บทที่ 2
หลักกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา

มาตรการทางกฎหมายในการห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลวงในเป็นเรื่องที่มีขึ้นในระบบกฎหมาย COMMON LAW ของประเทศอังกฤษ โดยมีรากฐานจากหลักกฎหมายเรื่อง FIDUCIARY DUTY [1] (หน้าที่ในการปฏิบัติงานด้วยความซื่อสัตย์) ซึ่งในความรับผิดทางแพ่งในระหว่างบุคคลซึ่งมีความสัมพันธ์ในลักษณะที่ต้องมีความเชื่อถือไว้วางใจกัน (TRUST AND CONFIDENCE) อย่างไรก็ดีในระบบกฎหมาย COMMON LAW ที่ใช้ในประเทศอังกฤษ การพัฒนาการมีขอบเขตจำกัดในเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลในบริษัทโดยเป็นการใช้ในการเรียกคืนผลประโยชน์มาสู่บริษัท จากบุคคลภายในบริษัทที่นำข้อมูลของบริษัท ไปใช้หาประโยชน์ส่วนตน (INSIDER DEALING)

ในประเทศสหรัฐอเมริกาในระยะเริ่มแรกได้นำเอาหลัก FIDUCIARY DUTY ของระบบกฎหมาย COMMON LAW มาใช้ในระดับ (STATE) หรือที่เรียกว่า

---

[1] Harry G Henn and John R.Alexander.Law of Corporation p.611 อธิบายในเรื่องนี้ว่า หลักกฎหมายเรื่อง Fiduciary duty หรือหน้าที่ในการปฏิบัติงานด้วยความซื่อสัตย์นั้น ประกอบด้วยหน้าที่หลายประการเช่น ไม่ค้าแข่งกับบริษัท ไม่แย่งโอกาสของบริษัท ต้องไม่ให้ผลประโยชน์ขัดกับบริษัท และไม่ใช้ความลับของบริษัทค้าหุ้น โดยไม่เป็นธรรม (Insider Trading) ซึ่งหน้าที่เหล่านี้เกิดจากการถือว่า กรรมการเสมือนทรัสตีซึ่งมีหน้าที่ดูแลทรัพย์สินเพื่อผู้อื่นซึ่งเขามอบความไว้วางใจให้จึงต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต

BLUE SKY LAW[2] แต่ก็สามารถห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยข้อมูลวงในได้ในขอบเขตจำกัด และไม่ประสบความสำเร็จ เพราะการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาอาจกระทำได้ข้ามรัฐ (INTERSTATE) จึงมีปัญหาเรื่องเขตอำนาจศาล (JURISDICTION) และกฎหมายสหรัฐ (FEDERAL LAW) ก็ยังมิได้มีบทบัญญัติที่ใช้อ้างอิงได้

ใน ค.ศ.1929 ในระหว่างการตกต่ำทางเศรษฐกิจครั้งใหญ่ (THE GREAT CRASH) มีการเรียกร้องให้มีการควบคุมตลาดหุ้นขึ้น สภาคองเกรสซึ่งรับผิดชอบสอบสวนเรื่องนี้เปิดเผยว่า กฎและข้อบังคับตลอดจนทางปฏิบัติของตลาดหลักทรัพย์ที่มีอยู่นั้น มิใช่เพื่อประโยชน์สาธารณะ จึงมี THE SECURITIES ACT OF 1933 ขึ้น มีวัตถุประสงค์เพื่อกำหนดหลักเกณฑ์ต่าง ๆ เพื่อให้มีการคุ้มครองนักลงทุนอย่างเพียงพอ และต่อมากระแสเรียกร้องของประชาชนในการห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงในก็ผลักดันให้รัฐสภา (CONGRESS) บัญญัติกฎหมายที่เรียกว่า THE SECURITIES EXCHANG ACT OF 1934 [3] โดยในมาตรา 16 แห่งกฎหมายดังกล่าวมีขึ้นเพื่อห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงใน

---

[2]Black Law Dictionary ให้ความหมายว่า "A popular name for state statues providing for the regulation and supervision of securities offering and sales, for the protection of citizen-investors from investing in fraudulent companies. Most blue sky laws require the registration of new issues of securities with a state agency that reviews selling documents for accuracy and completeness. Blue sky laws also often regulate securities brokers and salesmen. กฎหมายฉบับนี้ออกมาเพื่อให้ความคุ้มครองนักลงทุนที่ขาดความชำนาญมิให้ถูกหลอกลวง ซื้อหุ้นจากบริษัทที่อาจมีสินทรัพย์น้อยมาก หรือไม่มีเลย ดังนั้นกฎหมายฉบับนี้จึงบังคับให้ผู้ออกหุ้น ซึ่งรายละเอียดเกี่ยวกับสินทรัพย์ และการเพิ่มทุนหรือข้อมูลอื่น ๆ ต่อเจ้าหน้าที่เพื่อขออนุมัติเพื่อให้นักลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการซื้อขายหุ้นที่จะนำออกจำหน่ายใหม่

[3]ถนอม พัชราภา หลักและนโยบายการลงทุน หน้า 102-103

2.1 สาระสำคัญของมาตรา 16 แห่ง THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934

วัตถุประสงค์ของการตรากฎหมาย SECTION 16 นี้ก็เพื่อป้องกันมิให้ผู้เป็นผู้จัดการ หรือ พนักงานล่วงละเมิดหน้าที่แห่งความรับผิดชอบ (FIDUCIARY DUTY) ของตนที่มีต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น [4] อันเป็นการไม่ยุติธรรมในการใช้ข้อมูลของบริษัท

ในมาตรา 16(a) กำหนดว่า บุคคลใดหากถือครองหลักทรัพย์ใดเกินกว่าร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์นั้นทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ต้องแจ้งเปิดเผยการถือครองหลักทรัพย์ต่อ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC) [5] และหากมีการเปลี่ยนแปลงการถือครองก็ต้องแจ้งเปิดเผยการถือครองเช่นกันโดยการแจ้งเปิดเผยนั้นต้องกระทำเป็นแต่ละเดือนไป

ในมาตรา 16(b) กำหนดว่า ภายใต้วัตถุประสงค์ที่จะป้องกันการใช้ข้อมูลซึ่งได้จากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยไม่เป็นธรรม โดยบุคคลที่ถือหลักทรัพย์ เกินร้อยละ 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมดก็ดี กรรมการ

---

[4] Louis loss Fundamentals of Securities Regulation (1983) P.605.

[5] Ibid., p.39 คณะกรรมการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นองค์กรอิสระประกอบด้วยกรรมการ 5 คน แต่งตั้งโดยประธานาธิบดีโดยความเห็นชอบจากวุฒิสภา (Senats) อยู่ในตำแหน่งวาระละ 5 ปี การดำเนินการไม่เพียงแต่บริหารเท่านั้น ยังเป็นทั้งกึ่งนิติบัญญัติและกึ่งตุลาการ เพื่อทำการดูแลตลาดทุนทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง ตลอดจนการประกอบธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องทั้งหลายอันได้แก่ นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ National Market และ Over the Counter Market (O.T.C.) โดยการนำระบบขออนุญาตในการประกอบธุรกิจ (Licensing) รวมทั้งการควบคุมการให้กู้ยืมเงิน เพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ (Margin Requirement).

(director) [6] หรือพนักงาน (officer) [7] ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็ดี หากบุคคลเหล่านี้ได้กำไรจากการซื้อแล้วขายหรือจากการขายแล้วซื้อหลักทรัพย์นั้น ภายในระยะเวลาน้อยกว่า 6 เดือนไม่ว่าบุคคลดังกล่าวจะมีเจตนาหรือไม่ก็ตามเว้นแต่โดยสุจริตจากการมีหนี้ตามสัญญาซึ่งเกิดขึ้นก่อนระยะเวลาดังกล่าว บุคคลเหล่านี้ต้องรับผิดต่อ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ อาจเรียกเอากำไรนั้นได้และหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่เรียกเอากำไรนั้นภายใน 60 วันนับแต่วันที่ผู้ถือหลักทรัพย์อื่นร้องให้ใช้สิทธิเรียกร้องทางศาล ก็ให้ผู้ถือหลักทรัพย์บุคคลอื่นใดบุคคลหนึ่ง ใช้สิทธิเรียกร้องทางศาลเพื่อประโยชน์ของบริษัทผู้ออกทรัพย์ได้

จะเห็นได้ว่ามาตรา 16 นี้เป็นเพียงการขยายความตามหลัก FIDUCIARY DUTY เพื่อแก้ปัญหาการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในข้ามรัฐและให้ผู้ถือหลักทรัพย์คนใดคนหนึ่งเรียกคืนผลประโยชน์แก่บริษัทได้พร้อมกับสร้างกลไกการเปิดเผยการถือครองทรัพย์เพื่อให้ติดตามความเคลื่อนไหวในการถือครองของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่เท่านั้น แต่มาตรา 16 นี้จะไม่สามารถใช้ได้กับบุคคลที่ทำการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน หากบุคคลนั้นมิได้ถือครองทรัพย์เกินกว่า 10% หรือมิใช่ผู้จัดการหรือเจ้าหน้าที่ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และที่สำคัญคือยังมิได้ใช้มาตราการทางกฎหมายอาญาแก่การซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน คงใช้แต่มาตราการทางแพ่งในขอบเขตจำกัด [8]

---

[6] กรรมการ (director) ในมาตรา 3(a)(7) ให้คำจำกัดความว่าหมายถึง คณะกรรมการของบริษัทหรือบุคคลที่มีอำนาจในการจัดการทุกเรื่องของบริษัท ดู Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation p.639

[7] Ibid., p.638 พนักงาน (officer) Rule 3 b-2 ให้คำจำกัดความว่า หมายถึง ประธานกรรมการบริหาร (President) รองประธานกรรมการบริหาร (Vice President) สมุห์บัญชี (Treasurer) เลขานุการคณะกรรมการ (Secretary) ผู้ตรวจบัญชี (Comptroller) และบุคคลอื่นใดที่ทำหน้าที่ในบริษัทท่านองเดียวกับบุคคลดังกล่าว

[8] Ibid., p.607

มาตรา 16 ของ THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 จึงไม่อาจห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงในได้อย่างเป็นผลน่าพอใจแก่สาธารณชน เพราะการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้มูลวงในยังคงมีอยู่อย่างแพร่หลาย [๙]

ในปี ค.ศ.1943 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC) จึงได้นำเอา กฎ 10b-5 ซึ่งออกในปี ค.ศ.1942 โดยอาศัยมาตรา 10 (b)แห่ง THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 มาใช้เป็นหลักในการดำเนินมาตราการห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงในนอกจากนี้ SEC ยังได้ประกาศใช้วิธีการเยียวยา 3 วิธีตาม Exchange Act 1934 ดังกล่าวคือ 1.ออกคำสั่งเป็นการชั่วคราว หรือถาวรห้ามจำเลยละเมิดมาตรา 10(b) และกฎ 10b-5 อีกต่อไป 2.คืนผลประโยชน์ที่ยึดมาได้ให้กับผู้ที่เสียหายจากการซื้อขายเพื่อเป็นการชดเชย และ 3.ค่าปรับทางแพ่งแต่ต้องไม่เกินสามเท่าของผลกำไรหรือความเสียหายที่หลีกเลี่ยงให้แก่กระทรวงการคลัง [๑๐]

2.2 สาระสำคัญของมาตรา 10b และกฎ 10b-5

โดยอาศัยอำนาจ ที่กว้างขวางของรัฐสภา (CONGRESS) ที่มอบให้กับ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC) ในมาตรา 10b แห่ง SECURITIES EXCHANGE ACT 1934 โดย SEC ได้ออกกฎ 10b-5 และใน Act 1934 นี้รัฐสภา (CONGRESS) มีเจตนารมย์ที่มุ่งจะป้องกันการดำเนินการที่ไม่เสมอภาค ไม่เป็นธรรมต่าง ๆ ตลอดจนสร้างหลักประกันในเรื่อง ความเป็นธรรมเกี่ยวกับการประกอบกิจกรรมต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ทั้งในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ไม่ว่าจะกระทำแบบ face-to-face หรือ over the counter ทั้ง Act และ Rule ประยุกต์ใช้กับการ

---

[๙] Ibid.,661

[๑๐] Fletcher,C Edward Material on the law of Insider Trading US: Carolina Academic Press, 1991. p.530

ซื้อขายในที่นี้ ที่ทั้งหมดดำเนินการจนแล้วเสร็จในตลาดแลกเปลี่ยน [11]

มาตรา 10b เป็นบทบัญญัติทั่วไปที่ห้ามใช้เครื่องมือ หลอกลวง หรือ เล่ห์กระเท่ห์ หรือ กุศโลบาย ใด ๆ ที่เป็นการฝ่าฝืนกฎเกณฑ์ที่ SEC อาจกำหนดไว้ว่า เป็นการจำเป็นที่เหมาะสมสำหรับประโยชน์สาธารณชนหรือเพื่อเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งตรงกันข้ามกับบทบัญญัติที่กระชับ ชัดเจนของมาตรา 16 แห่งกฎหมายฉบับปี 1934 และสำหรับกฎ 10b-5 นี้ SEC ได้ตราขึ้นในปี ค.ศ.1942 ตามอำนาจภายใต้มาตรา 10b เป็นข้อความกว้าง ๆ ที่ได้ดัดแปลงมาจากบทบัญญัติว่าด้วยการต่อต้านการฉ้อโกงทั่ว ๆ ไปของมาตรา 17 (a) * ของกฎหมายฉบับปี 1933 อีกที[12] และมีความคล้ายกันตรงที่ไม่ได้จำกัดผู้ที่จะเป็นบุคคลวงใน[13] และเพราะความเป็นบทบัญญัติทั่วไปนั่นเอง กฎ 10b-5 ได้ก่อให้เกิดการดำเนินการทั้งทางการบริหาร และการออกคำสั่ง

---

[11] Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation (1983) p.902, David L.Ratner, Securities Regulation Materials For a Basic Course. US: West Publishing Co.1980 p.416

* ครอบคลุมการขายที่เป็นการฉ้อโกงการแพร่งพราย (tipping) ข้อมูลหรือการซื้อบนพื้นฐานของข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผย และโน้มเอียงไปในทางบวกไม่เป็นการละเมิดมาตรานี้ การแพร่งพรายข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผยและมีแนวโน้มไปในทางลบและนำไปสู่การขายก็อาจเป็นการละเมิดมาตรานี้ด้วย ดังนั้น การละเมิดมาตรา 17(a) จะเกิดขึ้นก็เมื่อผู้หนึ่งผู้ใดแพร่งพรายหรือให้เบาะแส (tip) หรือขายบนพื้นฐานของข้อมูลลบ (on the basis of material adverse information) โดยผู้นั้นรู้หรือควรรู้ว่าเป็นข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผย (non-public)

[12] David L. Ratner Securities Regulation Materials For a Basic Course. US : West Publishing Co.1980. p.404

[13] Louis Loss, Fundamantals of Securities Regulation (1983) p.818

ของ (SEC) การลงโทษทางอาญา ตลอดจนค่าฟ้องทางแพ่งเกี่ยวกับความเสียหายของบุคคลต่าง ๆ การดำเนินการทางกฎหมายเหล่านี้มุ่งครอบคลุมถึงกิจกรรมต่าง ๆ ทั้งของบุคคลและของบริษัท ซึ่งรวมถึงธุรกิจบางอย่างที่อยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของบทบัญญัติอื่น ๆ ของกฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลกลาง (Federal Law) หรือกฎหมายหลักทรัพย์ของมลรัฐ (States Law) อยู่แล้ว

ในส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลวงในนั้นการใช้ กฎ 10b-5 ก็คือการทำให้เจตนารมย์ของรัฐสภาดังกล่าวเป็นผลในทางปฏิบัติในแง่ที่ว่าผู้ลงทุนทุกคนต้องมีโอกาสรับประโยชน์ต่าง ๆ จากการได้เข้าร่วมการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเท่าเทียมกัน และต้องเผชิญกับภาวะการเสี่ยง (Risk Exposure) ของตลาดอย่างเท่าเทียมกัน โดยคำนึงว่าภาวะการเสี่ยง ย่อมขึ้นอยู่กับความสามารถในการประเมินวิเคราะห์ หรือลักษณะของทุนที่ใช้ไปในการเสี่ยงซึ่งของบุคคลหนึ่งอาจมีมากกว่าความสามารถหรือทุนของอีกบุคคลหนึ่งก็ได้ในแง่นี้ บุคคลวงในไม่ได้กระทำการซื้อขายบนพื้นฐานที่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อเท็จจริงต่าง ๆ นั่นเอง ซึ่งบุคคลวงในอาจหลีกเลี่ยงได้ที่จะไม่ใช้ข้อเท็จจริงนั้นกฎ 10b-5 จึงเป็นกฎเกณฑ์ที่ตั้งอยู่บนพื้นฐาน ของความคาดหวังอันชอบธรรมในการทำงานของกลไกตลาดหลักทรัพย์ที่ว่า ผู้ลงทุนทั้งหมดทำการซื้อหรือทำการขายบนพื้นฐานของความเท่าเทียมกันโดยมีโอกาสเท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อเท็จจริงต่าง ๆ [14]

หัวใจของ กฎ 10b-5 นี้ก็มีว่า ผู้ใดก็ตามที่ซื้อขายเพื่อบัญชีของตนเองในหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และสามารถเข้าถึงข้อเท็จจริงไม่ว่าจะโดยตรงหรือโดยอ้อม อันเป็นข้อเท็จจริงที่บุคคลที่เขาติดต่อทำธุรกิจด้วยนั้นไม่ได้ทราบด้วยและ กฎ 10b-5 นี้ ยังใช้กับผู้ที่ทราบข้อเท็จจริงแต่อาจจะไม่ใช่บุคคลวงใน (Insider) ซึ่งต่างกับมาตรา 16(b) แห่ง SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 เพราะฉะนั้นใครก็ตามที่มีข้อเท็จจริงภายใน (Inside Information) หากประสงค์จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับข้อเท็จจริงนั้น จะต้องเปิดเผยให้สาธารณชนผู้ลงทุนได้

---

[14] David L.Ratner Securities Regulation Materials for a Basic Course. US : West Publishing Co. 1980. p.404

ทราบก่อน หรือมิฉะนั้นถ้าเขาไม่สามารถเปิดเผย ไม่ว่าด้วยเหตุใดหรือถ้าเขาเลือกที่จะไม่เปิดเผยก็จะต้องงดเว้นการซื้อขายหลักทรัพย์หรืองดเว้น ที่จะแนะนำให้ผู้อื่นกระทำ ในขณะที่ข้อมูลภายในดังกล่าวยังไม่เป็นที่เปิดเผยด้วย กฎ 10b-5 นี้ในทางนโยบายแล้วตั้งอยู่บนพื้นฐานความคาดหวังที่ถูกที่ควรของตลาดหลักทรัพย์ที่ว่าผู้ลงทุนทั้งหมดที่ซื้อขายบนพื้นฐานการแลกเปลี่ยนที่มิใช่ตัวบุคคลนั้นต้องมีโอกาสเท่าเทียมกันที่จะเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร [15]

อย่างไรก็ดีความสำคัญของ กฎ 10b-5 อยู่ที่การประยุกต์ใช้ ในกรณีการซื้อขายโดยบุคคลวงใน (Insider Trading) ก็เช่นกัน คดีความต่าง ๆ ที่ได้มีการนำขึ้นสู่การพิจารณาวินิจฉัยของศาล ทำให้ศาลได้วางหลักกฎหมายขึ้นมาใช้วินิจฉัยคดี ทำให้เกิดหลักกฎหมายในเรื่องนี้ขึ้น ซึ่งจะกล่าวได้ดังต่อไปนี้

การใช้กฎนี้ในช่วงเริ่มแรกจะใช้ในกรณีการซื้อขาย โดยบริษัทหรือผู้บริหารของบริษัทซื้อหลักทรัพย์โดยไม่เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญ และเป็นผลดีต่อกิจการของบริษัท [16] ซึ่งเป็นการเสริมช่องว่างในกฎหมายภายในรัฐเป็นส่วนใหญ่ แต่ไม่ได้ให้ทางแก้ไขปัญหาแก่ผู้ขายที่ประสบปัญหา หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งเป็นการอุดช่องว่างของกฎหมาย COMMON LAW ที่ใช้ในรัฐต่าง ๆ โดยรัฐต่าง ๆ ไม่สามารถให้การเยียวยา แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ที่เสียเปรียบ ในเหตุการณ์หรือข้อเท็จจริงที่ไม่ได้เกิดจากการสำคัญผิดโดยชัดแจ้งจากผู้ซื้อ

ดังนั้นเริ่มตั้งแต่ ปี ค.ศ.1961 SEC ได้ขยายการใช้กฎ 10b-5 ให้กว้างขวางขึ้น โดยนำมาใช้กับการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลวงในซึ่งระบาดอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ด้วย ซึ่งคำพิพากษาของศาลที่สำคัญที่สุด 3 คดี คือคดี CADY ROBERTS (1961) , คดี SEC V.Texas Gulf Sulphur,(1968) และคดี Investors Management, อย่างไรก็ตามการตัดสินภายหลังต่อมาของศาลฎีกาในคดี CHIARELLA VS. UNITED STATES 445 U.S. 222 (1980) และคดี DIRKS VS. SEC (1983) ได้ทำให้เกิดข้อสงสัย

---

[15] Ibid.,p.416

[16] Ward La France, 13 S.E.C.(1943)

เรื่องความเป็นบรรทัดฐานในคำพิพากษาในคดีเหล่านั้น [17]

ในคดี Cady Roberts หุ้นส่วนคนหนึ่งในบริษัทนายหน้าได้รับทราบจากกรรมการบริษัท Curtiss - Wright ว่าคณะกรรมการบริษัทได้มีมติให้ตัดเงินปันผลเขาจึงสั่งขายหุ้น Curtiss-Wright เพื่อลูกค้าบางคนของเขาทันที และการขายหุ้นกระทำก่อนข่าวการตัดเงินปันผลจะแพร่สะพัดออกไป

ในคดี Texas Gulf Sulphur เจ้าหน้าที่และพนักงานของบริษัทได้ซื้อหุ้นบริษัทเป็นจำนวนมาก หลังจากที่ได้ทราบผลการขุดสำรวจแหล่งแร่ของบริษัทว่าได้พบแหล่งแร่จำนวนมาก (แม้ว่าการขุดเจาะนี้ ยังไม่ได้กระทำไปถึงขั้นทราบว่าคุ้มค่าในเชิงพาณิชย์หรือไม่ก็ตาม)

ในสองคดีนี้บุคคลที่ทำการซื้อขายหุ้น หรือที่ส่งข้อมูลให้ บุคคลเหล่านี้ถูกถือว่าเป็นผู้ฝ่าฝืนกฎ 10b-5

พนักงานของบริษัทรับพิมพ์เอกสารในธุรกิจการเงินคนหนึ่งที่ทำงานเกี่ยวกับเอกสารคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ที่จะต้องจัดทำอย่างรอบคอบ ได้ทำการสืบดู ลักษณะของบริษัทต่าง ๆ ที่เป็นเป้าหมายของการเสนอซื้อ (tender offer) * เหล่านั้น และได้ซื้อหุ้นในบริษัท ดังกล่าวแล้วก็ขายหุ้นนั้น เพื่อเอากำไร หลังจากที่ได้ประกาศข้อเสนอการประกวดราคาแล้วศาลฎีกาได้กลับคำตัดสิน ที่ศาลขั้นต้นตัดสินว่าเขาฝ่าฝืนในทางอาญาต่อกฎ 10b-5 [18]

---

[17] David L. Ratner Securities Regulation : In a Nutshell US : West Publishing Co. 1991 p.147

* Tender Offer หมายถึงการเสนอซื้อหุ้นของบริษัทใดบริษัทหนึ่งในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดของหุ้นนั้น โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะเข้าครอบครองกิจการของบริษัทเป้าหมาย (Target Company) นั้น การเสนอซื้ออาจทำการเจรจาแบบฉันท์มิตร และหากการเข้าซื้อสร้างความไม่พอใจแก่บริษัทเป้าหมายอาจส่งผลกระทบให้บริษัทเป้าหมายดำเนินมาตรการตอบโต้ และปฏิเสธข้อเสนอเหล่านั้นก็ได้

[18] Chiarella V. United States. 445 U.S.222 (1980)

นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ผู้หนึ่ง ได้รับข้อมูลลับจากอดีตพนักงานของบริษัท Equity Funding (EFC) ผู้หนึ่งว่า EFC เป็นบริษัทที่ประกอบกิจการหลายอย่าง (Diversified Corporation) แต่ส่วนใหญ่ประกอบกิจการขายประกันชีวิต และกองทุนรวม ได้แถลงเกินความเป็นจริง (Overstate) ซึ่งทรัพย์สินของบริษัทอันเป็นผลมาจากการฉ้อฉลของบริษัทเอง การที่พนักงานผู้นั้นให้ข้อมูลแก่ Dirks ก็เพื่อให้ช่วยทำการเปิดเผยการฉ้อฉลหลอกลวง ในขณะที่พยายามสืบดูความจริงของข้อกล่าวอ้างเหล่านี้ Dirks ได้ส่งข้อมูลให้ลูกค้าที่เป็นสถาบันต่าง ๆ ของ Dirks และมีการขายหุ้นของ EFC ไปเป็นจำนวนมาก ในช่วงเวลาต่อมาได้มีการยืนยันข้อกล่าวอ้างดังกล่าวและ EFC ก็ได้ล้มละลายไป SEC. ได้ทำการฟ้องร้องเพื่อเป็นการลงโทษทางวินัยต่อ Dirks โดยกล่าวหาว่า Dirks ฝ่าฝืนกฎ 10b-5 ในการให้ข้อมูลแก่ลูกค้าของ Dirks ศาลฎีกาตัดสินว่า Dirks ไม่ได้กระทำผิดกฎหมาย เนื่องจากว่า

(ก) Dirks ไม่มีหน้าที่ใด ๆ ต่อผู้ถือหุ้นของ EFC และ
(ข) ข้อเท็จจริงฟังไม่ได้ว่า Dirks ได้ช่วยยุยงให้มีการฝ่าฝืนโดยบุคคลวงในที่เป็นผู้ที่ Dirks ได้รับข้อมูลมาจากเขาผู้นั้นเนื่องจากว่าบุคคลวงในดังกล่าว ไม่ได้ให้ข้อมูล (tip) ด้วยเจตนาที่ไม่เหมาะสมแก่ Dirks [19]

ในการขายหุ้นของบริษัท Douglas Aircraft โดยไม่มีการเปิดเผยให้ผู้ซื้อได้ทราบถึงข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับรายได้ที่ลดลง ของบริษัทที่จำเลยได้รับรู้มาจากผู้ค้ำประกันการขายหุ้นในอนาคตของตราสารหุ้นกู้ ของบริษัท Douglas Aircraft จำเลยต้องรับผิด SEC ตัดสินว่าจำเลยจงใจละเมิด หรือช่วยให้มีการละเมิดบทบัญญัติต่อต้านการฉ้อโกง (Anti Fraud Provision) ในมาตรา 17(a) แห่ง SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1933 และ มาตรา 10(b) แห่ง SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 และกฎ 10b-5 [20] กรณีนี้ เห็นชัดว่าจำเลยละเมิดกฎ 10b-5 เพราะพวกเขารู้ว่า บริษัท Meryll Lynch ที่เขาได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับ

---

[19] Dirks V SEC 463 U.S. 646 (1983)

[20] Investors Management Co;Inc., 44 S.E.C.633 (1971)

บริษัท Douglas Aircraft เป็นผู้ที่จะทำหน้าที่เป็นผู้ค้ำประกันการขายหุ้นหรือหลักทรัพย์ของบริษัท ในฐานะที่เป็นมืออาชีพในอุตสาหกรรมธุรกิจหลักทรัพย์ พวกเขารู้ว่าผู้ค้ำประกันการจำหน่ายหุ้น (underwriter) * นั้น โดยธรรมเนียมปฏิบัติแล้วได้รับข้อมูลที่ยังไม่เป็นสาธารณะ จากผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ให้ข้อมูล เพื่อการพิจารณาทางธุรกิจเกี่ยวกับการเสนอขายต่อสาธารณะถึงแม้ว่าข้อมูลยังไม่เป็นที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้ให้ข้อมูลอาจจะถ่ายทอดไปยังผู้ที่จะเป็นคนค้ำประกันการขายหลักทรัพย์ เพื่อวัตถุประสงค์ที่ชอบที่ควรของบริษัทได้ แต่อย่างไรก็ตามดังที่ได้กล่าวแล้วผู้รับไม่ควรเปิดเผยหรือใช้ประโยชน์จากข้อมูลดังกล่าว เกินเลยไปจากวัตถุประสงค์ที่ว่านี้ จึงไม่มีปัญหาเลยว่าจำเลยที่เป็นลูกค้าต้องทราบ หรือมีเหตุผลพอเพียงที่จะทราบว่าพวกเขากำลังได้รับข้อมูลแบบเลือกสรรแล้ว และที่ไม่เป็นข้อมูลสาธารณะเกี่ยวกับบริษัท Douglas Aircraft [21]

ในกรณี Chiarella ศาลฎีกาได้ตีความองค์ประกอบที่สองอย่างเคร่งครัด โดยวินิจฉัยว่า

> "ในการซื้อขายที่ต้องอาศัยความสัมพันธ์ในทำนองเกี่ยวกับการได้รับความเชื่อถือ และความไว้วางใจนั้น (arising from a relationship of trust and confidence) เมื่อได้กล่าวหาเรื่องการหลอกลวงที่ขึ้นอยู่กับการไม่เปิดเผยข้อมูล เพราะฉะนั้นจะไม่มีการหลอกลวงฉ้อฉลใด ๆ ถ้าไม่มีหน้าที่ที่จะพูดสิ่งใดเลย"

---

* สถาบัน หรือบุคคลที่เป็นตัวแทนระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) ใหม่กับประชาชนทั่วไป มีหน้าที่เป็นผู้ประกันการขายหลักทรัพย์นั้น ๆ โดยเฉพาะในกรณีของหุ้น จะทำหน้าที่วิเคราะห์ฐานะของบริษัทที่ออกหุ้นใหม่ ออกหนังสือชี้ชวนรับเงินจองหุ้น จัดสรรหุ้นแก่ผู้จอง หากมีการจองเกินจำนวน ในกรณีที่ขายไม่หมดหากไม่มีข้อตกลงเป็นอย่างอื่น ผู้ประกันการขายหลักทรัพย์จะต้องรับซื้อไว้เองสถาบันที่เป็น under writer ในประเทศไทยในปัจจุบันได้แก่บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์

[21] David L. Ratner. Securities Regulation Material for a Basic Course. US: West Publishing Co. 1980 p.155

และว่าศาลชั้นต้น "ไม่ได้ระบุความสัมพันธ์ระหว่าง Chiarella กับผู้ขายที่ทำให้เกิดเป็นหน้าที่" เมื่อระบุว่า "การเอาเปรียบทางการเงินทุก ๆ ครั้งที่เกิดขึ้นจะไม่ใช่เป็นการฉ้อโกงตามข้อ 10(b) เสมอไป" ศาลระบุอย่างเด็ดขาดว่า "หน้าที่ที่จะเปิดเผยข้อมูลตามกฎข้อ 10(b) นั้น ไม่ได้เกิดจากการเป็นเจ้าของข้อมูลที่เป็นความลับ" ในส่วนที่เกี่ยวกับองค์ประกอบการแรกนั้น ศาลปฏิเสธที่จะตัดสินในปัญหาที่ว่าการละเมิดหน้าที่ของ Chiarella ที่มีต่อนายจ้างของตนและบริษัทต่าง ๆ ที่เป็นผู้ทำคำเสนอซื้อ (tender offer) จะเพียงพอให้ฟังได้ว่ามีการกระทำผิดตามกฎข้อ 10b-5 หรือไม่เนื่องจากว่าข้อกฎหมายเรื่อง Misappropriation นี้ไม่ได้ถูกยกให้คณะลูกขุนโดยชอบตามกระบวนวิธีพิจารณาความ ในคดีต่อ ๆ มาการตัดสินว่ามีความผิดทางอาญาในกรณีของนายหน้าซื้อหุ้น (Stock brokers) ที่ปรึกษากฎหมาย (Lawyer) ผู้พิมพ์ (printers) และบุคคลอื่น ๆ ศาลเขตที่สอง ได้มีแนววินิจฉัยบนหลักการที่ว่า พวกเขาฝ่าฝืนกฎข้อ 10b-5 ในการซื้อขาย โดยอาศัยข้อมูลซึ่งยังมิได้เปิดเผยซึ่งได้มาโดยมิชอบจากนายจ้างของพวกเขา [22]

ปัญหาว่าข้อกฎหมายเรื่อง "Misappropriation Theory" จะถือเป็นบรรทัดฐานได้หรือไม่ ได้ขึ้นสู่การพิจารณาของศาลฎีกา ในคดีเกี่ยวกับนักหนังสือพิมพ์ Wall Street Journal ซึ่งได้ซื้อขายโดยอาศัยสิ่งที่เขารู้ล่วงหน้าในเรื่องที่ว่า เขากำลังจะแนะนำหุ้นใดในคอลัมน์ของเขา ศาลเขตที่สองได้พิพากษายืนตามคำตัดสินที่ว่าเขาผิด โดยอาศัยหลักการที่ว่าเขาได้มาซึ่งทรัพย์สิน (misappropriated) ที่เป็นของหนังสือพิมพ์โดยมิชอบคือ การรู้ล่วงหน้าเกี่ยวกับเรื่องคำแนะนำ [23]

ศาลฎีกายืนตามโดยไม่เป็นเอกฉันท์ (an equally-divided court) และในขณะเดียวกัน ไม่มีเหตุผลประกอบ แต่ศาลฎีกาได้ตัดสินเป็นเอกฉันท์ยืนตามคำตัดสินศาลอุทธรณ์ว่า จำเลยผิดสำหรับกรณีการกระทำที่โกงเอาทรัพย์สินของผู้อื่นไปใช้ ความไม่แน่นอนที่เกิดจากการตัดสินเหล่านี้ ได้

---

[22] Ibid., p.150-151

[23] United States V.Carpenter, 791 F.2d 1024 (2d cir.1986)

ทำให้เกิดกระแสเรียกร้องให้มีการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายโดยต้องให้มีคำจำกัดความของคำว่า "การซื้อขายโดยบุคคลวงใน" โดยแน่ชัด [24]

มาตรา 10(b) และกฎ 10b-5 ก่อให้เกิดทฤษฎีความรับผิดขึ้น 2 ทฤษฎี

1. ทฤษฎีว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูลหรือละเว้นการกระทำ

"disclose-or-abstain" the rule that persons or at least some persons who posses material nonpublic information about the value of an enterprise's securities unless they first disclose the information.[25]

จะเห็นได้ว่าหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลเกิดจากความจำเป็นที่จะป้องกันบุคคลวงในของบริษัทจากการถือเอาประโยชน์จากตำแหน่งหน้าที่ ที่ไม่เป็นธรรมโดยการเอาเปรียบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย (minority stockholders) และเป็นความพยายามที่จะให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยได้รับการบอกกล่าวเพื่อการตัดสินใจในการซื้อขาย บางศาลได้เรียกทฤษฎีนี้ว่าเป็น "fiduciary duty" ในขณะที่หลาย ๆ รัฐถือเป็นหน้าที่โดย "สถานการณ์พิเศษ" จุดมุ่งหมายเบื้องต้นประการหนึ่งของ Securities Exhange Act of 1934 นี้ก็คือ ทำให้การใช้ข้อมูล ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ขายโดยบุคคลวงในของบริษัทและการได้เปรียบทางการเงินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ทำให้ผู้ถือหุ้นทั่วไปได้รับความเสียหายจากการไม่เปิดเผยข้อมูลเป็นสิ่งผิดกฎหมาย [26] ทฤษฎีนี้วางหลักว่า ห้ามมิให้บุคคลหนึ่งบุคคลใดซื้อขาย ในขณะที่มีข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญและยังไม่เปิดเผย และบุคคลดังกล่าวนั้น มีหน้าที่ที่จะต้องเปิดเผยต่อผู้ซื้อขายคนใดคนหนึ่งหรือมาก

---

[24] Carpenter V.United States 484 U.S.19(1987

[25] Victor Brudney "Insiders and Information Advantages under the Federal Securities Laws" Harvard Law Review. 93 (1979) p.322

[26] Louis Loss. Fundamentals of Securities Regulation (1983) p.824-825

กว่านั้นในตลาดหลักทรัพย์ และการฟ้องร้องดำเนินคดีต่อบุคคลวงใน ซึ่งซื้อขายด้วยตนเองภายใต้กฎหมายปัจจุบัน และประสบผลสำเร็จแสดงให้เห็นว่าจะต้องมีสิ่งต่าง ๆ ดังนี้ [27]

> (1) the defendant traded in securities of a company, (2) of which he was an "insider" (i.e., a fiduciary), (3)while in possession of information that was (4) material and (5) nonpublic

ซึ่งก็หมายความว่าบุคคลวงในที่ได้รู้ข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญที่ยังไม่เปิดเผย มีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลหรือมิฉะนั้นต้องละเว้นจากการซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลนั้น เช่น ห้ามทำการซื้อขายหรือบอกข้อมูลต่อไปยังบุคคลอื่น อนึ่ง บุคคลวงในประเภทที่ไม่สามารถเปิดเผยข้อมูลได้ เพราะยังต้องรักษาความลับตามหน้าที่ต้องรักษาไว้ซึ่งความไว้วางใจ (fiduciary duty) จึงมีทางเลือกเพียงทางเดียว คือ ละเว้นการกระทำ [28]

จนกระทั่งต่อมา Supreme Court ได้ตัดสินในคดี Chiarella ทฤษฎี disclose or abstain สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยคนวงในได้ยืดหยุ่นพอที่จะล้อมกรอบ ให้เข้าใจการใช้ข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผยในทางที่ผิด อย่างไรก็ตามศาลได้กำหนดข้อจำกัด ที่ค่อนข้างเข้มงวดในการใช้ทฤษฎีนี้โดยเฉพาะอย่างยิ่งปรับใช้กับบุคคลอื่น ๆ มากกว่าบุคคลวงในซึ่งซื้อขายในหลักทรัพย์ของบริษัทของเขาเองปรากฏว่าในสายตาของ SEC ทฤษฎีนี้มีช่องว่างอยู่ 2 ประการคือ

> 1.ไม่ครอบคลุม "insider" ซึ่งซื้อขายในหลักทรัพย์ของบริษัทที่ไม่เกี่ยวข้องโดยข้อมูลได้มาจากนายจ้างของเขา (ข้อเท็จจริง ในคดี Chiarella)

---

[27] Donald C.Langevoort, Insider Trading : Regulation, Enforcement, and Prevention. US : Clark Boardman Callaghan 1992. p.3.1-3.2

[28] Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation (1983) p.827-828

2. ไม่ครอบคลุม "outsider" ซึ่งรับข้อมูลที่ไม่เปิดเผยจากพนักงานของบริษัทโดย "insider" ไม่ได้ละเมิด "fiduciary duty" จากการให้ข้อมูล(ข้อเท็จจริงในคดี Dirks)

โดยสรุปแล้ว หลักการและเหตุผลของทฤษฎีนี้ก็คือ การป้องกันการใช้ประโยชน์ จากข้อได้เปรียบทางด้านข้อมูลข่าวสารที่ทำให้สาธารณะชนทั่วไป สามารถที่จะเอาชนะหรือ ถ่วงดุลย์ได้อย่างถูกต้องตามกฎหมาย [20]

2. ทฤษฎีว่าด้วยการแสวงหาประโยชน์โดยมิชอบ (The Misappropriation Theory)

ภายใต้ทฤษฎีนี้ การละเมิดมาตรา 10(b) และกฎ 10b-5 เกิดขึ้นต่อเมื่อ "ผู้ใดผู้หนึ่ง ทำการซื้อขายบนพื้นฐานของข้อมูลที่สำคัญและปกปิดที่เป็นการละเมิดภาระหน้าที่ที่มีต่อแหล่งข้อมูล และอาจเป็นในกรณีเมื่อ ผู้หนึ่งผู้ใดทำการซื้อขายบนพื้นฐานข้อมูลที่ได้รับมาโดยกระทำการใด ๆ ที่ไม่ถูกต้องต่อแหล่งข้อมูล"

ตัวอย่าง เช่น พนักงานคนหนึ่ง หรืออาจเป็นข้าราชการ หากินกับข้อมูลลับที่ได้มาโดยตำแหน่งหน้าที่ ทั้ง ๆ ที่รู้ว่าผู้จ้างหรือนายจ้างของเขาห้ามมิให้มีการกระทำดังกล่าวแล้วหรือนักเก็งกำไร (speculator) อาจหากินกับข้อมูลที่ได้มาโดยวิธีการใช้เครื่องมืออิเลคโทรนิคดักฟังอย่างผิดกฎหมาย เป็นต้น

แก่นสารของ misappropriation ก็คือ การละเมิดภาระหน้าที่ในฐานะตัวแทนที่ได้รับมอบหมายหรือการกระทำการ ที่เป็นการเสียหายต่อแหล่งข้อมูล การหลอกลวงใด ๆ ที่เป็นสิ่งควบคู่กับพฤติการณ์ที่ผิด ๆ และ

---

[20] Victor Brudney "Insiders, Outsiders and Informational Advantages under the Federal Securities Laws "Harvard Law Review 93" (1979) p.360

การหลอกลวงที่มีขึ้นมานี้ เป็นการกระทำที่มุ่งไปยังแหล่งข้อมูล มิใช่มุ่งไปยังคู่กรณีอีกฝ่ายหนึ่งของการทำธุรกิจซื้อขาย น้อยครั้งนักที่แหล่งข้อมูลจะเป็นผู้ซื้อขายหลักทรัพย์เสียเอง ดังนั้น misappropriation โดยปกติแล้วจะว่าด้วยเจตนาหลอกลวงที่มุ่งกระทำต่อฝ่ายที่ไม่ได้ทำการซื้อหลักทรัพย์

ตัวอย่างกรณี United States V.Newman [30] Second Circuit ก็เห็นด้วยกับ Misappropriation Theory ซึ่งในการพิจารณาคดีอาญาในคดีนี้ รัฐบาลกล่าวหาพนักงานของธนาคาร เพื่อการลงทุน (investment banking firm) 2 คน เปิดเผยข้อมูลลับเกี่ยวกับข้อเสนอการรวมบริษัท และการได้สิทธิ (mergers and acquisitions)ให้กับ James Newman จากนั้น Newman ก็ได้ส่งข้อมูลต่อไปให้ผู้สมรู้ร่วมคิด (confederates) ที่ทำการซื้อหุ้นร่วมกับ Newman ในบริษัทเป้าหมายและจากนั้นก็ขายต่อภายหลังการประกาศข้อมูลอย่างเป็นทางการ และได้กำไรอย่างมากมาย เจ้าหน้าที่ทั้ง 2 คน ของธนาคารเพื่อการลงทุน ผู้ที่เป็นแหล่งดั้งเดิมของข้อมูล ต่างก็มีส่วนได้รับกำไรที่ Newman และผู้สมรู้ร่วมคิดของเขาได้ Second Circuit มีความเห็นว่า หากข้อกล่าวหาดังกล่าวของรัฐบาลเป็นความจริง Newman ในฐานะที่เป็นผู้ร่วมวางแผนกับผู้ที่ทำการ misappropriation ได้ละเมิดมาตรา 10(b) และ กฎ 10b-5

ตามทฤษฎีนี้ความรับผิดจะเกิดขึ้นเมื่อบุคคล

1. มีความผูกพันที่ต้องรักษาความไว้วางใจหรือมีความสัมพันธ์ในทำนองเดียวกับการได้รับความเชื่อถือและความไว้วางใจ (position of

---

[30] United States V.Newman 664 F.2d 12 (2d Cir 1981)

trust and confidence)[31]

2. ต้องได้รับข้อมูลมาเนื่องจากความไว้วางใจนั้น

3. นำเอาหรือขโมยข้อมูลนั้นไปแสวงหาประโยชน์ และ

4. ซื้อขายหรือบอกต่อโดยอาศัยข้อมูลนั้นเพื่อประโยชน์โดยตรงหรือโดยอ้อมของตนเอง

2.3 ข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญ (Material Information)

กฎหมายที่ออกโดยสภาคองเกรสและกฎที่ประกาศใช้โดย SEC. ไม่ได้ให้คำนิยามของคำว่า "ข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญ" ดังนั้นความหมายที่ได้มาตรฐานของคำนี้จึงได้มาจากคำตัดสินของ Supreme Court ในคดี TSC Industries Inc. V Northway [32] ตามความหมายของกฎหมาย Common law นั้น การดำเนินคดีเกี่ยวกับการฉ้อฉลหลอกลวงคือ ข้อมูลนั้นต้องมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของบุคคลที่จะเข้าทำสัญญา โดยข้อเท็จจริงนั้นได้หลอกลวงหรือชักชวนให้บุคคลดังกล่าวกระทำหรืองดเว้นกระทำการ ซึ่งหาก

---

[31] ในคดีของ Dirks V.SEC เห็นว่าการรับเบาะแสข้อมูลจาก insider, tippee จะเข้าไปสวมสิทธิของ insider แต่ศาลฎีกาเห็นว่า tippee จะละเมิดกฎ 10b-5 ก็ต่อเมื่อเขาละเมิดภาระหน้าที่ (breaches a fiduciary duty) ตัวแทนที่มีต่อผู้ออกหุ้นโดยการ misappropriate ข้อมูลหรือโดยการมีส่วนร่วม (participating) กับ insider หรือ tipper หรืออีกนัยหนึ่ง tippee ที่ทำการซื้อขายอาจมีความผิดก็เพียงภายใต้ทฤษฎี misappropriation เท่านั้น มิใช่เรื่องของความสัมพันธ์ที่ได้รับความเชื่อถือและไว้วางใจ (position of trustand confidance) ต่อผู้ถือหุ้น ผู้ขายในตลาดหุ้นอื่น ๆ แต่อย่างใด ทั้งนี้เพราะว่าผู้ออกหุ้นไม่อาจมีสิทธิในทรัพย์สินที่จะปกปิดความผิดที่กระทำโดยพนักงานของเขา ดังนั้น Dirks จึงไม่มีเรื่องของ misappropriation เพราะฉะนั้น Dirks จึงไม่ได้ละเมิดกฎ 10b-5

[32] Donals C. Langevoort, Insider Trading : Regulation, Enforcement, and Prevention.US:Clark Boardman Callaghan 1992. p.5-1,5-2

ปรากฏข้อมูลดังกล่าวแล้ว สัญญานั้นอาจไม่เกิดขึ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง ความมีอยู่หรือไม่มีของข้อเท็จจริงดังกล่าว มีความสำคัญต่อวิญญูชนในการตัดสินใจที่จะเลือกกระทำหรืองดเว้นกระทำการที่มีประเภทนั้น [33] และในแนวทางของ SEC. ในเรื่องนี้ไม่ว่าจะดำเนินการด้านบริหารหรือออกคำสั่งเกี่ยวกับข้อเท็จจริง การจดทะเบียนในการซื้อขายหุ้นแก่ประชาชนก็ตาม หมายถึงข้อมูลที่พิจารณาโดยเหตุผลแล้วจำต้องใช้ หรือแจ้งแก่ผู้ลงทุนที่มีความสุขุมรอบคอบในระดับทั่วไป (Average Prudent Investors) ทราบก่อนการซื้อขายหลักทรัพย์และได้วางหลักกฎหมายสำหรับความหมายของคำว่า ข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคา" ไว้ในหลายคดีดังนี้

- หุ้นส่วนคนหนึ่งในบริษัทนายหน้าซื้อขาย (brokerage) ได้รับข่าวสารข้อมูลจากผู้อำนวยการบริษัท Curtiss - Wright ว่าคณะกรรมการบริษัทได้ลงมติไม่จ่ายเงินปันผล เขาสั่งขายหุ้น Curtiss Wright ทันทีให้กับลูกค้าของเขาและการซื้อขายหุ้นก็ได้ทำก่อนช่วงงดจ่ายเงินปันผลจะแพร่ออกไป[34]

- พวกเจ้าหน้าที่ และพนักงานบริษัทได้ซื้อหุ้นบริษัทหลังจากทราบข่าวว่าบริษัทได้สำรวจขุดเจาะพบสินแร่สำคัญ [35]

- บริษัทผลิตเครื่องบิน ได้เปิดเผยแก่พวกนายหน้าซื้อขายหุ้น (Broker-dealers) ซึ่งมีหน้าที่รับประกันหุ้นกู้ที่เสนอขายว่ารายได้ของบริษัทปัจจุบันน้อยกว่าที่ ประมาณการไว้ล่วงหน้า แผนกรับประกันซื้อหุ้นที่เหลือของพวกนายหน้าซื้อขายได้ส่งข้อมูลนี้ให้แก่สมาชิกแผนกซื้อขายของบริษัท แล้วแผนกนี้ก็จัดการส่งข้อมูลนี้ให้แก่ผู้แทนสถาบันลูกค้าคนสำคัญ ๆ สถาบันเหล่านั้นก็จัดการขายหุ้นจำนวนมากออกไป ก่อนที่การประเมินรายได้ของบริษัทจะเผยแพร่ออกไปสู่สาธารณะ [36]

---

[33] List V. Fashion Park,Inc.(CA 2 NY) 340 F 2d 457 22 ALU 3d 782

[34] Cady , Roberts, 40 S.E.C 907 (1961)

[35] SEC V.Texas Gulf Sulphure Co.,401 F.2nd 833, 844 (2nd Cir 1968)

[36] Investors Management, 44 S.E.C. 633 (1971)

- พนักงานบริษัทการพิมพ์ด้านการเงินซึ่งรับผิดชอบงาน เกี่ยวกับเอกสารการทำ Tender Offer ได้สืบค้นพบข้อมูลเฉพาะของบริษัทที่เป็นเป้าหมายของผู้ทำคำเสนอซื้อ ได้เข้าไปซื้อหุ้นบริษัทเป้าหมายและได้ขายเอากำไรหลังจากที่ได้ประกาศคำเสนอซื้อออกไป

(ศาลสูงกลับคำพิพากษาความผิดของเขาเกี่ยวกับการละเมิดบท 10b-5 โดยอ้างว่าหลักในเรื่อง Misappropriation ไม่ได้แจ้งให้คณะลูกขุนทราบแต่ข้อมูลดังกล่าวยังเป็นข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญ) [37]

- นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ได้รับข้อมูลลับจากอดีตพนักงานบริษัทว่ามีการแถลงเกินความเป็นจริง ซึ่งทรัพย์สินของบริษัทอันเป็นผลมาจากการฉ้อฉล พนักงานได้ให้ข้อมูลลับแก่นักวิเคราะห์เพื่อให้ช่วยเปิดเผยการฉ้อฉล และขอให้สอบสวนค้นหาความจริง นักวิเคราะห์ได้ส่งข้อมูลไปให้แก่สถาบันลูกค้าหลายแห่งที่ทำการซื้อขายหุ้นของบริษัท ต่อมาข้อกล่าวหาได้รับการยืนยัน บริษัทประสบภาวะล้มละลาย เป็นการให้ข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญ แต่ศาลสูงตัดสินว่าไม่ผิด 10b-5 เพราะ (ก) เขาไม่มีหน้าที่ต่อผู้ซื้อหุ้นของบริษัท และ (ข) ไม่ปรากฏว่าเขาได้ช่วยเหลือหรือยุยงส่งเสริมให้ละเมิดโดยบุคคลวงในจากการที่บุคคลวงในได้ให้ข้อมูลโดยไม่เหมาะสมแก่เขา [38] และว่าข้อมูลดังกล่าวมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนที่จะซื้อหรือขายหุ้นในราคาขณะนั้น

แต่ในกรณีของ TEXAS GULF SULPHUR จำเลยโต้แย้งว่าข้อมูลเกี่ยวกับการค้นพบแร่ไม่เป็น "สาระสำคัญ" จนกว่าจะขุดเจาะเพิ่มเติมจะเป็นการยืนยันว่าจะมีแร่ที่จะทำเป็นแร่เชิงการค้าได้จริง พวกเขาชี้ไปที่กฎของ SEC ภายใต้ Regulation A ที่ห้ามบริษัทแห่งหนึ่งแห่งใดไม่ให้บอกกล่าวใด ๆ เกี่ยวกับเรื่องที่ว่ามีแร่อยู่เพียงใด เว้นแต่ว่าแร่นั้นมีผลการทดสอบอย่างเพียงพอแล้วว่าจัดเป็นแร่ประเภทที่ "พิสูจน์แล้ว" หรือ "มีความเป็นไปได้"ในคดี TEXAS GULF SULPHUR การรู้ถึงความเป็นไปได้ ซึ่งมิใช่ความเป็นไปได้เพียงเล็กน้อยถึงการมีอยู่ของแหล่งแร่ที่อาจทำเป็นเหมืองแร่ขนาดใหญ่ ทราบได้จากตัวอย่างแร่อันอุดมใกล้กับระดับผิวดินมาก

---

[37] Chiarella V United States 445 U.S.222 (1980)

[38] Dirks V SEC, 463 U.S.646 (1983)

ซึ่งอาจทำแร่ขึ้นโดยวิธีการทำเหมืองแร่เปิดซึ่งใช้ต้นทุนต่ำ ในบริเวณซึ่งชี้ว่ามีการแผ่กระจายของแหล่งแร่อย่างกว้างขวาง ย่อมกระทบต่อราคาหุ้น "TGS" เป็นอย่างมาก และย่อมเป็นข้อเท็จจริงซึ่งมีความสำคัญสำหรับนักลงทุน นักเก็งกำไรในการตัดสินใจซื้อหรือขายหรือคงถือหุ้น "TGS" ไว้ แต่ศาลก็ได้ตัดสินว่าการพิจารณาเรื่อง "การเป็นสาระสำคัญ" สำหรับกฎ 10b-5 นั้น การที่บริษัทจะได้รับอนุญาตให้เปิดเผยข้อมูลหรือไม่นั้นมิใช่ประเด็น หากว่าบริษัทกำลังขายหลักทรัพย์นั้น แล้วประเด็นจะเป็นว่าข้อมูลนั้นเป็นชนิดที่อาจมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนว่า จะซื้อหรือขายหุ้นของบริษัทหรือไม่ และไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนชนิดเก็งกำไร หรือนักลงทุน โดยทั่วไปหากได้ทราบข้อเท็จจริงนี้แล้วจะไปซื้อหุ้น "TGS" โดยอาจซื้อด้วยอำนาจซื้อ ที่มหาศาลกว่าพวกจำเลยด้วยซ้ำ ในปัญหานี้ศาลวินิจฉัยว่าจำนวนการซื้อและช่วงเวลาการซื้อของจำเลย ซึ่งบางคนไม่เคยเป็นเจ้าของหุ้น "TGS" เลยนั้น "เป็นหลักฐานที่มีน้ำหนักมาก และเป็นเพียงหลักฐานที่รับฟังแล้วอาจเชื่อได้ว่าข้อมูลมี "ความเป็นสาระสำคัญ" (Materiality)

โดยหลักทั่วไป ข้อมูลจะเป็น "สาระสำคัญ" ถ้าหากว่าข้อมูลนั้น ถูกเปิดเผยต่อสาธารณะและจะมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ที่จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น จากคดีต่าง ๆ ข้อมูลดังต่อไปนี้ถือว่าเป็น "สาระสำคัญ" [๓๑]

1. การเพิ่มหรือลดเงินปันผล
2. การประกาศการขายหุ้นและหุ้นปันผล
3. การประเมินทางการเงิน โดยเฉพาะการประเมินรายได้
4. การเปลี่ยนแปลงการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินล่วงหน้า
5. การรวม การได้สิทธิ หรือการเข้าครอบงำกิจการ
6. การได้มาหรือสูญเสียสัญญาทางการค้าที่สำคัญ
7. การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในการดำเนินงาน

---

[๓๑] Donald C Langevoort, Insier Trading : Regulation, Enforcement , and Prevention .US : Clark Boardman Callaghan 1992. App. C-8

8. การให้หลักประกันหลักทรัพย์ใหม่

9. การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ที่สำคัญ การค้นพบที่สำคัญ เช่น น้ำมัน ก๊าซ แร่ หรือในทำนองเดียวกัน

10. การกู้ยืมเงินที่มีนัยสำคัญ

11. ข้อพิพาททางกฎหมายที่สำคัญ

12. ปัญหาสภาพคล่อง

13. การเปลี่ยนแปลงอำนาจสำคัญในการบริหาร

14. การซื้อขายสินทรัพย์ที่สำคัญ

อย่างไรก็ดี ศาลมิได้ให้ความเห็นว่า ข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของตลาดหลักทรัพย์ ไม่จำเป็นต้องถูกเปิดเผยโดยทันที การเปิดเผยจะกระทำเมื่อใด ย่อมเป็นเรื่องการตัดสินใจในทางธุรกิจของเจ้าหน้าที่บริษัทซึ่งรับผิดชอบในการบริหารงานบริษัท โดยอยู่ภายใต้ข้อกำหนดโดยชัดแจ้งของตลาดหลักทรัพย์และ SEC เพียงแต่ในกรณีที่ประโยชน์ของบริษัทได้รับการรักษาไว้ โดยยังไม่เปิดเผยข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ เจ้าหน้าที่บริษัทได้รับความไว้วางใจจากบริษัทให้รู้ข้อเท็จจริงนั้น ต้องไม่ซื้อหรือขายหุ้นในบริษัทเป็นการส่วนตัว หรือบอกกล่าวข้อเท็จจริงให้บุคคลอื่นทราบในระหว่างเวลาที่ยังไม่เปิดเผยข้อเท็จจริงนั้นแก่ผู้ถือหุ้นทุกคนและสาธารณะชนทั่วไป

เมื่อใดข้อมูลที่ "ยังมิได้เปิดเผย" (Nonpublic) Victor Brudney ให้ความหมายว่า [40]

> "Nonpublic" refers to information that investors may not lawfully acquire without the consent of the source. It

---

[40] Victor Brudney "Insider, Outsiders and Informational Advantages under the Federal Securities Laws "Harvard Law Review" 93 (1979)p.322

also includes information which
although it may lawfully be disseminated
is not yet generally available

ในคดี "Texas Gulf Sulphur" บุคคลวงในควรไม่ซื้อหรือขายขณะที่บริษัททำการประกาศเผยแพร่ข้อมูล แต่ต้องรอคอย" จนกระทั่งคาดว่าข่าวปรากฏในสื่อที่กว้างขวางที่สุดแล้ว Until the news could reasonably have been expected to appear over the media of widest circulation[41]

ในคดีของบริษัท Investors Management จำเลยโต้แย้งว่าข้อมูลเกี่ยวกับรายรับที่ลดลงของบริษัท เป็นเรื่องที่ "ยังมิได้เปิดเผย" เป็นเรื่องที่มีในข่าวลือต่าง ๆ ที่ทราบทั่วกันในวงการธุรกิจด้านการเงินแล้ว อย่างไรก็ตาม ข้อมูลแตกต่างจากข่าวลือที่ทราบก่อนหน้านั้น เนื่องจากว่า (ก) ข้อมูลนั้นมีความแน่นอนมากกว่า (ข) ข้อมูลน่าเชื่อถือมากกว่าข่าวลือ เพราะมาจากบริษัทที่เป็นที่ทราบกันว่ามีฐานะเป็นผู้ค้ำประกัน การจำหน่ายหุ้นของบริษัท (underwriter)

2.4 บุคคลวงใน (Insider)

ดังได้กล่าวแล้วว่า วัตถุประสงค์ของ Section 16 ก็เพื่อป้องกันมิให้พนักงาน หรือผู้จัดการล่วงละเมิดหน้าที่ความรับผิดชอบ (Fiduciary Duty) ของตนที่มีต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น ซึ่งถือว่าเป็นผู้ที่รู้ข้อมูลของบริษัทดีที่สุด ซึ่งก็คงใช้ได้แต่ในมาตรการทางแพ่งเท่านั้น ไม่สามารถห้ามการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลวงในได้ โดยอาศัยมาตรา 10b แห่ง THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 จึงมีการนำเอากฎ 10b-5 ซึ่งค่อนข้างจะกว้างขวางมากออกมาใช้ แต่อย่างไรก็ตามก็มิได้

---

[41] David L. Ratner Securities Regulation : In a Nutshell US : West Publishing Co. 1991 p.153

กำหนดชัดว่า ใครคือบุคคลวงใน (Insider) จึงต้องอาศัยการตีความของศาลในคดี Texas Gulf Sulphur ที่ถือเป็นบรรทัดฐานครอบคลุมเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การได้ผลประโยชน์ของคนวงในการซื้อขายหลักทรัพย์

ในมาตรา 16 แห่ง SECURITIES EXCHANGE ACT 1934 ก็ได้กล่าวถึง ผู้จัดการ พนักงาน และผู้ถือหลักทรัพย์เกินกว่า 10% แต่ในมาตรา 10b สภา CONGRESS ไม่ได้กล่าวถึงบุคคลวงในเป็นการเฉพาะเจาะจงเพราะฉะนั้น จึงขึ้นอยู่กับศาลที่จะต้องตีความว่าบุคคลใด เป็นผู้มีหน้าที่ต้องเปิดเผย (disclose) ซึ่งบุคคลดังกล่าวถูก เรียกว่า "insider" อย่างไรก็ตาม ในการร่างกฎหมาย Federal Securities Code มาตรา 1603(b) ก็ได้ให้คำจำกัดความหมายของคำว่า "insider" โดยมีการเอาแนวความคิดจากคดีที่เกิดขึ้นโดยให้ความหมายว่า

> "insider" means (1) the issuer, (2) a director or officer of, or a person controlling, controlled by, or under common control with, the issuer, (3) a person who, by virtue of his relationship of former relationship to the issuer, knows a material fact about the issuer of the security in question that is not generally available, or (4) a person who learns such a fact from a person within section 1603(b) (including a person within section 1603(b)(4)) with knowledge that the person from whom he learns the fact is such a person, unless the Commission or a court finds that it would be inequitable, on consideration of the circumstances and the purposes of the Code (including the deterrent effect of liability) to treat the person within section1603 (b)(4) as if he were within section 1603(b)(1),(2),or (3)

บุคคลกลุ่มนี้เห็นได้ชัด ทั้งในรูปของประวัติศาสตร์กฎหมายในเรื่องที่ว่าด้วยการเป็นตัวแทนก็คือ ความรู้ความเข้าใจที่ได้รับทราบข้อมูลและความมีพันธกรณีที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลคนในบริษัททั้งหลายมีหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและโดยเหตุผลที่ประยุกต์ใช้กับบทบัญญัตินี้ ปรากฏให้เห็นในการพิจารณาของ SEC ในคดี In re Cady Roberts & Co. โดยการอ้างอิงองค์ประกอบสำคัญสองประการ คือ

ประการแรก การที่มีความสัมพันธ์ที่เปิดช่องให้เข้าถึงข้อมูลทั้งโดยตรงหรือโดยอ้อมถึงข้อมูลที่ต้องการให้มีขึ้นเพื่อเป้าหมายของบริษัทเท่านั้นมิใช่เพียงเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของผู้หนึ่งผู้ใดและ

ประการที่สอง คือความไม่เป็นธรรมที่แฝงอยู่ที่คนในบริษัทได้เปรียบจากการทราบข้อมูลนั้น ๆ ทั้ง ๆ ที่ทราบดีอยู่ว่าข้อมูลนี้ฝ่ายที่เขาทำธุรกิจด้วยไม่มีอยู่

การปฏิเสธไม่ยอมรับข้อได้เปรียบทางด้านข้อมูลข่าวสารของคนในบริษัทนี้ ตั้งอยู่บนพื้นฐานความคิดที่ว่า พวกเขาเหล่านี้ได้รับข้อมูลในฐานะที่เป็นตัวแทนหรือเป็นผู้ทำหน้าที่แทนผู้ถือหุ้นในช่วงที่พวกเขาปฏิบัติงาน อันเป็นธุรกิจของเหล่าบรรดาผู้ถือหุ้นนั่นเอง เพราะฉะนั้นตามเหตุผลนี้ฝ่ายผู้ถือหุ้นเองก็ควรมีสิทธิเช่นเดียวกันที่จะได้รับข้อมูล หรือไม่เช่นนั้นก็ไม่ควรจะเป็นฝ่ายเสียเปรียบ เพราะไม่มีข้อมูลดังกล่าวในการทำธุรกิจกับตัวแทนของพวกของเขา [42]

การที่บุคคลวงในได้เปรียบในการเข้าถือครองข้อมูลในบริษัทนั้นถือเป็นการได้เปรียบที่ไม่อาจจะเทียบกับอะไรได้ ทั้งนี้ เพราะเป็นสิทธิพิเศษตามกฎหมายซึ่งคนนอกไม่อาจจะมีทางเข้าถึงได้ ดังนั้น การเข้าถือครองข้อมูลของคนในบริษัท (insider) จึงถือเป็นการเข้าครอบครองที่

---

[42] Victor Brudney "Insiders, Outsiders and Informational Advantages under the Federal Securities Laws "Harvard Law Review 93" (1979) p.344

ถูกต้องตามกฎหมาย ทำให้มีข้อได้เปรียบทางข้อมูลในการทำธุรกิจกับคนนอก (outsiders) คนอื่น ๆ จึงถือเป็นการกระทำที่ไม่เป็นธรรมเพราะเป็นการผูกขาด (อย่างถูกต้องตามกฎหมาย) การเข้าถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ยังมีกลุ่มบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะ เป็นเรื่อง ๆ ไป เช่น นักธนาคารเพื่อการลงทุน ทนายความ นักบัญชี รวมทั้งลูกจ้างของบุคคลเหล่านั้นด้วย เพราะเป็นบุคคลที่มีโอกาสเข้าถึงข้อมูลอันเป็นความลับและสาระสำคัญของบริษัทด้วยการทำหน้าที่และการที่มีโอกาสเข้าถึงข้อมูล อันเป็นความลับของบริษัทนั้นก็เพื่อทำหน้าที่ให้เป็นไปตามความประสงค์ของบริษัทเท่านั้น จึงมีหน้าที่ต้องรักษาไว้ซึ่งความไว้วางใจที่บริษัทซึ่งตนเข้าทำหน้าที่ให้ไว้ด้วย [43]

จากคำพิพากษาในคดีต่าง ๆ และจากตำรากฎหมายต่าง ๆ ที่ได้รวบรวมไว้สามารถจัดสรุปและแบ่งประเภทของบุคคลที่กระทำความผิดฐาน (insider trading)ได้ 3 ประเภท ดังนี้

2.4.1 คนในบริษัท (Corporate Insider)

ก. ผู้จัดการ และ พนักงาน (Directors and Officers)

เป็นประเภทที่ง่ายที่สุด เพราะได้มีประวัติความเป็นมา ทางกฎหมายอันยาวนานที่กำหนดพันธกรณี เรื่องความซื่อสัตย์และความระมัดระวัง (fiduciary obligation of loyalty and care) ให้กับผู้ที่มีหน้าที่ควบคุมดูแลกิจการรายวันของบริษัท ทั้งนี้เพราะว่าบุคคลเหล่านี้มีโอกาสเข้าถึงข้อมูลที่สำคัญที่สุดของบริษัทได้มากกว่าใครอื่น ดังนั้นการประยุกต์ใช้ข้อห้ามในกรณีนี้จึงไม่มีปัญหา บุคคลเหล่านี้เป็นบุคคลวงในอย่างแน่นอน [44]

ข. ผู้ถือหุ้นที่มีเสียงข้างมาก (Controlling Shareholders)

---

[43] Ibid., p.346

[44] Louis Loss Fundamentals of Securities Regulation (1983) p.830

I16296093

กฎหมายบริษัทได้กำหนดมาหลายทศวรรษแล้วในเรื่องพันธกรณีของผู้ทำการแทนให้กับผู้ที่อยู่ในฐานะที่สามารถควบคุมกิจการของบริษัท ที่จะต้องมีความยุติธรรม และซื่อสัตย์อันเป็นผลลัพธ์จากการเป็นเจ้าของหุ้นของพวกเขา ถึงแม้ว่า พวกเขาอาจจะไม่มีตำแหน่งเป็นผู้จัดการพนักงานหรือผู้บริหารก็ตาม ทั้งนี้เพราะว่า บุคคลเหล่านี้ก็สามารถเข้าถึงข้อมูลเช่นเดียวกันกับพวกเขาเหล่านั้นด้วย จึงเป็นการเหมาะสมที่จะกำหนดพันธกรณีในเรื่องของการเปิดเผยและละเว้นให้กับพวกเขาเหล่านี้ด้วยเช่นกัน บุคคลผู้ถือหุ้นข้างมากเหล่านี้เกือบจะเป็นผู้จัดการอยู่แล้ว เว้นแต่เมื่อเขาเป็นนิติบุคคล แต่เมื่อเขาไม่ใช่ก็ไม่มีเหตุผลที่จะปฏิบัติต่อเขาต่างไปจากผู้จัดการหรือพนักงาน [45] อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นที่ไม่มีเสียง(อำนาจ) ควบคุม ถือว่ามิใช่เป็นผู้ที่ต้องมีพันธกรณีถ้าหากจะมีความผิดใด ๆ ในการซื้อขายก็จะมีในฐานะเป็น tippee ไม่ใช่ในฐานะเป็น insider

ค. ลูกจ้าง (employees)

ลูกจ้างเป็นเอเย่นต์ หรือผู้รับใช้ของบริษัทต้องมีความซื่อสัตย์ต่อบริษัทที่รวมถึงการไม่หากำไรจากข้อมูลที่ปกปิดที่มีถึงมือพวกเขาในช่วงของการปฏิบัติหน้าที่ และแม้จะมีข้อบ่งชี้ทางกฎหมายเป็นอย่างอื่นก็ตามไม่มีเหตุผลที่จะเบี่ยงเบนจากสมมุติฐานข้อนี้ ภายใต้กฎ 10b-5 นักภูมิศาสตร์ที่ทำงานให้กับบริษัท Texas Gulf Sulphur ที่อยู่ในเหตุการณ์การค้นพบแหล่งแร่มหึมาเป็นตัวอย่างที่ดีของลูกจ้างที่อยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ ที่จะละเว้นหรือเปิดเผยนี้ [46]

ง. ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer)

บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ อาจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของพวกเขาเองได้และอยู่ภายใต้บทบัญญัติของกฎ 10b-5 มาเป็นเวลานาน ตลอดจนอยู่ภายใต้กฎหมายอื่น ๆ เช่น the Securities Act of 1933 ในกรณี

[45] Ibid, p.830-831

[46] 401 F.2nd 833,844 (2nd Cir 1988)

ขาย มาตรา 13(e) ของ the Securities Exchange Act of 1934 ในกรณีการซื้อ [47] การขยายข้อห้ามเรื่อง insider trading ให้คุมไปถึงบุคคลเหล่านี้จึงเป็นการสมควรยิ่ง ผลของการไม่เปิดเผยข้อมูลสำคัญ ๆ เมื่อตัวผู้ออกหลักทรัพย์ ทำการซื้อขายกับผู้ถือหุ้นก็คือการกระจาย "โอกาสแห่งความมั่งคั่ง" (wealth opportunity)ไปยังผู้ถือหุ้นอื่น ๆ การเลือกเสนหากับกลุ่มผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งนั้น ไม่สอดคล้องกับหลักการของการบริหารบริษัท เพราะมีผลเท่ากับการที่ผู้จัดการของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เจาะจงแพร่งพรายข้อมูล (tipping)ให้กับผู้ถือหุ้นกลุ่มหนึ่ง ส่วนกลุ่มอื่น ๆ ก็จะไม่ได้ข้อมูลนั้น

ในคดี Dirks ที่แยกแยะให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างแรงจูงใจส่วนตัวกับแรงจูงใจทางธุรกิจ และตัดสินว่าความผิดของ insider trading เป็นแรงจูงใจส่วนตัว อาจมีการโต้แย้งว่า บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีความผิดโดยตรงเพราะว่าเป็นนิติบุคคล (entity)ไม่สามารถดำเนินการเพื่อประโยชน์ส่วนตัว (personal benefit) ได้ การกล่าวเช่นนี้เท่ากับเป็นการยกเอาเรื่องรูปแบบมาก่อนเนื้อหาสาระ ทางที่ดีควรจะต้องพิจารณาว่าแรงจูงใจของผู้บริหารระดับสูงที่มีต่อบริษัท และตัดสินว่าผู้ที่ปกปิดข้อมูลจริง ๆ แล้ว กระทำเพื่อผลประโยชน์ในรูปตัวเงินเข้าตัวหรือไม่ หรือจริง ๆ แล้ว กระทำเพื่อการให้กำนัลในรูปข้อมูลแก่กลุ่มผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง

2.4.2 คนในชั่วคราว (Temporary Insiders)

ผู้ใดที่มีพันธกรณีในฐานะผู้ได้รับมอบหมายให้ทำการแทนระยะสั้นต่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) เราเรียกว่าเป็น "temporary insider" หรือคนในชั่วคราว ซึ่งอาจจะเป็นคำที่ไม่ถูกต้องนัก เพราะจริง ๆ แล้วสิ่งที่เรียกว่าคนในถาวรไม่มี (บริษัทกฎหมายแห่งหนึ่งกับลูกค้า

---

[47] Donald C.Langevoort, Insier Trading:Regulation , Enforcement , and Prevention. US : Clark Boardman Callaghon 1992. p.3-5, Victor Brudney "Insider, Outsider, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws "Harvard Law Review 93". 1979 p.346

ของบริษัทอาจดำรงอยู่อย่างยาวนานกว่าช่วงระยะเวลาที่ผู้บริหารทำงานให้กับบริษัท) อย่างไรก็ตามไม่ว่าจะชั่วคราวหรือไม่ก็ตาม นักบัญชี นักกฎหมาย นักการธนาคารเพื่อการลงทุน ที่ปรึกษาการลงทุน และอื่น ๆ ในลักษณะนี้ โดยทั่วไปแล้วยินยอมดำเนินการในนามของลูกค้าของพวกเขา อันเป็นช่วงระยะเวลาที่จะทำให้เข้าถึงข้อมูลลับ และสาระสำคัญทั้งหลาย และภายใต้สภาพการณ์เช่นนี้ จึงอยู่ภายใต้ขอบเขตของนิยามคำว่า "fiduciary" ผู้ได้รับมอบหมายให้ทำการแทน เช่นในคดี Shapiro Merrill Lynch ในฐานะเป็นผู้ค้ำประกันการจำหน่ายหุ้น (underwriter) ของบริษัท Douglas Aircraft จึงถูกห้ามมิให้แพร่งพรายข้อมูล (tipping) เกี่ยวกับรายได้ที่กำลังลดลง หรือทำการซื้อขายหุ้นของบริษัท Douglas Aircraft เมื่อบริษัท Merrill Lynch รู้มาว่ารายรับที่คาดการณ์ไว้ของบริษัท Douglas Aricraft กำลังลดลง ๆ [48]

หรือในกรณีของคดี SEC กับ Ingram [49] ผู้บริหารบริษัทคนหนึ่งของบริษัท Specialized System, Inc. (SSI) ได้รับการติดต่อจาก Ingram (นายหน้าค้าหุ้นนักวิเคราะห์) เพื่อให้รับข้อมูลล่าสุดเกี่ยวกับอนาคตของบริษัท ในระหว่างการสนทนา Ingram ได้รับการทาบทามให้ช่วยหาหุ้นส่วนมาร่วมกิจการกับ SSI ซึ่งต่อมาเขาก็หาได้ และก็ได้เข้ามาร่วมในการเจรจา (แม้ว่าเขาจะไม่ได้รับค่าตอบแทนก็ตาม) ในขณะการเจรจาดำเนินไปอยู่นั้น Ingram ได้แพร่งพรายข้อมูล (ซึ่งรวมถึงแผนการณ์สำหรับธุรกิจร่วมระหว่างหุ้นส่วนกับประเทศจีน) ไปยังลูกค้าของเขาจำนวนมาก ผู้ที่ต่อมาได้ทำการซื้อหุ้นของบริษัท SSI ศาลพิจารณาว่า Ingram เป็น temporary insider ของ SSI โดยดูจากความคาดหวังที่เป็นที่รู้กันว่า Ingram จะต้องเก็บข้อมูลไว้เป็นความลับ ให้ในช่วงของการเจรจาเหล่านั้น หรืออีกนัยหนึ่งมีหลักฐานพอที่จะเชื่อได้ว่าใน

---

[48] Shapiro V.Merrill Lynch 495 F 2d 225. (2d Cir 1974)

[49] SEC V.Ingram, [1987 - 1988 Transfer Binder] Fed. Sec.L.Rep.(CCH) p.93,788 (C.D.Cal.May 3,1988)

ทางปฏิบัติทั้ง Ingram และ SSI มีความเข้าใจว่า ฝ่ายแรกจะทำการอันเป็นประโยชน์ต่อฝ่ายหลังในเรื่องที่เกี่ยวกับการเจรจาและข้อมูลใด ๆ ก็ตาม ที่เกี่ยวกับการเจรจา หรือ

ในกรณีการพิจารณาของศาลฎีกาในคดี Affiliated Ute Citizens กับ United States[50] ที่ว่า ธนาคารหนึ่งดำเนินการในฐานะผู้จัดการตลาดแทนอินเดียนแดงกลุ่มหนึ่งมีความผิดที่ได้ชักจูงหว่านล้อมชาวพื้นเมืองอเมริกันกลุ่มนั้นให้ขายหุ้นของเผ่าของพวกเขาโดยมิได้เปิดเผยข้อมูลที่ว่าด้วยการดำรงอยู่ของตลาดของผู้ที่ไม่ใช่ชาวพื้นเมืองซึ่งมีเงื่อนไขที่ดีกว่า

ก่อนหน้านี้ ศาลตีความในเรื่องของคนในชั่วคราวว่า "เมื่อใดก็ตามที่ใครคนใดคนหนึ่งได้รับข้อมูลจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) ด้วยความคาดหวังว่าจะมีการเก็บไว้เป็นความลับหรือมีการใช้จำกัด ผู้นั้นจะกลายมาเป็นคนในของ issuer แต่ตั้งแต่คดี Dirks เป็นต้นมา เท่านั้นไม่พอเสียแล้ว บุคคลจะต้องเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องอย่างเปิดเผยหรือโดยปริยาย ในลักษณะผู้ได้รับมอบหมายให้ทำการแทนกับ issuer [51]

2.4.3 ผู้ให้ข้อมูล (tippers) และผู้ได้รับข้อมูล (tippees)

นอกจากการที่ Corporate Insiders และ Temporary Insiders อาจใช้ข้อมูลภายในเพื่อแสวงหาประโยชน์แล้ว บุคคลวงใน (insiders) ดังกล่าว ยังอาจถ่ายทอดข้อมูลที่ตนได้ล่วงรู้มาให้แก่บุคคลอื่นเพื่อให้บุคคลนั้นสามารถเอาข้อมูลดังกล่าวไปใช้ซื้อขายหลักทรัพย์แสวงหาประโยชน์ ซึ่งเรียกว่า (tipping) การกระทำเช่นนี้ สามารถกระทำต่อไปเป็นทอด ๆ ได้ และบุคคลที่ได้รับข้อมูลเป็นทอด ๆ มานี้ มักจะเป็นบุคคลอื่นที่มิใช่บุคคลวงใน (insider) ดังกล่าวได้กล่าวมาแล้ว

---

[50] Affiliated Ute Citizens V.United States 406 U.S.128 (1972)

[51] Donald C. Langevoort. Insider Trading : Regulation, Enforcement, and Prevention. US : Clark Boardman Callaghan 1992, p.3-10

Tipping เกิดขึ้นเมื่อคนวงใน จงใจส่งข้อมูลที่เขารู้ว่าเป็นข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญและปกปิดผ่านไปให้บุคคลภายนอก ซึ่งเป็นการละเมิดภาระหน้าที่ผู้ได้รับมอบหมายให้ทำการแทน (fiduciary duty) ต่อผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) โดยที่เจตนาของบุคคลวงในคือ การทำให้ผู้ได้รับข้อมูล (tippees) มีข้อได้เปรียบด้านการซื้อขายในตลาดหุ้น

ในคดี Slade V. Shearson โจทก์กล่าวหาว่า Shearson ได้หว่านล้อมให้ลูกค้าซื้อหุ้นของ Tidal Marine ทั้ง ๆ ที่เขาได้ทราบข้อมูลที่เป็นข่าวร้ายและเป็นสาระสำคัญที่ยังไม่ได้เปิดเผยต่อประชาชนมาจาก Tidal Marine โดยที่จำเลยมีตำแหน่งเป็น Investment Banker ของบริษัทดังกล่าวนั้น ศาลตัดสินว่า กฎ 10b-5 นั้น กำหนดเฉพาะเพียงแต่ว่าข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผยต่อประชาชน ไม่อาจนำมาบอกให้ลูกค้าเพื่อให้ลูกค้าได้ประโยชน์เท่านั้น แต่โดย fiduciary duty แล้ว broker ต้องงดเว้นไม่ให้คำแนะนำใด ๆ แก่ลูกค้าในสถานการณ์เช่นนี้ [52]

ข้อกำหนดดังกล่าวเกิดจากแนวความคิดที่ว่า เมื่อบุคคลวงในได้รับประโยชน์ จากการเลือกให้ข้อมูล (tipping) แทนที่จะมีการเปิดเผยสู่สาธารณะชนทั่วไป ประกอบกับการได้รับข้อมูลโดยผู้ได้รับข้อมูล (tippees) ได้รับประโยชน์นั้นจริง ๆ แล้วก็เป็นเรื่องที่ทำให้ผู้รับข้อมูล (tippees) ด่างพร้อยไปด้วยเช่นกัน ซึ่งก็ไม่ควรที่จะได้รับสิทธิที่จะใช้ข้อมูลที่ได้รับไป มาทำธุรกิจมากไปกว่าผู้ให้ข้อมูล (tippers) เองการที่บุคคลวงในเลือกให้กับผู้รับข้อมูล (tippees) เพื่อแลกกับเงินทองหรือข้อมูลแลกเปลี่ยนหรือสิ่งมีค่าอื่น ๆ เพื่อตนเอง ซึ่งรวมทั้งชื่อเสียงหรือสถานภาพอื่น ๆ ทำนองเดียวกัน [53]

---

[52] Slade V.Shearson, CCH p.94,329 (S.D.N.Y.1974)

[53] ในคดี Texas Gulf Sulphur 401 F.2d 833 (2d Cir.1968) ศาลตัดสินว่าบุคคลที่ให้ข้อมูลยังไม่เปิดเผยต่อบุคคลอีกคนหนึ่ง ทำการซื้อขายหุ้นถือได้ว่ากระทำผิดเท่า ๆ กับบุคคลที่ใช้ข้อมูลหลักในการซื้อขายเช่นกัน

ภายใต้กฎ 10b-5 "tippee" มีพันธกรณีที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว ต่อตลาดหลักทรัพย์ ถ้าหากว่า [54]

1. บุคคลวงในคนนั้นแสวงหากำไรเข้าตัว ซึ่งเท่ากับเป็นการละเมิดภาระหน้าที่ที่ได้รับความไว้วางใจในฐานะตัวแทนผู้ซื่อสัตย์ต่อผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) โดยการแพร่งพรายข้อมูลให้กับผู้รับ (tippee) เพื่อผลักดันส่งเสริมการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ให้ข้อมูล (tipper) และ

2. ตัวของผู้รับ (tippee) เองรู้หรือมีเหตุผลพอที่จะรู้ว่าการกระทำดังกล่าวเป็นการละเมิด [55]

ถ้าสภาพการณ์ทั้งสองเข้าด้วยกันเมื่อใด เมื่อนั้นการซื้อขายใด ๆ ก็ตามของ (tippee) จะมีผลทำให้ทั้ง (tipper)และ (tippee) ที่เป็นบุคคลวงในมีความผิดได้ซึ่งก็เห็นพ้องกันว่า tippees ควรอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ที่ว่าด้วย disclose or abstain ซึ่งจากการกำหนดความผิด

---

[54] Ibid., 4-1

[55] ในคดี Investors Management 44 S.E.C.633(1971)ได้มีการกำหนดอย่างชัดเจนในเรื่องของความรับผิดของ tippee ทางอ้อมไม่ว่าจะมีการติดต่อกันกี่ทอดในการรับส่งข้อมูลนั้น ๆ ก็ตามและยังวินิจฉัยว่าไม่จำเป็นที่ tippee จะต้องทราบว่า "การบอกกล่าวข้อมูลนั้นเป็นการขัดต่อหน้าที่ที่เกิดจากการได้รับความไว้วางใจ "ถือเป็นการเพียงพอแล้วหาก tippee ทราบหรืออาจทราบได้ว่าข้อมูลนั้น เป็นข้อมูลที่ยังไม่เปิดเผยต่อสาธารณะชน และได้รับทราบมาโดยไม่ชอบเพราะมิได้เปิดเผยเป็นการทั่วไป" ความรับผิดจะเกิดขึ้นหาก tippee ทราบหรืออาจทราบว่าข้อมูลนั้นได้มาโดยการจารกรรมทางธุรกิจการติดสินบนในเชิงการค้าหรืออื่น ๆ ทำนองเดียวกันส่วน tipper นั้นจะต้องเป็นบุคคลที่จงใจบอกข้อมูลซึ่งเป็นข้อมูลที่เขาทราบว่าเป็นสาระสำคัญและยังไม่เปิดเผยต่อประชาชนแก่บุคคลภายนอกและอาจคาดได้ว่าบุคคลนั้น (tippee)จะใช้ข้อมูลนั้นเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของเขาเอง จึงถือว่าเป็นองค์ประกอบภายใน Scienter.

ให้กับ tippees เมื่อพิสูจน์ว่า รู้หรือมีเหตุผลควรรู้ว่าข้อมูลที่ได้รับมานั้นเป็นข้อมูลสำคัญและปกปิด จากนั้น tippees ก็จะรับภาระหน้าที่ที่เกิดขึ้นกับบุคคลวงในไปในกรณีนี้ตัว tippees ก็จะอยู่ในฐานะผู้กระทำผิดหลักและในขณะที่การแพร่งพรายข้อมูล (tipping) นั้นเป็นการละเมิดกฎ 10b-5 กลับเป็นความผิดชั้นรองเพราะมีลักษณะของการให้ความช่วยเหลือให้มีการละเมิด

อย่างไรก็ตาม ศาลเห็นว่าเป็นการยากที่จะกำหนดความผิดให้กับ tippees ภายใต้กฎ 10b-5 ทั้งนี้เพราะตัว tippees เองมิใช่ผู้ทำหน้าที่แทนหรือผู้ได้รับมอบหมายให้ทำการแทน ด้วยเหตุนี้ ศาลฎีกา [56] จึงระมัดระวังในการลงความเห็นในเรื่องนี้ เพื่อกำหนดพันธกรณีที่จะต้องเปิดเผยให้กับตัว tippees ภายใต้กรอบแนวคิดใหม่ คือ tippees ของบุคคลวงในอาจต้องรับผิดหรือมีความผิดในกรณีมีการละเมิดภาระหน้าที่ในฐานะตัวแทน เมื่อบุคคลวงในส่งข้อมูลผ่านมาให้พวกเขา โดยถือว่าพวกเขาเป็นผู้มีส่วนร่วมภายหลังข้อเท็จจริง (participant after the fact)

ความเห็นข้างมากของศาลจึงระบุชัดเจนว่า ความรับผิดชอบ tippee เกิดขึ้นเมื่อทั้ง tipper และ tippee ร่วมมือกันดำเนินการหากินกับข้อมูลภายใน เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวเท่านั้น ในถ้อยคำของศาล tippee มีภาระหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จะไม่หากินกับข้อมูลที่สำคัญและปกปิด เพียงแต่เมื่อบุคคลวงในได้กระทำละเมิดพันธกรณีเช่นเดียวกันนี้ที่มีต่อผู้ถือหุ้น โดยการเปิดเผยข้อมูลต่อ tippee และ tippee เองก็รู้หรือควรจะรู้ว่าได้มีการละเมิดเกิดขึ้น [57] ดังนั้น จุดเริ่มต้นของการวิเคราะห์ กรณี tipper-tippee ก็คือการชี้ให้เห็นการละเมิดที่เข้าข่ายบททดสอบของ Dirks [58]

---

[56] Donald C. Langevoort. Insider Trading : Regulation, Enforcement and Prevention. US : Clark Boardman Callaghan 1992 p.4-3

[57] Ibid., p.4.4

[58] Ibid., p.4-8+

ในคดีของ Dirks นี้ ไม่มีหลักฐานใดที่ชี้ว่า บุคคลวงในของบริษัทเลือก Dirks เป็นช่องทางในการเผยแพร่ข้อมูล เพื่อการฉ้อโกงด้วยเหตุผลอื่นใด นอกเหนือไปจากความเชื่อว่า Dirks จะมีประสิทธิภาพมากที่สุดในการสื่อข้อมูลไปสู่สาธารณะได้อย่างรวดเร็วและ Dirks ในฐานะ tippee ก็ได้แสดงว่าไม่มีส่วนร่วมในการละเมิดภาระหน้าที่ความไว้วางใจของบุคคลวงใน และรู้ว่าข้อมูลที่ถึงมือเขานั้น มิได้มีเป้าหมายเพื่อประโยชน์ของบุคคลวงใน

2.5 ความรับผิดทางแพ่ง (Civil Liability)

ในการละเมิดกฎ 10b-5 ถือได้ว่าทำให้เกิดสิทธิในการให้ความคุ้มครองส่วนบุคคลโดยที่ผู้ถูกละเมิดสามารถแสดงให้เห็นว่า ผู้ละเมิดได้ละเมิดผลประโยชน์ส่วนตน ที่ได้กำหนดแล้วในกฎว่าจะให้ความคุ้มครองตามที่ใช้ในการซื้อขายโดยบุคคลวงใน โดยในการเรียกร้องโดยผู้ขายหรือผู้ซื้อนั้น บทบัญญัติในกฎ 10b-5 กล่าวไว้เกี่ยวกับ "การหลอกลวงหรือการโกง" (fraud or deceit) จะต้องแสดงให้เห็นว่า (ก) มีการให้ข้อมูลเท็จ (ข) ฝ่ายจำเลยต้องทราบว่าเป็นข้อมูลเท็จ (ค) จำเลยมีเจตนาที่จะสร้างแนวโน้มให้โจทก์กระทำ (ง) ความเชื่อมั่นที่มีเหตุผลของฝ่ายโจทก์ และ (จ) มีความเสียหายเกิดขึ้นกับโจทก์ [59]

ในกรณีของ List V.Fashion Park, (1965)[60] โจทก์มอบอำนาจให้จำเลยซึ่งเป็นนายหน้าขายหุ้นในราคาหุ้นละไม่ต่ำกว่า 18 ดอลลาร์ จำเลยดำเนินการผ่านนายหน้าของเขา โดยซื้อหุ้นในราคาหุ้นละ 18.50 เหรียญดอลลาร์ และต่อมาโจทก์ฟ้องจำเลย โดยกล่าวหาว่าจำเลยไม่เปิดเผยว่า (ก) เขาเป็นกรรมการของบริษัท และ (ข) การเจรจายังไม่เสร็จสิ้นและยังรอคอยอยู่ ซึ่งทำให้ในที่สุดต้องมีการรวมหรือควบบริษัทที่เป็นสาเหตุให้หุ้นมีราคาหุ้นละ 50 เหรียญดอลลาร์

---

[59] David L. Ratner, Securities Regulation : In a Nutshell 4th ED. (US:WEST Publishing Company, 1991) p.158

[60] 340 F.2d 257 (2d Cir.1965)

ประการแรก ศาลตัดสินว่า เพื่อเป็นการชดเชยโจทก์ไม่ต้องแสดงการให้ความเท็จของจำเลย เพราะว่าเพียง แต่การไม่เปิดเผยข้อเท็จจริงในสาระสำคัญนั้นก็เป็นการเพียงพอแล้วตามข้อ (3) ของกฎ 10b-5

ประการที่สอง เพื่อแสดงถึงความเชื่อใจ โจทก์เพียงแต่แสดงว่าข้อเท็จจริงที่ยังไม่เปิดเผย ส่งผลกระทบต่อคำตัดสินของเขาแล้ว คือการทดสอบ "ลักษณะที่เป็นสาระสำคัญ" โดยที่โจทก์แทน "ผู้ลงทุนที่สมเหตุสมผล" (reasonable investor)

อย่างไรก็ตาม ศาลวินิจฉัยว่า ข้อเท็จจริงตามที่จำเลยทราบในเวลาซื้อขายจะไม่มีผลต่อคำตัดสินใจของโจทก์ และปฏิเสธไม่ต้องมีการชดเชยใด ๆ ซึ่งเห็นได้ชัดว่าศาลรับฟังข้อเท็จจริงที่ว่าจำเลยขายหุ้นส่วนใหญ่ออกไปอีกครั้งหลังจากที่ซื้อมาเพื่อให้ได้กำไรเพียงหุ้นละหนึ่งดอลลาร์เท่านั้น

ในคดี Ute Citigens V.United States (1972)[๘๑] จำเลยซื้อหุ้นของบริษัท Ute Developement Corporation จากสมาชิกของกลุ่ม โดยไม่ได้บอกให้เขาทราบว่าหุ้นซื้อขายกันในราคาที่สูงกว่าในตลาดอีกแห่งหนึ่ง ศาลตัดสินว่าจำเลยไม่มีสิทธิ์นิ่งเฉย

ในสภาพการณ์ของคดีนี้ ซึ่งในเบื้องต้นเกี่ยวข้องกับการไม่เปิดเผยข้อมูล โดยในหลักฐานในแง่บวกที่แสดงถึงความเชื่อถือและไว้วางใจนั้น มิใช่ข้อกำหนดสำคัญว่าจะต้องมีกำไรชดเชยให้ สิ่งจำเป็นทั้งหมดมีเพียงว่าข้อเท็จจริงที่ยับยั้งไว้นั้น เป็นสาระสำคัญในความหมายที่ว่าผู้ลงทุนที่มีเหตุผลอาจพิจารณาว่าข้อเท็จจริงเหล่านั้นสำคัญต่อการตัดสินใจครั้งนี้ ภาระหน้าที่ที่จะเปิดเผยและการยับยั้งเช่นนี้เป็นองค์ประกอบที่สำคัญ

2.6 การเรียกค่าเสียหายโดยบริษัท (Recovery by the Company)

องค์ประกอบหนึ่งของภาระหน้าที่ตามกฎ 10b-5 เพื่อยับยั้งการซื้อขายโดยใช้ข้อมูลวงใน คือ "การมีความสัมพันธ์ทำให้ได้ใช้ข้อมูลที่ตั้งใจให้

---

[๘๑] 406 U.S.128 (1972)

ใช้เฉพาะเพื่อจุดประสงค์ของบริษัทเท่านั้น ไม่ใช่เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวของบุคคลใดบุคคลหนึ่ง [62] ดังนั้น จึงดูเหมือนว่าบริษัท (หรือผู้ถือหุ้นที่ฟ้องร้องแทนบริษัท) ควรมีสิทธิทำตามกฎข้อ 10b-5 เพื่อรับการชดเชยผลกำไรจากการซื้อขายโดยบุคคลวงใน อย่างน้อยที่สุดในที่ที่ข้อมูลที่เขาใช้มีเจตน์จำนงเพื่อจุดประสงค์ของบริษัทเท่านั้น อย่างไรก็ตามข้อจำกัดที่สำคัญที่ศาลกำหนดเกี่ยวกับสิทธิการกระทำ (Right of Action) ส่วนบุคคลที่จะทำจะต้องเป็นผู้ซื้อหรือผู้ขายหุ้นในการซื้อขายนี้ศาลจึงตัดสินว่าผู้ออกหุ้นจะต้องไม่ฟ้อง เพื่อให้ได้กำไรจากการซื้อขายของบุคคลวงในตามกฎข้อ 10b-5 ตัวอย่างคดี เช่น Davidge V.White [63]

แต่อย่างไรก็ตามมีทางเลือก 3 ทาง [64] ซึ่งบริษัทอาจชดเชยกำไรของบุคคลวงใน คือ

ประการแรก ผลประโยชน์อาจได้รับการชดเชย ตามมาตรา 16 (b) แต่ข้อนี้จะนำมาประยุกต์ใช้ ถ้าบุคคลวงในเป็นเจ้าหน้าที่กรรมการบริษัทหรือผู้ถือหุ้น 10% และถ้ามีการซื้อหรือขายที่น่าสนใจในเวลา 6 เดือน

ประการที่สอง เมื่อ SEC ดำเนินคดีต่อบุคคลวงในรายใดรายหนึ่งในการซื้อขายที่ละเมิดกฎข้อ 10b-5 จำเลยอาจร้องขอ และศาลก็อาจจะประกาศเพื่อเป็น "การบรรเทา" เพื่อช่วยเหลือ คือ ประกาศคำสั่งให้จำเลยคืนกำไรให้แก่บริษัท ซึ่งก็ต้องจัดการในลักษณะตามที่ศาลสั่ง

ประการที่สาม ในรัฐบางรัฐ บริษัทอาจสามารถชดเชยกำไรการซื้อขายโดยบุคคลวงใน คือ เจ้าหน้าที่หรือกรรมการบริษัท ภายใต้กฎทั่วไปว่าด้วยหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายเพราะความไว้วางใจ แต่ศาลอื่น ๆ ได้ปฏิเสธวิธีการในกรณีเหล่านี้ ทั้งยังถือว่าบริษัทไม่มีสิทธิ์ได้รับการชดเชยนอกจากว่าจะได้รับความเสียหายจริง ๆ

---

[62] Cady, Roberts, 40 S.E.C.907 (1961)

[63] 377 F.Supp.1084 (S.D.N.Y.1974)

[64] David L.Ratner, Securities Regulation : In a Nutshell 4th Ed. (US:West Publishing Company,1991)p.163

เพื่อพิจารณาความไม่แน่นอนที่สำคัญ ๆ ในเรื่องการชดเชยค่าเสียหายส่วนบุคคลสำหรับการซื้อขายโดยบุคคลวงใน และในเรื่องความพอเพียงในการปรับเพื่อยับยั้งการค้าขายโดยบุคคลวงใน SEC ได้กระตุ้นสภาครองเกรส ให้ออกพระราชบัญญัติ ลงโทษที่รุนแรง สภาครองเกรสออกพระราชบัญญัติ 2 ฉบับ คือ พระราชบัญญัติลงโทษห้ามทำการซื้อขายโดยบุคคลวงในปี 1984 (ITSA) และพระราชบัญญัติใช้บังคับการฉ้อฉลในการซื้อขายโดยบุคคลวงในและหุ้น ปี 1988 (ITSFEA) ฉบับแก้ไขเพิ่มเติมของพระราชบัญญัติมาตรา 20 A และ 21 A ปี 1934

ตามมาตรา 21 A นั้น ถ้าบุคคลใดฝ่าฝืนพระราชบัญญัติปี 1934 หรือมาตราใดมาตราหนึ่งโดยการซื้อขายขณะที่มีข้อมูลลับที่เป็นสาระสำคัญหรือโดยการส่งข้อมูลเกี่ยวกับการซื้อขายหุ้น SEC สามารถไปที่ศาลเพื่อให้ศาลสั่งให้มีการปรับทางแพ่ง 3 เท่า ของกำไรที่ได้หรือการขาดทุนที่มีการหลีกเลี่ยงโดยการซื้อขายอย่างผิดกฎหมาย "กำไร" หรือ "การขาดทุน" กำหนดไปตามค่าความแตกต่างระหว่างราคาซื้อหรือราคาขาย และค่าหุ้นในช่วงเวลาที่เหมาะสม ภายหลังการประกาศเผยแพร่ข้อมูลลับนั้น SEC อาจเข้าไปขอให้ปรับบุคคลที่ละเมิดและบุคคลใด ๆ ที่ทำการควบคุมผู้ละเมิดนั้น(ซึ่งในกรณีส่วนใหญ่แล้วจะหมายถึง บริษัทที่ผู้ละเมิดเป็นสาขาให้นั้น) ค่าปรับที่กำหนดต่อบุคคลที่ทำหน้าที่ควบคุมต้องไม่เกินหนึ่งล้านดอลล่าร์ และจะปรับถ้า SEC กำหนดว่าบุคคลเช่นนั้นมิได้ดำเนินการตามขั้นตอนที่เหมาะสม หรือกำหนดวิธีการที่เหมาะสมเพียงพอเพื่อป้องกันการละเมิดนั้นจำนวนเงินค่าปรับ ต้องลดลงตามจำนวนที่กำหนดให้จำเลยเพื่อคืนให้ตามที่คณะกรรมการสั่งภายใต้มาตรา 21

เพื่อช่วยกระตุ้นให้คนเลิกการซื้อขายโดยบุคคลวงในมาตรา 21 A(e) จึงบัญญัติว่าการลงโทษทางแพ่งสูงถึงร้อยละ 10 ซึ่ง SEC บังคับให้ชดเชยโดยดุลยพินิจของ SEC อาจต้องจ่ายเป็นเงินสนับสนุนแก่บุคคลที่ให้ข้อมูลที่นำไปสู่การเรียกปรับนั้น

ตามมาตรา 20 A ผู้ฝ่าฝืนพระราชบัญญัติปี 1934 หรือมาตราใด ๆ โดยการซื้อขายในขณะที่ตนมีข้อมูลลับที่เป็นสาระสำคัญ จะต้องรับผิดต่อคนที่ซื้อขายหุ้นเดียวกันในอีกตลาดหนึ่งพร้อม ๆ กัน ความรับผิดภายใต้มาตรานี้ขยายไปรวมถึงบุคคลที่ติดต่อขอรับข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญ และบุคคลที่ควบคุมผู้ละเมิดจำนวนค่าปรับอาจต้องลดลงตามคำสั่งของ SEC

การดำเนินคดีตามมาตรา 20 A หรือ 21 A มีอายุความ 5 ปี หลังจากการฝ่าฝืนกฎครั้งที่แล้ว ซึ่งเป็นพระราชบัญญัติที่มีข้อจำกัดยาวนานกว่ามากเมื่อเทียบกับพระราชบัญญัติเท่าที่พบในข้อกำหนดว่าด้วยความรับผิดทางแพ่งอื่น ๆ ของกฎหมายหลักทรัพย์แห่งรัฐบาลกลาง

ในช่วงที่มีการพิจารณา พระราชบัญญัติปี 1984 สภาครองเกรสได้สนับสนุนให้มีการกำหนดในเรื่องการซื้อขายโดยบุคคลวงในไว้ให้ชัดเจนยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตามในเรื่องค่าแตกต่าง ที่ไม่อาจจะประนีประนอมระหว่างทัศนะของ SEC กับความคิดเห็นของภาคอุตสาหกรรมในที่สุดสภาครองเกรสได้เลือกกำหนดความผิดโดยการอ้างอิงถึงกฎหมายที่มีอยู่แล้ว

ฉบับแก้ไขเพิ่มเติมปี 1988 ของ SEC มาตรา 32 นั้น ได้เพิ่มค่าปรับทางอาญาให้มีโทษสูงสุดสำหรับการฝ่าฝืนกฎหมาย จาก 100,000 ดอลลาร์ เป็น 1,000,000 ดอลลาร์ ในกรณีที่เป็นบุคคล และจาก 500,000 ดอลลาร์ เป็น 2.5 ล้านดอลลาร์ ในกรณีที่เป็นบริษัท