บทที่ 1

แนวความคิดเกี่ยวกับการห้ามการกระทำอันเป็นการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์

1. หลักทรัพย์เป็นทรัพย์สินที่มีลักษณะซับซ้อน (Intricate Merchandise)

เนื่องจากหลักทรัพย์นอกเหนือจากที่เป็นเครื่องแสดง (Certificate) ถึงสิทธิในทรัพย์สินหรือกิจการ ซึ่งอาจตีมูลค่าเป็นเงินได้แล้ว ยังมีลักษณะของการลงทุน (Investment) เราจึงอาจจำแนกลักษณะของหลักทรัพย์ได้เป็น 2 กรณี คือ

1.1. ลักษณะของหลักทรัพย์ในเชิงทรัพย์สิน คือ เอกสารแสดงสิทธิที่มีมูลค่าคำนวณเป็นเงินได้ และจัดว่าเป็นทรัพย์สินที่ไม่มีรูปร่าง แต่ด้วยเหตุที่หลักทรัพย์ไม่ใช่วัตถุหรือสิ่งของ เป็นเพียงเอกสารจึงไม่อาจตรวจสอบถึงความชำรุดบกพร่อง หรือสมบูรณ์ เพื่อประเมินมูลค่าได้ วิธีการเดียวที่จะทำให้ผู้ซื้อหรือผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ตรวจสอบได้ ก็โดยการเข้าตรวจสอบกิจการ หรือทรัพย์สินซึ่งเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ หรือซึ่งหลักทรัพย์นั้นเป็นหน่วยแสดงสิทธิ หรืออีกนัยหนึ่งคือ การเปิดเผยถึงรายละเอียดต่างๆของทรัพย์สิน หรือกิจการที่หลักทรัพย์นั้นแสดงถึงมูลค่า หรือความเป็นเจ้าของในลักษณะเดียวกับการซื้อขายทรัพย์สินที่มีรูปร่าง เพื่อให้ผู้ซื้อหรือผู้ลงทุนสามารถตรวจสอบและประเมินราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายได้ ซึ่งการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์นั้นมีอยู่ด้วยกันหลายวิธีการ วิธีการคำนวณวิธีการหนึ่งจะได้มูลค่าหลักทรัพย์แบบหนึ่ง อีกวิธีการหนึ่งจะได้มูลค่าอีกแบบหนึ่ง เช่นการคำนวณหามูลค่าราคาหลักทรัพย์แบบ Liquidated Value คือ การหาราคาหลักทรัพย์โดยตั้งสมมุติฐานว่าหากกิจการชำระบัญชี ณ วันใดวันหนึ่ง หรือ การคำนวณหามูลค่าราคาหลักทรัพย์แบบ Book Value คือ การคำนวณมูลค่าโดยอาศัยข้อมูลในบัญชีของบริษัท ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับการคำนวณหาในแบบ Liquidated Value เพียงแต่ไม่มีการตีราคาทรัพย์สินในราคาตลาด ซึ่งทั้งสองวิธีการนี้เป็นวิธีการตั้งราคาหลักทรัพย์ในแง่ของทรัพย์สินซึ่งยังมีข้อบกพร่องอยู่ เนื่องจากมิได้คำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ หรือการให้ผลตอบแทน (Return) เนื่องจากหลักทรัพย์เป็นหน่วยแสดงสิทธิในกิจการหรือทรัพย์สินที่มีความเคลื่อนไหว (Dynamic) มิใช่คงที่ (Static) มีมูลค่าในอนาคต ทั้งนี้เพราะนอกจากการซื้อหลักทรัพย์ จะเป็นการซื้อทรัพย์สินแล้วยังเป็นการลงทุนด้วย

2.2. ลักษณะของหลักทรัพย์ในเชิงการลงทุน ซึ่งหมายถึงการหามูลค่าของหลักทรัพย์ โดยพิจารณาถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้ โดยคำนึงถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์อยู่ในรูปแบบของดอกเบี้ยเงินปันผลหรือกำไรจากการขายหลักทรัพย์นั้นซึ่งจะเกิดขึ้นในอนาคตโดยออกมาในลักษณะของประมาณการที่มีความไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับข้อมูลที่จะนำมาใช้ประมาณการว่าครบถ้วนเพียงพอหรือไม่ และใช้วิธีการใดในการประมาณการ และเมื่อประมาณค่าในอนาคตแล้วจึงนำมาหาค่าที่ควรจะเป็นในปัจจุบัน (Present Value)

ดังนั้น ไม่ว่าจะใช้วิธีการใดในการหามูลค่าของหลักทรัพย์ หากปราศจากข้อมูลต่างๆที่เชื่อถือได้และเพียงพอ การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ย่อมคลาดเคลื่อน ซึ่งในทฤษฎีทางการเงินความคลาดเคลื่อนในการประเมินราคา คือ ส่วนลดความเสี่ยง (Risk Discount) ซึ่งต้องนำไปหักลบกับประมาณการรายได้ และเงินปันผลในอนาคตของบริษัท (Estimate Future Earnings and Dividends of Company) อันจะทำให้มูลค่าในปัจจุบันลดลง นี่เป็นเหตุผลประการหนึ่งที่จูงใจให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้ขายหลักทรัพย์พยายามเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ รวมทั้งพยายามให้ผู้ซื้อเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าวเช่นการจัดให้มีผู้สอบบัญชีรับรองข้อมูล เป็นต้น และความเป็นจริงดังกล่าวนี้เห็นได้จากการจัดทำหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ซึ่งเกิดขึ้นมาก่อนที่จะมีกฎหมายบังคับให้มีการจดทะเบียน[1] ไม่ว่าจะเป็น Company Act 1929 ของประเทศอังกฤษ หรือ Securities Act 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือเป็นแม่แบบของหลักกฎหมายเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในธุรกิจหลักทรัพย์ของนานาประเทศ ความจำเป็นที่รัฐต้องเข้ามาออกกฎหมายแทรกแซงให้ธุรกิจและการเปิดเผยข้อมูลนั้น เกิดจากเหตุผลประการอื่นซึ่งจะชี้ให้เห็นในหัวข้อต่อ ๆ ไปในวิทยานิพนธ์

---

1 Richard A.Posnor and Kenneth E.Scott, Economic of Corperation Law and Securities Regulation, (US:Little, Brown and Company, 1980), p.316.

2. ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูล และราคาหลักทรัพย์

จากการพิจารณาถึงลักษณะที่ซับซ้อนของหลักทรัพย์ตามที่กล่าวในหัวข้อที่แล้วจะเห็นได้ที่สิ่งที่จำเป็นที่จะต้องใช้ในการตีมูลค่าของหลักทรัพย์ คือ ข้อมูล ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลย่อมมีผลกับมูลค่าหลักทรัพย์ ทั้งในแง่ของการตรวจสอบและในแง่ของการหาค่าความเสี่ยงในการลงทุน กล่าวคือ ถ้าทราบข้อเท็จจริงเกี่ยวกับบริษัทมากเท่าใดย่อมทำให้รู้ถึงมูลค่าของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นเอกสารแสดงสิทธิในกิจการมากยิ่งขึ้นการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์มีความคลาดเคลื่อนน้อยลง และทำให้ความเสี่ยงในการลงทุนลดลงด้วย เมื่อความเสี่ยงในการลงทุนลดลงมูลค่าหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้น ซึ่งนั่น คือประโยชน์ (Benefit) จากการเปิดเผยข้อมูล แต่ในหัวข้อนี้สิ่งที่จะกล่าวถึงคือ ราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเมื่อกล่าวถึงราคาย่อม หมายถึง การซื้อขาย การซื้อขายเป็นการขัดกันของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) กล่าวคือ ผู้ซื้อย่อมต้องการราคาต่ำ ผู้ขายย่อมต้องการราคาสูง ความสูงต่ำของราคาดังกล่าวเกิดขึ้นจากการเทียบมูลค่า หรือต้นทุนของทรัพย์สินที่จะขาย การที่ได้ราคาสูงกว่ามูลค่า หรือต้นทุนย่อมเป็นผลประโยชน์ของผู้ขาย ดังนั้นสิ่งแรกที่จะต้องนำมาพิจารณาในเบื้องต้นของการกำหนดราคา คือ มูลค่าของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามมูลค่าของหลักทรัพย์มิใช่เป็นปัจจัยประการเดียวที่จะใช้ในการกำหนดราคา ราคาของหลักทรัพย์ยังมีปัจจัยอื่น ๆ เช่น ความพึงพอใจของผู้ซื้อและผู้ขาย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ อุปสงค์และอุปทาน ซึ่งกลไกของอุปสงค์และอุปทานนี้จะเป็นตัวกำหนดราคา กล่าวคือ ถ้าสิ่งของใดที่มีความต้องการมาก แต่มีปริมาณน้อยราคาหรือมูลค่าของทรัพย์สินนั้นก็จะสูงขึ้น ตัวอย่างเช่น ที่ดินซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานทั้งในด้านอุตสาหกรรม และการอยู่อาศัย จึงมีผู้ต้องการได้ไปเป็นเจ้าของเป็นจำนวนมากในขณะที่ที่ดินมีจำนวนจำกัด ฉะนั้นราคาของที่ดินจึงต้องมีราคาแพงขึ้น ตามจำนวนประชากร และการขยายตัวของภาคอุตสาหกรรม บางทีสูงกว่าเป็นพันพันเท่าก็มี ในทางตรงข้ามหากสิ่งไหนมีมากเกินความต้องการ ราคาก็มักจะต่ำหรือไม่มีมูลค่าเลย ตัวอย่างเช่น อากาศ น้ำ เป็นต้น

พฤติกรรมการเกิดราคาหรือมูลค่าดังได้กล่าวแล้วนั้นจัดเป็นสัจจธรรมที่นำมาใช้ได้กับทุกสิ่ง ซึ่งหลักทรัพย์ก็มิได้อยู่เหนือกฎเกณฑ์นี้ นั่นคือราคาหลักทรัพย์ก็เกิดจากความต้องการซื้อและความต้อง

การขายหุ้น ถ้าทรัพย์ตัวไหนมีผู้อยากจะซื้อมาก แต่ไม่ค่อยมีใครอยากขาย ราคาหลักทรัพย์ตัวนั้นก็มีแนวโน้มสูงขึ้นเรื่อย ๆ จนถึงระดับหนึ่งที่จูงใจให้คนที่มีหลักทรัพย์อยู่อยากขายหลักทรัพย์นั้นออกมา ในทางตรงกันข้ามหลักทรัพย์ตัวไหนมีแต่คนอยากจะขายออก ขณะที่ไม่มีคนอยากซื้อราคาหลักทรัพย์ก็มีแนวโน้มตกลงเรื่อยๆ จนกระทั่งถึงระดับหนึ่งซึ่งเป็นระดับต่ำพอที่จะจูงใจให้คนอยากกลับมาซื้ออีกครั้งหนึ่ง ความแตกต่างของมุมมอง และความคิดเห็นที่ไม่ตรงกันนี้เองทำให้เกิดอุปสงค์และอุปทานซึ่งเป็นปัจจัยทำให้เกิดราคาขึ้น สำหรับปัจจัยที่อยู่เบื้องหลังทัศนคติที่แตกต่างกันดังกล่าวมาแล้ว ถ้ามาพิจารณาแยกแยะกันจริง ๆ อาจประกอบด้วยปัจจัย 3 ด้านใหญ่ ๆ [2] คือ

2.1. ปัจจัยที่เกิดขึ้นจากสภาวะการซื้อขายและราคาในตลาดหลักทรัพย์

ความเชื่อเกี่ยวกับพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ไม่เหมือนกัน และความแตกต่างด้านจิตวิทยาของคนที่ทำให้ความชอบในหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่เหมือนกัน เช่น บางคนชอบหลักทรัพย์ของธนาคาร บางคนชอบหลักทรัพย์ของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพราะเล่นแล้วได้กำไรเสมอ นอกจากนั้นก็มาจากการปั่นหุ้น การสร้างข่าวลือ ข่าววงใน ซึ่งเกิดขึ้นเสมอ ๆ แม้ในตลาดหุ้นใหญ่ ๆ ของโลก

2.2. ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับค่าของบริษัท หรือค่าของหุ้นที่คาดหวังว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต

ผู้เล่นหุ้นจำนวนไม่น้อยทีเดียวที่ตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ หรือขายหลักทรัพย์ โดยคำนึงถึงปัจจัยทางด้านนี้ ทั้งนี้หากคาดหวังว่าจะเกิดการเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีกับบริษัทแล้วก็จะเข้ามาซื้อหลักทรัพย์ ส่วนถ้าคาดหวังว่ากำลังจะมีการเปลี่ยนแปลงที่ส่งผลลบต่อการดำเนินงานของบริษัท

---

2 ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ เอกธำรง จำกัด, ลงทุนแบบมืออาชีพ, (กรุงเทพฯ : บริษัท แอคมีพรินติ้ง จำกัด , 2534),หน้า 69-72

ในอนาคตก็จะขายหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นที่ถืออยู่ออกไป ปัจจัยที่อยู่ในกลุ่มนี้ได้แก่ ปัจจัยด้านผู้บริหารและความมีชื่อเสียงของผู้บริหาร อนาคตและเงื่อนไขการแข่งขันในอุตสาหกรรม โอกาส หรือความเป็นไปได้ในการที่จะมีการเปลี่ยนแปลงของปริมาณ และ มูลค่าการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของบริษัท ตลอดจนความเป็นไปได้ที่จะก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนการผลิต และต้นทุนการดำเนินงาน

2.3. ปัจจัยที่เกี่ยวกับมูลค่าพื้นฐาน หรือตัวกำหนดมูลค่าของหุ้น

มูลค่าเหล่านี้อาจมาจากกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทที่ถือหุ้นอยู่ เงินปันผลที่ได้รับจากการถือหุ้น สินทรัพย์ของบริษัทที่เราถือหุ้นอยู่ เงินปันผลที่ได้รับจากการถือหุ้น สินทรัพย์ของบริษัทที่ถือหุ้นอยู่ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท เป็นต้น ถ้าผู้เล่นหุ้นเห็นว่าหุ้นตัวใดมีมูลค่าพื้นฐานของหุ้นตัวนั้นมีมูลค่าพื้นฐานของตัวหุ้นสนับสนุนสูงกว่าหุ้นตัวอื่น ก็จะเข้ามาซื้อหุ้นตัวนั้น ในทางตรงข้าม หากเห็นว่าหุ้นตัวนั้นมีมูลค่าพื้นฐานสนับสนุนอยู่น้อย อาจจะเป็นเพราะจ่ายเงินปันผลน้อย สินทรัพย์ของบริษัทมีน้อยหรือไม่มีเลยก็อาจจะรีบขายหุ้นนั้นออกไป

ปัจจัยทั้งสามด้านนี้ นับว่าเป็นส่วนประกอบหลักสำคัญที่ก่อให้เกิดทัศนคติต่อตัวหุ้นขึ้นมา และโดยเหตุที่มีปัจจัยปลีกย่อยอยู่มากมาย ตลอดจนความคิดของนักเล่นหุ้นแต่ละคนก็ค่อนข้างแตกต่างกัน ดังนั้นทัศนคติของนักเล่นหุ้นแต่ละคนที่ออกมาจึงแตกต่างกันไปด้วย ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณความต้องการซื้อและขาย และส่งผลถึงความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในที่สุด อย่างไรก็ตามทัศนคติที่เหมือนกันของนักเล่นหุ้น ไม่ว่าจะในฐานะผู้ซื้อหรือผู้ขาย คือ เป้าหมายในการลงทุนนั่นคือ ผลตอบแทนในการลงทุนให้คุ้มค่ากับการลงทุน ไม่ว่าจะอยู่ในรูปของเงิน ทรัพย์สิน หรืออำนาจในการบริหารงาน ซึ่งต้องนำมาคำนวณประกอบกัน ดังนั้นการวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ข้างต้นนี้ จึงกระทำไปเพื่อจุดมุ่งหมายที่จะหามูลค่าที่คุ้มค่าที่สุดที่จะลงทุน (Investment Value) หรือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) เพื่อกำหนดว่าราคาหลักทรัพย์เท่าใดจึงจะได้ผลตอบแทนคุ้มค่ากับการลงทุน ซึ่งเมื่อนำมาพิจารณาประกอบกับกลไกอุปสงค์ อุปทาน จะเห็นได้ว่าการซื้อขายที่เกิดขึ้น

และราคาซื้อขายย่อมมีส่วนสัมพันธ์กับมูลค่าของหลักทรัพย์เสมอ และหากอยู่ภายใต้แนวความคิดของการแข่งขันเสรี กลไกของอุปสงค์ อุปทานที่มีประสิทธิภาพจะทำหน้าที่ในการกลั่นกรองเพื่อให้ได้ราคาหลักทรัพย์ในราคาซื้อต่ำที่สุดเท่าที่จะซื้อได้ และราคาขายสูงที่สุดเท่าที่จะขายได้ เป็นราคาเท่าใดย่อมถือว่าราคาดังกล่าวเป็นราคาที่คุ้มค่าในการลงทุนที่สุด ดังนั้นราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในแต่ละครั้ง จะช่วยสะท้อนให้เห็นถึงการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ ซึ่งอาศัยข้อมูลต่าง ๆ ที่เป็นปัจจัยในการทำให้มูลค่าหลักทรัพย์เหล่านั้นเปลี่ยนแปลงไป หลักฐานในการพิสูจน์ความจริงของข้ออ้างดังกล่าว คือ พื้นฐานทางด้านทฤษฎีของแนวทางในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เท่าที่มีอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งวิธีการวิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 แนวทางใหญ่ ๆ[3] คือ

(1) การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis)

หมายถึง การวิเคราะห์หามูลค่า หรือราคาที่แท้จริงของหุ้นตัวนั้นว่ามีราคาเท่าใด โดยการวิเคราะห์ในแนวทางนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานความเชื่อที่ว่า หลักทรัพย์แต่ละตัวในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งจะมีมูลค่า หรือราคาที่แท้จริง (Intrinsic Value) ในตัวของมันเอง โดยมูลค่า หรือราคาที่แท้จริงนั้นจะถูกกำหนดมาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวหลักทรัพย์นั้น เช่น ความสามารถในการก่อให้เกิดรายได้ในอนาคต (Income Geneerating Capacity) และมูลค่าทรัพย์สินของกิจการมาใช้เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้น กล่าวคือหากหลักทรัพย์ตัวใดมีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงก็จะขายทำการขายหุ้นออกไปโดยความเชื่อที่ว่า ในอนาคตราคาจะะลดลงให้เท่าหรือใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริงเพื่อทำกำไร ในทางตรงกันข้ามหากพบว่า ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงก็จะทำการซื้อหุ้นตัวนั้นมาเก็บไว้ เพราะเชื่อว่าในอนาคตอย่างไรเสียราคาหุ้นจะต้องวิ่งไปสู่ราคาที่แท้จริงของมันและ

---

3 เรื่องเดียวกัน, หน้า 73-74

เมื่อการซื้อขายหลักทรัพย์รวมกลุ่มมากขึ้น ราคาหลักทรัพย์ย่อมสะท้อนให้เป็นภาพของการประเมินมูลค่าในสายตาของนักลงทุน ทำให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์เพื่อช่วยให้นักลงทุนที่ไม่มีความรู้ทางด้านธุรกิจ หรือทางบัญชีลึกซึ้งได้อาศัยราคาหลักทรัพย์เป็นเครื่องช่วยในการประเมินค่า ซึ่งนำไปสู่วิธีการหนึ่งคือ การวิเคราะห์หลักทรัพย์ในทางเทคนิค

(2) การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis)

หมายถึง การวิเคราะห์พฤติกรรมของราคา เพื่อหาราคาที่เหมาะสมในการขายหุ้นในจังหวะเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยมีความเชื่อหรือแนวคิดอยู่ 3 ประการ คือ ตลาดหุ้นรับรู้ปัจจัยทุก ๆ ปัจจัย (Market Action Discount Everything) และราคาหุ้นจะเคลื่อนไหวเป็นระบบและเป็นรูปแบบสามารถคาดการณ์แนวโน้มได้ (Price Move In Trend) และประการสุดท้าย คือ ประวัติศาสตร์มักเกิดซ้ำรอยเดิม และใช้วิธีการทางสถิติ และจิตวิทยาเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ กล่าว คือ วิธีการวิเคราะห์ชนิดนี้ อาศัยปรากฏการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ และราคาหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่สะท้อนข่าวสารต่าง ๆ แทนการวิเคราะห์ทางพื้นฐาน โดยการวิเคราะห์ในแนวทางนี้ตั้งอยู่บนความเชื่อที่ว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นจะมีรูปแบบหรือแนวทางที่ซ้ำรอยเดิม อดีตเคยเป็นเช่นไรอนาคตก็เป็นเช่นนั้น เพราะพฤติกรรมการเคลื่อนไหวในอดีตเหล่านี้สะท้อนให้เห็นความเคลื่อนไหวทางจิตวิทยาของนักลงทุนต่อหุ้นตัวนั้น

พื้นฐานทางทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทั้งสองชนิดนี้เหมือนกัน กล่าวคือ ราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลที่เข้ามาในตลาด หรือในทางเศรษฐศาสตร์ เรียกว่าทฤษฎี Random-Walk ของราคาหลักทรัพย์ โดยทฤษฎีนี้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวตามข่าวสารที่มี และปราศจากรูปแบบ (Randomly or Patternless) หมายความว่า เราไม่สามารถคาดเดาความเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จากแนวทางการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ในอดีตได้ ซึ่งดูเหมือนว่าฝ่ายการวิเคราะห์ทางเทคนิคก็ยอมรับความเห็นดังกล่าว แต่มีข้อโต้แย้งหรือทฤษฎีอื่นมาใช้เป็นเหตุ

ผลในการอธิบายถึงการวิเคราะห์รูปแบบของราคาหลักทรัพย์ คือ ทฤษฎีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Capital Market Hypothesis) ซึ่งจากการวิจัยข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์แล้วพบข้อเท็จจริงเช่นเดียวกับทฤษฎี Random-Walk คือ ราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะเคลื่อนไหวไปตามปัจจัยข่าวสารที่มีผลต่อการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ แต่ก็ยังพบอีกว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอดีตในบางครั้งยังปรากฏรูปแบบ (Pattern) อยู่บ้าง จึงตั้งสมมติฐานถึงประสิทธิภาพของตลาดทุนขึ้น 3 ระดับ แต่ละระดับจะมีระดับของประสิทธิภาพต่างกัน โดยเชื่อว่า ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพสูง (Strongly Efficient) ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลอย่างสมบูรณ์และปราศจากรูปแบบ แต่ตลาดในลักษณะดังกล่าวไม่มีอยู่ แม้ในตลาดใหญ่ ๆ และเก่าแก่ เช่น New York Stock Exchange จากผลการวิจัยพบว่ายังเป็นเพียงตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพเพียงปานกลาง (Semi-strongly Efficient) จึงอาจกล่าวได้ว่า ข้อมูลข่าวสารและการเปิดเผยข้อมูลมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ทั้งในแง่ของข้อเท็จจริง และในทางทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์และธุรกิจ[4] นอกจากนี้แนวทางของนักกฎหมายในการควบคุมดูแลตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบันเองก็เชื่อและกำหนดหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ให้สอดคล้องกับทฤษฎีดังกล่าว

3. <u>ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดหลักทรัพย์กับราคาหลักทรัพย์</u>

ตลาด หมายถึง แหล่งกลางในการซื้อขาย ที่ผู้ซื้อและผู้ขายจะมาพบ และตกลงซื้อขายกัน กำเนิดของตลาดหลักทรัพย์ที่มีมาเช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์ กล่าวคือ หลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะถูกถือโดยนักลงทุน หรือนักเก็งกำไรก็ตาม และสิ่งหนึ่งที่บุคคลเหล่านั้นคาดหวังจากการเข้าถือครองหลักทรัพย์ คือการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ในขณะเดียวกันสามารถจะถอนคืนเงินลงทุนนั้นได้

---

4 Jack Clark Francis, <u>Management of Investments</u>, (US: McGraw Hill Book Company , 1988), p. 606-608.

ในระยะเริ่มแรกของประวัติของการประกอบธุรกิจในรูปแบบองค์กรประเภทบริษัท การลงทุนในรูปของการถือหุ้นไม่ว่าจะโดยการจองในการออกหุ้นครั้งแรก หรือโดยการซื้อผ่านตลาดมีขึ้นภายใต้ความคาดหมายที่จะได้รับการจ่ายคืนเงินลงทุน เมื่อบริษัทเลิกกิจการ หรือชำระบัญชีขายทรัพย์สิน โดยผู้ลงทุนจะได้รับเงินเงินคืนตามส่วนที่ตนได้ลงทุน ในปัจจุบันนี้ความคาดหมายดังกล่าวไม่มีอีกต่อไป กล่าวให้ชัดเจนยิ่งขึ้นว่าหุ้นเทียบเท่ากับ Rente Perpetuel[5] ในภาคพื้นยุโรป คือ ก่อให้เกิดรายได้อย่างไม่จำกัด วิธีการถอนเงินทุนที่ลงทุนไปแล้วก็ได้แต่เฉพาะขายให้แก่ผู้ลงทุนรายอื่นเท่านั้น จากความเป็นจริงในข้อนี้เป็นเหตุผลสนับสนุนให้ต้องมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ขึ้น หากกล่าวในแง่ทฤษฎีการลงทุนทางธุรกิจ คือ การจัดให้มีสภาพคล่อง (Liquidity) ในการลงทุน คือ เมื่อลงทุนแล้วผู้ลงทุนต้องสามารถถอนการลงทุน หรือนำสิ่งที่ลงทุนกลับคืนในรูปของเงินได้ตามความต้องการ เพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนนำเงินของตนมาลงทุน ในลักษณะเช่นเดียวกับการให้กู้ยืมเงิน และเมื่อผู้ลงทุนมีจำนวนมากขึ้น ความมีส่วนร่วมในการบริหารกิจการลดลง และย่อมเป็นธรรมดาอยู่เองที่ความต้องการสภาพคล่องต้องมีมากขึ้น เพื่อประโยชน์ทั้งในแง่ของกิจการที่จะสร้างแรงจูงใจในการลงทุนและในแง่ของผู้ลงทุนที่ต้องการสภาพคล่อง ตลาดหลักทรัพย์จึงต้องเกิดขึ้นเพื่อสนองวัตถุประสงค์ดังกล่าว[6]

หน้าที่โดยประการแรกของตลาดหลักทรัพย์ คือการจัดให้มีสภาพคล่องอย่างต่อเนื่อง (Continuous Liquidity or Continuous Market)[7] ที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนและถอนเงินลงทุนได้ตามความต้องการ และในทางกลับกันสภาพคล่องก็เป็นปัจจัยในการพิจารณาในการเลือก

---

5 A.A. Berle. Jr., "Liabilities for Stock Market Manipulation", Columbia Law Review, (1931), p. 265.

6 Ibid., p. 266.

7 George L. Leffler, The Stock Market, (US: Ronald Press, 1951), p. 51-59.

018845

ลงทุนเช่นเดียวกับความเสี่ยง และผลตอบแทน การจัดให้มีสภาพคล่องเช่นว่าหมายความรวมถึงสภาพคล่องในราคาที่เหมาะสมด้วย ดังนั้นการกำหนดโครงสร้างและเงื่อนไขในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องคำนึงถึงราคาที่จะใช้ซื้อขายกัน และอย่างที่ได้กล่าวแล้วในเรื่องของการประเมินมูลค่าและราคาของหลักทรัพย์ ซึ่งไม่สามารถหาวิธีการที่เป็นที่ยอมรับของทุก ๆ ฝ่ายในการประเมินราคาได้ จึงจำเป็นต้องอาศัยกลไกของตลาดเพื่อหาราคาที่เหมาะสม ซึ่งหมายถึงราคาที่ผู้ที่จะซื้อและผู้ขายเต็มใจที่จะขาย โดยความคิดที่ว่าภายใต้โครงสร้างตลาดแข่งขันเสรีจะทำให้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มีความใกล้เคียง หรือเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้น ดังนั้นโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์จึงมีลักษณะของตลาดแข่งขันเสรี คือ

1. ผู้ขายผู้ซื้อจำนวนมาก เพื่อที่ให้ราคาของหลักทรัพย์เป็นไปโดยอิสระ และการซื้อขายของบุคคลใดบุคคลหนึ่งย่อมไม่ก่อให้เกิด ผลกระทบต่อราคาในการซื้อขาย ซึ่งหมายถึงการกระจายการถือครองหลักทรัพย์ให้มากที่สุด เพื่อให้กลไกตลาดทำหน้าที่ในการรักษาความสมดุลย์ของอุปสงค์และอุปทานอย่างต่อเนื่อง

2. สินค้ามีลักษณะ และ คุณภาพ และ มาตรฐานใกล้เคียงกัน และ ใช้แทนกันได้ ซึ่งหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งย่อมมีลักษณะดังกล่าวหมายความว่า ผู้ซื้อไม่รังเกียจที่จะซื้อจากผู้ขายคนใดตราบใดที่ยินดีขายในราคาปกติ

3. สินค้าในตลาดสามารถเคลื่อนย้ายได้อย่างเต็มที่ หมายถึงการโอนเปลี่ยนมือ เป็นไปโดยสะดวกและไม่เสียค่าใช้จ่ายมาก ซึ่งหมายถึงระบบของการชำระเงินและรับโอนใบหุ้นซึ่งนับวันจะมีความสะดวกสบายและรวดเร็วยิ่งขึ้น

4. ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถเข้าซื้อขายในตลาดได้อย่างเสรี

5. มีความรอบรู้ในข่าวสารและสถานการณ์ของตลาดอย่างสมบูรณ์ ซึ่งแบ่งได้เป็น 2 ประการคือ ข่าวสารเกี่ยวกับตัวกิจการ ตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ กับข่าวสารข้อมูลต่าง ๆ ข้างต้นประการหนึ่ง อีกประการหนึ่ง คือ ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการซื้อขาย ราคาที่ซื้อขายกัน

ซึ่งสภาวะของตลาดเสรีข้างต้นอย่างสมบูรณ์ ไม่มีจริงในตลาดสินค้าประเภทใด ๆ การกำหนดทฤษฎีตลาดแข่งขันเสรีขึ้น จึงเป็นเพียงแบบจำลองเพื่อใช้ศึกษาในทางเศรษฐศาสตร์เท่านั้นและด้วยเหตุที่ราคาสินค้าในตลาดแข่งขันสมบูรณ์นั้น ในระยะยาวและจะเป็นราคาที่เท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของสินค้า กล่าวคือปราศจากกำไรเกินปกติ (Abnormal Profit) เพราะถ้ามีกำไรเกินปกติก็จะมีผู้ขายอื่น หรือผู้ซื้ออื่นเข้ามาซื้อหรือขายแทน ซึ่งเมื่อนำมาปรับใช้กับตลาดหลักทรัพย์ หมายความว่า ราคาของหลักทรัพย์ภายใต้โครงสร้างตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตลาดแข่งขันเสรีย่อมเป็นเครื่องแสดงถึงการประเมินคุณค่าราคาของหลักทรัพย์นั้นโดยผู้ซื้อผู้ขายเป็นจำนวนมาก โดยอาศัยข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่มีอยู่ และตามทฤษฎีย่อมใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

ดังนั้น นอกจากตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่ในการจัดให้มีสภาพคล่องแล้วยังทำหน้าที่เป็นกลไกที่ทำให้เกิดราคาที่เป็นธรรม (Fair Price Determination)[8] จะเห็นได้จากโครงสร้างการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ใหญ่ ๆ ที่น่าเชื่อถือในประเทศต่าง ๆ แทบทุกประเทศจะอยู่ในลักษณะการประมูลอย่างต่อเนื่อง (Continuous Auction Market) ซึ่งมีลักษณะโครงสร้าง

---

8 Ibid., p. 53.

ที่ใกล้เคียงกับตลาดแข่งขันเสรีมากกว่ารูปแบบอื่น[9]

จากข้อเท็จจริงที่ได้นำเสนอมาข้างต้น จะเห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ กับตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด กล่าวคือ โครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ต้องเป็นตลาดแข่งขันเสรีเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นกลไกในการก่อให้เกิดราคา (Determination) ที่ยุติธรรม (Fair) และมีประสิทธิภาพ ซึ่งจะทำให้ราคาเท่ากับหรือใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value) เพราะสาเหตุที่ไม่มีวิธีการอื่นใดไม่ว่าในเชิงคณิตศาสตร์ สถิติที่จะคำนวณหามูลค่าในการลงทุน (Investment Value) หรือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)ได้ จึงอาจกล่าวได้ว่า หลักทรัพย์มีค่าเท่าที่มันมีค่า[10] ถ้าราคาของมันต่ำกว่าทรัพย์สิน นั่นคือ มูลค่าของมัน หรือถ้าราคาของมันสูงกว่ารายได้ (Earning) นั้นคือ มูลค่าของมัน ดังนั้นกลไกในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จึงไม่ควรถูกครอบงำโดยการสร้างราคา หรือการเก็งกำไรมากเกินไป แต่ควรจะถูกครอบงำโดยอุปสงค์ และอุปทานที่แท้จริงเป็นอิสระภายใต้โครงสร้างตลาดเสรีของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น

---

9 Kenneth D. Garbade, Securities Market, (US: McGraw Hill Book Company, 1982), p. 422-427. แบ่งตลาดหลักทรัพย์ออกเป็น 4 ชนิด คือ

1. Direct Search Market
2. Broker Market
3. Dealer Market
4. Auction Market

ซึ่งสรุปว่าตลาดแบบ Auction Market เป็นตลาดที่มีต้นทุนในการขายต่ำ และได้ราคาสูงที่สุดในบรรดาตลาดหลักทรัพย์ในตลาดต่าง ๆ เพราะมีสภาพที่สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด (Efficient Capital Market Hypothesis)

10 George L. Leffler, The Stock Market, p. 52.

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ยังทำหน้าที่ในการส่งเสริมการนำเงินออกมาลงทุนทั้งในแง่ของประชาชนทั่วไปที่ต้องการจะลงทุนของตน โดยการซื้อหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์ และในแง่ของกิจการในการนำเงินกำไรสะสมมาลงทุนต่อ (Reinvest Earning) โดยการให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในรูปของกำไรเกิดจากราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงกำไรสะสมที่มีอยู่ ดังนั้นในแง่ของผู้ลงทุนรายย่อยที่ไม่มีความรู้ทางด้านการบัญชี และธุรกิจมากพอที่จะวิเคราะห์ข้อมูลที่มีการเปิดเผยไม่ว่าจะในรูปแบบของหนังสือชี้ชวน หรือการเปิดเผยข้อมูลของกิจการในเรื่องสำคัญ ๆ ย่อมจะต้องอาศัยราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เป็นเครื่องชี้ให้เห็นถึงผลในการประเมินดังกล่าว ดังนั้นนอกจากความถูกต้องและเชื่อถือได้ของข้อมูลต่าง ๆ จะมีผลกระทบต่อราคาแล้ว ข้อมูลเกี่ยวกับราคาก็มีผลต่อราคาเช่นเดียวกัน

4. <u>แนวทางการแทรกแซงของรัฐในการซื้อขายหลักทรัพย์</u>

เมื่อตลาดหลักทรัพย์กลายเป็นศูนย์กลางในการระดมทุนจากประชาชน ตลอดจนจัดให้มีสภาพคล่อง เพื่อเอื้ออำนวยประโยชน์ให้แก่ประชาชน ย่อมทำให้เกิดความแพร่หลายมากขึ้น เนื่องจากการระดมทุน โดยวิธีการออกหลักทรัพย์ ถือเป็นการหาเงินลงทุนภายใต้ต้นทุนที่ต่ำ (Low Cost Capital) และเมื่อมีการใช้วิธีดังกล่าวมากก็ย่อมจะมีประชาชนผู้เกี่ยวข้องเป็นจำนวนมาก ระหว่างนักธุรกิจที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญกับประชาชนทั่วไปทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของอำนาจต่อรองและการเอาเปรียบกัน ทำให้รัฐต้องเข้ามาแทรกแซงกลไกในการดำเนินธุรกิจตามที่กล่าวข้างต้น ซึ่งวัตถุประสงค์ หรือสิ่งที่กฎหมายหรือรัฐต้องเข้าควบคุม หรือจัดระบบของตลาดหลักทรัพย์มีอยู่ 2 ประการ[11] คือ

---

[11] Christopher Sarri "The Efficient Capital Market Hypothesis Economic Theory and Regulation of the Securities Industry", <u>Stanford Law Review</u>, (1977), p. 1032.

4.1. เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ในทางเศรษฐกิจของตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ การชี้นำให้เกิดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรที่ดีกว่า (A Better Resource Allocation) กล่าวคือ การจัดสรรเงินออมของประชาชนให้เกิดประโยชน์สูงสุด (Most Productive Use)

4.2. การคุ้มครองผู้ลงทุน และประโยชน์สาธารณะ (Public Interest and Protection of Investor) เนื่องมาจากที่รัฐเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ ตลอดจนวิธีการระดมทุนจากประชาชน มีผลกระทบต่อทรัพย์สินของประชาชนที่รัฐต้องยื่นมือเข้ามาคุ้มครอง

จากความสำคัญของราคาหลักทรัพย์และโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกลไกที่ทำให้เกิดราคาหลักทรัพย์ข้างต้น การกำหนดบทบาทของรัฐในการแทรกแซงเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนและประโยชน์สาธารณะจึงต้องคำนึงถึงโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ที่มีประโยชน์ต่อไปอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งในระยะแรกนั้นมีการถกเถียงกันในแง่ของวิธีการในการแทรกแซง ทั้งนี้เพราะประเด็นปัญหาที่สำคัญที่ทำให้เกิดความเสียหายแก่ประชาชน คือ ความผิดพลาดของราคาหลักทรัพย์ซึ่งมิได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริง ซึ่งมีสาเหตุส่วนใหญ่มาจากความบกพร่องหรือการเอารัดเอาเปรียบในทางธุรกิจ โดยการฉ้อฉลหรือหลอกลวงในการเปิดเผยข้อมูล หรือในระบบกฎหมาย Common Law เรียกว่า การฉ้อฉล (Fraud) ซึ่งในระยะแรกกฎหมายออกมาในลักษณะที่รัฐจะเข้าไปดำเนินการจัดการการกระทำดังกล่าวโดยตรง เช่น กฎหมาย Martin Act 1921 ของมลรัฐนิวยอร์ค ที่ให้อำนาจในการเข้าสอบสวนเกี่ยวกับการฉ้อฉลหลอกลวงตามดุลพินิจของ Attorney General ของรัฐ และอำนาจในการดำเนินคดีต่าง ๆ และในขณะเดียวกันก็มีกฎหมายเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลอันได้แก่ กฎหมาย Company Act ของประเทศอังกฤษ

หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

หรือกฎหมาย Blue Sky Law* ของมลรัฐต่างในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งทางเลือกที่รัฐจะนำมาใช้คุ้มครองผู้ลงทุนนั้นจะต้องไม่เป็นทางเลือกที่จะก่อผลเสียต่อธุรกิจที่สุจริตด้วย ซึ่งการใช้มาตรการป้องกันต่าง ๆ อาจก่อให้เกิดผลเป็นการขัดขวาง การประกอบธุรกิจโดยสุจริตก็ได้ ดังนั้นองค์ประกอบของกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ของนานาประเทศ จึงประกอบด้วยหลักเกณฑ์ในเรื่องต่อไปนี้ 12

1) การเปิดเผยข้อมูล (Disclosure)

กล่าวคือรัฐต้องเข้าแทรกแซงให้ธุรกิจ หรือเอกชนที่อยู่ในธุรกิจหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จัดให้มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างมีประสิทธิภาพ และปล่อยให้เป็นหน้าที่ของผู้ซื้อหรือผู้ลงทุนที่จะใช้วิจารณญาณของตนในการซื้อขายโดยการวิเคราะห์ข่าวสารที่มีอยู่ ภายใต้หลักกฎหมายที่ว่าผู้ซื้อต้องระวัง (Caveat Emptor) ซึ่งเป็นการยอมรับว่าระบบการเปิดเผยข้อมูลที่มีอยู่เดิมของธุรกิจและรูปแบบของตลาดหลักทรัพย์เป็นระบบที่ดีและควรรักษาไว้ เพียงแต่ข้อมูลที่เปิดเผยนั้นต้องครบถ้วน และเพียงพอ ซึ่งนำไปสู่กฎหมายที่กำหนดลักษณะข้อมูลที่ต้องเปิดเผย (Mandated

---

* Blue Sky Law : เป็นชื่อที่ใช้เรียกกฎหมายที่บัญญัติเกี่ยวกับการกำกับดูแลบริษัทการลงทุน (Investment Company) เพื่อป้องกันไม่ให้มีการลงทุนในบริษัทที่ฉ้อฉล (Fraudulent Company) กฎหมายดังกล่าวบัญญัติขึ้นโดยมีเจตนารมณ์ที่จะหยุดการขายหุ้นของกิจการที่ไม่สามารถมองเห็นสถานะของกิจการได้ชัดเจน (Fly by Night Concern) เช่น กิจการบ่อน้ำมัน เหมืองทอง และในลักษณะทำนองเดียวกันนี้ -Black Law Dictionary (4th-ed.), 1951, p. 218.

12 Sydney M. Robbins, The Securities Market:Operation and Issues, (US: Free Press, 1966), p. 57.

Disclosure) หรือที่เรียกกันว่ากฎหมาย Truth in Securities * เพื่อที่จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์คงความสำคัญ ในการทำหน้าที่ทางเศรษฐกิจ ในการเป็นผู้จัดสรรเงินทุนของธุรกิจต่าง ๆ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด โดยคุ้มครองประชาชนว่าจะได้รับข่าวสารที่เพียงพอ และถูกต้อง โดยไม่ก้าวล่วงไปถึงการตัดสินใจในการซื้อขาย เพื่อรักษาไว้ซึ่งลักษณะโครงสร้างตลาดเสรีของตลาดหลักทรัพย์ เราพอจะแบ่งเป้าหมายในการแทรกแซง โดยเปิดเผยข้อมูลของกฎหมายออกได้ 3 [13] ประการใหญ่ ๆ คือ

(1) ความครบถ้วนเพียงพอของข้อมูล โดยเมื่อพิจารณาถึงบุคคลที่กฎหมายมุ่งจะคุ้มครอง คือประชาชนทั่วไปมิใช่ผู้ลงทุนที่มีความเชี่ยวชาญ ดังนั้นความครบถ้วนเพียงพอจึงหมายความรวมถึง การทำให้ง่ายขึ้นและเป็นมาตรฐานเพื่อให้ประชาชนทั่วไปเข้าใจความหมายของข้อมูลนั้น

(2) ความเท่าเทียมกันในการได้รับข้อมูล กล่าวคือ ทุกคนในตลาดได้รับข่าวสารและข้อมูลที่เท่าเทียมกัน หรือที่เรียกว่า Market Egaritarianism [14]

---

* Truth in Securities เป็นชื่อเรียกของ Securities Act 1933 ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งแสดงถึงความต้องการที่จะให้มีการเปิดเผยความจริงให้มากที่สุดในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยอาศัยหลักการ Mandated Disclosure ตามแบบของ Company Law ของประเทศอังกฤษเป็นเครื่องมือ

[13] Christopher Sarri "The Efficient Capital Market Hypothesis Economic Theory and Regulation of the Securities Industry" , Stanford Law Review, p. 1035.

[14] Ibid., p. 1035.

(3) ความถูกต้อง และเชื่อถือได้ของข้อมูลว่า ข้อมูลแต่ละชิ้นที่เปิดเผยออกมาไม่เป็นเท็จ ตลอดจนไม่อยู่ในลักษณะที่จะทำให้เกิดความเข้าใจผิดหรือสับสนหลงผิดในลักษณะที่เป็นการฉ้อฉล

ซึ่งทั้ง 3 เป้าหมายข้างต้นนี้มีจุดมุ่งหมายร่วมกันที่จะคุ้มครองประชาชนจากการถูกหลอกลวงหรือฉ้อฉลจากบุคคลที่มีความรู้ในข้อเท็จจริงมากกว่า และคุ้มครองให้ผู้ซื้อผู้ขายมีความรู้เท่าเทียมกัน โดยการสร้างระบบของการเปิดเผยข้อมูลเพื่อนำไปสู่เป้าหมายต่าง ๆ เหล่านี้ แต่ปล่อยให้การตัดสินใจตลอดจนการกำหนดราคาเป็นของผู้ซื้อและผู้ขายเองโดยอิสระ ซึ่งมีหลักกฎหมายทั่วไปในการป้องกัน และปราบปรามการฉ้อฉลโดยทั่วไป (General Anti - Fraud Provision) ทำหน้าที่ประกอบกับการแทรกแซงเช่นว่าด้วย กล่าวคือเป็นการสร้างสถานบังคับของระบบการเปิดเผย และรองรับเจตนารมณ์พื้นฐานของระบบการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว

2) การควบคุมการสร้างอุปสงค์ และอุปทานเทียมอย่างเหมาะสม (Suitable Control to Minimize Creation of artificial Demand and Supply)

นอกเหนือจากระบบการเปิดเผยข้อมูล กฎหมายป้องกันการฉ้อฉลแล้วในบางกรณี เพื่อรักษาไว้ซึ่งระบบ และโครงสร้างที่ดีของตลาดหลักทรัพย์มิให้ถูกนำไปใช้ในทางหลอกลวง และเอารัดเอาเปรียบ จึงจำเป็นต้องมีการควบคุมการสร้างอุปสงค์อุปทานเทียมอย่างเหมาะสม สาเหตุที่ต้องใช้คำว่า ควบคุมแทนคำว่าห้ามนั้น เพราะด้วยความจำเป็นในเชิงธุรกิจประกอบกับการรักษาโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ไว้ในบางกรณีจำเป็นต้องมีการสร้างอุปสงค์ อุปทานเทียมขึ้น เพื่อวัตถุประสงค์ในทางธุรกิจ และเศรษฐกิจ โดยไม่เป็นการเอารัดเอาเปรียบต่อบุคคลอื่น เช่น การทำตลาด (Market Making) ซึ่งเป็นการช่วยก่อให้เกิดสภาพคล่อง สิ่งที่เห็นได้ชัดเจนสำหรับกรณีนี้ คือ ระบบ Specialist System ของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งจะอธิบายในบทที่ 2 ซึ่งเป็นหน่วยงานหนึ่งที่ทำหน้าที่ในการดูแลตลาดให้เกิดสภาพคล่องที่ต่อเนื่อง และมีเสถียรภาพสร้าง

อุปสงค์ อุปทาน เพื่อประโยชน์ในแง่ที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ได้อย่างครบถ้วนทั้ง 3 ประการ อันได้แก่

- ก่อให้เกิดสภาพคล่อง (Liquidity) เพื่อเป็นหลักประกันว่าหากมีผู้ประสงค์จะซื้อขายไม่ว่าจำนวนมากน้อยเพียงใดก็มีโอกาสซื้อหรือขายได้เสมอในระดับราคาที่ใกล้เคียงกับราคาล่าสุด

- มีการเคลื่อนไหวของราคาที่ต่อเนื่องอย่างมีระเบียบ (Orderliness) ทั้งนี้เนื่องจากความผันผวนของราคา หลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วอันทำให้คนตื่นกลัว ทำการซื้อขายกันโดยปราศจากการวิเคราะห์ข้อมูลหรือพิจารณาถึงเหตุผล ย่อมจะทำให้กลไกของราคาหลักทรัพย์ตามอุปสงค์อุปทานไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของหลักทรัพย์

- มีความเป็นธรรมในการซื้อขาย (Fairness) ซึ่งอยู่ในความหมายของการเปิดเผยข้อมูลและการป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉล ตลอดจนมาตรการต่าง ๆ

5. <u>หลักกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล กับการเปิดเผยข้อมูลในธุรกิจหลักทรัพย์</u>

จากที่พิจารณาในเชิงธุรกิจ และในเชิงนโยบายการแทรกแซงของรัฐข้างต้นหลักจะเห็นได้ว่าการวางแนวในการแทรกแซงของรัฐนั้น มุ่งประสงค์ให้เกิดความสอดคล้องกับจุดมุ่งหมายในเชิงธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น โครงสร้างของหลักกฎหมายเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ อาจจำแนกเป็น 2 ลักษณะได้แก่

5.1. การขออนุญาต (Licensing)

อันได้แก่ การจดทะเบียนหรือระบบการออกใบอนุญาตประกอบธุรกิจซึ่งเป็นความรวมถึงองค์กรปกครองตนเอง (Self - Regulatory Organization) ต่าง ๆ ทั้งนี้เพื่อประโยชน์ในการควบคุมกำกับดูแล ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องโดยตรงในธุรกิจหลักทรัพย์ เช่น นายหน้า - ผู้ค้าหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทที่ปรึกษาการลงทุนเพื่อยกระดับของจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจ (Merit or Standard Business Ethic)

5.2. การกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูล (Mandated Disclosure)

การกำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูล เช่น การจัดทำหนังสือชี้ชวน เมื่อมีการจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชน ตลอดจนการเปิดเผยข้อมูลระหว่างกาลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เช่นที่ปรากฏในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา และในประเทศไทยโดยกำหนดลักษณะของข้อมูล ตลอดจนประเภทของข้อมูลที่จะต้องเปิดเผย

5.3. การป้องกัน และการปราบปรามการฉ้อฉล (General Anti-Fraud Provision)

คือ ในเชิงธุรกิจ การเปิดเผยข้อมูลนั้นเป็นสิ่งจำเป็นอยู่แล้วในการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งในตลาดแรก และตลาดรอง อันเนื่องมาจากลักษณะของการซื้อขายหลักทรัพย์มีจุดมุ่งหมายในแง่ของการลงทุน ประกอบกับลักษณะของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นทรัพย์สินที่มีความซับซ้อนยากแก่การกำหนดราคา สิ่งที่จะช่วยในการกำหนดราคาโดยทางตรง คือ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และ โดยทางอ้อม คือ ข้อมูลอื่นๆ เพื่อใช้ในการประเมินความเสี่ยงในการลงทุน ความถูกต้องและน่าเชื่อถือของข้อมูลที่เปิดเผยจึงเป็นสาระสำคัญ และเป็นเป้าหมายหลักของการแทรกแซงของรัฐมากกว่าปริมาณ และประเภทของข้อมูล หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งการที่รัฐสร้างระบบของการบังคับให้เปิดเผยข้อมูล

(Mandated Disclosure) นี้เป็นเพียงมาตรการหนึ่งในการป้องกันสาธารณชนจากการฉ้อฉลเท่านั้น [15] ดังนั้นบทบัญญัติป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลถือเป็นบทบัญญัติทั่วไป ซึ่งนอกจากจะเป็นเครื่องมือที่ใช้แทรกแซงให้คุณภาพและเนื้อหาของข้อมูลที่เปิดเผยมีความถูกต้องและได้มาตรฐานแล้ว ยังมีจุดมุ่งหมายที่จะบังคับให้มีการเปิดเผยข้อมูล (Ensure that disclosure was made) และยกระดับของมาตรฐานจรรยาของผู้ประกอบอาชีพทางด้านหลักทรัพย์ (Ethical Standard) ด้วย

อย่างไรก็ดี จะเห็นได้ว่าเป้าหมายหลักที่รัฐต้องการเข้ามาคุ้มครองประชาชนต่าง ๆ โดยวิธีการข้างต้นนี้ ก็คือ การป้องกันประชาชนจากการถูกฉ้อฉลหลอกลวง (Fraud) เอารัดเอาเปรียบจากผู้ที่มีอำนาจการต่อรอง ตลอดจนความรู้ที่สูงกว่า มิใช่การแทรกแซงการตัดสินใจของประชาชนในการซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดจนราคาหลักทรัพย์โดยตรง แต่สาเหตุที่ต้องกำหนดลักษณะกฎหมายออกเป็นการเฉพาะขึ้น 3 ประการข้างต้นนี้ เพราะการกำหนดห้ามการฉ้อฉลหลอกลวงเพียงอย่างเดียว และการใช้กฎหมายเช่นว่าเพียงอย่างเดียวไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะก่อให้เกิดผลในการป้องกันประชาชนจากการได้รับความเสียหายได้ เนื่องจากความเร็วของปฏิกริยาที่เกิดจากความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลข่าวสารกับราคาหลักทรัพย์ที่มีมากกว่าทรัพย์สินประเภทอื่น ประกอบกับลักษณะของหลักทรัพย์และการประกอบธุรกิจเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีความซับซ้อนยากแก่การพิสูจน์ว่าการกระทำนั้นเป็นการกระทำโดยเจตนาที่จะฉ้อฉล หรือหลอกลวงหรือไม่ จึงต้องมีกฎหมายในลักษณะที่ 1 และ 2 ข้างต้น เพื่อสร้างระบบป้องกันขึ้นในชั้นแรก ส่วนในกรณีที่การกระทำชัดเจนว่าเป็นการฉ้อฉลหลอกลวง หรืออยู่นอกเหนือจากระบบเช่นว่าก็อยู่ในบังคับของกฎหมายในลักษณะที่ 3

---

[15] Richard A.Posnor and Kenneth E.Scott, Economic of Corperation Law and Securities Regulation, p. 316.

ซึ่งหลักกฎหมายป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลของกฎหมายหลักทรัพย์นี้ มีต้นกำเนิดมาจากกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล (Fraud) อันเป็นหลักกฎหมายในระบบกฎหมาย Common Law (มีลักษณะคล้ายกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อโกงตามประมวลกฎหมายอาญาของไทย) รายละเอียดของหลักกฎหมายในเรื่องการฉ้อฉลโดยทั่วไปนั้นแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศที่ใช้ระบบ Common Law แต่องค์ประกอบที่เหมือนกันพอจะสรุปได้ดังนี้

1. จะต้องมีการแสดงข้อเท็จจริงอันเป็นเท็จ หรือหลอกลวง (False or Deceptive Statement)

2. ข้อเท็จจริงที่เป็นเท็จ และหลอกลวงนั้นต้องเป็นข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญ (Material Facts)

3. ผู้กระทำต้องรู้ถึงความเป็นเท็จของข้อมูล หรือการหลอกลวงนั้น (Knows his Falsity or Deciet : Scienter)

4. ผู้กระทำต้องจงใจหลอกลวง หรือโกงต่อผู้เสียหาย (Intent to Defraud or Decieve His Victim) ซึ่งอาจพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างผู้กระทำกับผู้เสียหาย (Relationship of Privity to the Victims) แทนการพิสูจน์เจตนา

5. ผู้เสียหายต้องเชื่ออย่างสมเหตุสมผลในข้อเท็จจริงที่เป็นเท็จ หรือหลอกลวงนั้น (Reasonably Rely upon his Falsity or Deciet)

6. ความเท็จ หรือการหลอกลวงนั้นต้องเป็นสาเหตุของความเสียหาย (Causation)

จะเห็นได้ว่าจากองค์ประกอบการกระทำข้างต้น สิ่งที่กฎหมายที่มุ่งประสงค์ที่จะคุ้มครองเกี่ยวกับการห้ามการกระทำการฉ้อฉลหลอกลวง (Fraud) ตามกฎหมาย Common Law นั้น คือ ทรัพย์สินของเอกชนและความซื่อสัตย์ในการติดต่อระหว่างเอกชนและทรัพย์สินของเอกชน โดยที่ก่อนที่จะมีการตรากฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ การห้ามการกระทำการฉ้อฉลหลอกลวงก็มีอยู่และถูกนำมาใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่แล้ว เพียงแต่โดยลักษณะของหลักทรัพย์และโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์และการประกอบธุรกิจทำให้เกิดความซับซ้อนในการกระทำผิด จนทำให้กฎหมายเรื่องการฉ้อฉล (Fraud) ในระบบกฎหมาย Common Law เดิมไม่เพียงพอที่ใช้คุ้มครองสาธารณชนจากการฉ้อฉลหลอกลวงในธุรกิจหลักทรัพย์ได้ ทั้งในแง่ของระดับความรู้ความเข้าใจของผู้รับข้อมูล ความซับซ้อนของข้อมูลที่มีการเปิดเผย ตลอดจนการพิสูจน์เจตนาของผู้กระทำ ซึ่งถึงแม้จะมีการพยายามปรับหลักกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลหลอกลวงที่มีอยู่เดิมในระบบ Common Law เพื่อใช้เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์แล้วก็ตาม เพราะแนวทางการแทรกแซงของรัฐเกี่ยวกับการฉ้อฉลในธุรกิจหลักทรัพย์นี้ต้องการผลในแง่ของการป้องกัน (Preventive Effects) และเป็นการคุ้มครองประโยชน์สาธารณะและทรัพย์สินของประชาชนโดยส่วนรวม มิใช่คุ้มครองแต่เพียงกรรมสิทธิและทรัพย์สินของเอกชน อย่างไรก็ตาม กฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ก็มีวิวัฒนาการมาจากระบบกฎหมาย Common Low ดังกล่าว (มีลักษณะของการกระทำและเจตนาในการกระทำที่อยู่ในแนวทางเดียวกัน) โดยเหตุผลที่กฎหมายต้องขยายลักษณะการกระทำและเจตนาในการกระทำของการฉ้อฉลในส่วนที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ออกไป มีอยู่ 2 ประการ คือ

(1) หลักทรัพย์เป็นทรัพย์สินที่มีความซับซ้อน (Intricate Merchandize) โดยเฉพาะการตีค่า (Value) ของหลักทรัพย์นั้นไม่มีวิธีการทางวิทยาศาสตร์ หรือทางเศรษฐศาสตร์ที่ยอมรับแน่นอนที่จะตีค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ได้ กล่าวคือ แต่ละวิธีการย่อมได้ค่า(Value)ของหลักทรัพย์แตกต่างกันออกไป เช่น มูลค่าที่ตราไว้ (Par Value) มูลค่าทางบัญชี (Book Value) มูลค่าตลาด (Market Value) เป็นต้น ซึ่งจากทฤษฎีของ Paul Samuelson ที่ว่ามูลค่าของหลักทรัพย์กับราคาของหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปในแนวทางเดียวกัน และราคา

หลักทรัพย์ที่เป็นไปตามกลไกของตลาดหลักทรัพย์สมบูรณ์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ [16] นอกจากนี้มูลค่าและราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปตามข่าวสารที่เข้ามาในตลาด หลักทรัพย์จึงเป็นทรัพย์สินที่มีความอ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสารมากกว่าทรัพย์สินประเภทอื่น ดังนั้น ความเพียงพอถูกต้อง และเชื่อถือได้ของข้อมูล จึงเป็นสิ่งที่สำคัญกับทรัพย์สินประเภทหลักทรัพย์มากกว่าทรัพย์สินประเภทอื่น นอกจากนี้ หลักทรัพย์ยังเป็นเครื่องมือในการระดมทุน(เงินออม)จากประชาชน เพื่อนำไปใช้ในธุรกิจอุตสาหกรรมต่างๆ จึงถือว่า เป็นนโยบายของรัฐที่จะต้องก่อให้เกิดและรักษาไว้ซึ่งความเชื่อถือ (Integrity) และความซื่อสัตย์ในการระดมทุน ตลาดหลักทรัพย์นอกเหนือจากการคุ้มครองทรัพย์สิน และผลประโยชน์สาธารณชน (Public Interest) แต่หลักกฎหมาย Fraud ที่มีอยู่เดิมในกฎหมายลักษณะ Common Law นั้นมุ่งประสงค์ในการคุ้มครองทรัพย์สินของเอกชนจากการหลอกลวงระหว่างบุคคลต่อบุคคลภาย ใต้หลักการที่ว่า ผู้ซื้อต้องระวัง (Caveat Emptor) ซึ่งใช้กับการซื้อขายทรัพย์สินโดยทั่วไปที่มิได้มีมูลค่าสัมพันธ์กับข่าวสารโดยตรงแบบหลักทรัพย์ และรัฐมิได้มีส่วนได้เสียโดยตรงในเรื่องดังกล่าวประกอบกับจุดมุ่งหมายในการคุ้มครองประชาชน และประโยชน์ในสาธารณะในแง่ของส่วนรวม ทำให้องค์ประกอบของกฎหมายการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์แตกต่างออกไปจากเดิมในระบบ Common Law กล่าวคือ มีความยืดหยุ่นต่อข้อเท็จจริงในธุรกิจมากขึ้น และขยายขอบเขตของการกระทำกว้างขวางขึ้นดังจะกล่าวต่อไปในบทที่ 2

(2) กฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์นี้ตั้งอยู่บนหลักการที่ว่า มีขึ้นเพื่อป้องกันผู้ที่ไม่รู้สาระหรือข้อเท็จจริงเกี่ยวกับตลาดจากผู้ที่รู้ หรืออีกนัยหนึ่ง คือ การเอารัดเอาเปรียบกันจากการรับรู้ข่าวสาร และความรู้ความเข้าใจที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างสาธารณชนทั่วไปกับผู้ประกอบธุรกิจ หรือประกอบอาชีพเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หลักกฎหมายพื้นฐาน

---

16 Kenneth D.Garbade, Securities Market, p. 422-427.

เดิมในการติดต่อธุรกิจที่ว่า ผู้ซื้อต้องระวัง (Caveat Emptor) ซึ่งเป็นหลักที่ใช้ในกรณีที่ทั้งสองฝ่ายอยู่บนพื้นฐานความรู้และอำนาจต่อรองที่เท่าเทียมกัน ดังนั้นจึงไม่อาจนำมาใช้ในธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งผู้ซื้อเป็นประชาชนทั่วไปที่ไม่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางธุรกิจ หลักการในการติดต่อธุรกิจที่ต้องยึดถือจึงเปลี่ยนแปลงไปเป็น หลักการที่ว่า ผู้ขายต้องระวัง (Caveat Venditor)[17]

ดังนั้นลักษณะของการฉ้อฉลในกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์จึงมีลักษณะกว้างขวาง และครอบคลุมมากกว่าหลักกฎหมายการฉ้อฉล (Fraud) ตามกฎหมายระบบ Common Law เดิมเพื่อให้สอดคล้องจุดมุ่งหมายและลักษณะของธุรกิจดังกล่าว

6. <u>ความสัมพันธ์ระหว่างการฉ้อฉลเกี่ยวกับข้อมูล และการสร้างราคา</u>

เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์โดยตรงกับข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ดังนั้นวิธีการดั้งเดิมที่สุดในการสร้างราคาหลักทรัพย์ คือ การสร้างและเผยแพร่ข่าว (Publicity) ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ด้วยเหตุผลที่ว่าผู้ซื้อ และผู้ขายอาศัยปัจจัยของข่าวสารในการตัดสินใจ และประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ดังนั้นเมื่อข่าวสารดังกล่าวมีการแพร่ออกไปในหมู่ประชาชนย่อมมีผลกระทบต่อสภาวะตลาด และราคาหลักทรัพย์ ซึ่งหากเป็นการปล่อยข่าวเท็จย่อมเป็นการกระทำที่อยู่ในข่ายของการฉ้อฉล ตามลักษณะของกฎหมายว่าด้วยการฉ้อฉล (Fraud) ตามที่กล่าวแล้วในหัวข้อที่แล้ว แต่ด้วยเหตุที่ว่าองค์ประกอบของกฎหมายว่าด้วยการฉ้อฉล (Fraud) ในระบบ Common Law มีองค์ประกอบเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผู้กระทำกับผู้ที่ได้รับความเสียหาย ซึ่งเป็นอุปสรรคใน

---

[17] Louis loss , <u>Fundamental of Securities Regulation</u>, (US : Little, Brown and Company, 1988), p. 716.

การบังคับใช้ค่อนข้างมาก ประกอบกับลักษณะโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตลาดแข่งขันเสรี (Free Market) ที่มีนักลงทุนจำนวนมากเข้าซื้อขาย โดยอาศัยตลาดหลักทรัพย์เป็นเครื่องประเมินราคา ดังนั้นในการปล่อยข่าวเท็จที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในบางกรณีถึงแม้จะมิได้เกี่ยวพันกับหลักทรัพย์โดยตรงหรือมิได้มุ่งประสงค์ที่จะหลอกลวงใครโดยเฉพาะ แต่เป็นการกระทำที่มุ่งต่อการหลอกลวงสาธารณชนให้ประเมินคุณค่า หรือราคาหลักทรัพย์ผิดไปจากที่ควรจะเป็น โดยที่ในระยะแรกของการนำกฎหมายการฉ้อฉลในระบบ Common Law มาใช้กับกรณีดังกล่าวกฎหมายอังกฤษได้รับรองความเป็นตลาดเสรี (Free Market) ของตลาดหลักทรัพย์ไว้เป็นคดีตัวอย่างคดีแรกในช่วงก่อนที่จะมีการออกกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ฉบับใด ๆ ในประเทศอังกฤษ คือคดี Rex V.de Berenger ในปี 1814 ช่วงสงครามโลกครั้งที่ 1 ฝ่ายพันธมิตร (Allies) หวังที่จะยุติสงครามโดยเร็ว มีข่าวลือมากมาย ส่วนใหญ่เป็นข่าวดีและเชื่อถือได้ ซึ่งมีผลให้ราคาหุ้นในตลาดลอนดอนปรับตัวสูงขึ้น และตกลงมาเมื่อพบว่าข่าวนั้นไม่เป็นความจริง และในวันที่ 21 กุมภาพันธ์ 1814 มีชายในชุดทหารนำข่าวมาแจ้งที่วินเชสเตอร์ว่า นโปเลียนถูกฆ่าและฝ่ายพันธมิตรได้ยึดกรุงปารีสไว้แล้ว หลังจากนั้นไม่นานก็มีชุนนางชาวฝรั่งเศสอีก 2 คนมายืนยันข่าวเช่นเดียวกันนี้และก็หายไป ราคาหุ้นพุ่งขึ้นอย่างรวดเร็วหลังจากข่าวดังกล่าว และก็ตกลงเมื่อปรากฏว่าข่าวดังกล่าวเป็นเท็จและตลาดหลักทรัพย์ได้สอบสวนกรณีดังกล่าว แล้วพบว่า ชายในชุดทหารคนแรก คือ de Berenger ชาวปรัสเซีย ซึ่งเป็นลูกจ้างที่ Sir Alexander Cochrane ได้ว่าจ้างไว้สอนการยิงปืน และในขณะที่ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น เพราะข่าวการตายของนโปเลียน Sir Alexander Cochrane และพวกอีก 7 คนได้กำไรจากการขายหุ้นมากมาย ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงดำเนินการฟ้องร้อง de Beranger และ Sir Alexander Cochrane กับพวกในข้อหาร่วมกันสร้างราคาหลักทรัพย์ของรัฐบาลโดยปราศจากเหตุผล และจงใจทำให้เกิดความเสียหายแก่สาธารณชนผู้ซื้อหลักทรัพย์ในวันที่ 21 กุมภาพันธ์ดังกล่าว (Convicted of a conspiracy to raise the price of Government fund and other Government securities without just cause and with intent to injure the public who might buy

such securities on Febuary 21)[18]

ในทางพิจารณาจำเลยในคดีนี้อ้างเหตุผลในการแก้ข้อกล่าวหาว่า การร่วมกันสร้างราคาไม่ถือเป็นอาชญากรรมตราบใดที่ไม่มีวัตถุประสงค์อื่นที่มีลักษณะเป็นอาชญากรรมร่วมอยู่ด้วย เช่น หลักฐานที่แสดงว่า ผู้กระทำหลอกลวงผู้ใด (Privity and Scienter) และความเสียหายเกิดจากข่าวเท็จดังกล่าวหรือไม่ (Causation) และเพราะความเชื่อในข่าวสารดังกล่าวเป็นเหตุให้ผู้ถูกหลอกลวงเสียหาย ทั้งนี้เพราะราคาหลักทรัพย์ และการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นนั้น เกิดจากกลไกของตลาด และข่าวสารดังกล่าวก็มิได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการซื้อขายแต่ประการใด นอกจากนี้ในแง่ของรัฐบาลเองการทำให้ราคาหลักทรัพย์ของรัฐบาลสูงขึ้น ย่อมมีผลดีต่อรัฐบาลและประเทศแสดงถึงความมั่นคงของรัฐบาล จึงไม่ถือว่าเป็นอาชญากรรม ซึ่งศาลในคดีนี้ไม่รับฟังข้ออ้างของจำเลยทั้งสิ้น โดยอ้างเหตุผลที่ว่า สาธารณชนมีสิทธิที่จะไม่ให้มีการแทรกแซงกลไกตามธรรมชาติของตลาด (The public has a right that natural market should not be tempered with)[19] และไม่มีความจำเป็นต้องแสดงถึงความสัมพันธ์กับความเสียหายที่เกิดขึ้น (Causation) หรือความจงใจที่จะกระทำต่อบุคคลใด ๆ (Privity and Scienter) เพราะวิธีการที่กระทำ และวัตถุประสงค์ที่ทำลงไปนั้นผิดกฎหมายอย่างชัดแจ้ง (Means used and object sought was wrong)[20] ซึ่งเป็นการชี้ให้เห็นว่าการออกข่าวใด ๆ ที่เป็นเท็จโดยมุ่งประสงค์ต่อกลไกของตลาดตามธรรมชาติในการหาราคาที่เป็นธรรมให้ทำงานผิดพลาดย่อมเป็นความผิดอยู่ในตัวเองอยู่แล้ว สิ่งที่เกิดขึ้นใหม่ในคดีนี้ คือ ประการแรกกฎหมายยอมรับว่าข่าวสารใดที่เป็นเท็จ ถึงแม้จะไม่เกี่ยวข้องกับ

---

18 Rex V. de Berenger, 3 Maule & S. 67, 70, 105 Eng. Reprint 536, 537 (K.B.1814) อ้างใน Ibid., p. 846-850.

19 Louis loss, Fundamental of Securities Regulation, p. 846-850.

20 Ibid.

หลักทรัพย์ หรือการซื้อขายโดยตรง แต่ผู้กระทำมีเจตนาโดยตรงที่จะฉ้อฉลหลอกลวงประชาชนเพื่อให้กลไกในการประเมินราคาหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ประเมินราคาผิดไปจากที่ควรเป็นเพื่อสร้างความได้เปรียบเสียเปรียบในการซื้อขาย ย่อมถือว่า เป็นความผิด โดยหลักกฎหมายที่ศาลอังกฤษใช้ในคดีนี้ คือ การฉ้อฉลต่อสาธารณชน (Fraud Levelled Against All Public)[21] เนื่องจากเป็นการแสดงออกโดยการใช้ถ้อยคำที่เป็นเท็จ (False Statement) มีลักษณะการกระทำเช่นเดียวกับการฉ้อฉล

แต่ต่อมาในปี 1892 มีคดีที่น่าสนใจอีกคดีหนึ่ง ในประเทศอังกฤษเช่นกัน และถือเป็นการเน้นให้เห็นถึงแนวความคิดของกฎหมายที่ต้องการรับรองและปกป้องหลักการของตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตลาดเปิดและเสรี (Free and Open Market) คือ คดี Scott V. Brown ซึ่งเป็นคดีเกี่ยวกับการฟ้องร้องระหว่างสมาชิกในกลุ่มของ Pool Syndication (เป็นรูปแบบหนึ่งของการร่วมกันซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ที่จะอธิบายในหัวข้อที่ 7) ซึ่งตกลงร่วมกันเข้าซื้อขายหุ้นเพื่อจุดมุ่งหมายในการสร้างราคา เพื่อประชาชนทั่วไปเชื่อสภาพดังกล่าวว่าเป็นการประเมินที่ถูกต้องและตัดสินใจซื้อขายหุ้น โดยข้อเท็จจริงปรากฏว่า สมาชิกบางรายในกลุ่มฝ่าฝืนข้อตกลง และสมาชิกอื่นจึงฟ้องเรียกค่าเสียหายจากฝ่ายที่ฝ่าฝืนข้อตกลงดังกล่าว ศาลในคดีบฏิเสธที่จะบังคับข้อตกลงเช่นว่าให้ เนื่องจากวัตถุประสงค์ของข้อตกลงเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมาย และถือว่าเป็นการหลอกลวง ซึ่งจากคดีนี้ถือได้ว่าเป็นจุดเริ่มต้นของหลักกฎหมายเกี่ยวกับการห้ามการสร้างราคาโดยการซื้อขายที่ไม่มีการให้ข้อมูลเท็จ โดยศาลได้ให้ความเห็นในคดีนี้ว่า ศาลไม่เห็นความแตกต่างระหว่างการสร้างราคา โดยการปล่อยข่าวลือเท็จ กับการกระทำที่หลอกลวง (False and Fictitious Act)[22] และจากคดีจึงเห็นได้อย่างชัดเจนว่า สิ่งที่กฎหมายอังกฤษถือว่าเป็นสิ่งที่

---

21 Ibid.

22 Ibid.

ผิดกฎหมาย คือ วัตถุประสงค์ของการกระทำที่เป็นการสร้างราคาเพื่อให้ประชาชนทั่วไปเข้าใจว่าเป็นการซื้อขายที่เกิดจากการประเมินราคาที่ถูกต้องโดยกลไกของอุปสงค์ และอุปทานโดยอิสระ แต่ความเป็นจริงสิ่งที่สร้างขึ้น ซึ่งสำหรับในสายตาของศาลของประเทศอังกฤษแล้วเพียงพอที่จะทำให้การกระทำดังกล่าวเป็นสิ่งที่ผิดกฎหมายอาญา เพราะถือเป็นการหลอกลวงสาธารณชนประการหนึ่ง อย่างไรก็ตามยังคงมีปัญหาที่น่าคบคิดตรงที่ว่าลำพังแต่วัตถุประสงค์เฉพาะของการซื้อขายที่มุ่งประสงค์ต่อการสร้างราคานั้น เป็นการหลอกลวงอย่างไร สิ่งที่ศาลประเทศอังกฤษนำมาใช้เป็นเหตุผลอธิบาย คือ การซื้อขายของกลุ่มชี้ให้เห็นถึงการประเมินราคาของหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องซื้อหลักทรัพย์ในมูลค่าที่ประมาณว่าใกล้เคียงกับความเป็นจริงที่สุดในสายตาของผู้ซื้อ (Real Estimate of the Value to the Purchaser) และผู้ขายหลักทรัพย์พอใจในการประเมินดังกล่าว จึงเกิดการซื้อขายขึ้น ดังนั้น การที่กลุ่มคนเข้าซื้อหุ้นโดยที่มิได้พิจารณาอยู่ที่มูลค่าของหุ้นที่ควรจะเป็น แต่ซื้อเพราะต้องการชักชวนให้บุคคลอื่นเชื่อว่า คนส่วนใหญ่ประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์นั้น ในราคาที่สร้างขึ้นโดยกลุ่มดังกล่าว สิ่งนี้ย่อมถือได้ว่าเป็นการกระทำโดยเจตนาที่หลอกลวง[23] เหตุผลอีกประการหนึ่ง ที่ทำให้การกระทำเช่นว่าเป็นความผิด คือ ความจริงที่ว่ารายการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งราคา และปริมาณการซื้อขายจะต้องมีการบันทึกและเปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างตามแนวความคิดตลาดเสรีและเปิดเผย (Free and Open Market Concept) ของตลาดหลักทรัพย์ จึงเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในการเผยแพร่มากกว่าการเผยแพร่ข่าวลือเท็จ วิธีอื่นเพราะน่าเชื่อถือกว่า ดั้งนั้น ในตลาดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง ๆ วิธีการที่จะหลอกลวงประชาชนกระทำได้โดยการอาศัยการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้น เป็นเครื่องมือในการสื่อสารให้ประชาชนเข้าใจผิดว่า ราคาหลักทรัพย์ที่เปิดเผยนั้นเป็นราคาที่แท้จริง ผ่านทางกลไกของ

---

23 A.A. Berle. Jr., "Liabilities for Stock Market Manipulation", Columbia Law Review, p. 272.

ตลาดในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นโดยการทำการซื้อขาย[24]

ดังนั้น สิ่งที่แยกการซื้อขายธรรมดาที่ถูกกฎหมายออกจากการซื้อขายเพื่อวัตถุประสงค์ในการหลอกลวงสาธารณชนเกี่ยวกับราคาและสภาวะการซื้อขาย คือ เจตนาของผู้กระทำว่ามุ่งต่อวัตถุประสงค์ดังกล่าวหรือไม่ อย่างไรก็ดี ในคดี Sanderson and Levi V. The British Westralian Mines and Share Corperation ซึ่งมีข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการรวมกลุ่มกันซื้อขายในรูปของ Pool Operation เช่นเดียวกับคดี Scott V. Brown แต่ศาลยอมรับบังคับตามข้อตกลงเกี่ยวกับการสร้างราคา โดยตัดสินว่าการซื้อขายเพื่อให้ราคาอยู่กับที่ระหว่างการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่ถูกกฎหมาย และสัญญาที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการดังกล่าวใช้บังคับได้ หากราคาของหลักทรัพย์ที่ถูกตรึงให้อยู่กับที่ดังกล่าวเป็นธรรมต่อสาธารณชน แต่หากราคาดังกล่าวศาลเห็นว่าเป็นราคาเทียม หรือฉ้อฉลหลอกลวงต่อสาธารณชน ศาลจะไม่ยอมรับบังคับให้ โดยจะยกเหตุของการผิดกฎหมายของวัตถุประสงค์ของข้อตกลงดังกล่าว (Pegging the market during either primary or secondary distribution is legal and a contract to effect such purpose is enforceable, provided the price of which the security is pegged is a fair price to public but if the price is such that a court will regard it as fictitious, a sham and a fraud upon public, the court must not lend its aid to enforcement but will raise the matter of illegality on its own motion)[25] ซึ่งได้เปิดประเด็นในเรื่องของความชอบธรรมของราคาหลักทรัพย์ขึ้นอันจะได้พิจารณาต่อไป

---

24 Comment."Regulation of Stock Market Manipulation", The Yale Law Journal, (1947), p. 512.

25 Jame Wm Moore, Frank M. Wiseman "Market Manipulation and the Exchange Act" University of Chicago Law Review, 2,(1934-1935), p. 58.

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ในประเทศสหรัฐอเมริกา ระบบกฎหมาย Common Law ก็รับรองแนวความคิดตลาดเสรีและเปิดเผย (Free and Open Market) ของตลาดหลักทรัพย์ โดยการนำหลักกฎหมาย Fraud มาใช้เช่นเดียวกับประเทศอังกฤษในส่วนของการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสาร แต่ในส่วนของการสร้างราคาในการซื้อขาย กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาลงโทษเฉพาะการสร้างราคาโดยการซื้อขายเทียม (Manipulation of security price by fictitious transaction) โดยศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาเห็นว่า กฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล (Fraud) ไม่สามารถครอบคลุมไปถึงการซื้อขายที่แท้จริงที่มุ่งประสงค์ให้เกิดราคาเทียม (Actual purchases and sales though the intent is to give fictitious price to a security) จะเห็นได้จากคดีที่เกิดขึ้นในช่วงประมาณปี 1931-1933 ก่อนหน้าที่จะมีการออกกฎหมายเกี่ยวกับการสร้างราคาหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Securities Exchange Act 1934) ในคดี Harris V. US และคดี US V. Brown ซึ่งศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาได้อาศัยหลักกฎหมายของอังกฤษในคดี Scott V. Brown และ Sanderson and Levi V. The British Westralian Mine and Share Corperation เป็นเหตุผลในการตัดสิน โดยได้ให้ความเห็นว่า

"สิ่งที่ปรากฏต่อศาลจากการศึกษาคดีดังกล่าว (Scott V. Brown และ Sanderson and Levi) คือ เมื่อบุคคลตั้งแต่ 2 คนขึ้นไปร่วมกันกระทำการที่เรียกว่า Pool Operation เกี่ยวกับหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ สิ่งเดียวที่จะช่วยให้พ้นจากการถูกประณามว่า เป็นการร่วมกันกระทำการฉ้อฉล คือ การรักษาไว้อย่างระมัดระวัง ซึ่งความซื่อสัตย์ในการกระทำการ ที่ศาลพบในข้อเท็จจริงในคดี Sanderson and Levi และเพียงก้าวเล็ก ๆ ที่พ้นจากกรอบของความซื่อสัตย์อย่างที่สุดในการกระทำการจะทำให้การกระทำดังกล่าวอยู่ในข่ายที่ถูกประณามโดยศาล และหลักเกณฑ์ที่สมาชิกแต่ละคนใน Pool จะต้องยึดถือ คือ หลักเกณฑ์ใหม่ที่ว่า ผู้ขายต้องระวัง "(It seem to me that the teaching of these case is that, where two or more persons engage in a so called pool operation on the stock exchange in respect of a stock, it is only by scrupulously maintained honesty of ealing,

that may escape condemnation as a fraudulent conspircy. The slightest step over the line of absolute fair dealing takes them into a zone of condemnation by the courts, and the doctrine applicable to each member of the pool is the new maxim -*Caveat Venditor*)[26] และจากหลักเกณฑ์ที่ปรากฏในคำพิพากษาดังกล่าว New York Stock Exchange ได้กำหนดห้ามบริษัทสมาชิกในการเข้าร่วมไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม หรือมีผลประโยชน์ในผลกำไรที่เกิดขึ้น หรือดำเนินการจัดการหรือให้ความสนับสนุนทางด้านการเงินแก่การกระทำการสร้างราคา โดยได้กำหนดนิยามการสร้างราคา (Manipulative Operation) ว่าหมายถึง การกระทำโดยกลุ่ม ไม่ว่าจะอยู่ในรูปของการร่วมทุน บริษัทหรือโดยประการอื่น ที่มีการจัดตั้งขึ้นหรือมีการจัดการอย่างจงใจ เพื่อประโยชน์ในการสร้างอิทธิพลต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยไม่เป็นธรรมเพื่อวัตถุประสงค์ในการแสวงหากำไรจากการกระทำดังกล่าว ไม่ว่าโดยใช้สัญญาให้สิทธิในการซื้อขายหุ้น หรือโดยประการอื่น (Any pool or joint account, whether in corperate form or otherwise, organized or used intentionally for the purpose of *unfairy* influencing the market price of any securities by means of option or otherwise and for the purpose of making a profit thereby)[27]

อย่างไรก็ดี ในประเทศสหรัฐอเมริกาหลักกฎหมายในส่วนนี้ยังคงต้องอาศัยลักษณะการกระทำที่แสดงถึงเจตนาหลอกลวงบางอย่าง เป็นเครื่องช่วยในการแบ่งแยกการซื้อขายธรรมดาออกจากการกระทำที่เป็นการสร้างราคาที่เป็นความผิด ไม่ว่าจะเป็นการกระทำการซื้อขายเทียม (Fictitious Transaction) ข้อตกลงในการไม่ทำการซื้อขาย (Corner) ซึ่งหากปราศจากลักษณะการกระทำ

---

26 Ibid., p. 67.

27 Ibid., p. 68.

ดังกล่าว ศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาจะไม่ถือว่าเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมาย แม้แต่ในคดีที่สร้างหลักกฎหมายในเรื่องนี้ของประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น คดี US V. Brown ก็ยังปรากฏการซื้อขายเทียมแบบ Washed Sale และ Matching Order อยู่ด้วย ซึ่งแตกต่างจากของประเทศอังกฤษที่มุ่งหมายแต่เฉพาะเจตนาของผู้กระทำเป็นหลัก โดยไม่จำเป็นต้องปรากฏลักษณะของการซื้อขายหรือองค์ประกอบในแง่ข้อเท็จจริงที่แสดงให้เห็นเจตนาของการหลอกลวง ดังนั้นการซื้อขายที่แท้จริง (Actual Purchase or Sale) ที่มีจุดประสงค์ประการเดียว คือ ให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นลดลง หรือ อยู่กับที่นั้น ศาลของประเทศสหรัฐอเมริกายังไม่ถือเป็นความผิด เว้นแต่จะเป็นกรณีของการซื้อขายในลักษณะที่เป็นการอำพราง หรือมีการแสดงถึงการกระทำที่จะหลอกลวงเช่น การเผยแพร่ข่าวเท็จ เป็นต้น สิ่งที่ทำให้ศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาไม่นำเอาหลักกฎหมายเรื่องการฉ้อฉลมาใช้บังคับกับกรณีการสร้างราคาโดยการซื้อขายที่แท้จริงนั้น เพราะในสายตาของนักกฎหมายในประเทศสหรัฐอเมริกาเห็นว่า การซื้อขายที่มุ่งประสงค์ต่อราคาหลักทรัพย์จะถือได้อย่างไรว่าเป็นการแสดงที่เป็นเท็จ หากพิจารณาในแง่เหตุผลที่ว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นสถานที่ที่เป็นกลไกในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์อันมีลักษณะเป็นเพียงความคิดเห็น ซึ่งหากไม่มีข้อเท็จจริงในส่วนของการกระทำอื่นที่แสดงให้เห็นถึงเจตนาหรือการกระทำที่เป็นการฉ้อฉลหลอกลวงสนับสนุนให้เพียงพอก็ไม่ถือว่าเป็นความผิด

เป็นที่น่าสังเกตว่า ทั้งในประเทศอังกฤษ และประเทศสหรัฐอเมริกาต่างยอมรับว่าการซื้อขายที่มุ่งประสงค์ให้ราคาหลักทรัพย์ไม่เคลื่อนไหวเพียงประการเดียวจะเป็นความผิดหรือไม่ ขึ้นอยู่กับว่าศาลเห็นว่าราคาดังกล่าวสมควรเพียงใด ข้อเท็จจริงในคดี Sanderson and Levi เป็นการพยุงไม่ให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างปราศจากเหตุผล และศาลเห็นว่าราคาที่พยุงอยู่นั้นถูกต้องและเป็นธรรมจึงถือว่าวัตถุประสงค์ดังกล่าวไม่ผิดกฎหมาย และเมื่อมีการทำการศึกษาเพื่อหาหนทางในการดำเนินการต่อกรณีการสร้างราคาในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา จึงมีการหยิบยกถึงประเด็นความชอบธรรมในการสร้างราคาโดยการซื้อขายที่แท้จริง และจากการศึกษาพบว่าในการทำการซื้อขายที่แท้จริงเพื่อวัตถุประสงค์ในการสร้างราคา (Pool) โดยปราศจากการซื้อขายที่

หลอกลวงแบบ Washed Sale และ Matching Order มีเหตุผลในเชิงเศรษฐกิจ (Economic Justification) ดังต่อไปนี้

"การร่วมการซื้อขายหุ้นเพื่อสร้างราคา (Pool)ไม่แตกต่างอะไรจากองค์กรซึ่งจัดตั้งขึ้นอย่างมีวิชาการของกลุ่มบุคคลภายใน (A Group of "Insiders") ประกอบด้วยบุคคลที่มองการณ์ไกลพอที่จะเห็นถึงแนวโน้มของหลักทรัพย์ และเหตุผลที่ราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ควรเป็นไปในทิศทางที่กลุ่มคาดหวัง ดังนั้นโดยทั่วไปแล้วสิ่งเดียวที่กลุ่มทำ คือ การทำหน้าที่ในการรั่นเวลา (Discount the Future) โดยวิธีการทางวิชาการเพื่อเร่งการเปลี่ยนแปลงของตลาด ซึ่งหากปราศจากการกระทำเช่นว่าอาจใช้เวลาอีก 10 เท่า ดังนั้นในทางเศรษฐกิจ การรวมกลุ่มการซื้อขายหุ้นเพื่อสร้างราคานี้ทำหน้าที่สำคัญในการช่วยตลาดในการประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์" [28]

ซึ่งจากรายงาน PuJo.* ที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์พบว่าข้อกล่าวอ้างดังกล่าวเมื่อพิจารณาประกอบกับภาวะการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์แล้วเป็นจริงกล่าวคือเมื่อมีการสลายตัวของ Pool ในบางครั้งราคาหลักทรัพย์ก็มิได้ตกลง เช่นในกรณีของ Hocking Pool, 1909 ซึ่งราคาหุ้นถูกปั่นให้สูงขึ้นจากราคาหุ้นละ $24 ไปจนถึง $92.50 ต่อมาเมื่อกลุ่มยกเลิก (Termination of Pool) ราคาหุ้นก็ลดลงเพียง $2 ต่อหุ้นเท่านั้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ที่เป็นอยู่ในตลาดบางครั้งก็ไม่ถูกต้องตรงกับมูลค่าของหลักทรัพย์นั้น สาเหตุทำให้เป็น

---

28 Ibid., p. 52-53.

* PuJo Report เป็นรายงานการสืบสวนเกี่ยวกับการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์โดยคณะกรรมการซึ่งผู้ว่าการมลรัฐนิวยอร์ค ชาร์ลส อีแวน ฮิวส์เป็นผู้จัดตั้งขึ้นในปี 1909 ใช้เวลาการสืบสวนประมาณ 3 ปี และปรากฏรายงานพร้อมความเห็นที่จะให้รัฐหาทางเลือกในการแทรกแซงทางอ้อมแทนการออกกฎหมายแทรกแซงโดยตรง

เช่นนั้นอาจมีหลายประการด้วยกัน ดังนั้นการปฏิเสธว่าการรวมกลุ่มกันซื้อขายแบบ Pool Operation นั้นเป็นสิ่งเลวร้าย (Evil) ที่ควรลงโทษเสียทีเดียวย่อมไม่ถูกต้องนั้น อย่างไรก็ตามหากคำนึงถึงลักษณะโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์การซื้อขายแบบ Pool โดยมุ่งประสงค์ในการควบคุมการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ ย่อมทำให้โครงสร้างกลไกในการหาราคาที่ยุติธรรม (Fair Price Determination) ของตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ไม่ได้ และจะนำไปสู่ปัญหาเดิมก่อนที่จะมีการพัฒนาโครงสร้างตลาดหลักทรัพย์ที่ว่า มูลค่า หรือราคาหลักทรัพย์ไม่มีวิธีการคำนวณที่แน่นอนและเป็นที่ยอมรับ ดังนั้นถึงแม้จะมีเหตุผลในทางเศรษฐกิจ (Economic Justification) อธิบายถึงความชอบธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์แบบ Pool ก็ตาม แต่ปัญหาที่จะต้องเกิดขึ้นตามมาคือ ใครจะเป็นผู้พิจารณาชี้ขาดว่า ราคาหลักทรัพย์เท่าใดจึงจะเหมาะสมและถูกต้องตรงตามมูลค่าตามข้ออ้างทางเศรษฐศาสตร์ดังกล่าว และเมื่อย้อนไปพิจารณาถึงแนวทางที่รัฐจะบัญญัติกฎหมายเพื่อแทรกแซงธุรกิจหลักทรัพย์ที่กล่าวในตอนต้น จะเห็นว่า การยอมรับข้ออ้างเช่นว่าอาจทำให้หน้าที่ในการหาราคาที่เป็นธรรมของตลาดหลักทรัพย์โดยอาศัยกลไกอุปสงค์ และอุปทานโดยอิสระไม่สามารถทำหน้าที่ได้ ดังนั้นจึงจำเป็นที่จะต้องบัญญัติกฎหมายห้ามการกระทำดังกล่าวเพื่อรักษาไว้ซึ่งกลไกพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์ที่ต้องรักษาไว้

ในทางเศรษฐกิจของการสร้างราคาตามข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในตลาดหลักทรัพย์ ที่ว่าในบางครั้งราคาหลักทรัพย์มิได้สะท้อนให้เห็นมูลค่าที่ผู้ซื้อผู้ขายประเมินได้ เช่น ภาวะที่ผู้ลงทุนตกใจต่อสถานการณ์ และทำให้เกิดผลในแง่จิตวิทยาในลักษณะต่อเนื่อง (Hysteria) ทำให้ราคาเคลื่อนไหวอย่างมิได้สะท้อนถึงการวิเคราะห์ข้อมูลใดๆ แต่เกิดจากความตกใจซึ่งย่อมก่อให้เกิดผลร้ายได้ เหมือนกับการจงใจสร้างราคาโดยไม่มีเหตุผลในทางข้อมูลสนับสนุน เพราะในขณะนั้นราคาหลักทรัพย์มิได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าหลักทรัพย์ แต่เป็นการสะท้อนถึงปฏิกริยาตอบโต้ต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์โดยตรงด้วย เห็นผลในส่วนนี้ทำให้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ทั้งในประเทศอังกฤษ และประเทศสหรัฐอเมริกา ยินยอมให้มีการสร้างราคาในรูปของการซื้อขายแบบ Pool ได้ในบางกรณี และภายใต้ข้อจำกัดบางอย่าง ตลอดจนยินยอมให้เครื่องมือ หรือหน่วยงานบาง

หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

หน่วยงานของตลาดหลักทรัพย์ ทำหน้าที่ในการทำให้ราคาหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ (Stable) โดยการซื้อขายในทางตรงข้ามกับแนวโน้ม (Trading against Trend) ในกรณีที่มีอุปสงค์ หรืออุปทานที่ผิดปกติ เช่น ระบบ Specialist ใน NYSE หรือ Stock Jobberในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษ โดยเฉพาะการพยุงราคาหลักทรัพย์เพื่อสนับสนุนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ซึ่งจะอธิบายรายละเอียดของเรื่องดังกล่าวในบทที่ 2 ต่อไป

7. ลักษณะของการกระทำ และกลไกที่ใช้ในการกระทำอันเป็นการสร้างราคา

เป้าหมายของการสร้างราคา (Manipulation) คือ การควบคุมภาวะการซื้อขาย และราคาหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมาย วิธีการโดยทั่วไป คือ การเข้าสร้างอิทธิพลต่ออุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่งโดยมุ่งประสงค์โดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์ แต่ตามที่ได้กล่าวแล้วว่า ราคาหลักทรัพย์เคลื่อนไหวไปตามข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ ดังนั้นวิธีการดั้งเดิมที่สุดของการสร้างราคา คือ การสร้างข่าวสาร หรือ ข่าวลือที่มีอิทธิพลต่อการประเมินมูลค่า และราคาในปัจจุบัน และในอนาคตของหลักทรัพย์ ส่วนใหญ่ข่าวเช่นว่าจะเป็นข่าวเท็จหรือทำให้เกิดความเข้าใจผิด ซึ่งเข้าข่ายของการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Securities Fraud) อยู่แล้ว กลไกการกระทำตลอดจนลักษณะการกระทำอันเป็นการสร้างราคา เท่าที่ศึกษาจากประวัติศาสตร์จะพบว่ามีอยู่ด้วยกันหลายวิธีการดังต่อไปนี้

7.1. การแพร่ข่าวลือเท็จ (Dissemination of False Information and Annoucement) เพื่อชักจูงให้คนเข้ามาซื้อขาย กล่าวคือ การเผยแพร่ข่าวลือแบ่งออกเป็น 2 ประเภทกว้างๆ คือ

(ก) การเผยแพร่ข่าวลือเท็จ เพื่อให้เกิดความเข้าใจผิดในราคาหรือคุณค่าของหลักทรัพย์[29] ลักษณะของการเผยแพร่ข่าวลือนี้เข้าข่ายการฉ้อฉล (Fraud) ตามกฎหมายเพียงแต่ขยายหลักเกณฑ์ออกไป โดยไม่จำเป็นต้องคำนึงว่า ข้อเท็จจริงนั้นเกี่ยวกับซื้อขายหลักทรัพย์นั้นโดยตรงหรือไม่ เพียงแต่ข้อเท็จจริงดังกล่าว มีผลต่อการประเมินราคาและมูลค่าของหลักทรัพย์ และผู้กระทำได้กระทำไปเพื่อให้เกิดการประเมินที่ผิดพลาดและเข้าทำการซื้อขาย

(ข) การเผยแพร่ข่าวในบางลักษณะ เพื่อชักจูงให้คนเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผลมาจากแนวทางในการแทรกแซง และเป้าหมายในการแทรกแซงของรัฐเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และสิ่งที่เกิดขึ้นในปี 1920-1929 ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีการเผยแพร่ข่าว หรือการชักชวนให้ประชาชนซื้อหุ้น ในลักษณะการเร่ขายโดยมิได้ให้ข้อมูล หรือข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเพื่อการประเมินค่า และตัดสินใจ เป็นการปิดเบือนการประเมินค่าในการลงทุนให้เป็นการเก็งกำไรโดยปราศจากหลักเกณฑ์ ลักษณะของข้อเท็จจริงที่เผยแพร่ คือ หุ้นตัวดังกล่าวต่อไปจะราคาสูงขึ้นเท่านั้นเท่านี้ โดยมีผู้เข้าทำราคา สิ่งที่แยกการเผยแพร่ข่าวในข้อนี้ออกจาก (ก) คือ การเผยแพร่ข่าวในข้อ (ข) นี้ไม่คำนึงว่า ข้อมูลข่าวสารเช่นว่าจะเป็นเท็จหรือไม่ แต่โดยลักษณะของข่าวสารในเชิงชักชวนให้คนเข้ามาซื้อขายนั้นผิดหลักการพื้นฐานของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นการซื้อขายเพื่อการลงทุนจึงเป็นการฉ้อฉลอยู่ในตัวเอง นอกจากนี้ วิธีการเสนอขาย และชักชวนบุคคลอื่นให้เข้าซื้อขายนั้น ตามกฎหมายได้กำหนดไว้ชัดเจนอยู่แล้วว่าจะทำอย่างไร เช่น การออกหนังสือชี้ชวน เป็นต้น

ในส่วนของวิธีการในการเผยแพร่ข่าวอาจทำได้หลายวิธีการ เช่น การออกรายงานการวิเคราะห์หลักทรัพย์ การลงบทความในหนังสือพิมพ์ หรือการออกจดหมายข่าว หรือแม้แต่การปล่อย

---

29 กัมปนาท โรหเจริญวณิช "การฉ้อฉลราคาหลักทรัพย์(การปั่นหุ้น)" รวมข้อคิดเห็นเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์'24, (กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์กิจเจริญ, 2524), หน้า 124.

ข่าวลือปากต่อปากไม่ว่าจะโดยนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือ ในหมู่นักลงทุนเอง โดยทั่วไปแล้ววิธีการเช่นนี้มักใช้ควบคู่กับวิธีการอื่นๆ เช่น การเข้าซื้อขายเพื่อให้ปริมาณ และราคาซื้อขายเปลี่ยนแปลงสอดคล้องกับข่าวที่แพร่ออกไป ซึ่งวิธีการอื่นๆเหล่านี้จะอธิบายต่อไป

7.2. การร่วมกันซื้อขายเป็นกลุ่ม (Pool Operation หรือ Syndication Pool) หมายถึง การร่วมมือกันของบุคคลหลายๆคนเพื่อทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่จะสร้างความเข้าใจผิดต่อการซื้อขาย หรือความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์[30] วิธีการเช่นว่านี้เกิดขึ้นระหว่างปี 1920-1929 ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือเป็นเรื่องปกติที่จะรวมกลุ่มกันเพื่อสร้างราคาหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง ในกรณีที่มีเป้าหมายที่จะทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นเรียกว่า Bull Pool ส่วนในกรณีที่มีเป้าหมายในการทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง เรียกว่า Bear Pool[31] โดยส่วนใหญ่แล้วสมาชิกของ Pool มักจะประกอบด้วย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือ เจ้าหน้าที่บริหารระดับสูง นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือ Specialist อย่างไรก็ตามการร่วมกลุ่มกันซื้อขายแบบ Pool นี้หากพิจารณาจากเป้าหมายในการกระทำ คือ การหากำไรจากราคาหลักทรัพย์ จะเห็นว่าไม่มีสิ่งใดที่เป็นสิ่งผิดกฎหมาย เพราะเป็นเพียงการร่วมกันซื้อขายในแง่ของการรวบรวมกำลังทรัพย์ (Combination of Investment Resources) แต่สิ่งที่ทำให้การร่วมกันซื้อขายแบบ Pool เป็นสิ่งที่ต้องห้าม และเกิดความเสียหายต่อสาธารณชน คือ วิธีการกระทำที่เป็นการจงใจหลอกลวงสาธารณชนว่า ราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นนั้น เกิดขึ้นเนื่องจากกลไกตามธรรมชาติของตลาดหลักทรัพย์ และอาศัยผลของการกระทำดังกล่าวแสวงหาประโยชน์อันไม่เป็นธรรม

---

30 เรื่องเดียวกัน, หน้า 123.

31 Wilford J.Eiteman, Charles A. Dice, David Eiteman, The Stock Market Cath Edition, (US: Mcgraw Hill Book Company, 1966), p. 543-551.

วิธีการของ Pool Operation นี้มักจะมีการทำสัญญาร่วมกันของบุคคลต่างๆในลักษณะคล้ายหุ้นส่วนโดยบางพวกอาจลงเงิน หรือลงหุ้น หรือบางพวกลงแรงงาน โดยมีเป้าหมายในการนำกำไรที่ได้จากการซื้อขายหุ้นมาแบ่งปันกัน โดยมีการแต่งตั้งผู้จัดการ (Managing Operator) ซึ่งจะเป็นผู้กำหนดทิศทาง และวิธีการซื้อขายของกลุ่ม กระบวนการซื้อขายของ Pool นี้ คือการซื้อในราคาถูกและขายออกไปในราคาที่สูงกว่า หรือ ขายออกไปในราคาที่สูง และซื้อกลับมาในราคาที่ต่ำกว่า หรือทั้ง 2 วิธีการรวมกัน โดยส่วนใหญ่มักจะเลือกหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มที่ดี และมีการซื้อขายสม่ำเสมอเป็นที่สนใจของนักลงทุนทั่วไปเมื่อทำการตกลงกันในเป้าหมาย และระยะเวลาแล้ว กลุ่ม Pool ก็จะเริ่มหาทางรวบรวมหลักทรัพย์ ที่อาจได้มาโดยทางสัญญา Option หรือ ซื้อจากแหล่งอื่น ๆ หรือจากตลาดหลักทรัพย์ ในกรณีที่ได้มาโดยสัญญา Option ก็จะลดความเสี่ยงของต้นทุนของ Pool ได้ แต่หากได้มาโดยการซื้อจากตลาดหลักทรัพย์ สิ่งที่ต้องระวังคือ การทำให้ราคาเคลื่อนไหวผิดปกติในขณะทำการรวบรวม ซึ่งจะทำให้ต้นทุนของ Pool ในการได้มาซึ่งหลักทรัพย์สูงขึ้น ดังนั้นในบางกรณีมักจะมีการปล่อยข่าวที่มีผลทางด้านลบแก่หลักทรัพย์ในขณะที่กำลังมีการรวบรวมหลักทรัพย์ หรือการใช้วิธีการ Short Sale เพื่อกดราคาให้ต่ำลง ซึ่งกระบวนการนี้จะดำเนินไปจนกระทั่งกลุ่มได้มีหุ้นอยู่ในมือจำนวนหนึ่งแล้ว ขั้นตอนต่อไป คือ การรอจังหวะของตลาดที่ดี (Bullish Sentiment) เมื่อได้จังหวะก็จะทำการปล่อยข่าวในทางบวก และเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ให้เกิดภาพลวงว่ามีปริมาณการซื้อขาย และราคาเพิ่มขึ้น โดยมีเป้าหมายให้ราคาวิ่งไปสู่จุดที่ต้องการขาย ในช่วงนี้อาจมีการซื้อขายลวง (Washed Sale และ Matching Order) รวมด้วย โดยการซื้อขายผ่านหลาย ๆ บัญชี เพื่อให้ยากแก่การตรวจสอบ และทำให้ภาพลวงนั้นสมจริงยิ่งขึ้น นอกจากนี้อาจจะมีการว่าจ้าง นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ให้เข้าทำการซื้อขายหรือชักชวนให้บุคคลอื่นเข้าทำการซื้อขาย ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น และเมื่อถึงราคาที่กลุ่มคาดหวังไว้ก็จะทำการขายออกไปเพื่อทำกำไร หลังจากนั้นกลุ่มอาจจะหยุดการซื้อขายหรือในบางครั้งก็จะลดปริมาณการซื้อเพื่อพยุงราคาไประยะหนึ่งแล้วจึงสลายตัวไปในที่สุด ซึ่งมักจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ในระหว่างนี้กลุ่มอาจทำการ Short Sale เพื่อทำกำไรในขาลงของราคาหุ้นอีกก็ได้

7.3. การควบคุมอุปทานของหุ้น (Corner)

หมายถึง การซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนมากโดยเจตนาจะควบคุมราคาของหลักทรัพย์นั้น[32] กล่าวอีกนัยหนึ่งเป็นการซื้อเพื่อควบคุมอุปทานของหลักทรัพย์ ซึ่งหากอุปทานลดลงจากตลาดย่อมทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น หรืออุปทานเพิ่มขึ้นราคาย่อมลดลง ซึ่งเป็นกฎธรรมชาติในกลไกของราคา โดยกระทำเพื่อทำกำไรจากการราคาที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงดังกล่าว หรืออาจมีจุดมุ่งหมายในการตัดหลังนักเก็งกำไรที่ขายหุ้นโดยวิธีการ Short Sale ก็ได้[33] ในตลาดหลักทรัพย์ที่ยังมีการกระจายการถือครองหลักทรัพย์ต่ำย่อมเอื้ออำนวยแก่การทำ Corner หรือในบางครั้งอาจเกิดขึ้นโดยบังเอิญก็ได้

7.4. การซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของ (Washed Sale)

หมายถึงเป็นเทคนิคที่ใช้ในการสร้างภาพลวงของตลาด และสภาวะการซื้อขาย ซึ่งใช้อยู่ใน Pool Operation ข้างต้น โดยการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงผู้รับผลประโยชน์[34] เช่น บุคคลคนเดียวกันสั่งซื้อและขายหุ้นในเวลาและราคาเดียวกัน โดยถือเป็นเครื่อง

---

32 กัมปนาท โลหเจริญวณิช "การจ้อฉลราคาหลักทรัพย์(การปั่นหุ้น)" รวมข้อคิดเห็นเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์'24, หน้า 124.

33 พัชรี ขุมทรัพย์, หลักการลงทุน, (กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2532)

34 กัมปนาท โลหเจริญวณิช "การจ้อฉลราคาหลักทรัพย์(การปั่นหุ้น)" รวมข้อคิดเห็นเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์'24, หน้า 124.

มือประการหนึ่งในการสร้างภาพลวงของตลาด ซึ่งเป็นการสร้างอุปสงค์อุปทานที่ไม่เป็นจริงให้เกิดขึ้น โดยลักษณะของการกระทำเป็นการหลอกลวง (Fictitious One) ซึ่งตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์เองก็ห้ามการกระทำดังกล่าวอยู่แล้ว

7.5. การซื้อขายแบบจับคู่ (Matching Order)

หมายถึงเทคนิคการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ใช้ในการสร้างราคาแบบ Pool ข้างต้น แต่เป็นที่นิยมกว่าการซื้อขายแบบ Washed Sale ทั้งนี้เพราะการตรวจสอบทำได้ยาก วิธีการคือการทำคำสั่งซื้อหรือคำสั่งขายโดยรู้หรือตกลงกับบุคคลอื่น ที่จะทำคำสั่งซื้อหรือคำสั่งขายหุ้น จำนวนเท่ากัน บริมาณเท่ากัน และเวลาใกล้เคียงกัน[35] และมีลักษณะการกระทำที่แสดงให้เห็นเจตนาหลอกลวงอยู่ในตัวเองเช่นเดียวกับ Washed Sale เพราะการกระทำดังกล่าว ทั้งสองฝ่ายไม่มีเจตนาซื้อขายกันจริง ๆ มีเพียงเจตนาที่จะหลอกลวงให้ผู้อื่นเชื่อในราคา และปริมาณการซื้อขายนั้น

7.6. การซื้อขายอย่างต่อเนื่อง (Series Of Transaction)

คือ การซื้อขายหลักทรัพย์ที่แท้จริง โดยเป็นการซื้อและขายอย่างต่อเนื่องโดยมุ่งให้เกิดภาวะการซื้อขายและปริมาณการซื้อขายตามที่ต้องการ เป็นการสร้างสภาวะตลาดขึ้นเพื่อมุ่งประสงค์ในการชักชวนให้บุคคลเข้าซื้อหรือขายหุ้น[36] สิ่งที่แบ่งแยกการซื้อขายธรรมดากับการซื้อขายแบบนี้มีเพียงเจตนาของผู้กระทำเท่านั้น

---

35 เรื่องเดียวกัน

36 เรื่องเดียวกัน

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากพฤติกรรมการสร้างราคาที่เคยเกิดขึ้นตามที่ได้กล่าวข้างต้น ความเสียหายจะเกิดขึ้นเมื่อการสร้างราคานั้นมิได้มีเหตุผลทางเศรษฐกิจ (Economic Justification) หรือ เหตุผลในแง่ของความเป็นระเบียบเรียบร้อยของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ (Orderly) แต่เป็นการสร้างราคาเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน ซึ่งเมื่อการสร้างราคายุติลง ราคาหลักทรัพย์ย่อมจะต้องปรับตัวเข้าสู่สภาพอุปสงค์อุปทานตามปกติของหลักทรัพย์นั้น ๆ กล่าวคือ ราคาจะลดลงหรือเพิ่มขึ้นเข้าสู่สภาพปกติ ซึ่งไม่ว่าราคาจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงผู้ที่ได้ประโยชน์คือผู้ที่ทำการสร้างราคา ในขณะที่ผู้ที่ได้รับความเสียหาย คือ ผู้ลงทุนรายย่อยที่ถูกชักจูงให้เข้าทำการซื้อขายตามแนวโน้มที่ถูกสร้างขึ้น การกระทำดังกล่าวเป็นการเอาเปรียบในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งไม่เป็นธรรมต่อผู้ลงทุนรายย่อย ดังนั้นการสร้างราคาในลักษณะนี้จึงถูกห้าม นอกจากนี้จากที่ได้กล่าวแล้วราคาหลักทรัพย์เป็นเสมือนดัชนีที่ชี้ให้เห็นแนวโน้มทางเศรษฐกิจโดยรวม และยังเป็นสิ่งที่กำหนดทิศทางในการจัดสรรทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งใช้กลไกของตลาดแข่งขันเสรีเป็นเครื่องช่วยในการจัดสรรทุนให้ไปสู่จุดหมายที่จะก่อให้เป็นประโยชน์สูงสุด ซึ่งราคาของหลักทรัพย์ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่บ่งชี้ถึงความต้องการของสาธารณะ ทั้งนี้ เพราะความคิดที่ว่า กลไกของราคาหลักทรัพย์จะเป็นเครื่องมือประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ ดังนั้นเมื่อมีการทำการบิดเบือนกลไกดังกล่าวย่อมทำให้เกิดความผิดพลาดในการจัดสรรทรัพยากรของชาติ อันส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศ และประโยชน์ของประชาชนโดยทั่วไปอีกรัฐหนึ่งด้วย

อย่างไรก็ตาม จากที่ได้ศึกษามาข้างต้นมีพฤติกรรมที่คล้ายคลึงกับการสร้างราคา หรือแม้แต่การสร้างราคาบางประเภทที่มีเจตนาในการชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขายก็เป็นประโยชน์ ทั้งในแง่เศรษฐกิจส่วนรวม และเป็นความจำเป็นที่ต้องอนุญาตให้ทำ เช่น การทำตลาด (Market Making) เพื่อให้หลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่อง ตลอดจนการทำให้ความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีระเบียบเพื่อหลีกเลี่ยงภาวะที่ทำให้บุคคลทั่วไปตกใจ หรือการพยุงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งถือว่าเหตุผลในการสร้างราคาและผลของการสร้างราคาดังกล่าวเกิดประโยชน์มากกว่าโทษ อันจะได้อธิบายต่อไปในส่วนของบทบัญญัติของกฎหมายในเรื่องดังกล่าวในประเทศสหรัฐอเมริกา