำสั่งแต่งตั้งผู้รักษาทรัพย์สิน (Appointment of Reciever)
2. คำสั่งแต่งตั้งผู้ดูแลหรือผู้ตรวจสอบทางการเงิน (Appointment of Special Trustee or a Special Fiscal Agent)
3. คำสั่งให้ริบกำไร (Restitution Disgrogment of Profit)
4. คำสั่งแต่งตั้งกรรมการหรือคณะกรรมการพิเศษซึ่งรวมถึง คณะกรรมการพิเศษ ผู้ตรวจสอบคณะกรรมการบริหาร และคณะกรรมการกฎหมาย และเร่งรัดหนี้สิน (Appointment of Independent Members of Board of Director and Special Committee of Board Including Auditing Committee Executive Committee and Litigation and Claim Committee)
5. คำสั่งแต่งตั้งที่ปรึกษาพิเศษเพื่อดำเนินการตามที่ศาลกำหนด ในการดูแล การสอบสวนและทำรายงานเสนอต่อ SEC และศาล ตลอดจนให้คำแนะนำในการ ดำเนินการเรียกร้องจากผู้บริหารชุดก่อน และโดยประการอื่น ในนามของ บริษัทและผู้ถือหุ้น (Appointment of Special Counsel to Conduct Court Supervised Investigation to File Report of the Investigation with SEC and the Court and to Recommend and Pursue Claim Against Prior Management and Other on Behalf of the Corperation and its Shareholder)-

---

<sup>87</sup> Mathew's Comment, "ALI Proposal Code : Part XV Administrative and Enforcement", Vanderbilt Law Review, 405 (1977), p. 538-541.

6. คำสั่งให้ขอเลิกบริษัท (Order Require Rescission Offer)
7. คำสั่งให้หยุดหรือตั้งผู้ดูแลชั่วคราว (Freezed Order or a Temporary Trust)
8. คำสั่งให้จัดการทางการเงินบัญชี (Order Requiring Accounting)
9. คำสั่งให้นำส่งรายงานเพิ่มเติมเกี่ยวกับภาวะทางการเงิน และการซื้อขายหลักทรัพย์ (Order Requiring Filing of Additional Report Concerning Financial Conditions or Securities Transaction)
10. คำสั่งให้จำกัดหรือห้ามการซื้อขายหุ้น, การออกเสียงลงคะแนน, มอบฉันทะ หรือการกระทำใด ๆ ที่มีอิทธิพล หรือมีส่วนร่วมในการบริหารงาน ของผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ที่เกี่ยวข้อง (Orders Restricting or Precluding Purchase or Sale of Share or Voting of Shares or Proxies, or Otherwise Influencing or Participating in Management of Issuer or Its Subsidiary or Affiliates)
11. คำสั่งกำหนดวิธีการในการควบคุมดูแล และปฏิบัติตามจรรยาบรรณ (Orders Requiring Establishment of New Supervisory and Compliance Procedures)
12. คำสั่งให้รับประกันการขาดทุน หรือ ป้องกันการความเสียหายแก่ผู้ออกหลักทรัพย์ (Orders Requiring "Guarantee of Losses" or "Hold Harmless" Protection for and Issuer

โดยที่ในขั้นตอนของการขอคำสั่งศาลนี้ ผู้ถูกกล่าวหาอาจตกลงหาความยินยอมปฏิบัติตามคำสั่ง (Consent Injunction) เพื่อปฏิบัติตามที่ SEC ร้องขอต่อศาลก็ได้ และส่วนใหญ่มักจะ



เป็นเช่นนั้น<sup>88</sup> ทั้งนี้เพราะในกรณีที่ SEC ได้ทำการขอให้ศาลมีคำสั่งดังกล่าวนี้ ข้อเท็จจริงต่าง ๆ ที่ได้เสนอต่อศาล และได้ดำเนินการสอบสวนพิจารณา และศาลได้มีคำสั่งในเรื่องดังกล่าวไปแล้ว ถือเป็น การห้ามนำข้อเท็จจริงดังกล่าวขึ้นว่า กล่าวต่อผู้ถูกกล่าวหาในศาลอีก หรือที่เรียกว่า Collateral Estoppel ซึ่งรวมทั้งกรณีการยอมความโดยวิธีการยอมรับข้อเท็จจริง และ ยอมปฏิบัติตามคำสั่งดังกล่าวด้วย

## 2. การดำเนินการทางด้านการบริหาร (Administrative Proceeding)

เนื่องจาก SEC เป็นหน่วยงานของรัฐซึ่งกำกับดูแล และเป็นผู้รับผิดชอบของ ผู้ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ตลอดจนตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงมีอำนาจในการดำเนินการ ทางด้านการบริหารตามดุลพินิจ (Disciplinary Proceeding) ต่อองค์การหรือหน่วยงานอยู่ในการกำกับดูแลของตน เช่น นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงินการลงทุน บริษัทกองทุนรวม ตลาดจนตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งการดำเนินการทางด้านการบริการดังกล่าว มีตั้งแต่การพักใช้ หรือเพิกถอนใบอนุญาตของนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ การขับออกจากความเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ หรือสมาคมที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ SEC การห้ามนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์หรือผู้ที่ อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ SEC ไม้ให้ยุ่งเกี่ยวกับบุคคลใดบุคคลหนึ่ง (Bar any person from associating with broker dealer, or a member of a registered securities association or an investment advisor) หรือห้ามบุคคลใดเข้าทำงาน ในหน้าที่ต่าง ๆ ของที่ปรึกษาการลงทุน, นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ดังกล่าว ตลอดจนถึงให้หยุด การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว ตามที่เห็นสมควร ซึ่งวิธีการการดำเนินการทาง

<sup>88</sup> David H. Barber, Gilbert's Law Summeries : Securities Regulation, p. 198 .

ด้านการบริการนี้อยู่ภายใต้ Administrative Procedure Act ซึ่งจะต้องมีการแต่งตั้งผู้พิพากษาทางการปกครอง (Administrative Law Judge) ซึ่งคำตัดสินของผู้พิพากษาดังกล่าวจะถูกตรวจสอบโดย SEC ก่อนการอ่าน

อย่างไรก็ตาม หากผู้ถูกกล่าวหาไม่พอใจคำตัดสินดังกล่าวอาจขออุทธรณ์ต่อศาลต่อไปได้ ซึ่งในการตรวจสอบคำสั่งของ SEC ศาลสูงของสหรัฐได้กำหนดบรรทัดฐานในการพิจารณาการพิสูจน์ของ SEC เพื่อใช้อำนาจทางการบริหารนี้เพียงแต่มีพยานหลักฐานที่มีน้ำหนักมากกว่า (Preponderance of Evidence) ก็พอแล้ว เนื่องจากถือว่าเป็นการดำเนินการในทางแพ่งเท่านั้น

### 3. การตัดสินใจในการปฏิบัติงานเกี่ยวข้องกับ SEC

SEC อาศัยอำนาจที่มีอยู่ตามกฎหมายของการปฏิบัติงาน Rule 2 (e) ในการห้ามชั่วคราว หรือจำกัดสิทธิบุคคลใด ๆ ในการปฏิบัติงานที่เกี่ยวข้องกับ SEC ได้ตามที่เห็นสมควร ซึ่งส่วนใหญ่มักจะเป็นการห้ามผู้สอบบัญชี หรือทนายความ ในการปฏิบัติงานหรือติดต่อใด ๆ กับ SEC ด้วยเหตุผลที่ว่าเพื่อเป็นการดำรงไว้ซึ่งความมั่นคงถูกต้องของการปฏิบัติงานที่เกี่ยวข้องกับ SEC และในการสั่งดังกล่าวศาลสูงของสหรัฐก็ได้รับรองว่าคำสั่งดังกล่าว SEC มีอำนาจกระทำได้แล้ว<sup>89</sup> ส่วนสาเหตุในการสั่งที่ SEC และศาลสูงได้กำหนดบรรทัดฐานไว้คือ การปฏิบัติงานผิดพลาดโดยไม่จำเป็นต้องละเมิดกฎหมายหลักทรัพย์แต่ประการใด (Misconduct although not constituting violation of the Securities Laws)

<sup>89</sup> Touche Ross & Co. v. SEC. 609 F2d. 570, 579 (2d Cir 1979)

### 3.2. มาตรการบังคับทางอาญา

ในกรณีที่ SEC พบว่าหลักฐานที่เกิดขึ้นชัดเจน พอที่จะดำเนินคดีอาญาได้และพบว่าผู้กระทำความผิดโดยเจตนา SEC ก็จะส่งเรื่องให้พนักงานอัยการของรัฐ ดำเนินคดีอาญาแก่ผู้กระทำความผิดซึ่งพยานหลักฐานต่าง ๆ ที่ได้จากการสืบสวนนั้นอยู่ภายใต้กฎหมายที่อนุญาตให้การรับฟังพยานหลักฐานในคดีอาญา โดยถือเสมือนทำโดยพนักงานอัยการ (Parallel Proceeding) เช่น การแจ้งสิทธิแก่ผู้ต้องหา (Miranda Warning) หรือ สิทธิในการมีทนายความในการให้การ เป็นต้น เพื่อให้พยานหลักฐานที่ SEC หามาได้ชี้ยืนยันผู้ถูกกล่าวหาในคดีอาญาได้ด้วย



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย