

การกำกับตลาดทุนโดยใช้หลัก Rules-Based และ Principles-Based:
ศึกษากรณีการปันหุ้นเปรียบเทียบ

เอก วรรณประทีป

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

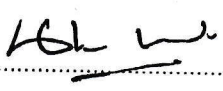
นิติศาสตรดุษฎีบัณฑิต

คณะนิติศาสตร์

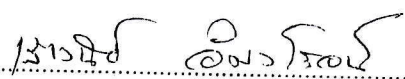
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

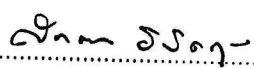
2562

การกำกับตลาดทุนโดยใช้หลัก Rules-Based และ Principles-Based:
 ศึกษากรณีการปันหุ้นเปรียบเทียบ
 เอก วรรณประทีป
 นิติศาสตร์

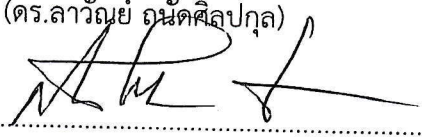
รองศาสตราจารย์..........อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
 (นเรศร์ เกษะประกร)

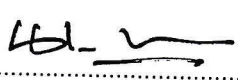
คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ได้พิจารณาแล้วเห็นสมควรอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของ
 การศึกษาตามหลักสูตรนิติศาสตรดุษฎีบัณฑิต

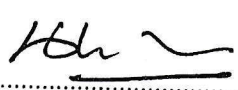
ศาสตราจารย์..........ประธานกรรมการ
 (ดร.เสาวนีย์ อัครโรจน์)

ศาสตราจารย์..........กรรมการ
 (ดร.ศักดา ธนิตกุล)

รองศาสตราจารย์..........กรรมการ
 (ดร.ลาวัณย์ อนุตติกุล)

อาจารย์..........กรรมการ
 (ดร.สมจิตต์ เซอร์ชันซี)

รองศาสตราจารย์..........กรรมการ
 (นเรศร์ เกษะประกร)

รองศาสตราจารย์..........คณบดี
 (นเรศร์ เกษะประกร)

กุมภาพันธ์ 2563

บทคัดย่อ

ชื่อวิทยานิพนธ์	การกำกับตลาดทุนโดยใช้หลัก Rules-Based และ Principles-Based: ศึกษากรณีการปั่นหุ้นเปรียบเทียบ
ชื่อผู้เขียน	นายเอก วรรณประทีป
ชื่อปริญญา	นิติศาสตรดุษฎีบัณฑิต
ปีการศึกษา	2562

การปั่นราคาหุ้นเป็นปัญหาที่สร้างความเสียหายให้กับนักลงทุนรายย่อยเป็นจำนวนมาก ในการแก้ไขปัญหาการปั่นหุ้นในตลาดทุนไทย การศึกษาตัวบทกฎหมายและแนวคิดในการกำกับตลาดหลักทรัพย์ที่บังคับใช้ในต่างประเทศเป็นสิ่งจำเป็น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นการศึกษาแนวคิดในการกำกับตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศสองแนวทางหลักคือ Principles-Based และ Rules-Based เพื่อนำมาเป็นแนวทางในการแก้ไขปัญหาการปั่นหุ้นโดยมุ่งเน้นถึงวิธีการสร้างราคา (Market Manipulation) ในตลาดทุนไทย ผู้วิจัยใช้การศึกษาวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative study) โดยศึกษาเอกสารเชิงพรรณนาและวิเคราะห์ (Descriptive and Analytical Method) และการเปรียบเทียบ (Comparative Study) โดยเปรียบเทียบกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้นในประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศเยอรมันนี และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ผลการศึกษาพบว่า กฎหมายและการกำกับหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีลักษณะเป็นแบบ Rules-Based ไม่ครอบคลุมถึงลักษณะการทำความผิดเกี่ยวกับการปั่นหุ้นซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางเศรษฐกิจและเทคโนโลยี ส่วนการนำแนวคิดแบบ Principles-Based มาใช้แก้ปัญหการปั่นหุ้นในประเทศไทยนั้นยังมีข้อจำกัดทั้งในแง่ของบทบัญญัติการฟ้องคดี และแนวคำพิพากษา

ผู้วิจัยได้เสนอแนวทางในการแก้ปัญหาสามแนวทางหลัก 1. ควรนำกฎหมายเชิงเทคนิคแบบ Rules-based ของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงมาใช้ในการแก้ไขบทบัญญัติเพื่อแก้ไขปัญหาความไม่ชัดเจนในการตีความตัวบทกฎหมาย 2. ควรนำหลัก Prudential Systems ซึ่งเป็นแนวทาง Principles-based ของประเทศอังกฤษมาใช้ในการประสานความร่วมมือระหว่างหน่วยงานกำกับและผู้ถูกกำกับให้มากขึ้น 3. คือ คำพิพากษาคควรเป็นตั้งอยู่บนแนวทาง Principles-based

(4)

คำสำคัญ: ตลาดทุนไทย, การปันหุ้น, การสร้างราคาหลักทรัพย์, Principles-Based, Rules-Based

ABSTRACT

Title of Dissertation	Securities Regulation in Thailand: Rules-Based or Principles-Based Approach
Author	Mr. Ek Vannaprathip
Degree	Doctor of Laws
Year	2019

Market manipulation in Thailand has been gradually found and caused losses to reetailed investors. To solve this problem, the study of laws and regulation enforcement in other relevant countries is required. This thesis presents the study of the two conceptual approaches: Principles-Based, Rules-Based; related to stock market regulations in relevant countries to identify guidelines for solving stock manipulation problems in the Thai capital market. By applying the qualitative study, the researcher applies the descriptive and analytical method and comparative study to determine the role of these two conceptual approaches in market manipulation over countries: England, the United States of America, Germany, Hong Kong Special Administrative Region.

The results showed that laws and regulations governing securities in Thailand are rules-based, and they do not sufficiently cover the dynamic and rapidly changing cases due to changes in economic structure and technology. Besides, to apply the principles-based concept to solve the stock manipulation problem, there are still limitations in terms of legislative provisions, enforcement, and adjudication

There are three plausible solutions. First, the rules-based technical laws of Hong Kong should be adopted as guidelines to amend to the Securities Act to solve the unclear interpretation of the law. Second, the application of the Prudential systems of England should be employed as guidelines to enhance the coordination between

(6)

regulators and supervisors. Finally, the guidelines of judgments should be based on the principles-based approach.

Keywords: Thai capital market, stock manipulation problems, market manipulation, Principles-Based, Rules-Based

กิตติกรรมประกาศ

การจัดทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี โดยได้รับความกรุณาจากคณะกรรมการที่สอบวิทยานิพนธ์ ซึ่งประกอบไปด้วยศาสตราจารย์ ดร.เสาวนีย์ อัสวโรจน์ ประธานคณะกรรมการ และคณะกรรมการอื่นประกอบไปด้วยศาสตราจารย์ ดร.ศักดา ธนิตกุล รองศาสตราจารย์ ดร.ลาวัณย์ รัตน์ศิลปกุล อาจารย์ ดร.สมจิตต์ เซอร์ชันซี และโดยเฉพาะอย่างยิ่งรองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกร อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำและช่วยเหลือในประการต่าง ๆ แก่ผู้เขียนจนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้สำเร็จลุล่วง ศิษย์จึงขอกราบขอบพระคุณมา ณ โอกาสนี้เป็นอย่างสูง

นอกจากนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณทุก ๆ คนในครอบครัวและเพื่อน ๆ ร่วมสถาบันทุกคนที่คอยเป็นกำลังใจให้เป็นอย่างดียิ่งตลอดระยะเวลาในการศึกษา และขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาให้ตลอดหลักสูตร

เอก วรรณประทีป

กุมภาพันธ์ 2563

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อ	3
ABSTRACT	5
กิตติกรรมประกาศ	7
สารบัญ	8
บทที่ 1 บทนำ	14
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	14
1.2 คำถามงานวิจัย	18
1.3 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	18
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	19
1.5 กรอบแนวคิด	19
1.6 คำนิยาม	20
1.7 สมมติฐานของงานวิจัย	23
1.8 ระเบียบวิธีวิจัย	23
1.9 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	24
1.10 โครงสร้างของวิทยานิพนธ์	24
บทที่ 2 ตลาดทุนไทย การกำกับตลาดหลักทรัพย์ แนวคิดหลักและทฤษฎี	25
2.1 ความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดทุนไทยและการกำกับตลาดหลักทรัพย์	25
2.1.1 ตลาดทุน (Capital Market)	25
2.1.2 การปันหุ้นคืออะไร	32
2.1.3 การกำกับตลาดหลักทรัพย์	34
2.1.4 ประวัติ ความเป็นมา และลักษณะของตลาดทุนไทย	52
2.1.5 บทบัญญัติและหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายหลักทรัพย์	54
2.2 แนวคิดและหลักทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับแนวคิด Rules-Based และ Principles-Based	71
2.2.1 การกำกับหลักทรัพย์แบบ Principles-Based	71
2.2.2 การกำกับหลักทรัพย์แบบใช้กฎ (Rules-Based)	84

2.3 ข้อดีและข้อเสียของ Principles-Based และ Rules-Based	86
2.3.1 กฎระเบียบที่ใช้หลักการ (Principles-Based Regulation)	86
2.3.2 กฎระเบียบตามกฎ (Rules-Based Regulation)	91
2.4 Rules-Based และความซับซ้อน (Rules and Complexity)	94
2.5 Rules-Based และความแม่นยำ (Rules and Precision)	97
2.6 Rules-Based และ ความเสี่ยง (Rules and Risk)	100
2.6.1 หลักการแนวทาง (Principles Approach)	100
2.6.2 หลักการและความร่วมมือด้านการกำกับ (Principles and Regulatory Collaboration)	101
2.7 ประสิทธิภาพของหลักการ (Effectiveness of Principles)	103
2.8 การกำกับโดยใช้ความเสี่ยง (Risk-Based Regulation)	103
2.8.1 ระเบียบที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ (Outcomes-Oriented Regulation)	105
2.8.2 ระเบียบสัดส่วน (Proportionate Regulation)	106
2.9 ทฤษฎีการกำกับดูแล (Governance Theory)	108
2.10 ทฤษฎีการปฏิบัติตาม (Compliance Theories)	110
2.10.1 การป้องปรามทั่วไป (General Deterrence)	113
2.10.2 แรงจูงใจที่ขับเคลื่อนด้วยเหตุผล (Reason-Driven Motive)	114
2.10.3 แรงจูงใจเอกลักษณ์ทางสังคม (Social Identity Motive)	114
2.10.4 ความปรารถนาที่จะเข้าร่วมชุมชน “ถูกต้อง” และแรงกดดันจากเพื่อน	115
2.10.5 ทุนชื่อเสียง (Reputation Capital)	117
2.10.6 ความยุติธรรมแรงจูงใจ (Justice Motive)	120
2.10.7 ความยุติธรรมแบบกระจาย (Distributive Justice)	120
2.10.8 กระบวนการยุติธรรม (Procedural Justice)	121
2.10.9 แรงจูงใจในการเป็นพลเมือง (Citizenship Motive)	121
2.10.10 กฎหรือหลักการสำหรับความขัดแย้งทางผลประโยชน์	123
2.10.11 การควบคุมความขัดแย้งทางผลประโยชน์และการจัดการตนเอง	123
2.11 กฎหรือหลักการเปรียบเทียบกับกิจกรรมที่มีการควบคุมอื่น ๆ	126
2.11.1 การปฏิบัติตามภาษีเงินได้ (Income Tax Compliance)	126
2.11.2 มาตรฐานการบัญชี (Accounting Standards)	131
2.11.3 ความเกี่ยวเนื่องกับด้านอื่น ๆ (Other Regulated Fields)	133
2.12 ลักษณะโดยสรุปของ Principles และ Rules	134

บทที่ 3 รูปแบบขององค์การการกำกับ และบทบัญญัติ เกี่ยวกับการป็นหุ้นในต่างประเทศ	138
3.1 ประเทศสหรัฐอเมริกา	138
3.1.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย	138
3.1.2 หน่วยงานกำกับดูแล (Regulatory Authorities)	140
3.2 ประเทศอังกฤษ	149
3.2.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย (Sources of Law)	149
3.2.2 หน่วยงานกำกับดูแล (Regulatory Authorities)	150
3.2.3 การฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Common Securities Claims)	151
3.2.4 ขอบเขตของบทบัญญัติการละเมิดตลาด (The Scope of The Market Abuse Provisions)	151
3.2.5 กรณีศึกษา (Cases Law)	155
3.3 ประเทศเยอรมัน	156
3.3.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย (Source of Laws)	156
3.3.2 กฎหมายที่ใช้ในการควบคุม (Supervisory Law)	157
3.3.3 หน่วยงานที่ควบคุมตลาดหลักทรัพย์ (BaFin)	158
3.3.4 การดำเนินคดี	158
3.3.5 การฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Common Securities Claims)	159
3.3.6 กรณีศึกษา (Case Laws)	165
3.4 ประเทศฮ่องกง	168
3.4.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย (Source of Laws)	168
3.4.2 หน่วยงานที่กำกับดูแล (Regulatory Authorities)	168
3.4.3 การประพฤติมิชอบในการซื้อขายในตลาด (Market Misconduct)	169
3.4.4 การซื้อขายที่มีลักษณะผิดปกติ ไม่เป็นไปตามสภาวะตลาด (False Trading) (มาตรา 274 และ 295)	170
3.4.5 การใช้ข้อมูลในการเก็งกำไร โดยการกำหนดราคาร่วงหน้าร่วมกัน (Price Rigging) (มาตรา 275 และมาตรา 296)	171
3.4.6 การป็นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Manipulation) (มาตรา 278 และ 299)	172
3.4.7 การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมที่ต้องห้าม (Disclosure of Information about Prohibited Transactions) (มาตรา 276 และ มาตรา 297)	173

3.4.8 การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดธุรกรรมการชักนำให้ทำธุรกรรม (Disclosure of False or Misleading Information Inducing Transactions) (ส่วน 277 และ 298)	173
3.4.9 กรณีศึกษา (Case Laws)	181
บทที่ 4 ตลาดหลักทรัพย์ไทย ปัญหาและแนวทางแก้ไข	184
4.1 การแก้ไขตัวบทกฎหมายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2559	185
4.1.1 ที่มาของการเสนอแก้ไขกฎหมาย	185
4.1.2 การเพิ่มบทบัญญัติเกี่ยวกับมาตรการลงโทษทางแพ่ง (Civil Sanction)	187
4.1.3 กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (กฎหมายเดิม)	191
4.2 คดีความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์	192
4.2.1 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น BBC	192
4.2.2 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น SCIB	196
4.2.3 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท เงินทุน เฟิร์สซิตี อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI)	201
4.2.4 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท รัตนการเคหะ จำกัด (RR)	201
4.3 การวิเคราะห์ตัวบทของไทย	206
4.4 ผลของการปรับแก้กฎหมายในปี พ.ศ. 2559	210
4.5 การวิเคราะห์เปรียบเทียบ	213
บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	216
5.1 บทสรุป	216
5.2 ข้อเสนอแนะ	221
บรรณานุกรม	226
ประวัติผู้เขียน	244

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 สถิติมาตรการลงโทษทางแพ่ง ปี พ.ศ. 2561	60
2.2 สถิติมาตรการลงโทษทางแพ่ง ปี พ.ศ. 2560	61
2.3 สถิติการเปรียบเทียบ/กล่าวโทษทางอาญา ปี พ.ศ. 2560-2561	62
2.4 สถิติการเปรียบเทียบ/กล่าวโทษทางอาญา ปี พ.ศ. 2558-2559	64
2.5 สถิติการเปรียบเทียบ/กล่าวโทษทางอาญา ปี พ.ศ. 2556-2557	66
2.6 CG Watch ปี ค.ศ. 2014	70
2.7 CG Watch ปี ค.ศ. 2018	70
2.8 สรุปลักษณะของ Principles และ Rules	136
3.1 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศสหรัฐอเมริกา (Section 9 Manipulation of Security Prices)	143
3.2 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศสหรัฐอเมริกา (Section 10 Manipulative and Deceptive Devices)	147
3.3 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศอังกฤษ	153
3.4 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศเยอรมัน	163
3.5 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศฮ่องกง	180
4.1 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศไทย	208
4.2 วิเคราะห์เปรียบเทียบตัวบทกฎหมายของประเทศ อังกฤษ สหรัฐอเมริกา เยอรมัน ฮ่องกง	213
4.3 การวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างของกระบวนการยุติธรรมในกฎหมายหลักทรัพย์ ของประเทศ อังกฤษ สหรัฐอเมริกา เยอรมัน ฮ่องกง และไทย	214
5.1 สรุปลักษณะของ Principles และ Rules	219
5.2 สรุปกฎหมายหลักทรัพย์ของทั้ง 4 ประเทศ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้น (Market Manipulation)	220
5.3 ตารางประกอบการพิจารณาลักษณะของกฎหมายและกระบวนการยุติธรรมของกฎหมายหลักทรัพย์	221

5.4	ปัจจัยที่ต้องคำนึงถึงระหว่างการใช้ Principles-Based แบบอังกฤษ, Rules-Based แบบสหรัฐอเมริกา และแบบไทย	222
-----	---	-----

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทย ตลาดทุนถือได้ว่าเป็นแหล่งระดมเงินออมที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศและตลาดหลักทรัพย์ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุนรัฐจึงต้องให้ความสำคัญในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้มีความมั่นคง มีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดความเป็นธรรม สำหรับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีการจัดตั้งขึ้นครั้งแรกตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 วัตถุประสงค์ในการประกาศใช้พระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวก็เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์และส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจในประเทศ

ตลาดหลักทรัพย์เป็นส่วนหนึ่งของของระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยม (Capitalism) ซึ่งยึดถือทฤษฎีหลักการค้าเสรี (Free Market Economy) ที่ปล่อยให้มีการซื้อขายเป็นไปตามธรรมชาติของอุปสงค์และอุปทาน ดังนั้นราคาซื้อขายย่อมขึ้นลงไปตามประมาณความต้องการที่แตกต่างกัน อันเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นๆ (Intrinsic Value) ตลาดหลักทรัพย์ที่ดีจึงต้องตั้งบนปัจจัย 3 ประการ¹ คือ 1. การซื้อขายต้องมีสภาพคล่อง (Liquidity) 2. การขึ้นลงของราคาต้องมีระเบียบ (Orderly) 3. ต้องมีความเป็นธรรม (Fairness) เมื่อตลาดหลักทรัพย์เป็นศูนย์กลางในการระดมทุนจากประชาชนย่อมจะมีประชาชนเข้ามาเกี่ยวข้องเป็นจำนวนมาก เพื่อป้องกันบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่จะแสวงหาผลประโยชน์จากการเก็งกำไรในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในทางที่มิชอบและอาจมีผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศและบั่นทอนความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนอันเนื่องมาจากการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือความผิดฐานปั่นหุ้นนั้น ครอบคลุมถึงการกระทำความผิดใน 3 ลักษณะ คือ 1. การบอกกล่าวข้อความ

¹ พิเศษ เสตเสถียร. (2538) การกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์(การปั่นหุ้น).วารสารตุลพาห, 42(2), 9

เท็จ หรือการแพร่ข่าวอันไม่เป็นความจริง 2. การสร้างราคา และ 3. การใช้ข้อมูลภายในหรือ Insider Trading

การกระทำความผิดใน 3 ลักษณะดังกล่าวนี้ มีวัตถุประสงค์ เพื่อต้องการ ให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไปในทิศทางที่ผู้ปั่นหุ้นประสงค์อยากให้เป็น โดยการสร้างราคาหลักทรัพย์ เป็นวิธีการที่นักปั่นหุ้นนิยมใช้กันอย่างกว้างขวาง ซึ่งที่ผ่านมา นับจากการปรับปรุงกฎหมายในเรื่อง เกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2535 ได้มีการตราพระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ขึ้นโดยมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 16 พฤษภาคม 2535 อย่างไรก็ตาม จากสภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่มีการบังคับใช้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พบว่าการดำเนินคดีกับผู้กระทำความผิด ไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร และมีแนวโน้มของการกระทำความผิดสูงขึ้นเรื่อยๆ จากข้อมูลการ กล่าวโทษของผู้กระทำความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ระหว่างปี 2535 ถึงปี 2555 มีถึง 459 ราย สามารถที่จะนำคดีฟ้องสู่ศาลและมีการลงโทษได้เพียง อัตราร้อยละ 16 เท่านั้น และคดียังคงอยู่ในชั้นพิจารณาของพนักงานสอบสวนและอัยการอีกร้อยละ 48 และคดีขาดอายุความและหลบหนีอีกร้อยละ 13 และอัยการสั่งไม่ฟ้องอีกร้อยละ 18 และศาล พิพากษายกฟ้องอีกร้อยละ 5²

ในปัจจุบันกฎหมายหลักทรัพย์ฯ ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงเรื่อยมา นับจากปี พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา และได้มีความพยายามในการบังคับใช้กฎหมายโดยเฉพาะอย่างยิ่งกับผู้ที่มีลักษณะเข้าข่าย ของการปั่นหุ้นมาอย่างต่อเนื่อง แต่การบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์กับผู้กระทำความผิดยังไม่ มีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น กรณีการปั่นหุ้นธนาคารพาณิชย์การ จำกัด (มหาชน)³ หรือ BBC ของ กลุ่มเสี่ยสอง หรือนายสอง วัชรศรีโรจน์ ซึ่งใช้เวลาในการต่อสู้คดียาวนานจนถึงศาลฎีกา แต่ในที่สุด ศาลมีคำพิพากษายกฟ้อง ทำให้เกิดความสงสัยเคลือบแคลง และมีคำถามจากสังคมเป็นจำนวนมากว่า การบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือการป้องปรามผู้ทำการปั่นหุ้นนั้นมีประสิทธิภาพมากน้อย เพียงใด

² งามเนตร สกลสุด. 2557 แนวทางในการพัฒนากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการ ยุติธรรมในตลาดทุน. ความรู้เกี่ยวกับตลาดทุนไทย, 5 มิถุนายน 2557 ณ โรงแรม ระยอง แมริออท รี สอร์ท แอนด์ สปา ระยอง

³ วีระพงษ์ บุญโณภาส, อาชญากรรมทางเศรษฐกิจ, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพมหานคร: นิติ ธรรม, 2544), หน้า 72-86.

ผลกระทบจากการไม่สามารถบังคับใช้กฎหมายเอาผิดผู้มีเจตนาปั่นหุ้นทำให้เกิดความเสียหายในวงกว้าง ทั้งในแง่ของ นักลงทุนรายย่อย และความเชื่อมั่นที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงความเสียหายในวงกว้างต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศด้วย ทั้งนี้เพราะมูลค่าการซื้อขายตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีมูลค่าประมาณปีละ 6 ล้านล้านบาท และมีมูลค่าการซื้อขายต่อวันไม่น้อยกว่า 50,000 ล้านบาท

การกระทำผิดกฎหมายหลักทรัพย์ถือได้ว่าเป็นการกระทำที่มีลักษณะเป็นอาชญากรรมทางเศรษฐกิจชนิดหนึ่งด้วย ศาสตราจารย์ เอ็ดวิน ฮาร์ดิน ซัทเทอร์แลนด์ (Professor Edwin Hardin Sutherland)⁴ นักวิชาการของประเทศสหรัฐอเมริกาได้อธิบายเกี่ยวกับการกระทำอาชญากรรมทางเศรษฐกิจไว้ว่า เป็นการกระทำความผิดทางอาญา โดยผู้กระทำความผิดอยู่ในฐานะที่ดี ได้ประกอบอาชีพที่ดีในสังคมและอาศัยโอกาสดังกล่าวในการแสวงหาประโยชน์ให้กับตนเอง โดยมีพฤติกรรมหรือเหตุจูงใจในการกระทำความผิดที่แตกต่างจากความผิดทางอาญาทั่วไป

นอกจากนี้ ยังมีนักวิชาการท่านอื่นได้อธิบายถึงลักษณะอาชญากรรมทางเศรษฐกิจไว้ด้วยเช่นกัน ซึ่งสามารถสรุปลักษณะสำคัญของอาชญากรรมทางเศรษฐกิจได้ดังนี้⁵

1. ผู้ประกอบอาชญากรรมทางเศรษฐกิจมักเป็นผู้มีความรู้ ความสามารถสูงกว่าผู้ประกอบอาชญากรรมธรรมดา และมักจะเป็นผู้ที่มีตำแหน่งหน้าที่ทางสังคม มีภาพพจน์ที่ดี หรือมีบุคคลที่มีอิทธิพลสนับสนุนอยู่เบื้องหลัง
2. มีการวางแผนการกระทำความผิดอย่างมีขั้นตอนและรัดกุม โดยมีการใช้เทคโนโลยีที่มีประสิทธิภาพสูงในการกระทำความผิด จึงสามารถที่จะหลบเกลื่อนหรืออำพรางเจตนาที่จะกระทำความผิดได้อย่างแนบเนียน ยากแก่การสืบสวนข้อเท็จจริง เนื่องจากพยานหลักฐานที่จะใช้พิสูจน์ความผิดมักจะอยู่กับผู้กระทำความผิด ในการสอบสวนส่วนมากจะต้องใช้พยานแวดล้อมประกอบและยากแก่การพิสูจน์จนปราศจากข้อสงสัยอันควรตามมาตรฐานของการดำเนินคดีอาญาทั่วไป
3. แรงจูงใจในการกระทำความผิดมาจากผลประโยชน์มหาศาลที่ผู้กระทำความผิดจะได้รับ ซึ่งจะคุ้มกับความเสี่ยงในการกระทำความผิด มักจะมีผู้ร่วมทำเป็นทีม มีการแบ่งหน้าที่ ความรับผิดชอบ และมีการวางแผนการทำงานที่ซับซ้อนอย่างเป็นขั้นตอน

⁴ Sutherland, Edwin Hardin. 1961. *White collar crime*. New York: Holt, Rinehart and Winston.

⁵ สิทธิ จิรโรจน์, อาชญากรรมทางเศรษฐกิจ: อุปสรรคและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับประสิทธิภาพของการบังคับใช้กฎหมาย, ใน เอกสารสรุปการอภิปรายเรื่อง อาชญากรรมทางเศรษฐกิจ (กรุงเทพมหานคร: คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2530), หน้า 7.

กฎหมายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับเรื่องหลักทรัพย์มักจะไม่ครอบคลุม หรือทันสมัยพอที่จะลงโทษผู้กระทำความผิด เนื่องจากลักษณะของกฎหมายที่มีลักษณะเป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งมีการระบุองค์ประกอบและฐานความผิดไว้ชัดเจน ไม่สามารถปรับให้เข้ากับสถานการณ์ตามสภาพเศรษฐกิจและเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว ทำให้การบังคับใช้กฎหมายอาจจะไม่ทันหรือไม่ครอบคลุมกับผู้ตั้งใจกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรืออาจจะกล่าวได้ว่าเราไม่อาจนำกฎหมายที่มีกรอบและชัดเจน (Static) ไปจัดการกับผู้ตั้งใจกระทำความผิดที่มีความคิดในการแสหาวิธีใหม่ ๆ ในการแสวงหาผลประโยชน์ตลอดเวลา (Dynamic) อันเนื่องมาจาก 1. ลักษณะของกฎหมายที่ไม่มีความยืดหยุ่น 2. องค์ประกอบความผิดไม่เพียงพอที่จะดำเนินคดี หรือ 3. ฤทธิการยกฟ้อง อันเนื่องมาจากความไม่ชัดเจนของพยานหลักฐาน

ดังนั้น การพยายามที่จะแก้ปัญหาดังกล่าวโดยใช้วิธีหรือแนวคิดในการมุ่งเน้นเฉพาะการแก้ปัญหาโดยการแก้ปัญญัตติของกฎหมายแต่เพียงอย่างเดียว อาจไม่สามารถที่จะใช้แก้ปัญหาการปันหุ้นในประเทศไทยได้ โดยในต่างประเทศได้มีความพยายามที่จะหาสาเหตุและวิธีการแก้ปัญหาดังกล่าวเช่นเดียวกัน โดยมีแนวคิดหนึ่งที่ได้ให้ความสำคัญกับลักษณะของกฎหมายที่ใช้ในการกำกับตลาดหลักทรัพย์ว่า โดยทั่วไปแล้ว แนวคิดทางด้านกฎหมายที่ใช้กำกับตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ สามารถจำแนกได้เป็นสองลักษณะคือ Principles-Based และ Rules-Based โดยที่ Principles-Based คือการกำกับแบบใช้หลักการที่ได้กำหนดเป็นแนวทางกว้าง ๆ ในตัวบทกฎหมายและเน้นการพิจารณาที่ผลลัพธ์ (Outcomes) ส่วนการกำกับแบบ Rules-Based คือการกำกับแบบใช้กฎเกณฑ์ที่มีลักษณะเป็นลายลักษณ์อักษร มีการกำหนดกระบวนการต่าง ๆ ในรายละเอียดและเน้นการพิจารณาที่กระบวนการ เป็นขั้นตอน (Process) ซึ่งมีความชัดเจนกว่า Principles-Based โดยทั้งสองแบบนี้ก็มีจุดอ่อนจุดแข็งต่างกัน ซึ่งโดยลักษณะแล้ว การกำกับแบบ Rules-Based ก็จะได้ความชัดเจน แต่ในขณะเดียวกันก็อาจจะไม่ครอบคลุม และยืดหยุ่นพอที่จะบังคับใช้กับผู้กระทำความผิดได้ดีพอ ส่วนการกำกับแบบ Principles-based ก็อาจจะกว้างเกินไป จนไม่สามารถระบุถึงการกระทำความผิดอย่างชัดเจนได้ จนถึงปัจจุบันก็ยังคงถกเถียงกันมากถึงสองแนวคิดนี้ในเรื่องของควมมีประสิทธิภาพในการแก้ปัญหาการปันหุ้น เพื่อเป็นการเปิดมุมมองใหม่ในการแก้ปัญหาการปันหุ้นในประเทศไทยจึงควรมีการศึกษาพื้นฐานของตัวบทกฎหมายและแนวคิดในการกำกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งแบบ Principles-Based และ Rules-Based ที่บังคับใช้ในต่างประเทศเพื่อเป็นแนวทางสำคัญในการประยุกต์แก้ไขปัญหาการปันหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทย

1.2 คำถามงานวิจัย

เพื่อค้นหาแนวคิดที่มีความเหมาะสมในการนำมาประยุกต์ใช้กับกฎหมายหลักทรัพย์ไทยในการแก้ปัญหาการปั่นหุ้น โดยเฉพาะเรื่องการสร้างราคา ซึ่งเป็นวิธีการที่นักปั่นหุ้นนิยมใช้ โดยมีโจทย์วิจัยดังนี้

ประเด็นหลัก ควรจะนำแนวคิดและทฤษฎีใดระหว่าง Principles-Based และ Rules-Based รวมถึงบทบัญญัติกฎหมายหลักทรัพย์ใดที่เหมาะสมมาใช้ในการพิจารณาประยุกต์ใช้ในการแก้ปัญหาการปั่นหุ้นในประเทศไทย

ประเด็นต่อมา ถ้าแนวคิดและทฤษฎีแบบ Principles-Based มีความเหมาะสม ควรจะมีแนวทางในการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศไทยต่อไปอย่างไร

ถ้าแนวคิดและทฤษฎีแบบ Rules-Based มีความเหมาะสม ควรจะมีแนวทางในการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศไทยต่อไปอย่างไร

ถ้าแนวคิดและทฤษฎีทั้งแบบ Principles-Based และ Rules-Based ไม่มีความเหมาะสม ควรจะมีแนวทางในการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศไทยต่อไปอย่างไร

1.3 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาให้เข้าใจแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ Rule-Based Regulation และ Principles-Based Regulation ที่นำมาบังคับใช้กับกฎหมายหลักทรัพย์
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบบทบัญญัติของกฎหมายหลักทรัพย์ ในส่วนที่เกี่ยวกับการปั่นหุ้นในต่างประเทศ เพื่อให้ทราบว่า บทบัญญัติในประเทศใดเป็น Rules-Based หรือ Principles-Based เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการบังคับใช้กฎหมาย
3. เพื่อศึกษากฎหมายหลักทรัพย์ไทย ในกรณีเกี่ยวกับการปั่นหุ้น ว่ามีลักษณะเป็น Rules-Based หรือไม่ และถ้านำหลัก Principles-Based มาใช้ร่วมด้วยในกฎหมายไทย จะสามารถทำได้หรือไม่ และจะส่งผลดีต่อการแก้ปัญหาการปั่นหุ้นอย่างไร
4. เพื่อเสนอแนะแนวทางที่เหมาะสมในการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศไทย

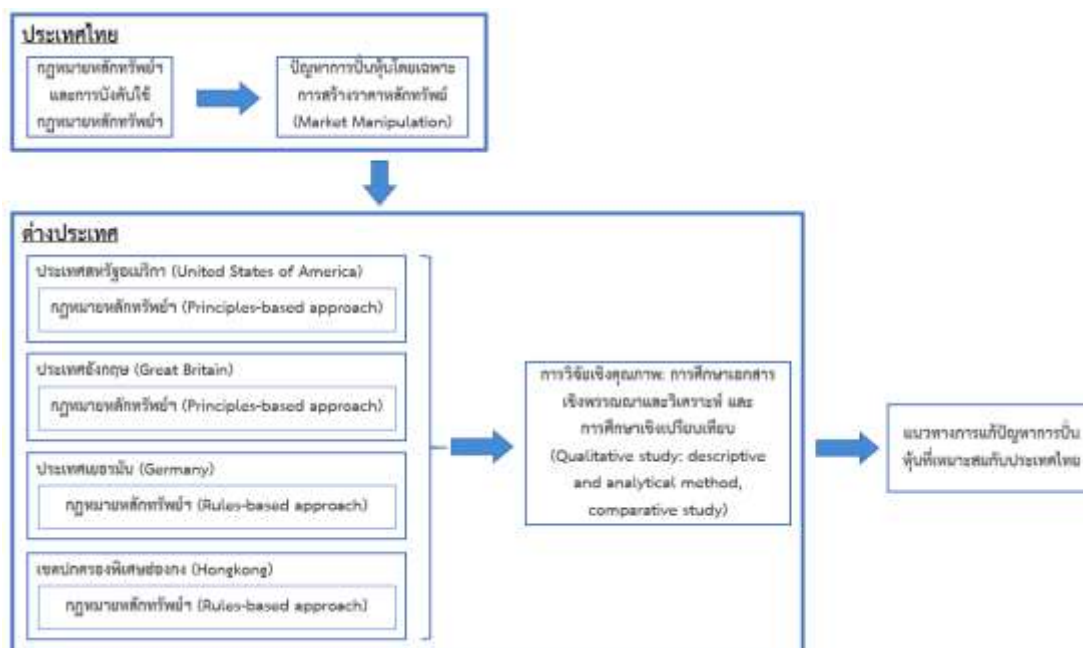
1.4 ขอบเขตงานวิจัย

ขอบเขตของการวิจัยนี้ มุ่งเน้นการศึกษาวเคราะห์เกี่ยวกับแนวคิดและทฤษฎี Principles-Based และ Rules-Based โดยมุ่งเน้นถึงประเด็นด้านการสร้างราคาหลักทรัพย์ (Market Manipulation) โดยจะแบ่งได้เป็นสองส่วนหลักคือ 1) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายหลักทรัพย์ และกฎหมายหลักทรัพย์ไทย และ 2) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้น รวมไปถึงกฎหมายของต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้น โดยจะศึกษาจาก 4 ประเทศ คือ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมัน และฮ่องกง เพื่อนำมาเปรียบเทียบและประยุกต์สำหรับเสนอแนวทางปรับใช้กับกฎหมายไทย

สาเหตุที่เลือก 4 ประเทศนี้มาเพื่อการศึกษาเนื่องจาก สหรัฐอเมริกาเป็นแม่แบบของกฎหมายหลักทรัพย์ในปัจจุบัน, มีขนาดของตลาดหลักทรัพย์ใหญ่ที่สุดในโลก และบทบัญญัติกฎหมายหลักทรัพย์มีลักษณะที่มีรายละเอียดมาก ซึ่งอาจกล่าวได้ว่ามีลักษณะของ Rules-Based ส่วนอังกฤษจะมีลักษณะของการใช้หลักการ หรือ Principles-Based ในกฎหมายหลักทรัพย์, เยอรมันเป็นประเทศที่มีลักษณะกฎหมายหลักทรัพย์ในลักษณะ Rules-Based และเป็นประเทศที่ใช้ระบบกฎหมายแบบลายลักษณ์อักษร แต่กฎหมายที่ใช้กำกับหลักทรัพย์จะไม่มีลักษณะเฉพาะ โดยเป็นการนำลักษณะจากกฎหมายอื่นมาใช้บังคับแทน, ฮ่องกงเป็นประเทศที่เป็น Common Law แต่บทบัญญัติเกี่ยวกับกฎหมายหลักทรัพย์ก็เป็นแบบที่มีรายละเอียดมาก ซึ่งน่าจะเป็นแบบ Rules-Based และเป็นประเทศที่มีความก้าวหน้าเกี่ยวกับระบบตลาดหลักทรัพย์มากที่สุดในเอเชีย

1.5 กรอบแนวคิด

ผู้วิจัยจะศึกษากฎหมายหลักทรัพย์และการบังคับใช้กฎหมายในประเทศไทยซึ่งนำไปสู่ปัญหาการปั่นหุ้น หลังจากนั้น จะศึกษากฎหมายหลักทรัพย์และการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ในต่างประเทศอันได้แก่ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมัน และฮ่องกง โดยใช้การวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative study) การศึกษาเอกสารเชิงพรรณนาและวิเคราะห์ (Descriptive and Analytical method) และ การศึกษาเชิงเปรียบเทียบ (Comparative study) หลังจากนั้นจะนำผลการศึกษาที่ได้มาเสนอแนะแนวทางที่เหมาะสมในการแก้ปัญหาการสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย กรอบแนวคิดนี้สามารถแสดงได้ตามแผนภาพดังนี้



1.6 คำนิยาม

คำนิยาม	คำอธิบาย
การใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading)	การที่บุคคลใดอาศัยตำแหน่งหน้าที่ หรืออยู่ในฐานะที่มีสามารถล่วงรู้ข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญของบริษัท อันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ และเข้ามาทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อเท็จจริงดังกล่าว ก่อนที่ข้อเท็จจริงดังกล่าวจะถูกเปิดเผยต่อประชาชนอย่างเท่าเทียมกัน ซึ่งถือเป็นการเอาเปรียบบุคคลอื่นและเป็นการซื้อขายที่ไม่เป็นธรรม
การสร้างราคาหลักทรัพย์หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation)	การที่บุคคลหรือกลุ่มบุคคลมีการซื้อขายในลักษณะจงใจหรือเจตนาบิดเบือนราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ให้ผิดไปจากสภาพปกติ โดยมีเจตนาหลอกลวงให้ผู้อื่นสำคัญผิดเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นๆ และหวังผลประโยชน์จากการลงมือชื้อขายนั้น เช่น การผลักดันราคา โดยการพยายามทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น เพื่อหวังประโยชน์ที่จะขายหลักทรัพย์ได้ในราคาสูง หรือ

คำนิยาม	คำอธิบาย
การสร้างราคาหลักทรัพย์หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation) (ต่อ)	● การพองราคา เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นไม่ให้สูงหรือต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น หรือ ● การกดราคา โดยการทำให้ราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เพื่อหวังประโยชน์จากการที่จะเข้าไปซื้อในราคาต่ำ หรือ ● การซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะจับคู่กันเอง ซึ่งในที่สุดบุคคลที่ได้รับประโยชน์จากการซื้อขายนั้นเป็นบุคคลหรือกลุ่มบุคคลเดียวกัน ไม่มีการเปลี่ยนมือกันจริง เพื่อลงให้บุคคลอื่นหลงผิดในราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น
การปล่อยข่าวลือหรือกล่าวข้ อ ค ว า ม อ น เ ป น เ ท้ จ (Misstatement)	การบอกกล่าว การแพร่ข่าว หรือข้อความอันเป็นเท็จ รวมถึงข้อความใดๆ โดยเจตนาให้ผู้อื่นสำคัญผิดในข้อเท็จจริงเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียน หรือเข้าใจว่าหลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลง
การปั่นหุ้นหรือการสร้างราคาหุ้น	ลักษณะของการซื้อขายหุ้นที่มีราคาหรือปริมาณเปลี่ยนแปลงไป โดยไม่มีปัจจัยพื้นฐาน หรือข้อมูลสารสนเทศรองรับ โดยมีสภาพการซื้อขายหุ้นผิดไปจากสภาพปกติจากที่เคยมีมาในอดีตโดยไม่มี เหตุผลสนับสนุน และไม่ตรงกับสภาพการซื้อขายของตลาดโดยรวม และมักพบว่าความผิดปกตินั้นเกิดจากการกระทำโดยเจตนาของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ไม่ประสงค์ดีเอาเปรียบผู้ลงทุนรายอื่นโดยใช้วิธีหรือมี พฤติกรรมการในการสั่งซื้อหรือขายหุ้นไม่ว่าจะปั่นให้ราคาขึ้นหรือลง หรือพองราคา เพื่อให้คนทั่วไปเข้าใจผิด เกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขาย หรือส่งคำสั่งซื้อขายในลักษณะต่อเนื่องกันโดยมุ่งให้ราคาหรือปริมาณ การซื้อขายนั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด
หุ้น (share)	หลักทรัพย์ที่แสดงความเป็นเจ้าของส่วนหนึ่งในบริษัทราคาหุ้นจะเปลี่ยนแปลงตามผล ประกอบการของบริษัทและภาวะตลาด

คำนิยาม	คำอธิบาย
ตลาดหลักทรัพย์ หรือ ตลาดหุ้น	สถานที่สำหรับซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระยะยาว ของบริษัทมหาชนจำกัด ซึ่งถือว่าเป็นตลาดรอง (Secondary Market) ทั้งนี้เนื่องจากจะทำการซื้อขายเฉพาะหลักทรัพย์ที่ได้ ออกจำหน่ายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปแล้วเท่านั้น หลักทรัพย์ระยะยาว จะประกอบไปด้วยตราสารหนี้ และตราสารทุนซึ่งประกอบไปด้วย หุ้นสามัญ
Principles-Based Regulation	การกำกับแบบใช้หลักการที่ได้กำหนดเป็นแนวทางกว้างๆใน ตัวบทกฎหมาย หรือ หลักเกณฑ์ต่างๆ โดยเน้นการพิจารณาที่ ผลลัพธ์ (Outcomes) เป็นสำคัญ
Rules-Based Regulation	การกำกับแบบใช้กฎเกณฑ์ที่มีลักษณะตายตัว และมีการ กำหนดไว้อย่างชัดเจน รวมถึงจะมีการกำหนดขั้นตอน กระบวนการต่างๆในรายละเอียดโดยเน้นการพิจารณาที่ กระบวนการเป็นขั้นตอน (Process)
สำนักงานคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์ และ ตลาด หลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	องค์กรของรัฐที่ทำหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนไทยให้ เป็นแหล่งระดมทุนและแหล่งลงทุนที่มีประสิทธิภาพของทั้ง ภาครัฐ เอกชน และประชาชนทั่วไป
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand, SET)	จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดย สำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ^[1] ทำหน้าที่เป็นตลาดรองเพื่อแลกเปลี่ยน ซื้อขายตราสารทุน ของบริษัทต่าง ๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้ และ เพื่อให้สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้ โดยสะดวก ปัจจุบันการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535
The Securities and Exchange Commission (SEC)	คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของ สหรัฐอเมริกา มีหน้าที่กำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์และ บังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์

คำนิยาม	คำอธิบาย
The Financial Conduct Authority (FCA)	หน่วยงานควบคุมการให้บริการทางการเงินและการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในภาษาอังกฤษ
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	หน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศเยอรมัน
The Securities and Futures Commission (SFC)	หน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในเขตพิเศษฮ่องกง

1.7 สมมติฐานของงานวิจัย

กฎหมายหลักทรัพย์ของไทยที่เกี่ยวกับการปันหุ้น ซึ่งมีลักษณะเป็น Rules-Based มีลักษณะ บทบัญญัติที่เฉพาะเจาะจงเกินไป ทำให้การบังคับใช้กฎหมายต้องเป็นไปโดยเคร่งครัด จึงไม่เหมาะสมกับการใช้ดำเนินคดี จากการกระทำความผิดในคดีปันหุ้น ซึ่งเป็นคดีที่มีลักษณะสลับซับซ้อนมีความเป็นพลวัตสูง เป็นผลทำให้การบังคับใช้กฎหมายขาดประสิทธิภาพในการป้องปรามผู้กระทำความผิด จึงเห็นควรปรับปรุง บทบัญญัติกฎหมายให้มีลักษณะแบบหลักการ ที่สามารถครอบคลุมได้กว้างขึ้น โดยการนำหลัก Principles-Based มาปรับใช้

1.8 ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative study) โดยการศึกษาเอกสารเชิงพรรณนาและวิเคราะห์ (Descriptive and Analytical method) และการศึกษาเชิงเปรียบเทียบ (Comparative study) โดยผู้วิจัยค้นคว้าและรวบรวมข้อเท็จจริง ข้อกฎหมาย หนังสือคำอธิบายเอกสารประกอบการสัมมนา เอกสารการวิจัย บทความนักกฎหมายและผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศ เมื่อทำการรวบรวมและเรียบเรียงเอกสารดังกล่าวทั้งหมดแล้ว จึงทำการวิจัยโดยใช้วิธีการเขียนเชิงพรรณนาและวิเคราะห์ถึงหลักเกณฑ์และแนวคิด ตลอดจนประเด็นที่เป็นปัญหา พร้อมทั้งเสนอความเห็นและข้อเสนอแนะแนวทางแก้ไขเพิ่มเติมที่เป็นประโยชน์ในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้น

1.9 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ Rule-Based Regulation และ Principles-Based Regulation ที่นำมาบังคับใช้กับกฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศไทย
2. ทำให้ทราบถึงบทบัญญัติของกฎหมายหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวกับการปันหุ้นในต่างประเทศ ว่าประเทศใดเป็น Rules-Based หรือ Principles-Based แต่ละแนวคิดมีข้อดีข้อเสียอย่างไรและมีปัญหาอุปสรรคอย่างไร
3. ทำให้ทราบถึงแนวคิดและแนวทางปฏิบัติที่เหมาะสมในการแก้ปัญหาการปันหุ้นในประเทศไทย
4. ทำให้ทราบถึงผลของการนำ Principles-Based มาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย

1.10 โครงสร้างของวิทยานิพนธ์

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีทั้งหมด 5 บท โดยบทที่เหลือจากนี้ไปมีดังนี้

บทที่ 2 นำเสนอความรู้ความเข้าใจเบื้องต้นพื้นฐานเกี่ยวกับตลาดทุน การปันหุ้น การกำกับตลาดหลักทรัพย์ บทบัญญัติและหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายหลักทรัพย์ฯ รวมถึงแนวคิดและหลักทฤษฎีเกี่ยวกับ Principles-Based Approach และ Rules-Based Approach

บทที่ 3 นำเสนอการศึกษาองค์การการกำกับและบทบัญญัติกฎหมายเกี่ยวกับการปันหุ้นในต่างประเทศ อันได้แก่ สหรัฐอเมริกา, อังกฤษ, เยอรมัน และ ฮองกง

บทที่ 4 เป็นการศึกษาเชิงวิเคราะห์เกี่ยวกับปัญหาของการบังคับใช้บทบัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ไทย และนำเสนอแนวทางแก้ไข

บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ

บทที่ 2

ตลาดทุนไทย การกำกับตลาดหลักทรัพย์ แนวคิดหลักและทฤษฎี

ในบทนี้จะได้ทบทวนวรรณกรรมทางวิชาการเกี่ยวกับความรู้พื้นฐานด้านตลาดทุนไทย การกำกับตลาดหลักทรัพย์ ปัญหาการปั่นหุ้น บทบัญญัติกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ รวมถึงการอธิบายแนวคิดและหลักทฤษฎีแบบ Rules-Based และ Principles-Based รวมถึงข้อดี ข้อเสียของแนวคิดทั้งสองนี้ นอกจากนี้มีการกล่าวถึงความซับซ้อน ความแม่นยำชัดเจน ความเสี่ยง และการใช้ภาษาของแนวคิดและหลักทฤษฎีแบบ Rules-Based ในบทนี้จะได้อธิบายเกี่ยวกับ ประสิทธิภาพของหลักการ การกำกับโดยใช้ความเสี่ยง ทฤษฎีการกำกับดูแล ทฤษฎีการปฏิบัติตาม และ กฎหรือหลักการเปรียบเทียบกับกิจกรรมที่มีการควบคุมอื่น

2.1 ความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดทุนไทยและการกำกับตลาดหลักทรัพย์

2.1.1 ตลาดทุน (Capital Market)

ตลาดทุน หรือ Capital Market เป็นองค์ประกอบหนึ่งของตลาดการเงิน (Financial Market) ซึ่งเป็นช่องทางการส่งผ่านเงินทุนจาก ผู้ที่มีเงินทุนเหลือไปยังผู้ต้องการเงินทุนที่จะนำเงินทุนเหล่านั้นไปประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ตลาดการเงินจะเกิดขึ้นเมื่อผู้ต้องการเงินทุนกับผู้มีเงินทุนเหลือ (ผู้ออมหรือผู้ลงทุน) พบกันเพื่อทำการซื้อขายตราสารทางการเงินหรือกู้ยืมเงินระหว่างกัน

ตลาดการเงิน⁶ (Financial Market) แบ่งตามอายุของตราสารออกได้เป็น 2 ประเภท คือ ตลาดเงิน (Money Market) และ ตลาดทุน (Capital Market) โดยตลาดเงิน (Money Market) จะเป็นตลาดที่เกิดขึ้นจากการผู้ที่ต้องการระดมทุนไปใช้เสริมสภาพคล่องหรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการทำธุรกรรมปกติ โดยผู้ต้องการระดมทุนจะออกตราสารทางการเงินที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี เช่น ตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงินบัตรเงินฝาก ตั๋วเงินคลัง เป็นต้น ลักษณะธุรกรรมโดยส่วนใหญ่จะเป็นการกู้ยืมเงินระยะสั้นผ่าน ธนาคารพาณิชย์

⁶ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547), หน้า 20.

ตลาดทุน หรือ Capital Market หมายถึงตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุมากกว่า 1 ปีขึ้นไป เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) หุ้นกู้ พันธบัตรประเภทต่าง ๆ เพื่อนำเงินทุนที่ได้รับมาใช้ในการลงทุนในโครงการต่างๆของผู้ออกตราสาร

ในการซื้อขายครั้งแรก ตลาดทุนจะมีบทบาทในการเป็นศูนย์กลางสำหรับการระดมเงินทุนจากผู้มีเงินออมที่ต้องการมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของกิจการ ให้กับกิจการหรือบริษัทที่ต้องการเงินทุน โดยเมื่อบริษัทต้องการระดมเงินทุนสามารถทำได้โดยการจำหน่ายตราสารทุนในตลาดแรก (Primary Market) หลังจากนั้นเมื่อมีการซื้อขายเปลี่ยนมือตราสารทุนระหว่างผู้ลงทุนด้วยกันเองโดยไม่เกี่ยวข้องกับเงินทุนของบริษัทอีกต่อไป ธุรกรรมการซื้อขายเหล่านั้นเป็นธุรกรรมในตลาดรอง (Secondary Market) หรือตลาดหลักทรัพย์

ตลาดทุนจึงมีบทบาทที่สำคัญ 3 ประการ⁷ บทบาทประการแรก เป็นบทบาทในการอำนวยความสะดวกในการเคลื่อนย้ายเงินทุน ทำให้ทางบริษัทผู้ต้องการเงินทุนและผู้มีเงินออมที่ต้องการถือตราสารทุนได้บรรลุความต้องการที่สอดคล้องกันได้โดยสะดวก บทบาทประการที่ 2 เป็นบทบาทในการก่อให้เกิดสภาพคล่องของการซื้อขาย (Trading Liquidity) โดยทำหน้าที่อำนวยความสะดวกเป็นการเอื้อประโยชน์โดยตรงแก่ผู้ลงทุนทำให้สามารถเปลี่ยนตราสารทุนที่ถืออยู่เป็นเงินสดได้ในเวลารวดเร็วและในราคาที่เหมาะสม ซึ่งในประเทศไทยจะมีนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Securities Broker) ช่วยอำนวยความสะดวกโดยผู้ซื้อและผู้ขายไม่จำเป็นต้องรู้จักหรือพบปะกันสภาพคล่องของการซื้อขายเปลี่ยนมือตราสารทุนในตลาดรองทางช่วยเลือกประโยชน์โดยอ้อมแก่บริษัทผู้ระดมเงินทุนในตลาดแรกทำให้สามารถขายตราสารทุนออกใหม่ได้ง่ายเพราะผู้ลงทุนวางใจว่าเมื่อซื้อตราสารทุนไปแล้วหากต้องการเปลี่ยนเป็นเงินสดผู้ลงทุนก็สามารถขายตราสารทุนในตลาดรองได้สะดวกและในราคาที่เหมาะสม บทบาทประการสุดท้าย คือการส่งสัญญาณจากตลาดตราสารทุนสัญญาณจากการขึ้นลงของราคาตราสารทุนรวมทั้งกิจกรรมการซื้อขายและการขายตราสารทุนเป็นตัวบ่งชี้แนวโน้มผลประกอบการและฐานะการเงินของบริษัทได้เป็นอย่างดี ตัวอย่างเช่นหากมีแนวโน้มว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานเสื่อมถอยลงราคาตราสารทุนจะต่ำลง ดังนั้น ราคาที่ตกต่ำลงของตราสารทุนจึงเป็นสัญญาณบ่งบอกว่าผู้ลงทุนมองว่าบริษัทกำลังมีแนวโน้มตกต่ำลงนอกจากนั้นการตัดสินใจของผู้บริหารบริษัทที่จะออกตราสารทุนมาจำหน่ายยังเป็นสัญญาณบ่งว่าผู้บริหารบริษัทเห็นว่าบริษัทมีแนวโน้มธุรกิจดีและต้องการเพิ่มทุนเพื่อขยายกิจการจึงเป็นโอกาสอันดีที่จะระดมเงินทุนเพิ่มโดยการออกตราสารทุน

⁷ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, **ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์**, พิมพ์ครั้งที่ 14 (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556), หน้า 74.

ประโยชน์ของตลาดทุนที่มีต่อบุคคลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องและต่อระบบเศรษฐกิจสรุปได้ ดังนี้⁸

1. เป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวให้กับธุรกิจที่ต้องการขยายหรือปรับปรุงกิจการทำให้การดำเนินงานเป็นไปได้อย่างราบรื่น
2. เป็นแหล่งสำหรับเปลี่ยนมือซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุนทำให้เกิดสภาพคล่องเมื่อผู้ลงทุนต้องการเปลี่ยนสภาพจากหลักทรัพย์เป็นเงินสด
3. เป็นแหล่งข้อมูลที่ส่งสัญญาณเกี่ยวกับสถานะของธุรกิจและอุตสาหกรรมที่สำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม
4. ส่งเสริมให้เกิดการผลิตและการจ้างงานโดยผ่านบริษัทที่นำหลักทรัพย์เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้อง
5. เป็นแหล่งระดมทุนทางตรง Direct Financing ซึ่งช่วยสร้างสมดุลในตลาดการเงินกับการระดมทุนทางอ้อม Indirect Financing โดยผ่านสถาบันการเงิน

สำหรับการศึกษาถึงประโยชน์ของตลาดรองหรือตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจนั้น จะเห็นได้ว่าผู้วิจัยหลาย ๆ ท่านต่างก็มีข้อสรุปที่ไม่แตกต่างกันในเรื่องความสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์และการพัฒนาเศรษฐกิจว่าต่างฝ่ายต่างมีความสัมพันธ์ในแบบเกื้อหนุนซึ่งกันและกัน โดยจากการศึกษาของ Atje และ Jovanovic ได้ข้อสนับสนุนต่อแนวคิดที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์ที่มีการทำงานที่ดีจะเอื้อต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน นอกจากนี้ระดับของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ก็เป็นตัวแปรที่ดีที่ใช้ในการทำนายการเติบโตทางเศรษฐกิจในอนาคตโดยใช้การถดถอยแบบตัดขวาง (Cross-Sectional Regressions) สรุปว่าตลาดหุ้นมีผลกระทบระยะยาวต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ⁹ การศึกษาที่สำคัญโดย Ross Levine และ Sara Zervos พบว่าการพัฒนาตลาดหุ้นมีความสำคัญอย่างมากในการคาดการณ์การเติบโตในอนาคตของ GDP ต่อหัว การถดถอยของพวกเขาคาดการณ์ว่าหากเม็กซิโกหรือบราซิลจะได้รับตลาดหุ้นขั้นสูงเช่นเดียวกับมาเลเซียพวกเขาอาจได้รับการเติบโตของจีดีพีต่อหัวต่อปีที่ 1.6%¹⁰ แฮร์ริสแสดงให้เห็นว่า ภายในกรอบการทำงานแบบข้าม

⁸ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, **ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์**, พิมพ์ครั้งที่ 14 (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556), หน้า 75.

⁹ R. Atje and B. Jovanovic, "Stock Markets and Development," *European Economic Review* 37 (1993): 632.

¹⁰ Sara Zervos and Ross Eric Levine, **Stock Market Development and Long Run Growth** (Washington, DC.: World Bank, 1999), Retrieved October 22, 2018 from <http://ssrn.com/abstract=614946>

ตลาดหุ้นจะช่วยที่ส่งเสริมการเติบโต แต่มักจะเกิดสำหรับประเทศที่พัฒนาแล้วเท่านั้น¹¹ Rousseau และ Wachtel ได้วิเคราะห์ข้อมูลของ 47 ประเทศเกี่ยวกับเศรษฐกิจและสรุปรายงานว่าตลาดหุ้นมีอิทธิพลต่อการเติบโตผ่านมูลค่าการซื้อขายหุ้น¹² Arestis และคณะ ใช้ข้อมูลเวลาในการวิเคราะห์ข้อมูลของ 5 ประเทศอุตสาหกรรม ระบุว่าตลาดหุ้นมีบทบาทในการเติบโตทางเศรษฐกิจ¹³ Bekaert และคณะ ได้ศึกษาว่าการเปิดเสรีตลาดทุนมีส่วนสำคัญในการส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจด้วย¹⁴ ในแง่ของการเติบโตของตลาดหลักทรัพย์อาจจะได้รับอิทธิพลผ่านหลายช่องทาง สภาพคล่อง การกระจายความเสี่ยงการได้มาซึ่งข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการระดมเงินออม¹⁵ ดังที่ Levine และ Bencivenga, Smith และ Starr กล่าวไว้ ตลาดหลักทรัพย์อาจส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ การสร้างสภาพคล่อง การลงทุนที่ให้ผลกำไรจำนวนมากต้องการความมุ่งมั่นในระยะยาวของเงินทุน แต่นักลงทุนมักลังเลที่จะละทิ้งการควบคุมเงินออมของพวกเขาเป็นเวลานาน ดังนั้น ตลาดทุนใดที่มีสภาพคล่องดี ทำให้การลงทุนมีความเสี่ยงน้อย จึงน่าสนใจเพราะช่วยให้ผู้ออกตราสารทุนได้รับเงินทุนที่จำเป็นอย่างรวดเร็ว ดังนั้นการจัดสรรเงินทุนและเพิ่มโอกาสในการเติบโตทางเศรษฐกิจระยะยาว ในขณะเดียวกัน บริษัทต่าง ๆ ก็สามารถเข้าถึงเงินทุนได้อย่างสม่ำเสมอผ่านตลาดทุน

นอกจากนี้ การลงทุนที่มีความเสี่ยงน้อยและทำกำไรได้มากขึ้น รวมทั้งสภาพคล่องในตลาดหุ้นที่ดี ก็จะสามารถนำไปสู่การออมและการลงทุนที่มากขึ้น การกระจายความเสี่ยงผ่านตลาดหุ้นเป็นอีกหนึ่งวิธีที่ตลาดหุ้นสามารถส่งผลกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจได้ เนื่องจากโครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงนั้นมักมีความเสี่ยงค่อนข้างสูงเช่นกัน ตลาดหลักทรัพย์ที่ดี มักจะสามารถอำนวยความสะดวก

¹¹ R. D. F. Harris, "Stock Markets and Development: A Reassessment," **European Economic Review** 41 (1997): 139.

¹² P. L. Rousseau and P. Wachtel, "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes 1980-1995," **Journal of Banking and Finance** 24, 12 (2000): 1933.

¹³ P. Arestis, P. Demetriades and K. Luintel, "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets," **Journal of Money, Credit and Banking** 33 (2001): 16.

¹⁴ G. Bekaert, C. R. Harvey and C. Lundblad, "Does Financial Liberalization Spur Growth?," **Journal of Financial Economics** 77 (2005): 33.

¹⁵ Charles K. D. Adjasi and Nicholas B. Biekpe, "Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Selected African Countries," **African Development Review** 18, 1 (2006): 144.

สะดวกในการกระจายความเสี่ยงโดยสามารถสนับสนุนให้นักลงทุน เปลี่ยนไปใช้โครงการที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าได้¹⁶ เนื่องจากความหลากหลายของพอร์ตการลงทุน บริษัทจึงมีโอกาที่จะเชี่ยวชาญในกิจกรรมการผลิตของตน อันจะเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพของบริษัทอีกด้วย¹⁷ ตลาดหลักทรัพย์ยังสามารถกระตุ้นการเติบโตผ่านการจัดหาข้อมูลเกี่ยวกับ บริษัท ความสะดวกและรวดเร็วของการเปิดเผยข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาและผลกำไรของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนนั้นช่วยเพิ่มการวิจัยและพัฒนาซึ่งจะช่วยกระตุ้นการเติบโตต่อไป ตลาดการเงินที่ได้รับการพัฒนามาอย่างดี อาจส่งเสริมการรวบรวมและประมวลผลข้อมูล ตลาดหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องสามารถกระตุ้นการได้มาซึ่งข้อมูลเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ การพัฒนาข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท จะทำให้บริษัทสามารถจัดสรรทรัพยากรของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพอันจะเป็นผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ¹⁸ ในแง่ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลาดหลักทรัพย์ให้สิ่งจูงใจที่เหมาะสมสำหรับผู้จัดการที่จะตัดสินใจลงทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าระยะยาวของบริษัทมากกว่ามองแค่ขอบเขตการจ้างงานผ่านรูปแบบผลตอบแทนเป็นหลักทรัพย์เท่านั้น¹⁹ Greenwood และ Smith ยังแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์สามารถ ลดต้นทุนในการระดมเงินออม ช่วยอำนวยความสะดวกในการลงทุนเพื่อให้เกิดประสิทธิผลมากที่สุดทางเทคโนโลยีได้²⁰

ตลาดหลักทรัพย์มี 4 หน้าที่หลัก ประการแรก คือ การให้กลไกสำหรับบริษัท ที่จะขายหลักทรัพย์เพื่อเป็นเงินทุนสำหรับการขยายตัวขององค์กร ตลาดหลักทรัพย์เป็นหนึ่งในแหล่งที่สำคัญที่สุดสำหรับบริษัทในการระดมทุน²¹ บริษัทที่ต้องการจัดตั้งธุรกิจใหม่หรือขยายธุรกิจที่มีอยู่สามารถ

¹⁶ Maurice Obstfeld, "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth," **American Economic Review** 84 (1994): 1310.

¹⁷ D. Acemoglu and F. Zilibotti, "Was Prometheus Unbounded by Chance? Risk Diversification and Growth," **Journal of Political Economy** 105, 4 (August 1997): 709.

¹⁸ Ross Levine, "Financial Development and Growth: Views and Agenda," **Journal of Economic Literature** XXXV (June 1997): 688.

¹⁹ James Dow and Gary Gorton, "Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is there a Connection?," **Journal of Finance** 52, 3 (1997): 1087.

²⁰ J. Greenwood and B. Smith, "Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets," **Journal of Economic Dynamics and Control** 21 (1996): 145.

²¹ ในเดือนกรกฎาคม 2551 บริษัท จดทะเบียนใหม่ระดมทุนต่อไปนี้ผ่านการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนครั้งแรก: LSE \$ 1,499.8 ล้าน Nasdaq 636,9 ล้านดอลลาร์ กลุ่ม NYSE 61.3 ล้าน

เพิ่มทุนที่ต้องการโดยการออกหุ้นให้กับนักลงทุน สิ่งนี้จะตัวเชื่อมระหว่างผู้ที่มีเงินออมไปยังผู้ที่มีโอกาสในการลงทุน²² ประการต่อไป ตลาดหลักทรัพย์เป็นสถานที่สำหรับการซื้อและขายหุ้น ซึ่งจะช่วยให้เกิดความมั่นใจว่าการโอนหลักทรัพย์ซึ่งเป็นพื้นฐานสำหรับระบบโดยรวม²³ สิ่งที่ต้องดูของตลาดคือสภาพคล่อง สภาพคล่องที่มีให้กับนักลงทุนในตลาดรอนั้นอาจไม่มีผลดีมากนักสำหรับองค์กรที่ต้องการออกหลักทรัพย์ใหม่เพื่อระดมทุน แต่การมีอยู่ของตลาดหลักทรัพย์นั้นจะให้ผลดีในการตอบสนองความต้องการของผู้ประกอบการในการลงทุนและการลงทุนของผู้ลงทุนเพื่อความมั่นใจในสภาพคล่อง สภาพคล่องในตลาดและผลตอบแทนที่สัญญาหรือคาดการณ์ไว้ในหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสนับสนุนให้ประชาชนอาจประหยัดเงินเพิ่มเติมจากรายได้ในปัจจุบัน ในกรณีที่ไม่มีตลาดหลักทรัพย์ การออมเพิ่มเติมจะถูกใช้ไปในทางอื่น ดังนั้นการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์จะส่งผลให้เกิดการออมเพื่อการลงทุนมากขึ้น นอกจากนี้ การมีตลาดหลักทรัพย์ยังเป็นการให้โอกาสกับผู้ลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้ โดยการกระจายความเสี่ยงเพื่อหวังผลตอบแทนการลงทุนที่ให้ผลกำไรอย่างคุ้มค่า²⁴ ตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับการพัฒนาอย่างดีจะช่วยกระจายความเสี่ยงและเพิ่มความสามารถในการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ช่วยให้บุคคลสามารถจัดสรรเงินออมของเขาในการจัดการเพื่อการลงทุน สิ่งนี้ช่วยให้เขาสามารถกระจายความเสี่ยงในองค์กรซึ่งเพิ่มโอกาสในการได้รับผลกำไรโดยรวมในระยะยาวในที่สุด การมอบการบริหารองค์กรจะช่วยลดความล้มเหลวในการจัดการและการกำกับจะถูกดูแลผ่านการกำกับกิจการที่ดีโดยใช้ช่องทางผ่านตลาดทุน²⁵ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีการ

ดอลลาร์ HKSE \$ 920,9 ล้าน ข้อมูลนี้แสดงให้เห็น ตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นหนึ่งในวิธีการสำคัญที่บริษัท สามารถระดมทุนใหม่ได้จำนวนมาก; Carol Ann Frost, **Federation of Exchanges Disclosure Survey** (London: World Federation of Exchanges, 2003).

²² Veronika Dolar and Césaire Meh, **Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2002/wp02-24.pdf>

²³ Shri G. N. Bajpai, **Significance of Securities Market in the Growth of an Economy: An Indian Context**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.sebi.gov.in/chairmanspeech/chsp4.pdf>

²⁴ Yuwa Wei, “The Development of the Securities Market and Regulation in China,” **Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review** 27 (2005): 479.

²⁵ Colin Mayer, Stock-Markets, Financial Institutions, and Corporate Performance, In **Capital Markets and Corporate Governance**, Nicholas Dimsdale and Martha

ทำงานที่ดีจะสามารถสนับสนุนให้บริษัทมหาชนปรับปรุงประสิทธิภาพการบริหารจัดการและลดความล้มเหลวของการจัดการที่ไม่ถูกต้องเพื่อที่จะได้รับโอกาสให้เข้าไปจดทะเบียนในตลาดเพื่อเป็นการรักษาชื่อเสียงของพวกเขาอีกด้วย²⁶ นี่เป็นเพราะบริษัทจะต้องปฏิบัติตามกฎการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ราคาหุ้นของบริษัทก็จะสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการของบริษัท เพราะเมื่อราคาหุ้นตกต่ำ บริษัทที่มีการจัดการไม่ดีต้องเผชิญกับการถูกซื้อหรือครอบงำกิจการ ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนทีมบริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพได้

ดังนั้น การเข้าครอบงำกิจการจึงมีส่วนช่วยในกระบวนการกำกับดูแลสองวิธี คือ (1) ความเป็นไปได้ของการถูกครอบงำกิจการ อาจทำให้ฝ่ายบริหารเลือกทำเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือบริษัท โดยรวม²⁷ และ (2) เป็นไปได้ว่า จะทำให้เกิดการแก้ไขปัญหาที่เกิดจากการจัดการที่ไม่มีประสิทธิภาพ โดยการเปลี่ยนตัวผู้บริหาร²⁸ ด้วยเหตุผลเหล่านี้การครอบงำกิจการถือว่าเป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพสำหรับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ในทำนองเดียวกันตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพก็อาจจะกำหนดผลตอบแทนของผู้บริหารบริษัทโดยผูกกับราคาของหุ้นได้

ระบบการซื้อขายที่ใช้ในตลาดหลักทรัพย์มีอยู่ด้วยกันสามระบบ ระบบแรกคือระบบการตลาดตามคำสั่ง / การประมูลซึ่งผู้ซื้อและผู้ขายได้รับการจับคู่โดยตรงโดยทั่วไปผ่านระบบ

Prevezer, eds. (Oxford: Oxford University Press, 1994), p. 179.; Paul Marsh, Market Assessment of Company Performance, In **Capital Markets and Corporate Governance**, Nicholas Dimsdale and Martha Prevezer, eds. (Oxford: Oxford University Press, 1994), pp. 66, 67.

²⁶ Clyde E. Rankin, III, Unites States Corporate Governance: Implications for Foreign Issuers, In **Trends and Developments in Corporate Governance: The Comparative Law Yearbook of International Business Special Issue 286**, Dennis Campbell and Susan Woodley, eds. (London: Kluwer Law International, 2003), pp. 286, 291.

²⁷ Pauline O' Sullivan, Governance by Exit: An Analysis of the Market for Corporate Control, In **Corporate Governance: Economic and Financial Issues**, Kevin Keasey, Steve Thompson and Mike Wright, eds. (London: Oxford University Press, 1977), pp. 122, 122-23.

²⁸ *Ibid.*, pp. 122-123.

คอมพิวเตอร์²⁹ ระบบส่วนใหญ่ในทวีปยุโรปได้ดำเนินการบนพื้นฐานนี้มาตั้งแต่ช่วงปลายทศวรรษ 1980 อีกอันหนึ่งคือระบบตลาดที่มีการเสนอราคา / ตีเลอร์ดซึ่งเป็นระบบดั้งเดิมที่ใช้โดย Nasdaq ระบบนี้มีพื้นฐานมาจากคำพูดซื้อ / ขายที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยผู้ทำหน้าที่ในตลาดหลักทรัพย์ (Market-Makers) ซึ่งทำการซื้อขายเป็นตัวการและทำให้เกิดสภาพคล่องสู่ตลาด³⁰ สุดท้าย คือ ระบบไฮบริด มันมีทั้งที่ขับเคลื่อนด้วยคำสั่งซื้อผ่านระบบและลักษณะ Market-Makers³¹

2.1.2 การปั่นหุ้นคืออะไร

การปั่นหุ้น คือ การควบคุม (Manipulation) ราคาของหุ้นให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการ เพื่อผลประโยชน์ของผู้ที่ปั่นหุ้นหรือกลุ่มที่ปั่นหุ้น โดยปกติราคาของหุ้นจะขึ้นอยู่กับตลาดหรือเรียกว่ากลไกของตลาด Demand Supply เหมือนกับสินค้าทั่วไป ที่ยังมีคนต้องการมากราคายิ่งสูง กลับกันถ้าเป็นของที่ไม่มีความต้องการก็จะราคาต่ำ แต่สำหรับการปั่นหุ้นราคาของหุ้นที่ปั่น หรือที่ถูกทำราคา จะเกิดจากการแทรกแซงราคาโดยปริมาณการซื้อขายของผู้ที่ปั่นหุ้นเพียงฝ่ายเดียวโดยอาจจะมีคนเดียวหรือหลายคนร่วมมือกันแล้วแต่กรณี

เป้าหมายในการสร้างราคา คือการควบคุมภาวะการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามจุดมุ่งหมาย เท่าที่ปรากฏพบ การสร้างราคามีอยู่ด้วยกันหลายวิธี ซึ่งสามารถสรุปได้³² ดังนี้

1. การแพร่ข่าวลือเท็จ (False Information and Announcement) เพื่อให้เกิดความเข้าใจผิดในราคาหรือมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยไม่จำเป็นต้องคำนึงถึงข้อเท็จจริง
2. การร่วมกันซื้อขายเป็นกลุ่ม (Pool Operation หรือ Syndicate Pool) เป็นการร่วมกันระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และนายหน้าค้าหุ้น เพื่อทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่จะสร้างความเข้าใจผิดต่อการเคลื่อนไหวของราคา ถ้าทำให้ราคาสูงขึ้น เรียกว่า Bull Pool ถ้าเป้าหมายให้ราคาต่ำลงเรียก Bear Pool

²⁹ International Financial Services London, **Securities Dealing**, Retrieved October 22, 2018 from http://www.ifsl.org.uk/pdf_handler.cfm?file=CBS_Securities_Dealing_2003&CFID=831901&CFToken=61327085

³⁰ Iain G MacNeil, **An Introduction to the Law on Financial Investment** (Oxford: Hart, 2005), p. 288.

³¹ International Financial Services London, *op. cit.*

³² ปรีย เตชะมวลไวยวิทย์, “พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ฉบับที่ 5 ตอน รู้เท่าทันการปั่นหุ้น,” **โพสต์ทูเดย์** (4 กันยายน 2560).

3. การควบคุมอุปทานของหุ้น (Corner) เป็นวิธีซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนมากโดยมีเจตนาจะควบคุมราคาของหลักทรัพย์นั้น

4. การซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงการเป็นเจ้าของ (Washed Sale) เช่น บุคคลคนเดียวหรือกลุ่มเดียวกันสั่งซื้อและขายหุ้นในราคาและเวลาเดียวกัน ซึ่งถือเป็นการสร้างภาพลวงตาในตลาดเป็นการสร้างอุปสงค์ อุปทานที่ไม่จริง

5. การซื้อขายแบบจับคู่ (Matching Order) เป็นการทำการสั่งซื้อหรือคำสั่งขายโดยรู้หรือตกลงกับบุคคลอื่น ที่จะซื้อหรือขายหุ้นในราคาและปริมาณที่เท่ากัน และในเวลาใกล้เคียงกัน เพื่อให้เกิดปริมาณการซื้อขายในหุ้นที่ผิดปกติ อันทำให้เกิดความเข้าใจผิดของนักลงทุนได้

6. การซื้อขายแบบต่อเนื่อง (Series of Transaction) เป็นการสร้างภาวะการซื้อขายในตลาดขึ้นเพื่อดึงดูดให้บุคคลอื่นเข้าซื้อหรือขายหุ้นด้วย ซึ่งสิ่งที่แบ่งแยกการซื้อขายธรรมดาจากการซื้อขายต่อเนื่องมีเพียงเจตนาของผู้กระทำเท่านั้น

หุ้นปั่นหรือหุ้นที่ถูกสร้างราคา คือลักษณะของหุ้นที่มีราคาหรือปริมาณเปลี่ยนแปลงไป โดยไม่มีปัจจัยพื้นฐาน หรือข้อมูลสารสนเทศรองรับ โดยมีสภาพการซื้อขายหุ้นผิดไปจากสภาพปกติจากที่เคยมีมาในอดีตโดยไม่มี เหตุผลสนับสนุน และไม่ตรงกับสภาพการซื้อขายของตลาดโดยรวม และมักพบว่าความผิดปกตินั้นเกิดจาก การกระทำโดยเจตนาของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ไม่ประสงค์ดี เอาเปรียบผู้ลงทุนรายอื่นโดยใช้วิธีหรือมี พฤติกรรมการในการสั่งซื้อหรือขายหุ้นไม่ว่าจะปั่นให้ราคาขึ้นหรือลง หรือพุงราคา เพื่อทำให้คนทั่วไปเข้าใจผิด เกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขาย หรือส่งคำสั่งซื้อขายในลักษณะต่อเนื่องกันโดยมุ่งให้ราคาหรือปริมาณ การซื้อขายนั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงควรต้องระมัดระวังในการจะเข้าไปซื้อขายหุ้นที่มีลักษณะนี้ หุ้นที่มักถูกขบวนการปั่นหุ้นเข้าไปปั่นนั้น มักเป็นหุ้นที่มีมูลค่าทางตลาดต่ำเนื่องจากใช้เงินทุนจำนวนน้อย มีสภาพคล่องในการซื้อขายน้อย มีจำนวนหุ้นหมุนเวียน (Free Float) น้อย หรือมีปัจจัยพื้นฐานไม่ค่อยดี

พฤติกรรมการปั่นหุ้นมีหลากหลายรูปแบบ เช่น เริ่มต้นจากที่กลุ่มปั่นหุ้นมักจะเก็บสะสมหุ้นในราคาต่ำและ หาวิธีไล่ราคาหุ้นขึ้นไป เพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนรายใหม่เข้ามาซื้อ แล้วก็หาจังหวะปล่อยหุ้นเมื่อราคาถึงเป้าหมาย ผู้เคราะห์ร้าย คือ ผู้ลงทุนรายย่อยที่เข้าไปซื้อหุ้นตามแต่ยังไม่ได้ขาย เพราะเห็นว่ายังมีแรงซื้อหนาแน่นอยู่ ทั้งนี้พฤติกรรมของพวกปั่นหุ้นมักทำเป็นขบวนการ มีการกระจายเปิดพอร์ตการลงทุนไว้กับหลาย โบรกเกอร์ในชื่อที่แตกต่างกันเพื่อโยนหุ้นไปมาสร้าง Demand/Supply เทียม จนทำให้ผู้ลงทุนรายอื่นเข้าใจผิด และซื้อขายตาม รวมถึงอาจมีการปล่อยข่าวเท็จ เช่น สร้างข่าวว่าหุ้นตัวนี้กำลังจะมีข่าวดี ซึ่งในปัจจุบันเป็นยุคของสังคมโซเชียลมีเดีย ทำให้การกระจายข่าวทำได้ง่ายมาก

2.1.3 การกำกับตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะและรูปแบบที่เฉพาะและซับซ้อน รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจึงมีความจำเป็นในการควบคุมตลาดหลักทรัพย์พร้อมไปกับหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ด้วย ทั้งนี้ในช่วงแรกตลาดหลักทรัพย์จะยังไม่มีการควบคุม จนกระทั่งปี ค.ศ. 1930 จึงเริ่มมีระบบการควบคุมหลักทรัพย์ขึ้นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกา ในหลาย ๆ ประเทศตลาดหลักทรัพย์เริ่มมีการพัฒนาโดยไม่มีหน่วยงานกำกับดูแลแต่เป็นการดำเนินการในลักษณะขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (SROs) เช่น ตลาดและสมาคมอุตสาหกรรมทำหน้าที่กำกับดูแล เป็นต้น ปัจจุบันการมีหน่วยงานอิสระที่มีหน้าที่ควบคุมและกำกับดูแลตลาดและผู้เข้าร่วมซื้อขายในตลาด จะเป็นกุญแจสำคัญในการพัฒนาตลาดให้มีเสถียรภาพที่ดี โดยจะต้องมีการกำหนดความรับผิดชอบและหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแลอย่างชัดเจน

ทั้งนี้ ในการอธิบายการกำกับหลักทรัพย์ จะแบ่งออกเป็นสามส่วน ดังนี้

2.1.3.1 ประวัติความเป็นมาของการกำกับหลักทรัพย์

ทุกวันนี้ตลาดหลักทรัพย์อยู่ภายใต้การควบคุมที่เข้มงวด อย่างไรก็ตาม ในตอนเริ่มแรก ตลาดหลักทรัพย์แทบจะไม่ได้ให้ความสำคัญกับการควบคุมเลย ในบางครั้ง ตลาดหลักทรัพย์ถูกปล่อยให้จัดการกำกับควบคุมโดยตัวเอง กล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ การยอมรับในฐานะของการออกกฎเพื่อควบคุมการซื้อขายของตัวเองในตลาด (Self-Regulation) แต่กระบวนการนี้ไม่ได้อยู่ได้มานานนัก โดยหลังจากเกิดวิกฤติทางการเงินและเรื่องอื้อฉาวเกิดขึ้น กฎระเบียบ ข้อกฎหมายของรัฐบาลก็ถูกนำมาบังคับใช้

1) ยุคแห่งการควบคุมตนเอง (The Era of Self-regulation)

“การควบคุมตนเอง” หมายถึง กระบวนการที่บุคคล, องค์กรหรือกลุ่มบุคคล กำหนดและบังคับใช้กฎเพื่อควบคุมการดำเนินการของตนเองโดยไม่จำเป็นต้องมีการแทรกแซงหรือตรวจสอบเป็นประจักษ์จากภายนอก³³ Dombalagian ยังกล่าวด้วยว่าการควบคุมตนเองเป็น “ผลของอุบัติเหตุทางประวัติศาสตร์และความได้เปรียบทางการเมือง”³⁴ การควบคุมตนเองนั้นมีจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างสมดุลระหว่าง “ข้อจำกัด และอันตรายของการอนุญาตให้อุตสาหกรรมหลักทรัพย์ควบคุมตัวเอง” และ “ภาวะการเกิดความไร้ประสิทธิภาพอย่างแท้จริงอันเป็นผลของการ

³³ Onnig H. Dombalagian, “Self and Self-Regulation: Resolving the SRO Identity Crisis,” *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 1 (2007): 317.

³⁴ Onnig H. Dombalagian, “Demythologizing the Stock Exchange: Reconciling Self-Regulation and the National Market System,” *University of Richmond Law Review* 39, 4 (2005): 1069-1154.

พยายามรักษากฎระเบียบโดยตรงจากรัฐบาลในระดับมหภาค”³⁵ องค์กรกำกับดูแลตนเอง (SRO) เป็นองค์กรพัฒนาเอกชน (ไม่ใช่ภาครัฐ) ที่ได้รับความไว้วางใจในลักษณะกึ่งภาครัฐ (Quasi-Government Authority) เพื่อจัดตั้งและบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลกลาง ในบริบทบนหลักการขององค์การระหว่างประเทศของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (International Organization of Securities Commissions / IOSCO) SRO จะได้รับคำจำกัดความกว้าง ๆ ว่า คือ องค์กรใด ๆ ที่ไม่ใช่หน่วยงานควบคุมโดยใช้อำนาจทางกฎหมาย แต่จะเป็นองค์กรที่รับผิดชอบ ทางด้านระเบียบข้อบังคับ³⁶ ในอุตสาหกรรมหลักทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานของการควบคุมตนเองจะถือว่า สมาชิกที่เป็นตัวแทนจำหน่ายก็เป็นสมาชิกอย่างน้อยหนึ่ง SRO สมาชิกจึงเป็นตัวแทนอย่างเป็นทางการในการกำกับดูแลของ SRO และ SRO จะทำหน้าที่ในการบังคับใช้การปฏิบัติตามกฎระเบียบของพวกเขาโดยสมาชิกของพวกเขา โดยทั่วไปแล้วที่ผ่านมา การแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์มีลักษณะเป็น SRO แนวคิดของ SRO เป็นมาตรฐานหลักในการกำหนดกฎเกณฑ์ต่าง ๆ หน้าที่หลักของ SRO คือ การกำหนดกฎเกณฑ์และวินัยของเหล่าสมาชิก โดยอยู่บนพื้นฐานของการกำกับดูแลตนเองให้สมาชิกภายในองค์กรกำกับดูแลตนเองหรือ SRO ได้ทำการกำหนดกฎเกณฑ์พื้นฐานสำหรับการดำเนินธุรกิจของตนภายใต้ การรับรู้ของสาธารณชน การรับฟังความคิดเห็นและการอนุมัติของคณะกรรมการ³⁷ ดังคำกล่าวของอดีตประธานคณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา หรือ SEC ที่ชื่อ William O. Douglas “การควบคุมตนเอง SRO เปรียบเหมือนกับการให้ตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้มีบทบาทหลักในการกำกับดูแล ส่วนรัฐบาลก็ทำหน้าที่ในส่วนที่เหลือ ราวกับว่า รัฐบาลจะเก็บปืนไว้เพื่อพูดหลังประตู่ ว่าได้บรรจุกระสุน ทำความสะอาดพร้อมใช้งาน แต่ด้วยความหวังว่าจะไม่ต้องใช้”³⁸ การควบคุมตนเองมีประสิทธิภาพมากที่สุดเมื่อองค์กรกำกับดูแลตนเอง มีอำนาจในการกำหนดมาตรฐานการปฏิบัติพื้นฐานหรือข้อกำหนดมาตรฐานอื่น ๆ สำหรับทุกคนที่เกี่ยวข้องในสายงานธุรกิจ เฉพาะเช่นทนายความแพทยันักบัญชีและมืออาชีพอื่น ๆ การไม่ปฏิบัติตามกฎและข้อบังคับของ

³⁵ S. Rep. No. 94-75, at 4 (1975), reprinted in 1975 U.S.C.C.A.N. 183.

³⁶ Ana Carvajal and Jennifer Elliott, **Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis**, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Strengths-and-Weaknesses-in-Securities-Market-Regulation-A-Global-Analysis-21428>

³⁷ Onnig H. Dombalagian, “Demythologizing the Stock Exchange: Reconciling Self-Regulation and the National Market System,” **University of Richmond Law Review**.

³⁸ William O. Douglas, “Democracy and Finance,” **Harvard Law Review** 54 (1941): 905.

องค์กรกำกับดูแลตนเองอาจส่งผลให้มีการระงับเพิกถอนหรือ จำกัดอื่น ๆ เกี่ยวกับสิทธิ์ในการใช้วิชาชีพ

การควบคุมตนเองนั้นมีข้อดีหลายประการ สิ่งหนึ่งคือเมื่อเทียบกับรัฐบาลแล้ว องค์กรกำกับดูแลตนเองมีภูมิปัญญาและความรู้ที่เหนือกว่าของอุตสาหกรรมที่ต้องมีการกำกับควบคุม เพราะทุกคนสามารถเข้าใจและระบุพฤติกรรมที่ฉ้อโกงและผิดกฎหมายได้ดี ประโยชน์ที่ได้รับคือการยอมรับอีกประการหนึ่งของการกำกับดูแลตนเองคือองค์กรกำกับดูแลตนเองสามารถพึ่งพาเงินทุนของตลาดหรืออุตสาหกรรมได้ ดังนั้น จึงมีโอกาสจะได้รับเงินทุนที่มากกว่าและทำให้ประสิทธิภาพมากกว่าหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยภาครัฐ³⁹ นอกจากนี้ กฎที่ออกโดยผู้ได้รับผลกระทบโดยตรง ย่อมได้รับการยอมรับมากกว่ากฎที่กำหนดโดยบุคคลภายนอก⁴⁰ นอกจากนี้ องค์กรกำกับดูแลตนเองอาจจะสามารถตอบสนองได้ดีกว่าต่อการประพฤติมิชอบ (Misconduct) ที่เป็นผลมาจากการฉ้อฉลอีกด้วย⁴¹

2) ยุคแห่งกฎระเบียบของรัฐบาล

การพึ่งพาตนเองโดยใช้หลักการควบคุมตนเอง SRO นั้นมีความเสี่ยงอยู่บ้าง เพราะบางครั้งผู้ที่กำกับในแบบ SRO ก็ไม่ได้สนใจเกี่ยวกับการดูแลมากนัก แต่กลับลำเอียงโดยใช้ความร่วมมือภายในตลาดของพวกเขาตนเอง ในทางปฏิบัติ รูปแบบของการควบคุมตนเองนั้นทำให้เกิดวิกฤตและเรื่องอื้อฉาว ตัวอย่างเช่น South Sea Bubble ในช่วงต้นศตวรรษที่ 18 ทำให้เกิดการล่มสลายของตลาดการเงินทั้งหมดในสหราชอาณาจักร⁴² ในสหรัฐอเมริกาความล้มเหลวของตลาดหลักทรัพย์ได้เพิ่มความเสียหายต่อภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในทศวรรษ 1930 ประเทศส่วนใหญ่รวมถึงสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรได้ สรุปว่าการใช้หลักการควบคุมตนเอง SRO ไม่เหมาะสมอย่างยิ่งที่จะนำมาใช้ในตลาดการเงิน แต่บางคนก็ยังคงยอมรับว่าการควบคุมตนเองหากนำมาใช้บ้าง ก็น่าจะมีประโยชน์ได้ในระดับหนึ่ง⁴³ นั่นคือเหตุผลที่รัฐบาลต้องเข้ามาจัดให้มีหรือควบคุมในบางส่วนขององค์กรกำกับ ศาสตราจารย์ชาร์ลส์ กู๊ดฮาร์ท กล่าวถึง การอธิบายถึงความจำเป็นในการควบคุมทาง

³⁹ John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, **Securities Regulation: Cases and Materials** (New York, NY.: Foundation Press, 2007).

⁴⁰ IOSCO Technical Committee, **International Organization of Securities Commissions Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD112.pdf>

⁴¹ John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *op. cit.*

⁴² Lewis Melville, **The South Sea Bubble** (London: D. O'Connor, 1921), p. vi.

⁴³ Iain G. MacNeil, *op. cit.*, p. 30.

การเงินว่า “เป้าหมายของการควบคุมทางการเงิน คือ การมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมของคนกลางเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของนโยบาย”⁴⁴ ขณะนี้ตลาดหลักทรัพย์ถูกควบคุมในหลายประเทศ แม้ว่าสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรจะไม่ใช่ประเทศแรกที่ควบคุมตลาดหลักทรัพย์ แต่พวกเขาได้นำเสนอกรอบการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่ครอบคลุมก่อนประเทศอื่น ๆ ระเบียบของรัฐบาลมีกฎเกณฑ์ในกฎหมายของสหรัฐอเมริกาและในกฎหมายของสหราชอาณาจักร ปัจจุบันกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศส่วนใหญ่ได้รับการดัดแปลงจากแบบจำลองของอเมริกาและอังกฤษ ด้วยเหตุนี้เราจะมุ่งเน้นไปที่ระบบการควบคุมของสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกา

ในสหราชอาณาจักรก่อนที่จะมีพระราชบัญญัติบริการทางการเงินปี ค.ศ. 1986 (Financial Services Authority / FSA 1986) กฎระเบียบดังกล่าวเน้นถึงมาตรฐานการจดทะเบียนและความสำคัญของการกำกับดูแลตนเองโดยผู้เล่นในตลาดและไม่ได้พึ่งพากฎหมายหลักทรัพย์ฉบับสมบูรณ์ ในอดีตแนวทางการกำกับดูแลตนเองเป็นคุณลักษณะที่โดดเด่นของระเบียบการบริการทางการเงินในสหราชอาณาจักร แม้ว่าก่อนปี พ.ศ. 2529 จะมีการแทรกแซงทางกฎหมายหลายครั้งในการทำงานของตลาดการเงินการแทรกแซงนั้นมีอิทธิพลต่อการดำเนินงานของตลาดอย่างมีนัยสำคัญน้อยกว่ากฎการกำกับดูแลตนเอง⁴⁵ อย่างไรก็ตาม สถานการณ์นี้เปลี่ยนไปเมื่อ FSA 1986 ได้รับการแนะนำ เรื่องอื้อฉาวทางการเงินในปลายปี ค.ศ. 1970 และต้นทศวรรษ 1980 รวมกับโปรแกรมการแปรรูปที่รัฐบาลอนุรักษ์นิยมได้เริ่มดำเนินการเน้นความต้องการที่เพิ่มขึ้นสำหรับกฎหมายคุ้มครองนักลงทุน ดังนั้น ในเดือนกรกฎาคมปี พ.ศ. 2524 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงพาณิชย์ได้มอบหมายให้ศาสตราจารย์ Jim Gower ทำรายงานเกี่ยวกับการคุ้มครองนักลงทุน ข้อเสนอถูกหยิบยกโดยโกเวอร์ที่ส่งผลให้เกิด FSA 2529 ซึ่งถือเป็นตัวแทนของจุดเริ่มต้นของยุคใหม่ของกฎระเบียบของธุรกิจการลงทุนในสหราชอาณาจักร⁴⁶ พระราชบัญญัติสร้างระบบไฮบริดซึ่งรวมหลักทรัพย์และการลงทุนอยู่ในการดูแลของคณะกรรมการหลักทรัพย์และการลงทุน (Securities and Investment Board: SIB) รับผิดชอบสำหรับธุรกิจการลงทุนทั้งหมดและองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SROs) รับผิดชอบในการควบคุมส่วนต่าง ๆ ของอุตสาหกรรมการลงทุน FSA 1986 สร้างระบอบการกำกับดูแลตามกฎหมายเพียงฉบับเดียวเพื่อควบคุมการให้บริการทางการเงิน ในฐานะผู้ควบคุม SIB จำเป็นต้องใช้ SRO เพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนดโดยพระราชบัญญัติเพื่อให้เป็นที่ยอมรับ ดังนั้น ในช่วงปี ค.ศ. 1990

⁴⁴ Andrew Sheng, **Securities Regulation versus Prudential Regulation**, Retrieved October 22, 2018 from http://www.iosco.org/library/speeches/pdf/securities_regulation_vs_prudential_regulation_may05_as.pdf

⁴⁵ Iain G. MacNeil, *op. cit.*, pp. 34-35.

⁴⁶ *Ibid.*, p. 38.

เนื่องจากความไม่พอใจกับความล้มเหลวของกฎระเบียบในการป้องกันการล่มสลายของเงินบำนาญของ Maxwell และการขายนโยบายบำนาญที่ไม่เหมาะสมอย่างกว้างขวาง การบริหารโดยพรรคแรงงาน ด้วยความตั้งใจที่ชัดเจนในการยกเครื่องและเสริมสร้างระบบการควบคุมและกำกับดูแล ผลก็คือพระราชบัญญัติการบริการทางการเงินและการตลาดปี ค.ศ. 2000 (Financial Services and Markets Act 2000: FSMA) ถูกส่งผ่านโดยสภาผู้แทนราษฎรในปี ค.ศ. 2000 FSMA เป็นเครื่องหมายการเปลี่ยนแปลงอย่างเป็นทางการในวัฒนธรรมการกำกับดูแลจากวิธีการควบคุมตนเอง SRO พระราชบัญญัตินี้ ได้รับการต้อนรับอย่างกว้างขวางในด้านการส่งเสริมการคุ้มครองนักลงทุนและกำจัดระบบที่ซับซ้อนขององค์กรการควบคุมตนเองที่ทับซ้อนกันที่มีอยู่ก่อนหน้านี้⁴⁷ มันมีจุดประสงค์เพื่อลดการละเมิดและสร้างความเชื่อมั่นของประชาชนในอุตสาหกรรมบริการทางการเงิน หน่วยงานด้านบริการทางการเงินแห่งใหม่ถูกจัดตั้งขึ้นโดยรัฐบาลเพื่อทำหน้าที่แทนผู้ทำหน้าที่เดิม คือ SIB และองค์กรกำกับดูแลตนเอง SRO FSMA ในฐานะที่เป็นกฎหมายที่กำหนดความรับผิดชอบของ FSA ในการควบคุมการลงทุนการธนาคารและธุรกิจประกันภัยที่ดำเนินการในสหราชอาณาจักร

ในสหรัฐอเมริกา รัฐแคนซัสเป็นรัฐแรกที่ผ่านกฎหมาย “บลูสกาย” (Blue Sky Law)⁴⁸ ในปี ค.ศ. 1911 รัฐอื่น ๆ ก็ได้ออกกฎหมายนี้ตามมาด้วยภายหลัง กฎหมายเหล่านี้ ออกแบบมาเพื่อปกป้องนักลงทุนผ่านข้อกำหนดว่าด้วยการต่อต้านการทุจริต ระเบียบของโบรกเกอร์และผู้ค้าและข้อบังคับการลงทะเบียนหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ก่อนปี ค.ศ. 1930 ไม่มีกฎข้อบังคับในระดับชาติที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ แม้ว่าแต่ละรัฐจะมีการตรากฎหมายการต่อต้านการทุจริตต่าง ๆ ความผิดพลาดที่เกิดขึ้นในวิกฤติ Wall Street ในปี ค.ศ. 1929 ทำให้เกิดการเปลี่ยนสถานการณ์อย่างมาก เพราะก่อนหน้านี้ เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ของประเทศและหลายคนกล่าวโทษว่าเป็นปัญหาเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจากกิจกรรมในตลาดการเงิน⁴⁹ Ferdinand Pecora ที่ปรึกษาคณะกรรมการวุฒิสภาด้านการธนาคารและสกุลเงิน ตรวจสอบแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับตลาดหุ้นและตลาดการเงินและหลักทรัพย์ การสืบสวนเหล่านี้รู้จักกันในชื่อ Pecora Hearings ตั้งแต่เดือน

⁴⁷ Colin Mayer, *Regulatory Principles and the Financial Services and Markets Act 2000*, In **Regulation Financial Services and Markets in the Twenty First Century**, Eilis Ferran and Charles A. E. Goodhart, eds. (Oxford: Hart, 2001).

⁴⁸ คำว่า “ท้องฟ้าสีฟ้า” มีต้นกำเนิดมาจากความจริงที่ว่ากฎหมายเหล่านี้ถูกตรารขึ้นเพื่อป้องกันการเสนอขายและการขายหลักทรัพย์ที่ไร้ค่าซึ่งมีค่าไม่เกินชิ้นส่วนของ “ท้องฟ้าสีฟ้า” ในความเห็นของสมาชิกสภานิติบัญญัติบางคน

⁴⁹ Henry Laurence, “Spawning The SEC,” **Indiana Journal of Global Legal Studies** 6 (1999): 647.

มกราคม 1933 ถึงกรกฎาคม 1934⁵⁰ การพิจารณาตีพบหลักฐานจำนวนมากของการสร้างราคาหุ้น มีการใช้รูปแบบต่าง ๆ เพื่อสร้างราคาหุ้นเพื่อให้คนสร้างราคาหรือนักปั่นหุ้นสามารถทำกำไรได้ซึ่งถือเป็นการเอาเปรียบต่อนักลงทุนทั่วไป การเปิดเผยของกระบวนการเหล่านี้ก่อให้เกิดเสียงร้องเรียนของประชาชนจำนวนมากและได้แสดงความต้องการในการปฏิรูปการซื้อขายหลักทรัพย์และโครงสร้างกฎระเบียบของตลาดการเงิน ผลที่ได้ คือ การออกกฎหมายใหม่รวมถึงพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ปี ค.ศ. 1933 (พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ปี 1933 / Securities Act of 1933)⁵¹ และพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ปี 1934 (พระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยน ปี ค.ศ. 1934 / Securities Exchange Act of 1934)⁵² การแทรกแซงของรัฐบาลกลายเป็นกิจกรรมประจำที่กระทำต่อระบบการเงินระดับชาติในช่วงทศวรรษที่ 1930 สะท้อนให้เห็นถึงการล่มสลายของความไว้วางใจในตลาดเพื่อสร้างเสถียรภาพ กฎหมายเหล่านี้เป็นพื้นฐานสำหรับโครงสร้างการกำกับดูแลในปัจจุบันของสหรัฐอเมริกา พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ปี 1933 เรียกว่ากฎหมาย “ความจริงในหลักทรัพย์ หรือ Truth-in Securities” ซึ่งได้แก้ไขปัญหาคาระเมิดในตลาดแรก หรือตลาดหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ (Initial Public Offering: IPO) โดยกำหนดให้ผู้ออกหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องเพื่อให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจเกี่ยวกับหุ้นที่เสนอได้มากขึ้น พระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยนปี ค.ศ. 1934 มีเนื้อหาที่ครอบคลุมกว้างขวางกว่าและมีกระบวนการใช้วิธีการต่อต้านการซื้อขายที่หลอกลวง บทบัญญัติที่สำคัญของพระราชบัญญัตินี้ครอบคลุมถึงการลงทะเบียนหลักทรัพย์ เริ่มต้นการยื่นรายงานทางการเงินเป็นระยะการลงทะเบียนนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และการเปิดเผยข้อมูลทั่วไป และข้อกำหนดเกี่ยวกับการต่อต้านการทุจริต พระราชบัญญัตินี้ได้สร้างสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) / (Securities and Exchange Commission: SEC) เพื่อดูแลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์และเพื่อบังคับใช้บทบัญญัติของกฎหมายหลักทรัพย์ฉบับใหม่ ภายหลังจากที่มีการเริ่มใช้พระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยนแล้ว สภาคองเกรสก็ยังคงให้ความสนใจอย่างมากในรูปแบบการกำกับแบบ องค์กรกำกับดูแลตนเอง (SROs) เช่น ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก และสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ / (National Association of Securities Dealer: NASD) โดยทั้งสองหน่วยงานนี้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ SEC⁵³ การกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์นั้น

⁵⁰ Ferdinand Pecora, **Wall Street under Oath: The Story of Our Modern Money Changers** (New York: Augustus M. Kelley, 1968).

⁵¹ 15 United States Code 77a-77aa (1933)

⁵² 15 United States Code A. 78d (1934)

⁵³ See Exchange Act § 6, 15 U.S.C. § 78(c)(a)(26) (2004); Exchange Act § 15A, 15 U.S.C §78(f). SRO

อยู่บนพื้นฐานที่ว่า รัฐบาลจะต้องส่งเสริมเพื่อให้เกิดตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ⁵⁴ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนั้นมีความสำคัญต่อการจัดสรรเงินทุนและทรัพยากรอื่น ๆ อย่างมีประสิทธิภาพด้วย⁵⁵ กฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์จึงเติบโตขึ้นจากความกังวลว่าเศรษฐกิจจะล่มสลายและเป็นห่วงเรื่องการจัดสรรทรัพยากรเพื่อให้มีประสิทธิภาพที่สุดในตลาด แม้ว่า SEC จะมีอำนาจกำกับดูแลตลาดแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์แล้ว พวกเขายังคงมีอำนาจในส่วนของการบริหารและการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องกับสมาชิกในตลาดและ บริษัทจดทะเบียน พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1975 (The Securities Acts Amendments of 1975) ได้ขยายบทบาทการกำกับดูแลของ SEC ต่อตลาดหลักทรัพย์และ NASD โดยเหตุนี้อื่นใดทำให้ SEC มีอำนาจในการนำเสนอ รวมถึงอนุมัติกฎระเบียบภายใต้การกำกับแบบ SRO⁵⁶ ขยายบทบาทของ SEC ในการบังคับใช้กฎหมายในรูปแบบ SRO และ ดูแลให้อยู่ในกฎระเบียบ⁵⁷ และอนุญาตให้ SEC มีบทบาทอย่างแข็งขันในการวางโครงสร้างตลาด⁵⁸ พระราชบัญญัติ Sarbanes-Oxley Act ของปี 2002 ซึ่งสภาองเกรสอนุมัติเพื่อตอบสนองต่อการล่มสลายของ บริษัทขนาดใหญ่ที่ดูดีหลายแห่งอันเป็นผลมาจากการฉ้อโกงทางการเงิน โดยจะบังคับใช้กับการดำเนินธุรกิจของบริษัทสหรัฐอเมริกาทั้งในประเทศและต่างประเทศ ที่มีการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ (รวมถึงตราสารหนี้) และแสดงให้เห็นถึงการขยายตัวอย่างกว้างขวางของกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาในด้านการกำกับดูแลกิจการเรื่องการบัญชี การเปิดเผยเกี่ยวกับข้อมูลหนังสือชี้ชวน และหัวข้ออื่น ๆ หลังจากนำ Sarbanes-Oxley มาใช้ในปี ค.ศ. 2002 SEC ได้ออกกฎระเบียบใหม่จำนวนหนึ่งเพื่อนำบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัตินี้มาใช้และคาดว่าจะสามารถปรับเปลี่ยนกฎระเบียบใหม่เหล่านี้ได้อย่างต่อเนื่องต่อไป

2.1.3.2 ขอบเขตการกำกับหลักทรัพย์

ทุกวันนี้คำว่า “การกำกับ” เป็นที่เข้าใจมากขึ้นโดยเฉพาะเพื่ออ้างถึงกฎและขั้นตอนที่สร้างขึ้นโดยกฎหมายและบริหารงานโดยหน่วยงานเฉพาะ⁵⁹ การควบคุมหลักทรัพย์ได้รับการ

⁵⁴ Lynn A. Stout, “The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation,” *Michigan Law Review* 87, 3 (1988): 613.

⁵⁵ Lynn A. Stout, “The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation,” *Michigan Law Review* 87, 3 (1988): 613.

⁵⁶ See Exchange Act 19(c), 15 U.S.C. 78s(c) (2000)

⁵⁷ See Exchange Act 19(c), (d), (g)

⁵⁸ See Exchange Act 11A, 15 U.S.C. 78k-1 (2000)

⁵⁹ Iain G. MacNeil, *op. cit.*, p. 20.

ออกแบบมาเพื่อจัดการกับความไม่สมดุลของข้อมูลระหว่างผู้เสนอขายหลักทรัพย์และนักลงทุน ลูกค้า และตัวกลางทางการเงิน และระหว่างคู่สัญญากับธุรกรรม และเพื่อสร้างความมั่นใจในการทำงานที่ราบรื่นของกลไกการซื้อขายและการหักบัญชีและป้องกันการหยุดชะงักของตลาดและส่งเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน⁶⁰ ประกอบด้วยกฎเกณฑ์ของผู้ออกหลักทรัพย์, ตลาดรอง, การจัดการสินทรัพย์ และตลาด กฎระเบียบหลักทรัพย์สามารถกำหนดได้อย่างกว้างๆ ว่าเกี่ยวข้องกับวิธีการควบคุมทางการตลาดที่เกี่ยวข้องกับเครื่องมือการลงทุนทั้งหมดไม่ว่าจะโดยกฎหมายหรือการบริหารโดยหน่วยงานเฉพาะทางการเงิน ขอบเขตของการควบคุมหลักทรัพย์ในระบบใด ๆ สามารถอธิบายได้โดยอ้างอิงถึง 1. หลักทรัพย์ 2. กิจกรรมที่ควบคุม โดยทั่วไปแล้ว เมื่อเวลาผ่านไปขอบเขตของการกำกับดูแลหลักทรัพย์ได้ขยายตัว ทั้งในส่วน of หลักทรัพย์และกิจกรรมที่มีการควบคุมหลักทรัพย์หรือหุ้นนั้น โดยปกติแล้วจะไม่มีมูลค่าในตัวเอง แต่มูลค่าของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับสถานะทางการเงินของผู้ออกหลักทรัพย์ การตลาด การบริหารจัดการ สภาพการแข่งขันและกฎระเบียบ คำว่า “หลักทรัพย์” มีสองคำจำกัดความ คือ ในความหมายแคบและความหมายกว้าง สหรัฐอเมริกาได้นำแนวคิดแบบกว้างมาใช้ ในคำจำกัดความหลักทรัพย์มีการกำหนดอย่างกว้าง ๆ ไว้เพื่อรวมเทคนิคการลงทุนที่เป็นที่รู้จักทั้งหมด รวมถึงการลงทุนที่ไม่เป็นทางการซึ่งอยู่ในขอบเขตการกำกับของกฎระเบียบด้านหลักทรัพย์ตามกฎหมายในความหมายอย่างกว้างด้วย⁶¹ ในการตัดสินใจว่าเครื่องมือทางการลงทุนใดเป็นหลักทรัพย์หรือไม่นั้น ปัจจัยสำคัญส่วนหนึ่งขึ้นอยู่กับความรู้และความคาดหวังของนักลงทุนด้วย⁶² ในขณะที่ทางสหภาพยุโรป (EC) ใช้คำจำกัดความในความหมายที่แคบกว่า กล่าวคือ ใน

⁶⁰ Ana Carvajal and Jennifer Elliott, *op. cit.*

⁶¹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 (Securities Act 1933) มาตรา 2 (1) คำว่า “หลักทรัพย์” หมายถึง ธนบัตร หุ้น พันธบัตร หุ้นกู้ ใบรับสภาพหนี้ ใบรับรองประโยชน์หรือการมีส่วนร่วมในข้อตกลงการแบ่งปันผลกำไร ใบรับรองความน่าเชื่อถือ สิทธิในการซื้อหุ้นล่วงหน้า หุ้นที่เปลี่ยนมือได้ สัญญาการลงทุน สิทธิในการลงทุนในกองทุน ใบรับรองการฝากหลักทรัพย์ ส่วนของดอกเบี้ยยที่ไม่มีการจัดสรรจากน้ำมัน ก๊าซหรือสิทธิอื่น ๆ ตามสารเกี่ยวกับอนุพันธ์ต่างๆ สิทธิในการซื้อ ขาย รูปแบบการทำอนุพันธ์ ใบรับรองการฝากเงินหรือกลุ่มหรือดัชนีของหลักทรัพย์ (รวมถึงผลประโยชน์ใด ๆ ในนั้นหรือตามมูลค่าของมัน), หรือสิทธิพิเศษใดที่สามารถแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศหรือ โดยทั่วไปแล้วผลประโยชน์หรือตราสารใด ๆ ที่รู้จักกันทั่วไปว่าเป็น “หลักทรัพย์” หรือใบรับรองผลประโยชน์หรือการมีส่วนร่วมในใบรับรองชั่วคราว ใบเสร็จรับเงินการรับประกันหรือรับประกันสิทธิที่จะจองหรือซื้อรายการใด ๆ ข้างต้น

⁶² Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 4th ed. (S.L.: West Group, 2002), p. 30.

แนวทางตลาดตราสารทางการเงิน (Markets in Financial Instruments Directive: MiFiD) คำว่า “หลักทรัพย์” ใช้สำหรับหุ้นตราสารหนี้ระยะยาวและระยะกลางและลูกผสมระหว่างสองประเภทนี้⁶³ ผู้ถือหุ้นสามัญให้เงินบริษัทในส่วนของกำไรและได้รับผลตอบแทนจากมูลค่าล่าสุด กับสิทธิในการรับผลตอบแทนหากเกิดการเลิกบริษัท รวมถึงมีสิทธิได้รับผลตอบแทนในส่วนที่เหลือหลังจากหักหนี้สินของบริษัทตามสัญญาแล้ว เช่นเดียวกับเงินกู้ทั่วไป หลักทรัพย์หรือหุ้นก็คือสัญญาเครดิตอย่างง่าย หุ้น, ตราสารหนี้ และลูกผสมของทั้งสองอย่าง บริษัทได้นำมาเป็นเครื่องมือใช้ในการเงินทุน (และที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ภาครัฐ) ตราสารหนี้ระยะสั้นเรียกว่า “ตลาดตราสารทางการเงิน” (Money-Market Instruments)⁶⁴ ส่วนสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ตัวเลือก (Options) สัญญาแลกเปลี่ยน (Swaps) และหน่วยลงทุนถือเป็นเครื่องมือทางการเงินเท่านั้น EC แตกต่างจากสหรัฐฯ ตรงที่ว่า พวกเขาไม่ได้มองว่าเครื่องมือทางการเงินเป็นหลักทรัพย์ แต่ที่น่าสนใจและแตกต่างจากสหรัฐอเมริกาและ EC คือ สหราชอาณาจักรซึ่งไม่ได้กำหนดว่าอะไรคือหลักทรัพย์ แต่เน้นเรื่องของการลงทุน FSMA 2000 ระบุว่าการลงทุน หมายถึง สินทรัพย์ใด ๆ สิทธิหรือดอกเบี้ย⁶⁵ ตามคำจำกัดความของการลงทุนรวมถึงหลักทรัพย์ คำว่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในรายงานนี้ส่วนใหญ่อ้างอิงถึงคำจำกัดความในทางแคบ คำจำกัดความของกิจกรรมที่มีการควบคุมนั้น จะเป็นหลักสำคัญของระบบการควบคุมเพราะมันจะเป็นตัวกำหนดขอบเขตของกิจกรรมที่เกี่ยวข้องและที่จำเป็นต้องได้รับอนุญาต⁶⁶ ก่อนที่จะตัดสินใจว่ากิจกรรมใดควรเป็นกิจกรรมที่มีการควบคุม ควรตรวจสอบก่อนว่าใครควรมีสสิทธิต่างที่จะทำได้บ้างใน FSMA 2000 ระบุว่า บริษัทใด ๆ ที่ต้องการทำกิจกรรมใดที่อยู่ในข่ายถูกควบคุมในสหราชอาณาจักรในลักษณะทางธุรกิจจะต้องได้รับอนุญาตหรือได้รับการยกเว้นเท่านั้น⁶⁷ การขออนุญาตทำได้โดยการส่งเรื่องไปยัง (Financial Service Authority: FSA) เพื่อขออนุญาตให้สามารถดำเนินกิจกรรมที่เกี่ยวข้องได้⁶⁸ FSMA 2000 และกฎหมายรอง (โดยเฉพาะอย่างยิ่งพระราชบัญญัติบริการทางการเงินและการตลาด 2000 (ในส่วนของกิจกรรมที่ต้องมีการกำกับ)⁶⁹ ได้กำหนดหลักเกณฑ์ที่แน่นอน ในกรณีที่ต้องได้รับอนุญาตและผลที่ตามมาของการไม่ได้รับอนุญาต การ

⁶³ Directive 2004/39/EC (OJ 2004 L145/1) of 21 April 2004, art 4 (1)

⁶⁴ Directive 2004/39/EC (OJ 2004 L145/1) of 21 April 2004, art 4 (1)

⁶⁵ FSMA 2000 Section 22 (4)

⁶⁶ Iain G. MacNeil, *op. cit.*, p. 64.

⁶⁷ FSMA 2000 Part II section 19.

⁶⁸ FSMA 2000 Part IV Permission to carry on regulated activities

⁶⁹ The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, SI 2001/544, Generally referred to as the “RAO”

อนุญาตเป็นรากฐานที่สำคัญของระบบการกำกับดูแลเนื่องจากเป็นขั้นตอนการตรวจสอบเบื้องต้นสำหรับบริษัทที่ต้องการดำเนินการในตลาดบริการทางการเงินและเพื่อรองรับการตรวจสอบอย่างต่อเนื่องโดย FSA นอกเหนือจากข้อกำหนดสำหรับ บริษัทในการขออนุญาตแล้ว บุคคลบางคนในบริษัทจะต้องขออนุญาตเป็นรายบุคคลจาก FSA ด้วย ในสหราชอาณาจักร บุคคลใดที่มีส่วนร่วมในกิจกรรมที่ต้องถูกควบคุม กระทำการใดโดยไม่ได้รับอนุญาตจะถือว่าเป็นการกระทำความผิดทางอาญา⁷⁰ กิจกรรมที่มีการควบคุมใน FSMA 2000 มีดังนี้⁷¹ กิจกรรมที่เป็นกิจกรรมที่มีการควบคุมเพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของพระราชบัญญัตินี้ ชนิดที่ระบุไว้ว่าเป็นลักษณะดำเนินการทางธุรกิจ และ 1. เกี่ยวข้องกับการลงทุนประเภทที่ได้ระบุไว้ 2. ในกรณีของกิจกรรมประเภทที่ระบุไว้เพื่อวัตถุประสงค์ของวรรคนี้ให้รวมถึง การดำเนินการเกี่ยวกับทรัพย์สินทุกชนิดด้วย มาตรา 22 ยังได้อธิบายเพิ่มเติมว่า “การลงทุน” รวมถึงสินทรัพย์ใด ๆ สิทธิหรือผลประโยชน์⁷² แต่คำจำกัดความโดยละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับกิจกรรมและการลงทุนที่ไม่ได้ระบุอยู่ใน FSMA 2000 จะพบได้ในระเบียบเกี่ยวกับกิจกรรมที่ต้องควบคุม ปี 2001⁷³ ที่กำหนดโดยกระทรวง การคลัง

2.1.3.3 วัตถุประสงค์ของการกำกับหลักทรัพย์

เป้าหมายสำคัญของการควบคุมหลักทรัพย์คือ การสร้างตลาดที่มีการแข่งขันและเป็นการแข่งขันที่มีไว้เพื่อป้องกันนักลงทุน การคุ้มครองนักลงทุนเป็นเป้าหมายขั้นพื้นฐานและสำคัญที่สุดของการควบคุมหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่า ทั้งสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกาให้การให้คุ้มครองในระดับสูงแก่ผู้ลงทุน⁷⁴ คุณลักษณะเฉพาะของตลาดหลักทรัพย์ เช่น ข้อมูลที่มีจำนวนมาก การได้รับข้อมูลในระดับที่ไม่เท่ากัน และปัญหาเกี่ยวกับนายหน้าตัวแทน ดังนั้นนักลงทุนจะได้รับการคุ้มครองที่ดีที่สุดโดยการสร้างความเชื่อมั่นว่า พวกเขาทั้งหมดสามารถซื้อขายหุ้นได้บนพื้นฐานของการได้รับข้อมูลที่เท่าเทียมกัน เรียกว่า “Market Egalitarianism” เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เท่าเทียมกัน ผู้เสนอขายหลักทรัพย์จะต้องทำให้ข้อมูลทั้งหมดโปร่งใสสำหรับนักลงทุนและการสร้างความโปร่งใสในตลาดหลักทรัพย์นั้นถือเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดเมื่อเทียบกับสาขาอื่น ๆ ไม่น่าแปลกใจที่การเปิดเผยข้อมูลถูกบังคับเป็นหลักสำคัญของการควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ ข้อกำหนดการเปิดเผยข้อมูลถูกมองว่าเป็นกลไกการกำกับดูแลที่ประสบความสำเร็จมากกว่าการการแข่งขันในเชิงประสิทธิภาพและการใช้

⁷⁰ FSMA 2000 Section 23

⁷¹ FSMA 2000 Section 22 (1)

⁷² FSMA 2000 Section 22 (4)

⁷³ Iain G. MacNeil, *op. cit.*, pp. 102, 107.

⁷⁴ Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Schleifer and Robert W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance* 52, 3 (1997): 1131.

ความระมัดระวังในการควบคุมตลาดหลักทรัพย์⁷⁵ นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ส่วนใหญ่พยายามที่จะทำให้แน่ใจว่าผู้ที่ซื้อขายในตลาด จะปฏิบัติตนอยู่ในหลักจริยธรรม และเคารพกฎเกณฑ์ต่าง ๆ และเว้นจากการกระทำใดที่อาจเป็นอันตรายต่อระบบตลาด กล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ การควบคุมนี้มีเพื่อให้เกิดอิทธิพลที่มีต่อพฤติกรรมของตลาดในการที่จะสร้างความเสียหายต่อชื่อเสียงและความน่าเชื่อถือของตลาดได้ เช่นการสร้างราคา หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation), การฉ้อโกง (Fraud), การขายที่ไม่สุจริต (Mis-Selling), การรู้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) กฎ FSMA 2000 ของอังกฤษ มีวัตถุประสงค์สี่ประการ คือ 1. เพื่อรักษาความเชื่อมั่นของตลาดในระบบการเงิน 2. เพื่อส่งเสริมการรับรู้ของประชาชนเกี่ยวกับระบบการเงิน 3. การรักษาความปลอดภัยในระดับที่เหมาะสมสำหรับการคุ้มครองผู้บริโภคและ 4. เพื่อลดอาชญากรรมทางการเงิน⁷⁶

วัตถุประสงค์เหล่านี้มีพื้นฐานมาจากความล้มเหลวของตลาด ที่ส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินทางด้าน การปั่นราคาในตลาด, ปัญหาเกี่ยวกับระบบ, ความได้รับข้อมูลไม่เท่ากัน, สัญญาที่ไม่สมบูรณ์และการบังคับใช้สัญญา อีกส่วนหนึ่ง มาจากการอ้างอิงถึงคำแถลงที่มีอยู่ในเอกสารองค์กรที่มีอิทธิพลระหว่างประเทศโดยคณะกรรมการหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (IOSCO) เกี่ยวกับวัตถุประสงค์และหลักการของการควบคุมหลักทรัพย์⁷⁷ ระบุว่าวัตถุประสงค์หลักของการควบคุมหลักทรัพย์คือการคุ้มครองนักลงทุน สร้างความมั่นใจว่าตลาดมีความยุติธรรม มีประสิทธิภาพและโปร่งใส รวมถึงการลดความเสี่ยงอย่างเป็นระบบ⁷⁸ อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่สถานการณ์ในวันที่ 11 กันยายน ได้มีการเพิ่มการกำจัดการอาชญากรรมทางการเงินและการก่อการร้ายระหว่างประเทศเป็นเป้าหมายแยกต่างหากอีกด้วย นอกเหนือจากวัตถุประสงค์ทั้งสามนี้ ยังมีวัตถุประสงค์ทางสังคมอื่น ๆ ที่กว้างขึ้น เช่น การต่อสู้กับอาชญากรรมที่เกิดขึ้นหรือการการอำนวยความสะดวกในการเป็นศูนย์ในการทำอาชญากรรมทางการเงินรวมถึงเหตุผลสำหรับกฎระเบียบอื่น ๆ อีกมากมาย จากวัตถุประสงค์เหล่านี้ IOSCOได้กำหนดหลักการไว้ 38 ข้อ โดยโฆษกของ IOSCO กล่าวว่า “การปฏิบัติตามหลักการ

⁷⁵ Mahmood Bagheri and Chizu Nakajima, “Competition and Integration among Stock Exchanges: The Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies,” *Oxford Journal of Legal Studies* 24 (2004): 69.

⁷⁶ FSMA 2000, ss. 2, 3-6.

⁷⁷ International Organization of Securities Commissions (IOSCO), **Objectives and Principles of Securities Regulation**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>

⁷⁸ *Ibid.*, p. 1.

38 ข้อนี้ โดยประเทศใดก็ตาม จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนต่างประเทศและเพิ่มการมีส่วนร่วมของประเทศนั้นในชุมชนการเงินโลก”⁷⁹

จากการวิจัยของ Stavros Gadinis และ Howell E. Jackson นั้นพบว่า รูปแบบของอำนาจการกำกับ สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 แบบ คือ⁸⁰

1. รูปแบบที่นำโดยรัฐบาล (Government-let Model)
2. รูปแบบที่มีความยืดหยุ่น (Flexibility Model)
3. รูปแบบความร่วมมือ (Cooperation Model)

ประเทศที่ใช้ “รูปแบบที่นำโดยรัฐบาล” (ฝรั่งเศส, เยอรมนีและญี่ปุ่น) รักษาอำนาจสำคัญสำหรับรัฐบาลกลางในการควบคุมกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ไว้อย่างชัดเจน แม้ว่าจะมีเครื่องมือบังคับใช้ที่ค่อนข้างจำกัด ในทุกประเทศที่ใช้รูปแบบนี้ จะได้กำหนดกรอบการกำกับดูแลหลักทรัพย์เพื่อพยายามที่จะเข้าไปมีอิทธิพลในการดำเนินงานของตลาด บางครั้งช่องทางเหล่านี้เป็นอำนาจโดยตรงเช่น อำนาจในการอนุมัติการจัดตั้งการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์/ตลาด หรือ อำนาจในการควบคุมสำนักหักบัญชีโดยเจ้าหน้าที่ของรัฐบาลกลางเช่นรัฐมนตรี⁸¹ บางครั้ง ช่องทางการควบคุมเหล่านี้ก็เป็นลักษณะทางอ้อม เช่น รัฐบาลและหน่วยงานบริหารที่รับผิดชอบในการกำกับดูแลการกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่นหน่วยงานบริการทางการเงินของญี่ปุ่น (Japanese Financial Services Agency: JFSA) อยู่ในภายใต้คณะรัฐมนตรี ในลำดับชั้นของกฎระเบียบของญี่ปุ่น มันจำเป็นต้องได้รับการอนุมัติจากนายกรัฐมนตรีก่อนดำเนินการ ในฝรั่งเศส กฎภายใต้ Autorité des Marchés Financiers (AMF) ทั้งหมดต้องได้รับการอนุมัติจากกระทรวงการคลังก่อนดำเนินการ นอกจากนี้กระทรวงสามารถมีอิทธิพลต่อกระบวนการพิจารณาของ AMF ผ่านตัวแทนที่ได้รับการแต่งตั้งโดยตรงในคณะกรรมการของ AMF⁸² ด้วยวิธีนี้ รัฐบาลกลางในประเทศเหล่านี้ ยังคงยึดถือและควบคุมกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ไว้ได้อย่างชัดเจน

ประเทศที่ใช้ “แบบที่มีความยืดหยุ่น” (สหราชอาณาจักร, ฮอลแลนด์ และ ออสเตรเลีย) ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนร่วมในตลาด ในการปฏิบัติตามข้อบังคับด้านกฎระเบียบ แต่

⁷⁹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO), **Objectives and Principles of Securities Regulation**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>

⁸⁰ Stavros Gadinis and Howell E. Jackson, “Markets as Regulators: A Survey,” *Southern California Law Review* 80 (2007): 1239.

⁸¹ *Ibid.*

⁸² *Ibid.*

ต้องพึ่งพาหน่วยงานของรัฐในการกำหนดนโยบายทั่วไปและรักษาไว้ซึ่งการบังคับใช้ หน่วยงานในรูปแบบความยืดหยุ่นมีความเป็นอิสระมากขึ้นจากรัฐบาลกลางและมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการตรวจสอบและบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ ในรูปแบบนี้รัฐบาลกลางได้มอบความเป็นอิสระให้กับหน่วยงานด้านการบริหารและสถาบันโครงสร้างพื้นฐานด้านตลาดมากขึ้น การรักษาอำนาจจำกัดไว้เท่าที่จะส่งผลกระทบต่อการทำงานของตลาดหลักทรัพย์มีเพียงการอนุมัติภายใต้การตัดสินใจของอำนาจของพวกเขาในการดำเนินงานตลาดหลักทรัพย์มีเพียงการอนุมัติภายใต้การตัดสินใจของหน่วยงานเพื่อสร้างตลาดหลักทรัพย์ใหม่หรือสำนักหักบัญชี เท่านั้น

ประเทศที่ใช้ “รูปแบบความร่วมมือ” (สหรัฐอเมริกาและแคนาดา) มอบหมายอำนาจที่หลากหลายให้กับผู้มีส่วนในตลาดในเกือบทุกด้านของการควบคุมหลักทรัพย์ แต่ยังคงไว้ซึ่งการกำกับดูแลที่เข้มข้นในกิจกรรมของตลาดผ่านหน่วยงานภาครัฐโดยเฉพาะที่เกี่ยวกับการบังคับกฎหมาย ดำเนินคดี สารสำคัญของรูปแบบความร่วมมืออยู่ที่วิธีที่หน่วยงานภาครัฐและ SRO ทำงานร่วมกันเพื่อควบคุมตลาดหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น SEC ได้มอบหมายอำนาจที่สำคัญหลายอย่างให้กับหน่วยงานภาคเอกชน สำหรับบริษัทหลักทรัพย์นั้นได้รับอนุญาตให้มีหน้าที่ความรับผิดชอบในการกำกับดูแลจำนวนมากโดยสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (NASD) ซึ่งเป็น “องค์กรลักษณะกำกับดูแลตนเอง” (SRO) ตลาดหลักทรัพย์เองก็มีลักษณะเป็น SROs ด้วย ดังนั้น จึงสามารถใช้อำนาจกำกับดูแลตนเองในฐานะสมาชิกในตลาด และ รวมถึงบริษัทที่มีหุ้นซื้อขายในตลาดด้วย อย่างไรก็ตาม SEC อาจยับยั้งคำวินิจฉัยตัดสินของหน่วยงานเหล่านี้ได้ และอาจต้องการให้พวกเขาแก้ไขกฎ (หรือนำเสนอกฎใหม่) มาใช้ รวมทั้งการกำกับดูแลหน่วยงานเหล่านี้ต่อไปในอนาคตด้วย

2.1.3.4 รูปแบบการกำกับและความรับผิดชอบ

โครงสร้างของหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์อาจแตกต่างกันได้ โดยอาจมีลักษณะหน่วยงานเดียวที่มีความเชี่ยวชาญในการกำกับดูแลหลักทรัพย์เป็นผู้กำกับดูแลแบบครบวงจรที่ควบคุมมากกว่าหนึ่งภาคส่วน มีโมเดลพื้นฐานของกรอบการกำกับดูแลหลักทรัพย์สองแบบ ได้แก่ แบบอเมริกัน และ แบบอังกฤษ

1) แบบอเมริกัน

ในสหรัฐอเมริกา ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดซื้อขายล่วงหน้า ตลาดพันธบัตรรัฐบาลและธนาคารมีหน่วยงานกำกับดูแลที่แตกต่างกัน พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ได้จัดตั้งคณะกรรมการ ก.ล.ต. (SEC) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลอิสระที่รับผิดชอบในการสร้างและบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์เพื่อปกป้องนักลงทุน สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกอบด้วยกรรมการที่ได้รับการแต่งตั้งจากประธานาธิบดีห้าคน หน่วยงานสี่แผนกและสำนักงาน 18 แห่ง ด้วยพนักงานประมาณ 3,100 คน SEC มีขนาดเล็กตามมาตรฐานหน่วยงานกลาง

สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ในกรุงวอชิงตันดีซี SEC มีสำนักงานภูมิภาค 11 แห่งและสำนักงานเขต 11 แห่งทั่วประเทศ⁸³ ทำหน้าที่หลักของ SEC คือการกำกับดูแลหลักทรัพย์และประสิทธิภาพของตลาด SEC ได้มีอำนาจอย่างกว้างขวาง ในการนำกฎและระเบียบต่าง ๆ มาใช้เพื่อรักษาตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นธรรม กฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลกลางกำหนดให้ บริษัทที่ขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณะต้องลงทะเบียนกับ SEC นอกจาก ก.ล.ต. แล้วคณะกรรมการกำกับการซื้อขายสินค้าโภคภัณฑ์ล่วงหน้า (The Commodities Future Trading Commission: CFTC) ยังควบคุมตลาดซื้อขายล่วงหน้าซึ่งกิจกรรมได้ขยายจากการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในอนาคตสำหรับสินค้าเกษตรไป เป็นการซื้อขายล่วงหน้าในดัชนีหลักทรัพย์ กฎเกณฑ์การกำกับดูแลบริษัทประกันขึ้นอยู่กับบริษัทประกันในระดับมลรัฐเกือบทั้งหมด โดยรัฐเป็นผู้ควบคุมหลักด้านการประกันภัยมานานกว่า 135 ปี ในขณะนี้ หน่วยงานกำกับดูแลของรัฐบาลกลางสามแห่ง (ธนาคารกลาง (The Federal Reserve System), บริษัทประกันเงินฝากของรัฐบาลกลาง (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) และสำนักงานกลางของควบคุมเงิน (Office of the Comptroller of the Currency: OCC) ได้แยกอำนาจออกจากกัน แต่มีเขตอำนาจทับซ้อนกันเฉพาะเรื่องที่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ เครดิตยูเนียนแห่งชาติ (National Credit Union Administration: NCUA) เป็นหน่วยงานรัฐบาลกลาง ที่กำกับดูแลสภาพเครดิตยูเนียนของรัฐบาลกลาง

โครงสร้างการกำกับดูแลในปัจจุบันของสหรัฐอเมริกาอาจมีความเหมาะสมในเวลาใดเวลาหนึ่ง แต่มันไม่ได้ถูกสร้างขึ้นเพื่อจัดการกับระบบการเงินที่ทันสมัยด้วยความหลากหลายของผู้มีส่วนได้เสีย ในตลาด นวัตกรรมความซับซ้อนของเครื่องมือทางการเงิน ตัวกลางทางการเงินและรูปแบบการซื้อขาย กระแสโลกาภิวัตน์ที่เกิดการเชื่อมโยงกันทั่วโลกในสถาบันการเงิน นักลงทุนและตลาด⁸⁴ ในเดือนมีนาคม ค.ศ. 2008 กระทรวงการคลังได้นำเสนอต้นแบบสำหรับโครงสร้างกฎระเบียบทางการเงินที่ทันสมัย⁸⁵ เพื่อปรับให้เข้ากับตลาดสหรัฐอเมริกาที่มีพลวัต ขณะเดียวกัน

⁸³ **Securities Exchange Commission**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.sec.gov/>

⁸⁴ Henry M. Paulson, **Remarks by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Blueprint for Regulatory Reform**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp897.htm>

⁸⁵ United States Treasury, **Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>

ก็ปรับปรุงการกำกับดูแล แนะนำรูปแบบการกำกับดูแลตามวัตถุประสงค์นี้ด้วย รูปแบบนี้จะมีหน่วยงานกำกับดูแลสามหน่วยงาน คือ

1. หน่วยงานที่ควบคุมเสถียรภาพของตลาดมุ่งเน้นที่ความมั่นคงของตลาดในภาคการเงินทั้งหมด
2. หน่วยงานที่ดูแลทางการเงินที่มุ่งเน้นไปที่ความปลอดภัยและความมั่นคงของสถาบันที่อยู่ภายใต้การรับประกันของรัฐบาลกลาง และ
3. หน่วยงานที่ดำเนินการกำกับดูแลธุรกิจที่เน้นการให้คุ้มครองผู้บริโภคและนักลงทุน⁸⁶

ข้อได้เปรียบที่สำคัญของโครงสร้างนี้ คือ สามารถตอบสนองและปรับตัวเข้ากับตลาดที่เปลี่ยนแปลงได้ง่ายขึ้นเพราะจัดระเบียบตามวัตถุประสงค์ด้านกฎระเบียบมากกว่าตามประเภทสถาบันการเงิน ตามแนวทางของต้นแบบนี้หน่วยงานกำกับดูแลภายใต้ธนาคารกลางทั้งหมดจะรวมเข้าด้วยกันเป็นหน่วยงานเดียว ด้วยการมุ่งเน้นการเป็นเอกเทศเกี่ยวกับกฎระเบียบอย่างรอบคอบและสร้างความมั่นใจในความปลอดภัยและความมั่นคงของสถาบันที่ได้รับการค้ำประกันจากรัฐบาลกลาง หน่วยงานที่กำกับนี้จะทำหน้าที่คล้ายกับ OCC ในปัจจุบัน บทบาทของ SEC และ CFTC จำนวนมากจะถูกโอนไปยังส่วนของการกำกับดูแลธุรกิจ

อีกประเทศหนึ่งที่ใช้รูปแบบอเมริกัน คือ จีน เช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกา ในประเทศจีน ตลาดหลักทรัพย์ธุรกิจประกันภัยและธนาคารต่างก็มีหน่วยงานกำกับดูแลแยกต่างหาก หน่วยงานกำกับหลักทรัพย์หลักของจีนคือคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์จีน (China Securities Regulatory Commission: CSRC) ก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1992 ทำหน้าที่ควบคุมดูแลการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์และตลาดซื้อขายล่วงหน้าภายในสาธารณรัฐประชาชนจีน ในทำนองเดียวกันกับหน้าที่ของคณะกรรมการ SEC, CSRC ได้รับคำสั่งให้ปฏิบัติหน้าที่ต่าง ๆ เช่น การออกและตรวจสอบกฎหมายหลักทรัพย์, การควบคุมการซื้อขาย, การออกและการชำระราคาหลักทรัพย์ตราสารหนี้และกองทุนหลักทรัพย์ ดูแลการดำเนินงานของผู้ถือหุ้นและ บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์, ดูแลการเข้าจดทะเบียนของบริษัทต่างประเทศ (เช่น H-Shares ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง)⁸⁷ CSRC มีสำนักงานกำกับดูแลมากกว่า 30 แห่งครอบคลุมพื้นที่ทางภูมิศาสตร์ที่แตกต่างกันของประเทศและ

⁸⁶ United States Treasury, **Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>

⁸⁷ **China Securities Regulatory Commission**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n4001948>

สำนักงานกำกับดูแลสองแห่งที่ใหญ่ที่สุดของประเทศ คือ ตลาดหลักทรัพย์ในเซี่ยงไฮ้และเซินเจิ้น คณะกรรมการกำกับดูแลการประกันภัยจีน (The China Insurance Regulatory Commission: CIRC) จัดตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1998 เพื่อควบคุมตลาดประกันภัยและส่งเสริมการพัฒนา เดิมทีธนาคารประชาชนของจีน (The People's Bank of China: PBOC) เป็นผู้รับผิดชอบการประกันภัย แต่ได้ถูกถ่ายโอนไปยัง CIRC เพื่อเป็นการปฏิรูปทางการเงินให้กว้างยิ่งขึ้น ลดความเสี่ยงและเสริมสร้างอุตสาหกรรมบริการทางการเงินให้มากขึ้น หน่วยงานกำกับดูแลการธนาคารของจีน (China Banking Regulatory Commission: CBRC) ก่อตั้งขึ้นในกรุงปักกิ่งในปี ค.ศ. 2003 โดยมีวัตถุประสงค์ คือเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้ฝากเงินและผู้บริโภค รักษาความเชื่อมั่นของตลาดผ่านการกำกับดูแลที่รอบคอบและมีประสิทธิภาพ ยกย่องความรู้เกี่ยวกับการเงินสมัยใหม่และต่อสู้กับอาชญากรรมทางการเงิน⁸⁸

2) แบบอังกฤษ

สหราชอาณาจักร หรืออังกฤษจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแล (Financial Services Authority (FSA)) สำหรับบริการทางการเงินทุกชนิด นายกรัฐมนตรีกริโอรดอน บราวน์ ประกาศเมื่อเดือนพฤษภาคม ค.ศ. 1997 ว่าหน้าที่ความรับผิดชอบในการกำกับดูแลให้บริการทางการเงินในสหราชอาณาจักรจะรวมเข้าเป็นหนึ่งเดียว⁸⁹ โดยจะนำหน่วยงานกำกับดูแลทั้งเก้ามารวมกัน⁹⁰ ทั้งธุรกิจธนาคาร, หลักทรัพย์และประกันภัยรวมถึง ตลาดและการแลกเปลี่ยนด้วย FSA จะเป็นผู้บังคับใช้กฎหมายแบบ “Super-Regulator” เดียวที่มีความรับผิดชอบโดยตรงในการสร้างกฎระเบียบและกติกาที่ควบคุมอุตสาหกรรมบริการทางการเงินทั้งหมด⁹¹ โดยจะมีคู่มือกฎหมายหลักเล่มเดียว อย่างไรก็ตาม อังกฤษไม่ใช่ประเทศแรกที่ใช้การควบคุมบริการทางการเงินโดยหน่วยงานเดียว หน่วยงานกำกับดูแลเดียวถูกสร้างขึ้นในประเทศนอร์เวย์ในปี ค.ศ. 1986 ตามมาด้วยเดนมาร์ก

⁸⁸ China Banking Regulatory Commission, Retrieved October 22, 2018 from [http:// www.cbrc.gov.cn/english/home/jsp/index.jsp](http://www.cbrc.gov.cn/english/home/jsp/index.jsp)

⁸⁹ Clive Briault, **The Rationale for a Single National Financial Services Regulator**, Retrieved October 22, 2018 from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.468.6859&rep=rep1&type=pdf>

⁹⁰ คณะกรรมการหลักทรัพย์และการลงทุน, หน่วยงานการลงทุนส่วนบุคคล หน่วยงานจัดการการลงทุน, หน่วยงานกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า, กองกำกับดูแลและเฝ้าระวัง/ธนาคารชาติอังกฤษ, คณะกรรมการการคลัง, คณะกรรมการประกันภัยของกรมการค้าและสมาคมอุตสาหกรรม, คณะกรรมการสังคมที่เป็นมิตรและนายทะเบียนของสมาคมที่เป็นมิตร

⁹¹ FSMA 2000 Section 2

ในปี ค.ศ. 1988 และสวีเดนในปี ค.ศ. 1991 แม้ว่าประเทศอื่น ๆ บางประเทศอาจมีหน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินเพียงแห่งเดียว แต่ FSA ถือว่าเป็นแห่งแรกและมีชื่อเสียงมากและจัดตั้งขึ้นในศูนย์กลางการเงินระหว่างประเทศ ในขณะเดียวกันก็มีการพิจารณาทบทวนโครงสร้างกฎระเบียบในหลายประเทศ ในภูมิภาคเอเชียตะวันออก เช่น ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ ญี่ปุ่น แนะนำหน่วยงานกำกับดูแลเดี่ยว (หน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงิน) ซึ่งครอบคลุมเรื่องการธนาคารหลักทรัพย์และการประกันภัยในเดือนมิถุนายน ค.ศ. 1998 เช่นเดียวกับเกาหลีในเดือนเมษายน ค.ศ. 1998 ในรูปแบบหน่วยงานกำกับดูแลทางการเงินแบบใหม่ซึ่งเป็นแบบจำลองอย่างชัดเจนมาจาก FSA ของสหราชอาณาจักร

ข้อโต้แย้งหลักคือ หน่วยงานกำกับดูแลทางการเงินแบบเดียวนั้นเหนือกว่าเพราะสะท้อนลักษณะของตลาดการเงินสมัยใหม่ที่มีความแตกต่างจากแบบเก่าที่พยายามแยกแยะระหว่างภาคธุรกิจและผลิตภัณฑ์ นอกจากนี้ ความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับภาคธุรกิจกับผลิตภัณฑ์เพิ่มมากขึ้น กลุ่มบริษัทที่ให้บริการทางการเงิน (โดยปกติหมายถึงกลุ่มที่ดำเนินกิจกรรมด้านบริการทางการเงินที่สำคัญอย่างน้อยสองกิจกรรม) เพิ่มขึ้น “การเกิดขึ้นของกลุ่มบริษัททางการเงินได้ทำให้เกิดความสับสนเกี่ยวกับการแบ่งเขตแบบเดิมระหว่างหน่วยงานกำกับดูแล”⁹² และ “ขอบเขตระหว่างหน่วยงานกำกับดูแล ไม่ได้สะท้อนความเป็นจริงทางเศรษฐกิจของอุตสาหกรรมอีกต่อไป”⁹³ มีความต้องการชัดเจนสำหรับการกำกับดูแลด้านการเงินเป็นกลุ่มบริษัท เนื่องจากอาจมี “ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นภายในกลุ่มที่ไม่ได้รับการตรวจสอบอย่างเพียงพอจากหน่วยงานกำกับดูแลที่มีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านที่ดำเนินงานเฉพาะความรับผิดชอบด้านใดด้านหนึ่งเท่านั้น”⁹⁴

อีกเหตุผลหนึ่งที่เราเห็นได้ชัด คือ การใช้หน่วยงานเดียวควบคุม จะมีประสิทธิภาพมากกว่าในการควบคุมการจัดสรรทรัพยากร โดยผู้ควบคุมเดียวจะสามารถมองเห็นได้ทั่วทั้งอุตสาหกรรมการเงินและจัดสรรทรัพยากรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับด้านกฎระเบียบ (ทั้งทรัพยากรมนุษย์และทรัพยากรทางการเงิน) ไปยังที่ที่พวกเขาต้องการมากที่สุด

ผู้สนับสนุนของระบบ การใช้หน่วยงานกำกับดูแลเดียว ให้เหตุผลเพิ่มเติมว่า ในกรณีของผู้ควบคุมตลาดรายเดียว ความรับผิดชอบมีความชัดเจน หน่วยงานกำกับดูแลเดียวไม่สามารถถ่ายโอนความล้มเหลวใด ๆ ไปยังหน่วยงานกำกับดูแลอื่น หากหน่วยงานกำกับดูแลเดียวถูก

⁹² C. A. E. Goodhart, P. Hartmann, D. T. Llewellyn, L. Rojas-Suarez and S. Weisbrod, **Financial Regulation** (London; New York: Routledge, 1998), p. 143.

⁹³ M. Taylor, **Peak Practice: How to Reform the UK's Regulatory System** (London: Centre for the Study of Financial Innovation, 1996), p. 4.

⁹⁴ C. A. E. Goodhart et. al., *op. cit.*, p. 148.

กำหนดความรับผิดชอบที่ชัดเจน ดังนั้นจึงควรเพิ่มความโปร่งใสชัดเจนในความรับผิดชอบของหน่วยงานกำกับดูแลเดียว⁹⁵ อย่างน้อยก็ในแง่ของความรับผิดชอบในการปฏิบัติงานกับวัตถุประสงค์ทางกฎหมาย ในแง่ของการควบคุมค่าใช้จ่าย นโยบายทางวินัยและความล้มเหลวด้านการกำกับ⁹⁶ อีกเหตุผลหนึ่ง ที่สนับสนุนในการควบคุมเดียว คือ การแบ่งปันข้อมูล หน่วยงานกำกับดูแลเดียวจะมีข้อได้เปรียบในการแบ่งปันข้อมูลระหว่างหน่วยงานควบคุมต่าง ๆ เพื่อป้องกันการฉ้อโกงและการจัดการในภาวะวิกฤต การมีหน่วยงานที่กำกับดูแลหลายแห่ง มักจะมีปัญหาในการแบ่งปันข้อมูลเพื่อให้สามารถนำมาใช้ได้ทันเวลา

อย่างไรก็ตาม หน่วยงานในสหราชอาณาจักร ได้ออกกฎหมาย Financial Services Act ที่มีผลบังคับใช้ 19 ธันวาคม ค.ศ. 2012 ทำให้เกิดการยุบเลิกหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลสถาบันการเงินของอังกฤษหรือที่กันในนามของ FSA (Financial Services Authority) ในการยุบเลิกหน่วยงานดังกล่าว อำนาจเดิมของ FSA ถูกแยกออกเป็น 2 ส่วนและโอนไปยัง 2 หน่วยงานใหม่คือ Prudential Regulation Authority “PRA” และ Financial Conduct Authority “FCA” นอกจากนี้ กฎหมายยังได้ให้อำนาจอื่น กับ PRA และ FCA ที่ FSA เดิมไม่มี สะท้อนให้เห็นถึงความพยายามในการกำกับดูแลสถาบันการเงินในอังกฤษให้มีความเข้มข้นยิ่งขึ้น

ในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการกำกับดูแลนี้ ใบอนุญาตประกอบธุรกิจที่ FSA ได้ออกไว้ให้แก่ผู้ประกอบการ (เช่น ธนาคารหรือผู้ประกอบการที่รับเงินฝากจากประชาชน บริษัทประกันชีวิตและบริษัทประกันวินาศภัย ผู้ประกอบการเกี่ยวกับการลงทุน – Investment banks) ยังคงสามารถใช้ต่อไปได้ อีกทั้ง หน่วยงานกับผู้ประกอบการไม่ต้องทำความรู้จักอะไรกันมาก แม้ว่าจะเป็นหน่วยงานใหม่ แต่อำนาจหน้าที่ก็คงจะเป็นแบบเดิม ซึ่งหน่วยงานทั้ง 2 นี้ได้เริ่มดำเนินการมาตั้งแต่เดือนเมษายนของปี ค.ศ. 2013 แล้ว

กฎหมายกำหนดให้ FCA มีหน้าที่ออกเกณฑ์เกี่ยวกับการประกอบธุรกิจ ในขณะที่ PRA มีหน้าที่ออกเกณฑ์เกี่ยวกับความมั่นคงของผู้ถือใบอนุญาตประกอบธุรกิจ การแยกหน่วยงานกำกับออกเป็น 2 หน่วยงานเป็นลักษณะเฉพาะของกฎหมาย Financial Services Act 2012 ซึ่งหากเทียบกับกฎหมายไทยแล้ว อำนาจทั้งสองยังอยู่ที่หน่วยงานเดียวคือธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งอาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติธุรกิจสถาบันการเงิน พ.ศ. 2551⁹⁷ อำนาจทางกฎหมายที่

⁹⁵ M. Taylor, “Twin Peaks”: A Regulatory Structure for the New Century (London: Centre for the Study of Financial Innovation, 1995).

⁹⁶ Clive Briault, *op. cit.*

⁹⁷ อีรวรา สุมาวงศ์, **สำนักกฎหมาย สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง**, ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก <https://www.dailynews.co.th/article/195370>

เพิ่มขึ้นจากอำนาจเดิมของ FSA รวมถึงการให้อำนาจ FCA ในการกำกับดูแลและตั้งค่า LIBOR (London Interbank Offered Rate – อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยในการกู้ยืมเงินระหว่างสถาบันการเงินในอังกฤษ) และการแทรกแซงการดำเนินธุรกิจของสถาบันการเงินในการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ มากขึ้น มาตรการนี้ น่าจะเป็นผลมาจากการส่งเสริมการให้ความคุ้มครองผู้บริโภคทางการเงินซึ่งทั้งประเทศอังกฤษและสหรัฐฯ ล้วนให้ความสำคัญมากขึ้นหลังจากวิกฤติทางเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 2008 ที่ผ่านมา

2.1.4 ประวัติ ความเป็นมา และลักษณะของตลาดทุนไทย

สำหรับในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจุดเริ่มต้นมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2496⁹⁸ ซึ่งถือได้ว่าเป็นปีที่มีการเริ่มจัดตั้งตลาดทุนเป็นครั้งแรกในประเทศไทย โดยเริ่มดำเนินการโดย บริษัท ต่างประเทศ 3 แห่ง คือ บริษัท เฮาส์แมน แอนด์ โค จำกัด (Houseman & Co., Ltd.) บริษัท สยามอเมริกัน เซคิวริตี้ จำกัด (Siamerican Securities Ltd.) และ บริษัท แซท แอนด์ อาร์ อินเวสเมนต์ แอนด์ คอนซัลแทนท์ จำกัด (Z & R Investment and Consultants Ltd.) ทำหน้าที่เป็นคนกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ปริมาณการซื้อขายในขณะนั้นมีไม่มากนัก

ในปี พ.ศ. 2503 กลุ่มเอกชนส่วนใหญ่ซึ่งเป็นชาวต่างประเทศ ได้จัดตั้งสถาบันการเงินประเภทบริษัทจัดการลงทุน (Investment Management Company) ขึ้นดำเนินการในลักษณะกองทุนรวม (Mutual Fund) โดยให้ใช้ชื่อว่า กองทุนรวมไทย (Thai Investment Fund) หรือ TIF และต่อมา ในปี 2504 ถือได้ว่าเป็นจุดเริ่มต้นของการพัฒนาการของตลาดทุนของไทยในยุคใหม่ กล่าวคือ มีการประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504-2509) เพื่อรองรับการเติบโตและส่งเสริมความมั่นคงทางเศรษฐกิจและพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชน ต่อมา แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510-2514) ได้เสนอให้มีการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบขึ้นเป็นครั้งแรก โดยเน้นให้มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่า พัฒนาการของตลาดทุนของไทยในยุคใหม่นั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ยุค เริ่มจาก “ตลาดหุ้นกรุงเทพ” (Bangkok Stock Exchange) และต่อมาได้พัฒนาจนมาเป็น “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” “The Securities Exchange of Thailand”

ที่ผ่านมาในอดีตการกำกับดูแลตลาดตราสารทางการเงินของไทยจะมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องหลายฉบับ และอยู่ภายใต้การดูแลของหน่วยงานที่แตกต่างกัน คือ กระทรวงการคลัง กระทรวงพาณิชย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการที่มีหน่วยงานกำกับดูแล

⁹⁸ ศุภชัย ศรีสุชาติ, *เรื่องเดิม*, หน้า 20.

หลายหน่วยงานจึง ส่งผลให้เกิดความซับซ้อน ลำช้า ขาดเอกภาพในการกำกับดูแลตลาดการเงิน พัฒนาตลาดทุน เพื่อให้เกิดการส่งเสริมการพัฒนาตราสารทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพและต่อเนื่อง จึงได้มีการตราพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้น เมื่อวันที่ 16 มีนาคม พ.ศ. 2535 โดยมีผลใช้บังคับ ตั้งแต่วันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา ทั้งนี้เพื่อเป็นกฎหมายแม่บทในการกำกับ ดูแลพัฒนาตลาดทุน และจากผลของการบังคับใช้พระราชบัญญัติฉบับดังกล่าวจึงได้ มีการจัดตั้ง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือ สำนักงาน คณะกรรมการ ก.ล.ต. ขึ้น เพื่อเป็นองค์กรอิสระในการทำหน้าที่กำกับดูแล และพัฒนาตลาดทุน โดยมีคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) เป็นผู้กำหนด นโยบายการดำเนินงานของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

2.1.4.1 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้นได้มีการจัดแบ่งเนื้อหา ออกเป็นบททั่วไปและหมวดต่าง ๆ จำนวน 13 หมวด รวมทั้งสิ้น 344 มาตรา โดยมีการบัญญัติใน เรื่องที่เกี่ยวข้องกับการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ การออกหลักทรัพย์ของบริษัท การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ธุรกิจหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ และศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าองค์กรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ การกระทำที่ไม่เป็น ธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการคณะกรรมการ วินิจฉัย อุทธรณ์การกำกับและควบคุมพนักงานเจ้าหน้าที่ บทกำหนดโทษ และบทเฉพาะกาล ในการตรา พระราชบัญญัติฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ ดังนี้

1. เพื่อปรับปรุงระบบและโครงสร้างการกำกับดูแลการพัฒนาตลาดทุนของประเทศ โดย กำหนดให้มีการจัดตั้งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการจัดตั้ง คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้น เพื่อเป็นองค์กรเฉพาะในการกำกับดูแล และพัฒนาตลาดทุนของประเทศ
2. เพื่อเป็นการส่งเสริมการระดมเงินทุนโดยตรงด้วยการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ ประเภทต่าง ๆ ได้แก่ ตราสารทุน ตราสารหนี้ ตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน หรือตราสารอื่นใด
3. เพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนและป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมที่เกี่ยวข้องกับ ธุรกิจหลักทรัพย์ในลักษณะ หรือรูปแบบต่าง ๆ
4. สนับสนุนการพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ และตลาดทุนให้มีการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ เป็นธรรมและโปร่งใส

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับ

หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และกำหนดอำนาจหน้าที่ให้คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ฯ

2.1.5 บทบัญญัติและหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายหลักทรัพย์

หลักกฎหมายในเรื่องการป้องกันและปราบปรามการฉ้อฉลของกฎหมายหลักทรัพย์นี้ มีต้นกำเนิดมาจากกฎหมายในระบบ Common Law ที่มีจุดประสงค์จะคุ้มครองทรัพย์สินของเอกชน ภายใต้ความซื่อสัตย์ในการติดต่อระหว่างเอกชนต่อเอกชน ซึ่งทั้งสองฝ่ายต่างยืนอยู่บนพื้นฐานความรู้ และอำนาจต่อรองที่เท่าเทียมกันในการติดต่อธุรกิจลักษณะนี้ ถือว่า ผู้ซื้อต้องระวัง (Caveat Emptor) แต่กฎหมายหลักทรัพย์ ตั้งอยู่บนหลักการที่ว่า เพื่อป้องกันผู้ไม่รู้สาระหรือข้อเท็จจริงเกี่ยวกับตลาดจากผู้รู้และเพื่อป้องกันการเอาเปรียบ จากการรับรู้ข่าวสาร และความไม่เท่าเทียมกันในด้านความรู้ความเข้าใจระหว่างสาธารณชนทั่วไปกับผู้ที่เกี่ยวข้องในหลักทรัพย์ จึงทำให้หลักการติดต่อในธุรกิจหลักทรัพย์กลับมาเป็น ผู้ขายต้องระวัง (Caveat Venditor)

ลักษณะของการฉ้อฉลในกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์จึงมีลักษณะกว้างขวางและครอบคลุมมากกว่ากฎหมายการฉ้อฉล (Fraud) ในระบบกฎหมาย Common Law เดิม เพื่อให้สอดคล้องกับจุดมุ่งหมายในลักษณะของธุรกิจ และด้วยเหตุที่ราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์โดยตรงกับข้อมูลข่าวสารต่างๆ ดังนั้น วิธีการดั้งเดิมที่สุดในการสร้างราคาหลักทรัพย์ คือ การสร้างและเผยแพร่ข่าวที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ด้วยเหตุผลที่ว่า ผู้ซื้อและผู้ขายอาศัยข้อมูลข่าวสารในการตัดสินใจและประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายนั้น และหากให้มีการปล่อยข่าวเท็จ ย่อมเป็นการกระทำที่อยู่ในข่ายการฉ้อฉล แม้ว่าการปล่อยข่าวเท็จดังกล่าวจะมีได้เกี่ยวพันกับหลักทรัพย์โดยตรงหรือมุ่งประสงค์หลอกล่อใครก็ตาม แต่ก็เป็นกระทำที่มุ่งหลอกลวงสาธารณะให้ประเมินคุณค่าหรือราคาหลักทรัพย์ผิดไปจากที่ควรจะเป็น ทั้งนี้ เพื่อสร้างความได้เปรียบเสียเปรียบในการซื้อขาย ย่อมถือเป็นความผิดและเป็นหลักกฎหมายที่ศาลอังกฤษใช้ ก็คือ การฉ้อฉลต่อสาธารณะ (Fraud Levelled Against All Public) และ ถือเป็นหลักสากลในกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่จะต้องมีบทบัญญัติอันเป็นข้อห้ามมิให้มีการกระทำความดังกล่าและถือเป็นความผิดทางอาญา

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดหลักกฎหมายที่สอดคล้องกับหลักการฉ้อฉลต่อสาธารณะดังกล่าว และได้กำหนดไว้ในหมวดที่ 8 ส่วนที่ 1 ว่าด้วยการป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ไว้ในมาตรา 238-244

โดยในมาตราที่ 240 นั้นเป็นลักษณะซื้อขายไม่เป็นธรรมในส่วนที่เกี่ยวกับการกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ แพร่ข่าวเกี่ยวกับข้อเท็จจริง และแพร่ข่าวอันเป็นเท็จ เพื่อให้ผู้อื่นสำคัญผิดเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ หรือต่อการตัดสินใจลงทุนส่วนในมาตรา 241 เป็นการเปิดเผยข้อมูลที่ได้จากการวิเคราะห์

ฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน ที่ไม่ถูกต้องครบถ้วน และได้เปิดเผยผลจากการวิเคราะห์ต่อประชาชน โดยน่าจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

ในมาตรา 242 เป็นเรื่องเกี่ยวกับห้ามมิให้ผู้รู้หรือครอบครองข้อมูลภายในของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลต่อบุคคลอื่น ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม (Insider Trading) ส่วนมาตรา 243 เป็นข้อสันนิษฐานของบุคคลผู้ควรรู้หรือครอบครองข้อมูลตาม มาตรา 242 ส่วนใน มาตรา 244 ได้เพิ่มเติมลักษณะของบุคคลที่มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดไปจากปกติวิสัย ถือว่าเป็นผู้รู้หรือครอบครองข้อมูลภายในตามมาตรา 242 ด้วย

มาตรา 244/1 เป็นการห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจเป็นนายหน้า (Broker) รวมทั้งพนักงานลูกจ้าง ซึ่งครอบครองข้อมูลเกี่ยวกับการสั่งซื้อ ดำเนินการเพื่อตนเองหรือผู้อื่นในลักษณะที่น่าจะทำให้ลูกค้าเสียประโยชน์ ส่วนใน มาตรา 244/2 เป็นการใช้หลักเดียวกับในมาตรา 244/1 แต่เป็นการบังคับใช้กับธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทจัดการกองทุน

แต่สำหรับมาตรา 244/3 นั้น เป็นลักษณะซื้อขายที่ไม่เป็นธรรมในส่วนที่เกี่ยวกับการเข้าไปซื้อหรือขายเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์นั้นมีราคาสูงขึ้นหรือมีราคาลดลง อันเป็นผลให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขาย หรือมีลักษณะเป็นการซื้อขายแบบต่อเนื่องโดยต้องการให้มีราคาหรือปริมาณผิดไปจากสภาพปกติของตลาด หรือที่เรียกว่า การสร้างราคา (Market Manipulation)

มาตรา 244/5 เป็นบทสันนิษฐานของลักษณะการกระทำความผิดในลักษณะให้บุคคลอื่นเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาและปริมาณตาม มาตรา 244/3 แต่มีการระบุลักษณะการกระทำความผิดไว้เลย เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งสุดท้ายบุคคลผู้ได้ประโยชน์ จะเป็นคนเดียวกัน การซื้อขายหุ้นระหว่างคนในกลุ่มเดียวกัน หรือการโยนหุ้น เพื่อประโยชน์ทางราคา หรือการส่งคำสั่งซื้อหรือขายในช่วงก่อนเปิดหรือปิดตลาด เพื่อจะทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

มาตรา 244/6 เป็นบทสันนิษฐานของลักษณะของตัวการกระทำความผิดตาม มาตรา 244/3 ซึ่งมีลักษณะโดยรวม คือ การเปิดบัญชีร่วมกัน หรือยอมให้ใช้ผ่านบัญชีเงินที่ได้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น ส่วนมาตรา 244/7 เป็นลักษณะห้ามส่งคำสั่งซื้อขายที่ราคาหรือ ปริมาณผิดไปจากสภาพปกติ และเป็นเหตุให้ระบบการซื้อขายต้องหยุดชะงัก เช่น การซื้อขายที่มีปริมาณมากผิดปกติ (Big Lots) จนทำให้เกิด Ceiling ของหุ้นในแต่ละตัว ทำให้ต้องหยุดการซื้อขาย เป็นต้น

ทั้งนี้ งานวิจัยฉบับนี้ จะศึกษาเฉพาะเรื่องเกี่ยวกับการกระทำอันไม่เป็นธรรมในการสร้างราคา หรือการปั่นหุ้น เท่านั้น ซึ่ง ตามมาตรา 240, 241, 242 ดังกล่าว เป็นเรื่องของการบอกกล่าว การแพร่ข่าว ที่จะทำให้ผู้อื่นเข้าใจผิดในเรื่องของราคา แต่ในมาตรา 244/3, 244/5, 244/6, 244/7 เป็นเรื่องของการสร้างราคาคด้วยการเข้าไปกระทำต่อราคาด้วยการซื้อหรือขาย เพื่อให้ราคาสูงขึ้นหรือลดลง หรือช่วยพยุงราคา หรือที่เรียกกันทั่วไปว่า การปั่นหุ้น (Market Manipulation)

ในมาตรา 244/3 ห้ามมิให้บุคคลใดกระทำการ ดังต่อไปนี้

- (1) ส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ อันเป็นการทำให้บุคคลทั่วไป เข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์
- (2) ส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ในลักษณะต่อเนื่องกันโดยมุ่งหมาย ให้ราคาหลักทรัพย์หรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

องค์ประกอบความผิดตามมาตรา 244/3

1. ผู้กระทำ
 - บุคคลใด
2. การกระทำ
 - ส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์
 - ส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ในลักษณะต่อเนื่องกัน
3. เจตนา
 - ส่งคำสั่งซื้อหรือขาย เพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

ตามมาตรา 244/4 เป็นการซื้อขายเพื่อรักษาระดับราคาตามข้อตกลง และได้ทำตามประกาศของคณะกรรมการตลาดทุนแล้ว หรือ เป็นการซื้อคืนหุ้น ตามที่ได้ปฏิบัติตามประกาศของ ก.ล.ต. แล้ว หรือเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ตามที่ ก.ล.ต. กำหนด

มาตรา 244/5 ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าการกระหาดังต่อไปนี้ เป็นการกระทำที่ทำให้บุคคลทั่วไป เข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ตามมาตรา 244/3 (1) หรือเป็นการกระทำที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์หรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ตามมาตรา 244/3 (2) แล้วแต่กรณี

(1) ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ซึ่งในที่สุดบุคคลที่ได้ประโยชน์จากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ยังคงเป็นบุคคลคนเดียวกัน

(2) ส่งคำสั่งซื้อหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเองหรือบุคคลซึ่งร่วมกันกระทำการ ได้สั่งขายหรือจะสั่งขายหลักทรัพย์เดียวกัน ในจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกัน และภายในเวลาใกล้เคียงกัน

(3) ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเองหรือบุคคลซึ่งร่วมกันกระทำการ ได้สั่งซื้อ หรือจะสั่งซื้อหลักทรัพย์เดียวกัน ในจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกัน และภายในเวลาใกล้เคียงกัน

(4) ส่ง แก้วไข หรือยกเลิกคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเปิดหรือช่วงก่อนปิดตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ แล้วแต่กรณี โดยมุ่งหมายให้ราคาเปิดหรือราคาปิดของหลักทรัพย์นั้นสูงหรือต่ำกว่า ที่ควรจะเป็น

(5) ส่ง แก้วไข หรือยกเลิกคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการขัดขวางการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ของบุคคลอื่น ซึ่งมีผลทำให้บุคคลอื่นต้องส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงกว่า หรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

โดยที่ผ่านมามีการบัญญัติกฎหมายหลักทรัพย์มาแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 มาแล้วเป็นจำนวน 6 ครั้ง โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ฉบับที่ 1 ปี พ.ศ. 2535 การพัฒนาตลาดทุนของประเทศที่ผ่านมาได้มุ่งเน้นการพัฒนาตลาดรองซึ่งเป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์เป็นหลักแต่ยังขาดการพัฒนาตลาดแรกอันเป็นตลาดสำหรับหลักทรัพย์ออกใหม่ควบคู่กันไปด้วยทำให้บทบาทที่สำคัญของตลาดรองในการเป็นตลาดที่สนับสนุนตลาดแรกไม่เกิดประสิทธิภาพอย่างเต็มที่ด้วยเหตุนี้จึงต้องเปิดโอกาสให้มีการพัฒนาตลาดแรกได้กว้างขวางขึ้นและมีตราสารประเภทต่าง ๆ ได้มากขึ้นเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน นอกจากนี้ โดยที่การควบคุมดูแลในเรื่องที่เกี่ยวกับตลาดทุนมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องหลายฉบับและอยู่ภายใต้ความรับผิดชอบของหลายหน่วยงานทำให้การกำกับและพัฒนาตลาดทุนขาดความเป็นเอกภาพ ทั้งยังขาดมาตรการที่จะคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพสมควรมีกฎหมายและหน่วยงานที่เป็นศูนย์รวมในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนเพื่อให้สามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ฉบับที่ 2 ปี พ.ศ. 2542 การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมายว่าด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพมีลักษณะเป็นการประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนประเภทหนึ่งซึ่งมีลักษณะใกล้เคียงกับการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ดังนั้น เพื่อให้การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเป็นไปตามมาตรฐานและหลักการเดียวกันกับการจัดการกองทุนส่วนบุคคลสมควรให้กำหนดให้การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพอยู่ภายใต้บังคับบัญญัติว่าด้วยการจัดการกองทุนส่วนบุคคลตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และปรับปรุงบัญญัติเกี่ยวกับการจัดการกองทุนส่วนบุคคลให้มีความเหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันและเป็นไปเพื่อคุ้มครองประโยชน์ของผู้มอบหมายให้จัดการกองทุนส่วนบุคคลได้มากยิ่งขึ้น

ฉบับที่ 3 ปี พ.ศ. 2546 โดยที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 บัญญัติห้ามบริษัทหลักทรัพย์ที่จัดการกองทุนรวมก่อภาระผูกพันใดๆ แก่ทรัพย์สินของกองทุนรวมและการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นการบริหารการเงินที่สามารถนำมาใช้ลดความเสี่ยงต่อการ

สูญเสียได้สมควรแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้กองทุนรวมสามารถบริหารความเสี่ยงโดยการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการกฤษฎีกาหนดได้

ฉบับที่ 4 ปี พ.ศ. 2551 โดยที่เป็นการสมควรปรับปรุงโครงสร้างขององค์กรกำกับดูแลตลาดทุนโดยปรับปรุงที่มาองค์ประกอบคุณสมบัติและวาระการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้มีความเหมาะสมยิ่งขึ้นกำหนดให้มีคณะกรรมการกำกับตลาดทุนเพื่อทำหน้าที่ในการตรากฎเกณฑ์กำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจและทำธุรกรรมต่างๆในตลาดทุนปรับปรุงที่มาและการพ้นจากตำแหน่งของเลขาธิการสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์รวมทั้งเพิ่มข้อห้ามมิให้ประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติหน้าที่หลังการพ้นจากตำแหน่งด้วยตลอดจนสมควรปรับปรุงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลการเสนอขายหลักทรัพย์เพื่อรองรับพัฒนาการของรูปแบบการจัดตั้งผู้ออกหลักทรัพย์โดยกำหนดมาตรการเพื่อเสริมสร้างการบริหารจัดการที่ดีของบริษัทที่มีการระดมทุนในตลาดทุนในด้านหน้าที่ความรับผิดชอบของกรรมการและผู้บริหารและสิทธิของผู้ถือหุ้นปรับปรุงหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นสากลปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลผู้ประกอบการหลักทรัพย์และหลักเกณฑ์คุ้มครองทรัพย์สินของลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ให้เหมาะสมกับสภาวะการกำหนดบทบัญญัติรองรับการทำธุรกรรมในตลาดหลักทรัพย์อันได้แก่การบังคับจำหน่ายหลักทรัพย์จดทะเบียน เพื่อให้ธุรกรรมต่างๆสามารถดำเนินไปได้อย่างคล่องตัวมากยิ่งขึ้นกำหนดบทบัญญัติเพื่อคุ้มครองระบบการส่งมอบและชำระบัญชีในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนปรับปรุงบทบัญญัติเกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการเพื่อยกระดับการใช้ความคุ้มครองผู้ลงทุนรวมทั้งปรับปรุงบทบัญญัติต่าง ๆ เพื่อส่งเสริมให้การบังคับใช้กฎหมายเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ฉบับที่ 5 ปี พ.ศ. 2559 โดยที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีบทบัญญัติบางประการที่ไม่เหมาะสมกับสภาวะการในปัจจุบันรวมทั้งยังมีข้อจำกัดบางประการทำให้ไม่สามารถใช้บังคับมาตรการลงโทษทางอาญากับผู้กระทำความผิดที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพอันเป็นอุปสรรคต่อการป้องกันและปราบปรามการกระทำความผิดดังกล่าวสมควรปรับปรุงบทบัญญัติบางประการใหม่เพื่อให้สอดคล้องกับพัฒนาการของระบบการซื้อขายหลักทรัพย์และรองรับการเชื่อมโยงระหว่างตลาดทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศรวมทั้งกำหนดให้นำมาตรการลงโทษทางแพ่งมาใช้บังคับแก่ผู้กระทำความผิดแทนมาตรการลงโทษทางอาญาได้ในบางกรณีเพื่อให้การบังคับใช้กฎหมายมีประสิทธิภาพและทำให้ผู้ลงทุนได้รับความคุ้มครองมากยิ่งขึ้น

ฉบับที่ 6 ปี พ.ศ. 2562 โดยที่ปัจจุบันตลาดทุนและเทคโนโลยีทางการเงินมีการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ทำให้การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีรูปแบบที่หลากหลายมากขึ้น ประกอบกับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ยังมีบทบัญญัติบางประการที่ไม่เป็นไป

ตามมาตรฐานสากล และไม่เพียงพอที่จะคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ สมควรแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ การจัดการกองทุนรวม และการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์สอดคล้องกับรูปแบบการประกอบธุรกิจ มีการคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และเพื่อให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์มีความมั่นคง โปร่งใสและคำนึงถึงประโยชน์ของตลาดทุนและการคุ้มครองผู้ลงทุน รวมทั้งการจัดตั้งกองทุนส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนเพื่อเป็นศูนย์กลางในการกำหนดนโยบายและบูรณาการงานด้านการพัฒนาตลาดทุนให้เป็นไปในทิศทางเดียวกันตลอดจนปรับปรุงบทกำหนดโทษเพื่อให้สอดคล้องกับการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายดังกล่าว

การแก้ไขกฎหมายที่ผ่านมาทั้ง 6 ฉบับ มีเพียงฉบับที่ 5 ฉบับเดียวเท่านั้น ที่มีลักษณะของการแก้ไขบทบัญญัติในมาตราที่เกี่ยวข้องกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์หรือการปั่นหุ้น ซึ่งเมื่อดูจากตัวเลขทางสถิติ 6 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง ปี พ.ศ. 2561 การเปรียบเทียบปรับ และกล่าวโทษ ในความผิดจากการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการสร้างราคา หรือการปั่นหุ้น พบว่า ก่อนปี พ.ศ. 2559 หรือก่อนการแก้ไขกฎหมายเกี่ยวกับการปั่นหุ้น ยังพอมีคดีกล่าวโทษและเปรียบเทียบปรับบ้าง แต่ในปี พ.ศ.2560 เหลือการทำบันทึกยินยอมเพียงคดีเดียว ส่วนในปี พ.ศ.2561 กลับมีคดีในทางแพ่งเป็น 10 คดี โดยมี 3 คดี ยินยอมจ่ายค่าปรับจำนวน 293 ล้านบาท อีก 7 คดี ขอดำเนินคดีในชั้นศาล จึงยังไม่สามารถชี้ชัดได้ว่าการแก้ไขกฎหมายในปี พ.ศ.2559 นั้น ก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการป้องปรามการปั่นหุ้นได้มากขึ้นหรือไม่ เพราะการที่ไม่ค่อยมีคดีให้ดำเนินการ อาจตีความได้ทั้งสองด้านคือ กฎหมายมีความเข้มงวดมาก จนคนปั่นหุ้นกลัว ไม่กล้ากระทำความผิดอีก หรืออีกนัยยะหนึ่งก็อาจเป็นว่า กลุ่มคนที่ปั่นหุ้นเปลี่ยนแปลงวิธีการเพื่อรับมือกับกฎหมายใหม่แล้ว จึงทำให้การบังคับใช้กฎหมายไม่ค่อยเป็นผลเท่าไรนัก

จะเห็นได้ว่าจากข้อมูลทางสถิติที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของ สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สรุปสถิติมาตรการลงโทษเป็นตารางที่ 2.1-2.5 ได้ดังนี้

ตารางที่ 2.1 สถิติมาตรการลงโทษทางแพ่ง ปี พ.ศ. 2561⁹⁹

ความผิด/ปี	ปี 2561					
	ตกลงทำบันทึกการยินยอม				ฟ้องคดีต่อศาลแพ่ง	
	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	ค่าปรับทางแพ่ง (บาท)	คดีใช้เงินทำผลประโยชน์ที่ได้รับ (บาท)	คดีใช้เงินค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบ (บาท)	จำนวน (คดี)
<u>ผู้บริหารบริษัทที่ออกหลักทรัพย์</u>						
ไม่ปฏิบัติตามที่คณะกรรมการหรือผู้บริหารตามมาตรา 89/7	-	-	-	-	-	1
แสดงข้อความอันเป็นเท็จหรือปกปิดข้อเท็จจริงซึ่งควรบอกให้แจ้งในสาระสำคัญ	-	-	-	-	-	3
<u>การกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์</u>						
การบอกกล่าวข้อความเท็จ / การแพร่ข่าว	-	-	-	-	-	-
การสร้างราคา	33	3	293,908,776.76			73*
การใช้ข้อมูลภายใน	12	6	23,512,404.72	16,455,809.00	43,824.00	12
ยินยอมให้ใช้บัญชีหลักทรัพย์/บัญชีเงินฝาก หรือใช้บัญชีหลักทรัพย์/บัญชีเงินฝาก**	1	-	50,000.00		43,824.00	-
รวม	46	9	317,471,181.48	16,455,809.00	87,648.00	89

หมายเหตุ: * เป็นกรณีสร้างราคาหลักทรัพย์ 6 หุ่น (NEWS MILL POLAR NBC NINE และ NINE-W1) โดยมีผู้กระทำความผิดรวม 23 ราย ซึ่งมีบางรายสร้างราคาหลายหลักทรัพย์; **ผู้กระทำความผิดฐานยินยอมให้ใช้บัญชีหลักทรัพย์/บัญชีเงินฝาก หรือใช้บัญชีหลักทรัพย์/บัญชีเงินฝาก เป็นคดีเดียวกันกับกรณีความผิดฐานการสร้างราคาหลักทรัพย์/การใช้ข้อมูลภายใน

⁹⁹ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สถิติการบังคับใช้กฎหมาย, ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก <https://www.sec.or.th/TH/Pages/MarketData/Yearly.aspx>

ตารางที่ 2.2 สถิติมาตรการลงโทษทางแพ่ง ปี พ.ศ. 2560

ความผิด / ปี	ปี 2560						
	ตกลงทำบันทึกการยินยอม				ฟ้องคดีต่อศาลแพ่ง		
	จำนวน(ราย)	จำนวน(คดี)	ค่าปรับทางแพ่ง(บาท)	ช ด ใช้ เงิน เท่ า ผลประโยชน์ที่ได้รับ (บาท)	ชดใช้เงินค่าใช้จ่าย ในการตรวจสอบ (บาท)	จำนวน(ราย)	จำนวน(คดี)
ผู้บริหารบริษัทที่ออกหลักทรัพย์	6	1	3,000,000.00	-	-		
ไม่ปฏิบัติหน้าที่ในฐานะกรรมการหรือผู้บริหารตาม มาตรา 89/7							
แสดงข้อความอันเป็นเท็จหรือปกปิดข้อความจริงซึ่ง ควรบอกให้แจ้งในสาระสำคัญ	-	-	-	-	-		
การกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์							
การบอกกล่าวข้อความเท็จ / การแพร่ข่าว	-	-	-	-	-	-	-
การสร้างราคา	4	1	3,135,871.25				
การใช้ข้อมูลภายใน	15	7	28,137,069.62	19,613,700.00	-	2	1
ยินยอมให้ใช้บัญชีหลักทรัพย์/บัญชีเงินฝาก หรือใช้ บัญชีหลักทรัพย์/บัญชีเงินฝาก**	-	-	-	-	-	-	-
รวม	25	9	34,272,940.87	19,613,700.00	-	-	-

ตารางที่ 2.3 สถิติการเปรียบเทียบ/กล่าวโทษทางอาญา ปี พ.ศ. 2560-2561

ความผิด* / ปี	2561				2560			
	เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ		เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ	
	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)
<u>ผู้บริหารบริษัทที่ออกหลักทรัพย์</u>								
ทุจริต (รวมผู้สนับสนุน)	-	-	46	4	-	-	37	4
ไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง	-	-	1	1	-	-	1	1
<u>การกระทำอันไม่เป็นธรรม</u>								
การบอกกล่าวข้อความเท็จ / การแพร่ข่าว	-	-	1	1	-	-	-	-
การสร้างราคา	-	-	-	-	-	-	-	-
การใช้ข้อมูลภายใน	-	-	-	-	-	-	-	-
<u>การครอบงำกิจการ</u>	14	8	1	1	12	5	-	-
<u>การออกและเสนอขายหลักทรัพย์</u>								
การเปิดเผยฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของ บริษัท	10	5	9	5	67	33	29	15
รายงานการถือหลักทรัพย์ของกรรมการและผู้บริหาร	4	4	2	1	5	5	-	-
อื่นๆ	8	4	2	1	7	5	-	-
<u>ผู้ประกอบการธุรกิจ</u>								
การไม่ปฏิบัติตามเกณฑ์การประกอบธุรกิจ	10	7	-	-	13	9	-	-
การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาต	-	-	12	2	-	-	-	-
การประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโดยไม่ได้รับ อนุญาต	-	-	13	3	-	-	2	1

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ความผิด* / ปี	2561				2560			
	เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ		เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ	
	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)
ผู้บริหาร / เจ้าหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจทุจริต (รวมผู้สนับสนุน)	-	-	-	-	-	-	-	-
อื่นๆ								
การให้ถ้อยคำเท็จต่อพนักงานเจ้าหน้าที่	-	-	-	-	-	-	-	-
การขัดคำสั่งพนักงานเจ้าหน้าที่	-	-	-	-	-	-	-	-
การไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานวิชาชีพ	-	-	-	-	-	-	-	-
รวม	46	28	85	19	104	57	69	21

หมายเหตุ: *ผู้ถูกดำเนินการ 1 รายอาจมีการกระทำความผิดหลายข้อกล่าวหาได้

ตารางที่ 2.4 สถิติการเปรียบเทียบ/กล่าวโทษทางอาญา ปี พ.ศ. 2558-2559

ความผิด* / ปี	2559				2558			
	เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ		เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ	
	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)
<u>ผู้บริหารบริษัทที่ออกหลักทรัพย์</u>								
ทุจริต (รวมผู้สนับสนุน)			3	1			21	5
ไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง	1	1	-	-	-	-	2	2
<u>การกระทำอันไม่เป็นธรรม</u>								
การบอกกล่าวข้อความเท็จ / การแพร่ข่าว	3	3	-	-	1	1	-	-
การสร้างราคา	16	4	16	2	12	2	4	1
การใช้ข้อมูลภายใน	15	7	3	2	10	6	2	1
<u>การครอบงำกิจการ</u>	5	1	3	1	4	3	1	1
<u>การออกและเสนอขายหลักทรัพย์</u>								
การเปิดเผยฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท	40	20	35	15	47	24	38	20
รายงานการถือหลักทรัพย์ของกรรมการและผู้บริหาร	2	2	-	-	1	1	-	-
อื่น ๆ	10	2	4	1	-	-	-	-
<u>ผู้ประกอบการธุรกิจ</u>								
การไม่ปฏิบัติตามเกณฑ์การประกอบธุรกิจ	20	19	-	-	14	14		
การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาต	-	-	17	5	-	-	8	2
การประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโดยไม่ได้รับอนุญาต	-	-	-	-	-	-	3	1

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ความผิด* / ปี	2559				2558			
	เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ		เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ	
	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน (คดี)
ผู้บริหาร / เจ้าหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจทุจริต (รวมผู้สนับสนุน)	-	-	-	-	-	-	1	1
อื่นๆ								
การให้ถ้อยคำเท็จต่อพนักงานเจ้าหน้าที่	-	-	-	-	-	-	1	1
การขัดคำสั่งพนักงานเจ้าหน้าที่	-	-	-	-	-	-	-	-
การไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานวิชาชีพ	-	-	-	-	-	-	-	-
รวม	112	59	81	27	89	51	81	35

หมายเหตุ: *ผู้ถูกดำเนินการ 1 รายอาจมีการกระทำความผิดหลายข้อกล่าวหาได้

ตารางที่ 2.5 สถิติการเปรียบเทียบ/กล่าวโทษทางอาญา ปี พ.ศ. 2556-2557

ความผิด* / ปี	2557				2556			
	เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ		เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ	
	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)
<u>ผู้บริหารบริษัทที่ออกหลักทรัพย์</u>								
ทุจริต (รวมผู้สนับสนุน)	-	-	3	1	-	-	8	3
ไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง	-	-	-	-	-	-	-	-
<u>การกระทำอันไม่เป็นธรรม</u>								
การบอกกล่าวข้อความเท็จ / การแพร่ข่าว	-	-	-	-	-	-	-	-
การสร้างราคา	35	6	23	3	-	-	13	2
การใช้ข้อมูลภายใน	13	5	-	-	10	4	1	1
<u>การครอบงำกิจการ</u>	-	-	-	-	-	-	-	-
<u>การออกและเสนอขายหลักทรัพย์</u>								
การเปิดเผยฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัท	67	34	70	34	43	26	70	36
รายงานการถือหลักทรัพย์ของกรรมการและผู้บริหาร	1	1	-	-	1	1	-	-
อื่นๆ	-	-	-	-	-	-	-	-
<u>ผู้ประกอบการธุรกิจ</u>								
การไม่ปฏิบัติตามเกณฑ์การประกอบธุรกิจ	21	21	-	-	17	17	-	-
การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาต	-	-	6	3	-	-	4	1
การประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าโดยไม่ได้รับอนุญาต	-	-	-	-	-	-	11	5

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ความผิด* / ปี	2557				2556			
	เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ		เปรียบเทียบ		กล่าวโทษ	
	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)	จำนวน (ราย)	จำนวน(คดี)
ผู้บริหาร / เจ้าหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจทุจริต (รวมผู้สนับสนุน)	-	-	-	-	-	-	7	3
อื่นๆ								
การให้ถ้อยคำเท็จต่อพนักงานเจ้าหน้าที่	-	-	-	-	-	-	-	-
การขัดคำสั่งพนักงานเจ้าหน้าที่	-	-	-	-	-	-	3	2
การไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานวิชาชีพ	-	-	-	-	-	-	-	-
รวม	140	70	109	45	79	52	118	54

หมายเหตุ: * ผู้ถูกดำเนินการ 1 รายอาจมีการกระทำความผิดหลายข้อกล่าวหาได้

ตลาดทุนจึงมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศอย่างมาก ดังจะเห็นจากประเทศที่พัฒนาแล้วส่วนใหญ่ไม่ว่าจะเป็น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ หรือประเทศในยุโรป มีระบบเศรษฐกิจที่พึ่งพาตลาดทุนเป็นหลัก โดยขนาดของตลาดทุนจะใหญ่กว่า GDP ราว 3-4 เท่า เช่น ในสหรัฐอเมริกา สินเชื่อจากระบบธนาคารพาณิชย์มีมูลค่าประมาณ 9 ล้านล้านดอลลาร์ แต่ตลาดทุนที่รวมตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้มีมูลค่ารวมกันสูงถึงกว่า 66 ล้านล้านดอลลาร์ หรือแม้แต่ประเทศในภูมิภาคอาเซียนอย่างสิงคโปร์ มี GDP มูลค่าประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์ แต่มีมูลค่าตลาดทุน 9 แสนล้านดอลลาร์ หรือ 3 เท่า สำหรับประเทศจีนที่ถือเป็นประเทศกำลังพัฒนา มีขนาดของ GDP อยู่ที่ประมาณ 11 ล้านล้านดอลลาร์ และมูลค่าตลาดทุนสูงถึง 16-17 ล้านล้านดอลลาร์ ประเทศไทยเองก็เช่นเดียวกัน ตลาดทุนไทยอยู่ในช่วงที่กำลังเติบโต มูลค่าตลาด (หุ้น และตราสารหนี้) อยู่ที่กว่า 7 แสนล้านดอลลาร์ ในขณะที่ GDP ของเราอยู่ที่ประมาณ 4 แสนล้านดอลลาร์

ดังนั้น ความมั่นคงของตลาดทุนจึงมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจมหภาคของประเทศ อันจะส่งผลกระทบต่อประชาชนในวงกว้าง นับตั้งแต่ บริษัทที่มีหุ้นในตลาดหลักทรัพย์, นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์, ตลอดจนถึงสถาบันการเงินที่ปล่อยสินเชื่อให้กับทั้งธุรกิจและนักลงทุน รวมถึงประชาชนทั่วไปด้วย ที่ผ่านมาในต่างประเทศได้เคยเกิดเหตุการณ์สำคัญที่ก่อให้เกิดผลกระทบเป็นวงกว้างต่อเศรษฐกิจและประชาชน อันเนื่องมาจากการฉ้อฉลในการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นสาเหตุ เช่น ในประเทศอัลเบเนีย ในปี ค.ศ. 1996 มีบริษัทวาณิชธนกิจ (Investment Banking) แห่งหนึ่งมีชักชวนคนให้มาลงทุน โดยมีนักลงทุนนำเงินมาลงทุนถึงครึ่งหนึ่งของ ผลผลิตมวลรวมประชาชาติ (GDP) ของประเทศ ต่อมาได้ประสบปัญหาทางการเงิน ทำให้ประชาชนกว่า 2 ใน 3 ได้รับผลกระทบเกิดการจลาจล ทำให้มีผู้เสียชีวิตกว่า 2,000 คน ในปี 2005 มีบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน หลอกขายหน่วยลงทุนให้แก่นักลงทุนในประเทศออสเตรเลีย สร้างความเสียหายกว่า 215 ล้านเหรียญออสเตรเลีย หรืออย่างคดีที่อื้อฉาวในสหรัฐอเมริกาในปี 2008 คือ คดี Madoff ได้สร้างความเสียหายแก่นักลงทุนกว่า 50,000 ล้านเหรียญสหรัฐ โดยตรวจพบว่า ได้กระทำความผิดมาแล้วกว่า 20 ปี โดยที่หน่วยงานด้านกำกับหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (SEC) ตรวจไม่พบ

สำหรับประเทศไทย ตามรายงานของสมาคมกำกับดูแลกิจการตลาดทุนเอเชีย (ACGA) ระบุว่า ตั้งแต่ปี 2535 ซึ่งเป็นปีแรกของการใช้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ คือ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ. 2535 จนถึง ปี พ.ศ. 2554 มีคดีอาญาที่เป็นความผิดในตลาดทุน 93 คดี มีเพียง 11คดี ที่ได้รับการลงโทษ นั้นเป็นสาเหตุมาจากว่า ผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นมีความคิดว่า คดีประเภทนี้ การฟ้องคดีทำได้ยาก และสามารถพ้นจากการกระทำความผิดได้ง่าย รวมทั้งหากกระทำความผิดจริง ก็ยังสามารถจ่ายเป็นค่าปรับได้ และบ่อยครั้งที่การกระทำความผิดก็ดูเหมือนจะคุ้มค่างับความเสี่ยง เมื่อเปรียบเทียบกับผลประโยชน์ที่ได้รับกับค่าปรับ ทำให้เกิดลักษณะของ Moral Hazard เป็นวงกว้าง นอกจากนี้ ลักษณะของการกระทำความผิดเกี่ยวกับกฎหมาย

หลักทรัพย์นั้น โดยมาก ผู้กระทำผิดมักจะมีเจตนา และมีการวางแผนที่จะกระทำความผิด, เป็นผู้มีความรู้ดีในเรื่องกฎหมาย การเงิน รวมถึงมีเงินทุนที่พร้อมจะกระทำความผิด ดังนั้น ลักษณะหรือการกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ จึงมีลักษณะพิเศษ แตกต่างจากการกระทำความผิดทั่วไป ซึ่งอาจจะกระทำโดยไม่ได้ตั้งใจ แต่การกระทำผิดลักษณะนี้ มีการวางแผน หรือเป็นผู้มีความรู้ เงินทุน และที่สำคัญ เป็นการกระทำที่ตั้งใจกระทำความผิดทุกครั้ง จากเหตุผลดังกล่าว ทำให้การตรวจสอบป้องกัน การกระทำความผิดในลักษณะนี้ จึงกระทำได้ยาก เพราะผู้กระทำมีความรู้ และวางแผนมาเป็นอย่างดี

ดังนั้น จะสังเกตได้ว่า กฎหมายต่างๆที่เกี่ยวข้องกับเรื่องหลักทรัพย์ มักที่จะไม่ครอบคลุมหรือทันสมัยพอ ที่จะลงโทษผู้กระทำผิด เนื่องจากลักษณะของกฎหมายที่มีลักษณะเป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งมีการระบอบประกอบ และฐานความผิดไว้ชัดเจน อาจไม่ทัน หรือครอบคลุมกับผู้ตั้งใจกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจและเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว หรืออาจจะกล่าวได้ว่า เราไม่อาจนำกฎหมายที่มีลักษณะที่ค่อนข้างมีกรอบ และชัดเจน (Static) ไปจัดการกับผู้ตั้งใจกระทำความผิด ที่มีลักษณะเปลี่ยนแปลง หรือหาวิธีใหม่มาเสมอในการแสวงหาผลประโยชน์ (Dynamic) ผลจึงออกมาว่า กฎหมาย หรือระเบียบที่มีอยู่ อาจไม่ตรง หรือมีองค์ประกอบความผิดพอเพียงที่จะดำเนินคดี หรือถูกอัยการยกฟ้อง จึงเป็นที่มาของคำถามที่ว่า แนวทางที่ใช้ในการแก้ปัญหาเกี่ยวกับการกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ผ่านมา โดยเฉพาะอย่างยิ่งการแก้ไขกฎหมายหลัก คือ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ได้ดำเนินการแก้ไขมาแล้วทั้งสิ้น 6 ครั้ง นับแต่ปี พ.ศ. 2535 ว่าเป็นวิธีการที่ถูกต้องและได้ผลหรือไม่

ผลการจัดอันดับโดย ACGA (The Asian Corporate Governance Association (ACGA) หรือองค์การที่จัดอันดับเกี่ยวกับธรรมาภิบาลของบริษัท และองค์กรกำกับต่าง ๆ ในเอเชีย ได้จัดอันดับโดยมีองค์ประกอบต่าง ๆ เพื่อใช้ในการประกอบการพิจารณา เช่น ในภาครัฐ (Government & Public Governance), องค์กรที่กำกับดูแล (Regulators), และการบังคับใช้กฎหมาย (Enforcement) พบว่าในส่วนของประเทศไทย คะแนนในส่วนขององค์กรที่กำกับดูแล และการบังคับใช้กฎหมายมีคะแนนอยู่ในเกณฑ์ต่ำอย่างต่อเนื่อง โดยหากดูจากคะแนนในส่วนของ การบังคับใช้กฎหมาย (Enforcement) แล้ว คะแนน Corporate Governan CG Watch ปี ค.ศ. 2014 ไทย ได้ 51 คะแนน ซึ่งก็ถือว่าต่ำแล้ว แต่พอมาถึงปี ค.ศ. 2018 คะแนนกลับยิ่งแยกลงไปกว่าเดิมอีก กล่าวคือ ได้คะแนนเพียง 49 คะแนน ซึ่งต่ำกว่าค่ามาตรฐานเอเชียที่ 54 คะแนน ทำให้เกิดข้อสงสัยว่ากฎหมายของไทยในส่วนที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล ซึ่งก็รวมถึงกระบวนการในการป้องกันและลงทุนผู้กระทำผิดในส่วนที่เป็นบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์ของเรามีปัญหา นอกจากนี้จะพบว่า ในส่วนขององค์กรที่กำกับดูแล (Regulators) เองในปี 2018 ก็ได้คะแนนน้อยด้วยเช่นเดียวกัน คือได้เพียง 50 คะแนน ซึ่งต่ำกว่าค่ามาตรฐานของเอเชียที่ 52 คะแนน อีกด้วย

ตารางที่ 2.6 CG Watch ปี ค.ศ. 2014¹⁰⁰

Market category scores (2014)						
(%)	Total	CG rules & practices	Enforcement	Political & regulatory	IGAAP	CG culture
1 = Hong Kong	65	61	71	69	72	51
1 = Singapore	64	63	56	64	85	54
3 Japan	60	48	62	61	72	55
4 = Thailand	58	62	51	48	80	50
4 = Malaysia	58	55	47	59	85	43
6 Taiwan	56	48	47	63	75	47
7 India	54	57	46	58	57	51
8 Korea	49	46	46	45	72	34
9 China	45	42	40	44	67	34
10 = Philippines	40	40	18	42	65	33
10 = Indonesia	39	34	24	44	62	32

Source: ACGA

ตารางที่ 2.7 CG Watch ปี ค.ศ. 2018¹⁰¹

Market scores by category													
(%)	AU	CH	HK	IN	ID	JP	KR	MY	PH	SG	TW	TH	Regional Average
1. Government & public governance	65	31	63	38	26	55	52	42	23	55	60	45	46
2. Regulators	57	56	69	60	21	52	56	61	25	54	60	50	52
- Funding, capacity, reform	54	48	60	60	22	48	56	62	24	48	60	52	50
- Enforcement	60	64	78	60	19	57	55	59	26	59	60	49	54
3. CG rules	78	58	74	68	35	47	45	70	43	68	63	68	60
4. Listed companies	73	36	55	62	43	48	38	57	44	63	56	63	53
5. Investors	63	18	26	36	19	53	33	38	21	32	33	30	34
6. Auditors & audit regulators	84	50	74	39	61	71	69	84	63	79	70	71	68
7. Civil society & media	78	22	60	71	44	62	31	47	38	62	51	51	51

Source: ACGA

¹⁰⁰ Gill Amar, Allen Jamie, Yonts Charles and Bavza Irina, **Dark Shades of the Grey: Corporate Governance and Sustainability in Asia**. CG watch 2014 (Hongkong: Asian Corporate Governance Association, 2014), p. 5.

¹⁰¹ *Ibid.*, p. 7.

2.2 แนวคิดและหลักทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับแนวคิด Rules-Based และ Principles-Based

ในส่วนนี้จะได้นำเสนอแนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับสิทธิเสรีภาพซึ่งถือเป็นรากฐานสำคัญไม่ว่าจะเป็นความหมาย พัฒนาการ ประเภทของสิทธิเสรีภาพ เพื่อนำไปสู่ความเข้าใจถึง “สิทธิในความเป็นส่วนตัวเกี่ยวกับข้อมูลส่วนบุคคล” ว่ามีฐานะเป็นสิทธิเสรีภาพประเภทใดและมีลักษณะพื้นฐานอย่างไร ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

2.2.1 การกำกับหลักทรัพย์แบบ Principles-Based

มันอาจจะดูเหมือนยากที่จะอธิบายความแตกต่างระหว่าง การกำกับแบบ Principles-Based กับ Rules-Based โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อในโครงสร้างการกำกับดูแลในสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกา เหมือนจะมีการรวมกันของ Principles กับ Rules อย่างไรก็ตาม สิ่งที่แตกต่างของทั้งสองระบบไม่น่าจะพิจารณาจากลักษณะหรือกฎเกณฑ์ที่ในแต่ละส่วนใช้ น่าจะต้องดูลักษณะของการนำไปใช้ว่าถูกนำไปใช้อย่างไรมากกว่า¹⁰² การตรากฎหมายนั้น เป็นเพียงส่วนเดียวของความแตกต่างระหว่าง Rules และ Principles ในแง่ของการปฏิบัติจริง พบว่า ประเทศหนึ่งอาจจะมีการตรากฎหมายในรูปแบบ Rules แต่เวลาใช้กำกับ หรือปฏิบัติ อาจใช้แนวทางแบบ Principles ก็ได้ ดังนั้น รูปแบบกฎหมายการกำกับแบบ Principles ก็อาจจะไม่ใช่ปัจจัยที่สำคัญที่สุด ที่จะทำให้การกำกับหลักทรัพย์แบบ Principles สำเร็จได้

แนวทางในการดำเนินการหรือปฏิบัติ มีความสำคัญมากกว่าการร่างตัวกฎหมายหรือรูปแบบในระดับของการนำไปใช้ การกำกับแบบ Principles อาจจะเป็นรูปแบบที่ดูที่หลักการก่อน และมีแนวโน้มจะใช้หลักการมากกว่ารายละเอียดตามกฎหมาย เมื่อใดก็ตามที่สามารถทำได้ และมีความเหมาะสม¹⁰³ ส่วนในระดับของการออกแบบการกำกับ การกำกับแบบ Principles ก็จะพยายามหลีกเลี่ยง

¹⁰² Julia Black, **Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.lse.ac.uk/law/working-paper-series/2007-08/WPS2008-13-Black.pdf>

¹⁰³ Cristie Ford, **Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation**, p, 9, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.expertpanel.ca>

จากการพยายามลงในรายละเอียด หรือไม่ก็จะเป็นการดูในลักษณะภาพกว้าง เพื่อที่จะสร้างมาตรฐานที่ต้องปฏิบัติตาม¹⁰⁴

นอกจากนี้ การกำกับแบบ Principles-Based ยังหมายถึง ความคาดหวังที่แตกต่างกันของบริษัท และวิธีที่พวกเขามีส่วนร่วมกับประเด็นด้านกฎข้อบังคับที่พวกเขาเผชิญอยู่ด้วย¹⁰⁵ การกำกับแบบ Principles-Based ถือเป็นแนวทางการกำกับดูแลที่แตกต่างจาก Rules-Based ความแตกต่างนี้มันเป็นมากกว่าการร่างกฎหมาย สามารถทำได้โดยการบังคับใช้หรือการใช้งานตามลำพังได้¹⁰⁶ และสามารถดำเนินการได้ในรูปแบบที่แตกต่างกัน Julia Black ได้ตั้งข้อสังเกตถึงสี่รูปแบบของ Principles-Based ว่ามีลักษณะดังนี้ มีลักษณะเป็นทางการ, มีสาระสำคัญ, ทำแบบเต็มรูปแบบและมีการรวมศูนย์หรือมาจากหลายจุด¹⁰⁷

Principles-Based Regulation (PBR) อาจมีลักษณะเป็นทางการในแง่ที่ว่าหลักการที่ตราไว้ในตัวบท (รวมถึงหลักกฎหมาย และแนวการปฏิบัติอื่น ๆ) แต่อาจไม่เป็นสาระสำคัญที่สุดในขณะเดียวกัน ก็มีบางแห่งมีการใช้ลักษณะการทำงานเป็นแบบ PBR แต่ไม่มีเขียนหลักการในตัวบทที่เป็นกฎ ในกรณีที่มีลักษณะที่เป็นทั้งสองแบบ มักจะถูกเรียกว่า PBR แบบเต็ม Polycentric PBR เป็น PBR แบบเต็มรูปแบบโดยมีองค์ประกอบเพิ่มเติมที่โดดเด่นด้วยการเข้ามามีส่วนร่วมของบุคคลอื่นด้วย นอกเหนือจากหน่วยงานกำกับดูแลและ บริษัท ในการพยายามอธิบายความหมายและการประยุกต์ใช้หลักการอย่างละเอียด

องค์ประกอบ 3 ประการของ การกำกับแบบ Principles-Based คือ

1. การกำกับ สามารถทำได้แม้ว่าจะไม่จำเป็นต้องมีองค์ประกอบที่เป็นทางการตอนร่างกฎหมาย โดยเน้นไปที่การใช้มาตรฐานทั่วไปและเป้าหมายในทางปฏิบัติเป็นหลัก แทนที่จะเป็นกฎและกระบวนการที่ละเอียดในการร่างกฎ โดยปกติมักแสดงให้เห็นถึงการกำกับแบบ Principles-Based

¹⁰⁴ Julia Black, “Making a Success of Principle-Based Regulation,” **Law and Financial Markets Review** 1, 3 (2007): 191-197.

¹⁰⁵ U.K., Financial Services Authority, **Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes That Matter** (London: U.K. Financial Services Authority, 2007), p. 2.

¹⁰⁶ Cristie Ford, **Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation**, p. 10.

¹⁰⁷ Julia Black, **Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation**, p. 5.

2. เป็นแนวทางที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ในการดำเนินการ การบังคับใช้ควรมุ่งเน้นไปที่ผลลัพธ์ไม่ใช่กระบวนการ นอกจากนี้ควรมีพนักงานที่มีความรู้และช่องทางการสื่อสารที่หลากหลาย แนวทางที่มุ่งเน้นผลลัพธ์นี้มีความสำคัญและจำเป็นอย่างยิ่งต่อรูปแบบการกำกับแบบ PBR

3. อุตสาหกรรม หรือสภาพตลาดที่ได้พัฒนาอยู่ในระดับที่น่าเชื่อถือพอสมควร ซึ่งเป็นองค์ประกอบหลักของการกำกับตามหลักการ Polycentric และการกำกับ PBR แบบเต็มรูปแบบ ซึ่งหมายความว่าส่วนใหญ่ผู้มีส่วนร่วมในตลาดสามารถตัดสินใจได้ว่าจะปฏิบัติตามข้อกำหนด เพื่อแบ่งปันความเข้าใจร่วมกันในข้อกำหนดด้านกฎระเบียบต่างๆ และให้ข้อเสนอแนะแก่ผู้บังคับควบคุมการบังคับใช้อีกด้วย

2.2.1.1 แนวทางที่ยึดหลักการ (Principles-based Approach)

คำว่า “หลักการ” สามารถใช้เพื่ออ้างถึงกฎทั่วไปหรือเพื่อแนะนำว่ากฎเหล่านี้มีความหมายโดยนัยในลักษณะที่ลึกหรือโดยนัยของกฎเกณฑ์บรรทัดฐานมากกว่ากฎที่มีรายละเอียด โดยเป็นไปในลักษณะของการแสดงข้อผูกพันพื้นฐานที่ทุกคนควรปฏิบัติ¹⁰⁸ การกำกับแบบใช้หลักการ (Principles-Based) หมายถึง การไม่พึ่งพารายละเอียดของกฎที่กำหนดและใช้แนวทางเพิ่มเติมในการมองในระดับสูงในกฎที่ระบุไว้อย่างกว้าง ๆ หรือหลักการในการกำหนดมาตรฐานโดยบริษัทที่ถูกควบคุมต้องปฏิบัติเพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจ¹⁰⁹ จอห์น ทิเนอร์ (John Tiner) อดีตหัวหน้าผู้บริหารของ FSA ได้ตั้งข้อสังเกตว่า การกำกับดูแลโดยยึดหลักการนั้นให้ความสำคัญเกี่ยวกับผลลัพธ์หรือจุดสิ้นสุด ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถตัดสินใจเลือกวิธีที่ดีที่สุดในการบรรลุผลตามที่ต้องการ ด้วยแนวคิดนี้ จะทำให้เกิดการวางแนวทางปฏิบัติเพื่อให้สอดคล้องกับกฎระเบียบมากขึ้นอันจะส่งผลดีกับแนวทางการปฏิบัติทางธุรกิจที่ดี¹¹⁰

การกำกับแบบยึดหลักการเป็นแก้ปัญหาระบบกฎหมายแบบดั้งเดิมที่เน้นกฎว่ามีข้อจำกัด ในเรื่องขีดความสามารถในการจัดการกับปัญหาองค์กรและวิถีชีวิตที่เปลี่ยนแปลงไปและกว้างขึ้น บางครั้งก็ขัดกับการเรียกร้องที่มีอย่างชัดเจนในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาในประเทศในโลกของกฎหมายแบบจารีตเพื่อให้มีการปฏิรูปวิธีร่างกฎหมายในประเทศเหล่านั้นด้วย

¹⁰⁸ Julia Black, “Making a Success of Principle-Based Regulation,” *Law and Financial Markets Review*, p. 192.

¹⁰⁹ *Ibid.*, p. 191.

¹¹⁰ John Tiner, *Speech before APCIMS Annual Conference (Oct. 13, 2006)*, Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1013_jt.shtml

เมื่อเทียบกับการกำกับตามกฎหมาย ซึ่งดูจะมีความยืดหยุ่นน้อยกว่านั้น ระบบนี้มีข้อได้เปรียบที่โดดเด่นประการแรก คือ การให้ความยืดหยุ่นแก่หน่วยงานที่ถูกกำกับควบคุม ให้พวกเขาหาวิธีที่พวกเขาสามารถปฏิบัติตามกฎหมายได้ ความต้องการรูปแบบการร่างกฎระเบียบที่ยืดหยุ่นมากขึ้นนั้นมีความสำคัญอย่างมากในอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของตลาดการเงิน ความยืดหยุ่นทำให้องค์กรมีอิสระในการเลือกวิธีปฏิบัติและหาวิธีการควบคุมในการที่จะนำมาใช้เพื่อความถูกต้องของผลด้านกฎระเบียบ มันอาจมีมากกว่าหนึ่งวิธีในการบรรลุผลเหล่านี้ก็ได้ ความรับผิดชอบหลักในการบรรลุเป้าหมายเหล่านี้เป็นของผู้บริหารระดับสูงของแต่ละบริษัท สิ่งนี้เป็นการสนับสนุนให้เกิดนวัตกรรมและการแข่งขันซึ่งสอดคล้องกับกฎหมายว่าด้วยแนวทางการดำเนินธุรกิจที่ดีหรือหลักธรรมาภิบาล¹¹¹

ประการที่สองกฎหมายที่อิงตามหลักการสามารถปรับขนาดได้ในข้อกำหนดทางกฎหมายที่สามารถปรับให้เหมาะสมกับผลิตภัณฑ์หรือหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่งได้¹¹² ซึ่งหากดำเนินการตามแนวทางที่ยึดตามกฎระเบียบ (Rules-Based Approach) หน่วยงานกำกับดูแลสามารถกำหนดขอบเขตหน้าที่ แหล่งที่มาของความเสี่ยงหรือ ความเสียหายได้ แต่พวกเขาจะไม่ประสบความสำเร็จในเรื่องนี้เนื่องจาก ความซับซ้อนของระบบการเงิน หมายถึงจำนวนหนทางที่บริษัทในตลาด สามารถสร้างความเสียหายให้กับตลาดนักลงทุนหรือตัวธุรกิจเอง มีการเพิ่มขึ้นอย่างไม่หยุด มันจึงแทบจะเป็นไปไม่ได้ที่จะล่วงรู้ทุกเหตุการณ์ในอนาคตและค้นหาแนวทางหรือกฎที่สามารถนำมาใช้งานได้กับผลิตภัณฑ์ทั้งหมดหรือสำหรับหน่วยงานทั้งหมด นอกจากนี้ลักษณะเฉพาะของกฎยังทำให้มีความเป็นไปได้ที่เรื่องสำคัญบางเรื่องที่เกี่ยวข้องอาจจะไม่ได้ถูกนำมาเขียนไว้ในกฎด้วย ผู้มีหน้าที่ออกกฎหมายเอง ก็ได้พยายามตามให้ทันกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตลอดเวลา แต่เนื่องจากระบบและธรรมชาติของการเป็นกฎ อาจไม่สามารถคาดการณ์ได้ทุกกรณี ดังนั้นการใช้รูปแบบการออกเป็นกฎ จะต้องมีการแก้ไขบ่อยครั้ง ตัวอย่างเช่น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดซื้อขายล่วงหน้าของสิงคโปร์ ได้รับการแก้ไขไม่น้อยกว่า 6 ครั้งแล้วนับตั้งแต่มีการออกกฎหมายในปี ค.ศ. 2001¹¹³ เหตุผลที่สำคัญประการหนึ่ง คือ พระราชบัญญัตินี้ต้องมีการ

¹¹¹ John Tiner, **Principles-Based Regulation: The EU Context**, Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1013_jt.shtml

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ Ter Kim Cheu, **From 'Fussy' to 'Fuzzy': The Principles-Based Approach to Legislative Drafting**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.agc.gov.my/agc/agc/rev/agcjc/2nd/pdf/session3/Singapore.pdf>

ปรับเปลี่ยนทุกครั้งที่มีการนำผลิตภัณฑ์การลงทุนใหม่เข้าสู่ตลาด นี่เป็นเพราะลักษณะเฉพาะของการออกกฎเพื่อให้สอดคล้องกับผลิตภัณฑ์ ในทางกลับกัน กฎหมายที่สร้างขึ้นที่มุ่งเน้นไปที่ผลลัพธ์ที่ออกมา มีโอกาสน้อยที่จะล่าช้าหรือต้องการการแก้ไขบ่อยครั้ง

ประการที่สาม การกำกับโดยใช้กฎ (Rules-Based Approach) อาจส่งผลให้ต้นทุนการดำเนินงานและการปฏิบัติตามกฎระเบียบเพิ่มขึ้น ธุรกิจทางการเงินกำลังเผชิญกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์หลายประเภทและมีจำนวนเพิ่มขึ้นทุกวันเมื่อการดำเนินธุรกิจเปลี่ยนแปลงไปหน่วยงานกำกับดูแลจำนวนมากจะถูกตั้งขึ้น เพื่อกำหนด กำกับและเขียนกฎที่ระบุว่าควรจัดการแต่ละเรื่องอย่างไร รายละเอียดลักษณะจำนวนมากของการออกกฎ ทำให้เกิดช่องว่างทางความคิดในการที่จะออกแบบให้สามารถดำเนินการได้ครอบคลุม ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายและความพยายามจำนวนมากสูญเสียไปในการค้นหาและปกป้องช่องโหว่ของกฎหมาย ดังนั้น เพื่อเป็นการให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นและเพื่อให้ชัดเจนกับธุรกิจ ว่าพวกเขาควรจะต้องจัดการความขัดแย้งทุกประเภทที่สามารถสร้างความเสียหายและเพื่อให้สามารถอธิบายกับหน่วยงานที่กำกับดูแลและผู้มีส่วนได้เสียด้วยว่า พวกเขามีวิธีการทำอย่างไร

ในที่สุดวิธีการที่ใช้หลักการ (Principles-Based Approach) จะเข้าใจได้ง่ายกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกฎหมายที่มีรายละเอียดที่ซับซ้อนและมีขนาดใหญ่ ทั้งหน่วยงานกำกับดูแลและองค์กรที่ถูกกำกับดูแล สามารถเข้าใจนโยบาย และวัตถุประสงค์ที่อยู่เบื้องหลังการออกกฎหมายได้ดีขึ้นเนื่องจากมีการระบุไว้ล่วงหน้าแล้วแทนที่จะเสียเวลากับการกำหนดรายละเอียดจำนวนมาก

นอกจากนี้ เมื่อกฎระเบียบต่าง ๆ มีจำนวนมากและซับซ้อนมากขึ้นตลอดเวลา วัตถุประสงค์และเจตนารมณ์ของแต่ละกฎมักจะหายไป การปฏิบัติตามกฎระเบียบกลายเป็นเพียงเรื่องของความพึงพอใจของผู้กำกับควบคุม ในทางทฤษฎี การกำกับตามหลักการควรจะบรรลุถึงระดับที่สูงขึ้นของการเข้าใจและปฏิบัติให้สอดคล้องกับกฎ¹¹⁴ โดยการให้องค์กร ธุรกิจ ปฏิบัติตามเจตนารมณ์ของกฎหมายมากกว่าตัวอักษรของกฎหมาย ดังนั้น พวกเขาควรทำความเข้าใจด้วยเหตุผลที่อยู่เบื้องหลังการออกกฎหมายมากกว่าปฏิบัติตามอย่างไม่รู้จักจริง

วิธีการตามหลักการ (Principles-Based Approach) มีข้อดีมากมาย แต่ยังมีข้อเสีย บางประการ ผู้แสดงความคิดเห็นบางคนชี้ให้เห็นว่า วิธีการนี้ อาจเป็นการสร้างภาระด้านกฎระเบียบ บางประการให้กับตลาดการเงิน และสถาบันการเงิน ในแง่ของค่าใช้จ่ายในการระบุว่าอะไรถือเป็นการปฏิบัติตามหลักการที่ถูกต้อง สอดคล้องกับกฎที่มีความหมายแบบกว้างแล้ว¹¹⁵ ในรูปแบบการกำกับ

¹¹⁴ John Tiner, **Principles-Based Regulation: The EU Context**.

¹¹⁵ Louis Kaplow, "Rules Versus Principles: An Economic Analysis," **Duke Law Journal** 42 (1992): 557, 559-560.

แบบหลักการนี้ การตีความของกฎก็ยังอยู่ในดุลยพินิจของผู้กำกับควบคุม แต่นอกเหนือจากนี้ กฎระเบียบที่ใช้หลักการจะช่วยเพิ่มความชัดเจนของกฎระเบียบที่จำเป็นสำหรับตลาดที่ต้องการการแข่งขัน แนวทางการกำกับตามกฎหมาย จะบอกให้ทุกคนทราบถึงสิ่งที่จำเป็นในการเข้าสู่สนามแข่งขัน ในขณะที่แนวทางแบบยึดหลักการเปิดโอกาสให้ตีความโดยหน่วยงานกำกับดูแลได้ และสามารถนำมาใช้เพื่อปฏิเสธการเข้าแข่งขันกับคู่แข่งได้

การเปลี่ยนไปใช้หลักการออกกฎหมายตามหลักการมักจะสร้างความไม่แน่นอนในหมู่ชุมชนที่มีการกำกับควบคุมอยู่แล้ว ปัจจุบันพวกเขามีทางเลือกน้อย แต่คงต้องคิดหาแนวทางปฏิบัติของตัวเองเพื่อให้ตรงกับความต้องการของตนและเจตนาของกฎหมาย ในเมื่อก่อนหน้านี้พวกเขาทำเพียงทำตามตัวบทกฎหมายที่ตราไว้เท่านั้น ถึงกระนั้นพวกเขาก็จะยังไม่ทราบแน่ชัดว่าการปฏิบัติของพวกเขาจะได้รับความเห็นชอบจากผู้กำกับดูแลหรือศาลหรือไม่ คำแนะนำเพิ่มเติมจึงเป็นสิ่งที่พึงปรารถนาเพื่อเสริมสร้างความมั่นใจและการคาดการณ์ในอนาคตภายใต้ตลาดการเงิน หรือผลที่จะได้รับ ตัวอย่างเช่น FSA ของสหราชอาณาจักรจำเป็นต้องใช้ภายใต้พระราชบัญญัติการบริการทางการเงินและการตลาดปี 2000 เพื่อออกระเบียบปฏิบัติ “เพื่อจุดประสงค์ในการช่วยเหลือเพื่อตรวจสอบว่าการปฏิบัติของบุคคลนั้นสอดคล้องกับคำแถลงของหลักการ” หรือไม่¹¹⁶

ในช่วงแรก หน่วยงานให้บริการทางการเงินของสหราชอาณาจักร (FSA) เป็นผู้นำทางความคิดเกี่ยวกับกฎระเบียบด้านบริการทางการเงินตามหลักการ (Principles-Based Approach) วิธีการของ FSA นั้นสร้างขึ้นบนกรอบของหลักการเป็นหลัก แม้ว่าใน FSA ยังมีกฎเกณฑ์ขนาดใหญ่ซึ่งประกอบไปด้วยชุดของหลักการที่แตกต่างกันสิบเอ็ดชุดที่วางไว้ FSA อ้างว่าพวกเขาได้ใช้หลักการกำกับแบบยึดหลักการ มาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2001¹¹⁷ FSA ได้เริ่มใช้รูปแบบการกำกับที่ยึดหลักการแบบที่ครอบคลุมมากขึ้นในปี ค.ศ. 2003¹¹⁸ และในระหว่างปี ค.ศ. 2007 และ ค.ศ. 2008 FSA มุ่งเป้าไปที่ความพยายามเลิกใช้วิธีการที่ยึดเนื้อหาครึ่งหนึ่งของกฎต่าง ๆ และใช้เวลาประมาณครึ่งปี เพื่อพัฒนาให้ก้าวอีกขั้นหนึ่งที่ใกล้เคียงกับหลักการกำกับแบบยึดหลักการแบบเต็มรูปแบบ (Principles-Based Approach)¹¹⁹

¹¹⁶ Section 64 of the Financial Services and Markets Act 2000.

¹¹⁷ John Tiner, **Principles-Based Regulation: The EU Context**.

¹¹⁸ Cristie L. Ford, “New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation,” **American Business Law Journal** 45, 1 (Spring 2008): 1.

¹¹⁹ Thomas Huertas, **Counting on Compliance: The Implications of More Principles-Based Regulation**, Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0131_th.shtml

นอกเหนือจากสหราชอาณาจักรแล้ว รัฐบริติชโคลัมเบียในแคนาดาก็ยังเป็นอีกที่หนึ่งที่มีความตั้งใจจะนำเอาหลักการของการกำกับควบคุมหลักทรัพย์ตามหลักการหรือ Principles-Based มาใช้ โดยเป็นการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่มุ่งเน้นผลลัพธ์เป็นสำคัญ ในปี ค.ศ. 2004 รัฐบริติชโคลัมเบียส่งร่างพระราชบัญญัติใหม่ (ฉบับที่ 38) เพื่อสร้างกฎหมายหลักทรัพย์ฉบับใหม่โดยมีเจตนาที่จะสร้างระบบการกำกับดูแลที่ยืดหยุ่นและตอบสนองได้¹²⁰ แทนที่จะเป็นกฎที่มีรายละเอียดและกำหนดไว้ในบทบัญญัติของพระราชบัญญัติจำนวนหนึ่งถูกร่างขึ้นโดยมีลักษณะครอบคลุมกว้าง ๆ ทั่วไปและโดยเป็นลักษณะย่อ พระราชบัญญัติฉบับนี้ (ฉบับที่ 38) และกฎระเบียบรวมถึงข้อบังคับที่เกี่ยวข้องที่เสนอ (ได้รับการเรียกว่าเป็นแบบจำลอง B.C.) ได้สร้างรูปแบบการกำกับแบบยึดหลักการ (Principles-Based Approach) ที่ครอบคลุมที่สุดในการกำกับหลักทรัพย์ในอเมริกาเหนือ¹²¹

เมื่อพิจารณาถึงแนวโน้มของการนำหลักกำกับดูแลตามหลักการมาใช้ในสหรัฐอเมริกาแล้ว ก็ไม่น่าจะสามารถหลีกเลี่ยงได้ แฮงค์ พอลสัน (Hank Paulson) อดีตรัฐมนตรีคลังของสหรัฐฯ เสนอว่าเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันในระดับโลก สหรัฐฯ ควรมุ่งไปสู่แนวทางที่ยืดหยุ่น, รูปแบบที่สหราชอาณาจักรใช้ เพื่อนำมาควบคุมตลาดทุน¹²² แม้แต่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่มุ่งเน้นกฎเกณฑ์แบบเฉพาะเจาะจงยังได้ดำเนินการไปเมื่อเร็ว ๆ นี้ เพื่อพัฒนาตนเองไปสู่แนวทางที่อิงตามหลักการมากขึ้น คณะผู้กำหนดมาตรฐานการบัญชีหลักของสหรัฐอเมริกาได้รับการวิพากษ์วิจารณ์ว่าเป็นเหตุให้เกิดการล่มสลายของ Enron เนื่องจากการใช้กฎที่มีรายละเอียดมากเกินไปในการพิจารณาวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่เหมาะสมตามมาตรฐานการบัญชี หลังจากนั้นทางหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้ทำการร่าง “หลักการตามหลักการ” เพิ่มเติมซึ่งเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปในหลักการบัญชี (GAAP)

¹²⁰ Bill 38-2004, Securities Act, 5th Sess., 37th Parl., British Columbia, 2004, §203. Bill 38 and the research studies and other documents associated with it are available on the BCSC; **British Columbia Securities Commission**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.bcsc.bc.ca>

¹²¹ Cristie Ford, **Principles-Based Securities Regulation**, Retrieved October 22, 2018 from http://www.rotman.utoronto.ca/-/media/Files/Programs-and-Areas/CMI/2009-papers/Principles-Based-Securities-Regulation---Ford_English.pdf?la=en

¹²² Jeremy Grant and Krishna Guha, “Paulson Seeks British-Style Flexibility in Capital Markets,” **Financial Times** 21 (November 2006).

2.2.1.2 การร่างกฎหมายแบบ Principles-Based

การร่างกฎหมายนั้น มักจะเป็นทางเลือกระหว่าง “มาตรฐาน” กับ “กฎ” มาเป็นเวลานานแล้ว¹²³ ตรงกันข้ามกับคำว่า “กฎ” เรามักใช้ “Principles” หรือหลักเกณฑ์แทนที่จะเป็นคำว่า “มาตรฐาน” ส่วนหนึ่งเป็นเพราะเป็นคำที่ใช้โดยทั่วไปในบริบทของการกำกับแบบ Principles-Based และอีกส่วนหนึ่งเป็นเพราะคำว่า “มาตรฐาน” ใช้กันมากขึ้นในเรื่องของการวัดประสิทธิภาพหรือการดำเนินวัดผล¹²⁴

2.2.1.3 ลักษณะของหลักการ (Characteristics of Principles)

ที่ผ่านมา มีบทความจำนวนมากเน้นความแตกต่างระหว่างกฎและหลักการ โดยจะเป็นในลักษณะที่ว่าคือ เนื้อหาของกฎหมายควรจะได้มาจากไหนระหว่าง ความเห็นชอบในหลักการว่าควรมีกฎหมายหรือไม่ (Ex Ante) หรือ การพิจารณาความเหมาะสมของกฎหมาย (Ex Post)¹²⁵ การกำกับแบบ Principles-Based ผู้ร่างกฎหมายต้องตัดสินใจที่จะประยุกต์ใช้กฎหมายโดยการนำหลักพื้นฐานหรือชุดหลักการไปใช้กับข้อเท็จจริงบางอย่างเพื่อให้บรรลุข้อสรุปตามกฎหมาย¹²⁶

ตัวอย่างเช่น การควบคุมเรื่องความเร็วรถยนต์ ถ้าใช้ Principle จะเป็นว่า ผู้ขับขี่ควรจะขับรถด้วยความเร็วที่พอเหมาะและโดยรอบคอบ ดังนั้น การที่จะทราบว่าผู้ขับขี่ได้ฝ่าฝืนกฎหมายหรือไม่ เจ้าหน้าที่จะต้องตรวจสอบสภาพการขับขี่ที่เกี่ยวข้องและใช้หลักการพื้นฐานของความสมเหตุสมผลต่อสถานการณ์นั้น ๆ ด้วย¹²⁷ สถานการณ์นี้จะต้องใช้การวิเคราะห์ตามบริบทหลังจากการขับขี่อีกด้วย¹²⁸ เจ้าหน้าที่ผู้ตัดสินจะต้องพิจารณา การใช้ความเร็วอย่างรอบคอบและสมเหตุสมผลโดยเฉพาะการประเมินลักษณะการขับขี่ของผู้ขับขี่ ดังนั้น การพิจารณาโดยอาศัย Principle นี้ จึงพอที่จะอธิบายได้ 2 ขั้นตอน ดังนี้ ประการแรกคือการใช้หลักการพื้นฐานหรือ

¹²³ Duncan Kennedy, “Form and Substance in Private Law Adjudication,” *Harvard Law Review* 89, 8 (June 1976): 1685-1687.

¹²⁴ Lawrence A. Cunningham, “A Prescription to Retire the Rhetoric of ‘Principles-Based Systems’ in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting,” *Vanderbilt Law Review* 60 (2007): 1411-1419.

¹²⁵ Larry Alexander and Emily Sherwin, *The Rule of Rules: Morality, Rules and the Dilemmas of Law* (Durham, NC: Duke University Press, 2001), pp. 29-30.

¹²⁶ Frederick Schauer, “The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards,” *Journal of Contemporary Legal Issues* 14 (2005): 803-861.

¹²⁷ *Ibid.*, pp. 860-862.

¹²⁸ *Ibid.*

หลักการต่าง ๆ ภายใต้ข้อเท็จจริงต่าง ๆ ข้อที่สอง คือ การบรรจุข้อสรุปด้านกฎหมายและการตรวจสอบสภาพการจับคู่ที่เกี่ยวข้อง¹²⁹

ในระเบียบการกำกับหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา เช่น NASD¹³⁰ ข้อ 2110 “ในการประกอบธุรกิจของสมาชิก ควรพยายามดูแลให้อยู่ในมาตรฐานที่สูง” อันนี้ถือเป็น Principle ดังนั้นหน่วยงานที่กำกับตรวจสอบบริบทก่อนแล้วจึงนำมาปรับใช้กับ ข้อบังคับนี้ (Commercial Honour) โดยทั่วไปแล้วหลักการมีหลายลักษณะ หลักการส่วนใหญ่เป็นมาตรฐานด้านพฤติกรรม เช่น ความซื่อสัตย์ (Integrity)¹³¹ ความสามารถในการใส่ใจดูแลและความขยันหมั่นเพียร (Skill Care and Diligence)¹³² และการใส่ใจอย่างสมเหตุสมผล¹³³ ซึ่งเป็นเหตุผลที่อยู่เบื้องหลังการวางกฎหรือแนวทาง¹³⁴ องค์ประกอบในการกระทำความผิดอาจนำมาเป็นหลักในการพิจารณาตัดสินด้วยว่า อะไรคือการกระทำผิดตาม Principles¹³⁵

2.2.1.4 ระบบการใช้หลักการ (Principles-Based Systems)

ถึงแม้ว่าจะมีการวิพากษ์วิจารณ์ถึงความไม่แน่นอนในการร่างหลักเกณฑ์โดยใช้หลัก Principle อยู่บ่อยๆ แต่การใช้ระบบนี้ก็สามารถทำให้ความกระจ่างมากขึ้นเกี่ยวกับเป้าหมายที่หน่วยงานกำกับดูแลพยายามที่จะบรรลุ ในแง่ของผลการกำกับดูแล และยังสามารถที่จะช่วยเกี่ยวกับการเลือกรูปแบบของกฎหมายและหลักในการออกกฎหมายด้วย การใช้หลัก Principle ในระดับสูงไม่เพียงแต่จะชี้แนะแนวทางการดำเนินธุรกิจ แต่ยังเป็นข้อบ่งชี้ถึงผลการปฏิบัติตามกฎระเบียบด้วย

¹²⁹ Frederick Schauer, “The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards,” *Journal of Contemporary Legal Issues* 14 (2005): 803-861.

¹³⁰ NASD หรือ National Association of Securities Dealers เป็นองค์กรที่กำกับตนเองรับผิดชอบในการกำกับดูแลตลาดหุ้น Nasdaq และ ตลาด Over-The-Counter. ในปี 2007 Nasdaq ได้เข้าควบรวมกับตลาดหุ้นนิวยอร์ก (New York Stock Exchange/NYSE) และได้ก่อตั้งเป็น Financial Industry Regulatory Authority หรือ FINRA.

¹³¹ U.K., Financial Services Authority, *The Full Handbook* (London: U.K. Financial Services Authority, 2010), Retrieved October 22, 2018 from <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1>

¹³² *Ibid.*

¹³³ *Ibid.*

¹³⁴ Julia Black, “Making a Success of Principle-Based Regulation,” *Law and Financial Markets Review*, p. 1.

¹³⁵ U.K., Financial Services Authority, *The Full Handbook*.

เช่นกัน¹³⁶ ตัวอย่างเช่น FSA (Financial Services Authority) ได้กำหนดหลัก 11 ประการหรือมาตรฐานระดับสูงไว้ในตอนต้นของคู่มือเล่มนี้ หลักการเหล่านี้ถูกกำหนดไว้เป็นแนวทางเกี่ยวกับ “ความซื่อสัตย์ (Integrity)”, “ทักษะ (Skill)”, “ขยันและใส่ใจ (Care and Diligence)”, “การจัดการและการควบคุม (Management and Control)”, “ความรอบคอบทางการเงิน (Financial Prudence)”, “การดำเนินนโยบายทางการตลาดที่เหมาะสม (Market Conduct)”, “ความสนใจของลูกค้า (Customers Interests)”, “การติดต่อสื่อสารกับลูกค้า (Communications with Clients)”, “การมีส่วนได้เสีย (Conflicts of Interest)” และอื่น ๆ¹³⁷ เหล่านี้ ล้วนมีความเกี่ยวพันอย่างใกล้ชิดกับเป้าหมายด้านกฎระเบียบทั้งสิ้นของ FSA คือ การรักษาความเชื่อมั่นทางการเงิน, การส่งเสริมความเข้าใจของสาธารณชน, การคุ้มครองผู้บริโภคและการลดอาชญากรรมทางการเงิน¹³⁸

ถึงแม้ว่าหลักการจะดูมีลักษณะเป็นนามธรรมก็ตาม แต่การนำไปใช้ในทางปฏิบัติก็สามารถทำหน้าที่ได้เหมือนกันกับกฎ (Rules) ด้วยเช่นกัน เนื่องจากหลักการ (Principles) สามารถตอบสนองต่อปัญหาใหม่ ๆ ได้อย่างยืดหยุ่นมากกว่า ในบางเรื่องหลักการเหล่านี้มีลักษณะเหมือนจะเป็นกฎด้วยซ้ำไป¹³⁹ ข้อกำหนดในหลักการทั่วไปที่ออกแบบโดย FSA นี้ ช่วยให้องค์กรสามารถบรรลุผลที่เป็นที่ต้องการได้ นอกจากนี้ ยังสามารถใช้กับกรณีเฉพาะที่ใช้กฎ (Rules) หรือวิธีการอื่น ๆ ไม่สามารถนำมาใช้แก้ปัญหาได้ ในปี 2548 FSA ปรับ Citigroup Global Markets Limited (CGML) จำนวน 13.9 ล้านปอนด์ เนื่องจาก CGML ล้มเหลวในการดำเนินธุรกิจด้วยความรอบคอบระมัดระวังและใส่ใจและไม่สามารถควบคุมการดำเนินธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ¹⁴⁰

อย่างไรก็ตาม การใช้หลักการร่างข้อความตามหลัก Principles ไม่ใช่เรื่องเกี่ยวกับการเปลี่ยนหลักกฎ (Rules) ด้วยหลักการ (Principles) หรือการปล่อยให้ตัวองค์กรดำเนินการไปตามที่เห็นควรโดยปราศจากการคำแนะนำหรือการกำกับดูแลด้านกฎระเบียบเลย¹⁴¹ มีบางส่วนงานที่

¹³⁶ U.K., Financial Services Authority, **The Full Handbook**, p. 18.

¹³⁷ *Ibid.*

¹³⁸ U.K., Financial Services Authority, **Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes That Matter**, p. 4.

¹³⁹ *Ibid.*

¹⁴⁰ U.K., Financial Services Authority, **FSA Fines Citigroup 13.9 Million Pounds for Eurobond Trades**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2005/072.shtml>

¹⁴¹ Cristie Ford, **Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation**.

ให้ความสำคัญกับการใช้ Rules เช่น การบริหารหน่วยงานยุติธรรมและกระบวนการเกี่ยวกับความเป็นธรรม¹⁴² ในส่วนอื่น ๆ เช่น การที่ผู้บริโภคได้รับการคุ้มครองอย่างพอเพียงและต่อเนื่อง รวมถึงความสามารถในการเปรียบเทียบระหว่างหน่วยงานที่ถูกกำกับด้วยหลัก Rules อีกด้วย¹⁴³ มันไม่จำเป็นต้องละทิ้งหลัก Rules ถ้าทำงานได้ดีอยู่แล้วขึ้น เมื่อ FSA ทำการย่อให้ขยายความให้ง่ายขึ้นในคู่มือ (Handbook) เล่มนี้ คู่มือฉบับนี้ก็มุ่งเน้นไปในส่วนที่ การบรรยายละเอียดของกฎกติกาต่าง ๆ ของหลัก Rules จะส่งผลประโยชน์มากที่สุด¹⁴⁴ และได้รับการแนะนำให้เปลี่ยนแปลงโดยก่อให้เกิดภาวะชะงักงัน และค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมน้อยที่สุด¹⁴⁵ หลักเกณฑ์ที่ FSA กำหนดขึ้นใหม่นี้ มีจุดมุ่งหมายที่จะลดค่าใช้จ่ายในการบริหารที่อาจจะเกิดขึ้นกับองค์กรธุรกิจ อันเป็นผลจากหลักเกณฑ์การกำกับที่กำหนดโดยตนเอง

การร่างข้อความในกฎหมายหรือกฎ ระเบียบ โดยอิงแบบหลักการเป็นหลัก มีเป้าหมายเพื่อเป็นการออกแบบด้านกฎระเบียบใหม่ โดยการร่างกฎหมายโดยใช้เนื้อความในลักษณะเป็นการวางหลัก ถือเป็นหัวใจสำคัญของการออกแบบ เพื่อให้มีลักษณะหลักการมากที่สุด เพื่อนำมาใช้ในการควบคุมมาตรฐานคำแนะนำและเอกสารที่เป็นทางการอื่น ๆ

ผู้ที่สร้างกฎมักจะเป็นคนที่คุ้นชำนาญในการตีความกฎหมาย ไม่ใช่คนที่ร่างกฎหมาย¹⁴⁶ ดังที่ระบุไว้ก่อนหน้านี้ว่า การใช้การกำกับแบบยึดหลักการระดับสูงสามารถกำหนดข้อกำหนดที่ครอบคลุมสำหรับ บริษัททางการเงินทั้งหมดได้ ในขณะที่มาตรฐานหรือหลักปฏิบัติที่ผู้ควบคุมดำเนินการ ได้อธิบายถึงพฤติกรรมที่ถูกต้องในธุรกิจที่เฉพาะเจาะจง ตัวอย่างเช่น จรรยาบรรณสำหรับตัวแทนจำหน่ายและที่ปรึกษาที่เสนอโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์รัฐบริติชโคลัมเบีย (BCSC)¹⁴⁷ จะแทนที่กฎที่ซับซ้อนและสับสนด้วยปัจจุบัน กฎพื้นฐานที่กำหนดไว้สำหรับ

¹⁴² Cristie Ford, **Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation**, p. 45.

¹⁴³ U.K., Financial Services Authority, **Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes That Matter**.

¹⁴⁴ *Ibid.*

¹⁴⁵ *Ibid.*

¹⁴⁶ Cristie Ford, “New Governance in the Teeth of Human Frailty: Lessons from Financial Regulation,” **Wisconsin Law Review** 2 (2010): 411-417.

¹⁴⁷ Christina Wolf, **Strong and Efficient Investor Protection, Dealers and Advisers under the BC Model - A Regulatory Impact Analysis**, Retrieved October

ตัวแทนจำหน่ายรวมถึง ความซื่อสัตย์สุจริต การรักษาความลับความสามารถ ความเหมาะสม การหลีกเลี่ยงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ การสร้างระบบการปฏิบัติตามกฎระเบียบและการร้องเรียนของลูกค้า ระบบกฎหมายที่ใช้หลักการตามหลักเกณฑ์จะถูกร่างขึ้นในรูปแบบที่บังคับให้มีอำนาจอย่างมาก ในการกำหนดข้อกำหนดจากผู้บัญญัติกฎหมายต่อหน่วยงานกำกับดูแลเพื่อให้สามารถจัดการผ่านอำนาจปกครองของตนได้

ศูนย์กลางของการตัดสินใจถูกเปลี่ยนออกไปจากหน่วยกำกับดูแลไปยังผู้ถูกกำกับ โดยกำหนดให้ผู้ที่ถูกกำกับ หรือผู้ต้องปฏิบัติตามกฎ ออกกฎระเบียบเพื่อสร้างแผนการปฏิบัติตามข้อกำหนดของตนเองและตัดสินใจเกี่ยวกับวิธีการบรรลุเป้าหมาย โดยเริ่มจากในระดับที่เบื้องต้นของระเบียบข้อบังคับใหม่นี้ เอกสารต่างๆ เช่น การแก้ปัญหาในธุรกิจนี้ หรือแนวทางในการทำธุรกิจ จะไม่เพียงแต่นำเสนอกรณีศึกษาจริงและคำแนะนำโดยละเอียดแก่ผู้บริหารระดับสูงในบริษัทเท่านั้น แต่ยังรวมถึง การมีส่วนร่วมอย่างต่อเนื่องโดยการกำกับดูแลในการปฏิบัติตามแนวทางที่ดี ตัวอย่างเช่น ในปี พ.ศ. 2547 สมาคมการค้าสี่แห่งได้เผยแพร่แนวทางอุตสาหกรรมเกี่ยวกับความเข้าใจในกฎระเบียบของ FSA เกี่ยวกับการจัดการก่อนการวิจัยการลงทุน FSA ทำงานร่วมกับกลุ่มเพื่อตกลงร่วมกันว่า คำแนะนำสอดคล้องกับผลที่ตั้งใจไว้ของกฎของตน คำแนะนำด้านการทำธุรกิจ ยังได้จัดแบ่งต้นทุนของบริการอื่น ๆ ที่เรียกเก็บเงินซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินการทางการค้าในการจัดการเงินทุนและเพื่อให้แน่ใจว่าได้ปฏิบัติตามสัญญา

2.2.1.5 แนวทางที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ (Outcome-Oriented Approach)

องค์ประกอบที่สำคัญของกฎระเบียบที่ใช้หลักการมีอยู่ในระดับของการดำเนินการซึ่งมุ่งเน้นผลลัพธ์ แนวทางที่มุ่งเน้นผลการดำเนินการซึ่งตรงข้ามกับขั้นตอนที่มุ่งเน้นกระบวนการหมายความว่า ผู้ควบคุมการตัดสินใจดำเนินการในขั้นตอนรายละเอียด จะมุ่งเน้นไปที่ผลของการบังคับใช้กฎหมายและให้บริบทที่สำคัญ และวิธีการตอบที่ยืดหยุ่นในการตีความหลักการเหล่านี้ไปสู่ความคาดหวังในการดำเนินธุรกิจที่เฉพาะเจาะจง¹⁴⁸

การตีความแบบนี้ ต้องการการสื่อสารแบบเปิดกับธุรกิจผ่านช่องทางที่หลากหลาย ในการมีส่วนร่วมในธุรกิจ FSA ได้ สื่อสารกับธุรกิจผ่านทางข่าวประชาสัมพันธ์และแถลงการณ์

22, 2018 from https://www.bcsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/PolicyBCN/PDF/RIA_Dealers_and_Advisers/

¹⁴⁸ Cristie Ford, “New Governance in the Teeth of Human Frailty: Lessons from Financial Regulation,” *Wisconsin Law Review*, p. 417.

สุนทรพจน์ จดหมายข่าวการบังคับใช้ คำบอกกล่าวและจดหมายจากซีอีโอ¹⁴⁹ ช่องทางการสื่อสารเหล่านี้ถูกนำมาใช้เพื่อการใช้อำนาจในการปกครอง ด้วยเหตุนี้ ผู้กำกับดูแลสามารถตอบสนองความคิดสร้างสรรค์ในตลาดอนุพันธ์ได้อย่างรวดเร็วและระบุถึงความเสี่ยงที่ซ่อนอยู่ในผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความซับซ้อนตัวอย่างที่สามารถแสดงให้เห็นว่าวิธีการที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ในทางปฏิบัตินั้นทำงานอย่างไร FSA ได้ออก รูปแบบจดหมายถึงบริษัท “Dear CEO” ที่จดทะเบียนในสหราชอาณาจักรเพื่อแสดงให้เห็นถึงข้อกำหนดในการบริหารความเสี่ยงด้านสภาพคล่องเมื่อวันที่ 13 มกราคม พ.ศ. 2553 เนื่องจากระบบสภาพคล่องฉบับใหม่มีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ธันวาคม พ.ศ. 2552¹⁵⁰ ในหนังสือฉบับนี้ FSA ได้แสดงให้เห็นถึง ขั้นตอนที่พวกเขาจะใช้ในการตรวจสอบการปฏิบัติตามข้อกำหนดของบริษัท เนื่องจาก FSA จำเป็นต้องมีการรายงานจากซีอีโอภายในวันที่ 12 กุมภาพันธ์ ค.ศ. 2010 FSA จึงแนะนำให้ซีอีโอ ควรเขียนเพื่ออธิบายว่าระบบใหม่และข้อกำหนดด้านการควบคุมได้รับการติดตั้งและพร้อมดำเนินการภายในบริษัทของพวกเขาแล้วหรือไม่ แผนงานที่เหมาะสมสำหรับการรายงานข้อมูลสภาพคล่องอย่างถูกต้อง หลังจากตรวจสอบรายงานจากซีอีโอ FSA จะเลือกกลุ่มตัวอย่างข้ามบริษัท และตรวจสอบการปฏิบัติตามข้อตกลงของตนหลังจากแก้ไขรายงานเหล่านี้และเยี่ยมชมบริษัทบางแห่งเพื่อตรวจสอบการตอบสนองและการปฏิบัติที่ดี หากจำเป็น FSA จะดำเนินการบังคับใช้กับบริษัท หากพบว่าเกิดการกระทำที่ไม่เหมาะสม สุดท้าย FSA เสนอว่าจะต้องมีเอกสารเกี่ยวกับข้อมูลสภาพคล่องในอนาคต โดยจดหมายฉบับนี้ FSA ระบุว่าจะปฏิบัติตามระบบการกำกับดูแลเรื่องสภาพคล่องแบบใหม่ได้อย่างไร¹⁵¹ และซีอีโอควรยืนยันเมื่อ 12 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2553 ว่า บริษัทของตนปฏิบัติตามข้อกำหนดระบบและการควบคุมใหม่¹⁵²

การกำกับแบบหลักการ (Principles-Based) อาจเป็นแนวทางเชิงผลลัพธ์ (Outcome-Oriented) แต่ก็อาจเป็นแนวทางที่เกี่ยวกับการจัดการ (Management-Based)

¹⁴⁹ U.K., Financial Services Authority, **Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes That Matter**, p. 12.

¹⁵⁰ U.K., Financial Services Authority, **FSA Requirements on Your Firm’s Liquidity Risk Management**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/13jan2010.pdf>

¹⁵¹ *Ibid.*

¹⁵² *Ibid.*

Regulation) ก็ได้¹⁵³ การกำกับที่เกี่ยวกับการจัดการมุ่งเน้นไปที่กระบวนการการปฏิบัติตามกฎระเบียบข้อบังคับที่มุ่งเน้นผลการดำเนินงานจะช่วยวัดประสิทธิภาพการทำงานขององค์กรต่อผลสัมฤทธิ์ของเป้าหมายด้านกฎระเบียบ¹⁵⁴ โดยจะพิจารณามุ่งเน้นไปที่ขั้นตอนสุดท้าย การกำกับแบบที่ใช้การจัดการ มุ่งเน้นไปที่ขั้นตอนการวางแผน กระบวนการในการปฏิบัติตามกฎระเบียบภายในรวมทั้งการเฝ้าติดตามการประเมินความเสี่ยง การฝึกอบรม เป็นต้น¹⁵⁵ ตัวอย่างเช่น เมื่อวันที่ 13 กรกฎาคม พ.ศ. 2553 ประธานของ FSA เรียกร้องให้มีการอภิปรายพื้นฐานเกี่ยวกับการให้สินเชื่อที่ควรจะมีในตลาดจำนอง โดยธนาคารควรจัดให้เกิดสภาพคล่องทางสินเชื่อ เพื่อเป็นการสนับสนุนให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจ การกำกับหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพควรจะต้องช่วยให้บรรลุเป้าหมายในการสร้างสมดุลและการจัดการทางเลือกของผู้บริโภคและการคุ้มครองผู้บริโภค กฎระเบียบในอนาคตควรขึ้นอยู่กับความสมดุลของการพิจารณาเหล่านี้

2.2.2 การกำกับหลักทรัพย์แบบใช้กฎ (Rules-Based)

กฎ คือ กระบวนการทางกฎหมายที่พยายามทำให้คำพิพากษาเกือบทั้งหมด ภายใต้บทบัญญัติทางกฎหมาย เพื่อให้มีสภาพเหมือนการบังคับล่วงหน้าก่อนกรณีที่เกิดขึ้นจริง กฎเหมือนกับ การวางตัวผู้เล่นหรือตัวละครไว้ในสภาพเดียวกันและระบุถึงผลทางกฎหมายที่เป็นผลตามมาจากเหตุการณ์หนึ่งหรือหลายอย่าง เหตุการณ์ที่มีเงื่อนไขที่กำหนดไว้ก่อนแล้ว ตัวเลือกที่สำคัญที่สุดจะเกิดในขั้นตอนการร่างกฎหมาย กฎมีลักษณะเหมือนสูตรในการตัดสินใจ เมื่อได้พบว่ามีข้อเท็จจริงตามที่ได้กำหนดไว้ก็จะพร้อมนำมาใช้งานได้เลย ดังนั้นกฎระเบียบจึงทำให้เกิดความเท่าเทียมกันและลดความเด็ดขาดและความลำเอียงของผู้มีอำนาจตัดสินใจ ในทางกลับกันกฎทำให้การใช้ดุลยพินิจง่ายขึ้น และระบุความรับผิดชอบได้ชัดเจน

ตัวอย่างเช่น กฎง่าย ๆ และเฉพาะเจาะจง คือ ชีดจำกัดความเร็ว 60 ไมล์ต่อชั่วโมง กฎนี้ให้ความชัดเจนล่วงหน้าและให้คำแนะนำที่เฉพาะเจาะจง ผู้ขับขีและตำรวจจึงมีความชัดเจนว่าการกระทำอันใดเป็นการละเมิดกฎหรือไม่ กฎระเบียบนั้นมีลักษณะเป็นคำสั่งและสามารถให้ข้อมูล

¹⁵³ Cary Coglianese and David Lazer, “Management-Based Regulation: Prescribing Private Management to Achieve Public Goals,” *Law & Society Review*. 37, 4 (December 2003): 691, 695-705.

¹⁵⁴ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal* 55 (2010): 17.

¹⁵⁵ Cristie Ford, *Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation*, p. 10.

เกี่ยวกับผลกระทบแก่บุคคลได้ พวกเขาสามารถคาดการณ์ด้วยความแม่นยำ ในขอบเขตที่พวกเขาได้แจ้งข้อกฎหมายมาก่อนที่จะมีผู้กระทำความผิด ดังนั้น จึงสามารถสรุปผลของข้อกฎหมายได้ตามข้อเท็จจริงที่ได้กำหนดลักษณะความผิดไว้ก่อนแล้ว

2.2.2.1 การร่างกฎหมายตามหลัก Rules-Based (Rule-Based Statutory Drafting)

การร่างข้อบังคับตามกฎหมายถึงกฎหมายที่มีคำสั่งเพิ่มเติมพร้อมกับรายละเอียดที่เฉพาะเจาะจง มีปัจจัยที่เป็นรูปธรรมและรายละเอียดที่จำเป็นสำหรับการปฏิบัติตามข้อกำหนดมากกว่าหลักการทั่วไปที่กำหนดไว้ ตัวอย่างที่ดีของเรื่องนี้สามารถพบได้โดยการเปรียบเทียบข้อกำหนดของหนังสือชี้ชวนในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์บริติชโคลัมเบีย ประเทศแคนาดา¹⁵⁶ ที่มีอยู่กับกฎหมายในปี ค.ศ. 2004 ใน British Columbia Securities Act (The-2004 Act) / BCSA ซึ่งได้มีการประกาศใช้ แต่ไม่เคยมีผลใช้บังคับ¹⁵⁷ เมื่อเทียบกับพระราชบัญญัติ ค.ศ. 2004 BCSA ที่มีอยู่ มีรายละเอียดเพิ่มเติมเช่นบทบัญญัติเฉพาะเกี่ยวกับการปรับเปลี่ยนหนังสือชี้ชวนขึ้นต้นและขึ้นสุดท้ายใบรับรองของผู้ออกและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใบเสร็จรับเงิน ระยะเวลารอ และการแจกจ่าย¹⁵⁸ พระราชบัญญัติฉบับ 2004 ละเว้นรายละเอียดเหล่านี้ และรายละเอียดต่าง ๆ ที่จำเป็นต้องมีอยู่ในกฎของหลักทรัพย์ที่เสนอไว้ ดังนั้น Rules-Based จึงเหมือนเป็นการทำการตรวจสอบ และระดับความชัดเจนขึ้นอยู่กับระดับของการระบุรายละเอียดเฉพาะของบทบัญญัติ ซึ่งแตกต่างจากแนวทางที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ (Outcome-Oriented) ซึ่งอิงอยู่กับความเห็นของชุมชนในการตีความข้อกำหนด

การร่างกฎหมายตามหลัก Rules-Based สร้างระบบการบริหาร ซึ่งผู้บัญญัติกฎหมาย ถูกจำกัด การตีความและอำนาจในการตัดสินใจ การตีความร่างข้อบังคับขึ้นอยู่กับกฎเกณฑ์ที่ได้บัญญัติไว้เองในขณะที่การตีความร่างกฎหมายตาม Principles-Based ขึ้นอยู่กับความเข้าใจร่วมกันระหว่างสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ และหน่วยงานกำกับดูแล แม้ว่ากฎอาจส่งเสริมการรักษาความเท่าเทียมกันและลดความลำเอียงของผู้มีอำนาจตัดสินใจตามที่อธิบายไว้ข้างต้น เหล่านี้อาจมีการพูดเกินจริงไปบ้าง บางครั้งกฎที่มีความชัดเจนมาก (Bright Line Rules) อาจผลักดันให้เกิดการตีความแบบไม่ถูกต้องนักได้ และทำให้ขาดความโปร่งใสได้เหมือนกัน

¹⁵⁶ R.S.B.C. 1996, c. 418, as amended

¹⁵⁷ R.S.B.C. 2004, c. 43

¹⁵⁸ Cristie Ford, *Principles-Based Securities Regulation: A Research Study*

2.2.2.2 แนวทางที่มุ่งเน้นกระบวนการ (Process-Oriented Approach)

ระบบการกำกับดูแลอาจมุ่งเน้นผลลัพธ์หรือมุ่งเน้นกระบวนการก็ได้ Principles-Based มีแนวโน้มที่จะใช้วิธีการที่มุ่งเน้นผลลัพธ์เป็นหลัก ในขณะที่ Rules-Based มีแนวโน้มที่จะใช้วิธีการเชิงกระบวนการเป็นหลัก และทั้งระบบการกำกับดูแลที่มุ่งเน้นผลลัพธ์และกระบวนการที่มุ่งเน้นกระบวนการต่างก็ได้ตั้งเป้าหมายของการกำกับไว้หลายประการด้วยกัน แต่ใช้วิธีการต่าง ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการเหล่านี้ วิธีการที่มุ่งเน้นกระบวนการจะส่งเสริมการปฏิบัติตามขั้นตอน ในขณะที่วิธีการที่มุ่งเน้นผลลัพธ์เป็นตัววัดจะวัดผลการปฏิบัติงานตามเป้าหมายเป็นตัววัด

ประโยชน์ของวิธีการตามกระบวนการ ได้แก่ การทำให้ทุกคนมีความเท่าเทียมกัน และควบคุมการใช้ดุลยพินิจในการบริหาร เนื่องจากขั้นตอนที่เข้มงวดไม่มีใครได้รับการยกเว้นหรือได้รับการปฏิบัติเป็นพิเศษ วิธีการที่มุ่งเน้นกระบวนการถือว่า หน่วยงานกำกับไม่อยู่ในฐานะที่ดีที่สุดในการให้เนื้อหาของระเบียบ บางทีอาจเป็นเพราะผู้มีส่วนได้เสียในตลาดหลักทรัพย์และหน่วยงานกำกับดูแลไม่สามารถไว้วางใจได้ แต่วิธีการที่มุ่งเน้นกระบวนการขึ้นอยู่กับสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรที่ได้มาจากการเลือกตั้งเพื่อสร้างกฎระเบียบการกำกับ

2.3 ข้อดีและข้อเสียของ Principles-Based และ Rules-Based

คุณลักษณะของ Principles-Based และ Rules-Based ทั้งสองด้านมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจนตามที่ระบุไว้ข้างต้น แต่ข้อดีและข้อเสียของแต่ละระบอบก็แตกต่างกันไปตามมุมมองของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่าง ๆ เช่น ความยืดหยุ่นอาจเป็นข้อดีสำหรับอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ แต่อาจมีความซับซ้อนในการใช้งาน เพราะระบบที่มีความยืดหยุ่นก็อาจเป็นภาระพิเศษให้หน่วยงานกำกับดูแลได้

2.3.1 กฎระเบียบที่ใช้หลักการ (Principles-Based Regulation)

2.3.1.1 ข้อดี

1) ความยืดหยุ่น

แม้ว่าการถกเถียงกันอย่างมากกว่า Principles-Based อาจทำให้อุตสาหกรรมหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะสร้างสรรค์สิ่งใหม่ ๆ ในการปฏิบัติตามกฎระเบียบ Principles-Based อาจอนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนปรับกระบวนการให้เหมาะสมกับความต้องการทางธุรกิจของตนมากกว่า

ที่จะปฏิบัติตามข้อกำหนดด้านกฎระเบียบที่เข้มงวดและไม่เหมาะสม¹⁵⁹ ดังที่ได้กล่าวไว้ก่อนหน้านี้ในโครงสร้างของ Principles-Based ว่าอุตสาหกรรมหลักทรัพย์สามารถมีส่วนร่วมในการดำเนินงานของทั้งระบบและตัดสินใจร่วมกับหน่วยงานกำกับดูแล โดยหน่วยงานกำกับดูแลอาจให้คำแนะนำในเรื่องที่ไม่เกี่ยวกับกฎหมายในการปฏิบัติตามกฎระเบียบโดยปรึกษาหารือกับภาคอุตสาหกรรม เกี่ยวกับแนวทางปฏิบัติที่ดีที่สุดที่ได้รับการยอมรับ การแก้ปัญหาและคำแนะนำในอุตสาหกรรมช่วยส่งเสริมตลาดที่มีประสิทธิภาพและเป็นระเบียบมากกว่ากฎเกณฑ์ที่เป็นทางการ¹⁶⁰

นอกจากนี้ วิธีการตามหลักการ (Principles-Based) จะเน้นที่กระบวนการด้านการปฏิบัติตามข้อกำหนดเพื่อปรับปรุงการป้องกันและการให้บริการแก่นักลงทุนมากกว่าการใช้กฎและขั้นตอนที่เข้มงวด ซึ่งน่าจะประโยชน์ต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย ยกตัวอย่างเช่น เป้าหมายโดยรวมของกฎระเบียบที่ใช้หลักการของ FSA คือ เพื่อสร้างแรงจูงใจให้บริษัทต่างๆออกแบบกระบวนการการปฏิบัติตามกฎระเบียบและกลยุทธ์การกำกับดูแลที่จะบรรลุวัตถุประสงค์โดยรวมของบริษัท ในขณะที่เดียวกันก็บรรลุวัตถุประสงค์ตามกฎหมายของ FSA ด้วย¹⁶¹ ตัวอย่างเช่น รายงานของอังกฤษเรื่องการประมาณการภาระงานด้านบริหารของ FSA มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้แบบจำลองต้นทุนมาตรฐาน UK กับกฎภายในข้อกำหนดของคู่มือของ FSA¹⁶² และให้รายละเอียดเกี่ยวกับว่า FSA ควรมุ่งเน้นความพยายามในการลดต้นทุนอย่างไร¹⁶³

การปรับปรุงสู่การปฏิบัติตามความยืดหยุ่นจะเป็นการสร้างความสัมพันธ์ใหม่ระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลและภาคอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ โดยระบบกฎระเบียบจะมีการ

¹⁵⁹ Gary Hagland, “A Critical Evaluation of the Compliance Administrative Control System Within Albert E Sharp and its Motivational Impact Upon Those It is Supposed to Control,” *Journal of Financial Regulation and Compliance* 3 (1993): 28-33; Neil Gunningham and Darren Sinclair, *Leaders & Laggards: Next-Generation Environmental Regulation* (Sheffield: Greenleaf, 2002), pp. 13-40.

¹⁶⁰ Stephen Weatherill, *Better Regulation* (Oxford: Hart, 2007), p. 324.

¹⁶¹ Kern Alexander, “Principles v. Rules in Financial Regulation: Re-assessing the Balance in the Credit Crisis Symposium at Cambridge University, 10-11 April 2008,” *European Business Organization Law Review* 10 (2009): 169-171.

¹⁶² U.K., Financial Services Authority, *Estimation of the FSA Administrative Burdens*, Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Admin_Burdens_Report_20060621.pdf

¹⁶³ Kern Alexander, *op. cit.*, pp. 166-171.

เปลี่ยนแปลงไปสู่กฎระเบียบที่มีการบริหารจัดการมากขึ้น (Management-Based Regulation) และบริษัทต่าง ๆ สามารถรวมระบบควบคุมภายในเพื่อสนับสนุนการปฏิบัติตามกฎระเบียบได้¹⁶⁴

2) การตอบสนองต่อการบังคับใช้กฎหมาย (Responsive Enforcement)

Principles-Based มีประสิทธิภาพมากกว่าในการตอบสนองเนื่องจากอำนาจอยู่ในมือของหน่วยงานกำกับดูแล และมีแนวโน้มที่จะเหมาะกับการจัดการใหม่ ๆ ด้านกฎระเบียบในตลาดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ในด้านการตอบสนองต่อการบังคับใช้นั้นอาจมีความซับซ้อนได้ โดย Robert Baldwin และ Julia Black ได้กล่าวว่า “กฎระเบียบที่มีผลตอบสนองจริง ๆ จะเพิ่มทฤษฎีการบังคับใช้ ด้วยการเน้นย้ำถึงกรณีที่หน่วยงานกำกับดูแลต้องตอบสนองไม่เพียง แต่ทัศนคติของบริษัทที่ได้รับการควบคุม แต่ยังรวมไปถึงกรอบการปฏิบัติงานและความรู้ความเข้าใจของบริษัท สภาพแวดล้อมและประสิทธิภาพของระบบการกำกับดูแลกฎระเบียบที่แตกต่างกันของเครื่องมือและกลยุทธ์ด้านกฎระเบียบ และการเปลี่ยนแปลงในแต่ละองค์ประกอบเหล่านี้”¹⁶⁵

องค์ประกอบของ Responsive Regulation มีความซับซ้อนมาก เพราะการวัดผลนี้ขึ้นอยู่กับ การบังคับใช้ อย่างไรก็ตาม มีเหตุผลที่เชื่อได้ว่า Principles-Based น่าจะตอบสนองได้ดีกับด้านการจัดการเรียนรู้และกลไกการบังคับควบคุม

การกำกับแบบ Principles-Based หน่วยงานที่กำกับ สามารถสื่อสารผ่านอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ โดยผ่านการแถลงข่าว จดหมายแจ้งการบังคับ แล้วจดหมายถึง CEO การติดต่อสื่อสารอย่างไม่เป็นทางการนี้ ให้ผลดีทั้งในแง่ของการประหยัดเวลาและความต่อเนื่อง สมาชิกในอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ สามารถรวบรวมแนวทาง และเอกสารอย่างไม่เป็นทางการได้ด้วยตัวเอง

2.3.1.2 ข้อเสีย

1) การบังคับใช้ที่ไม่แน่นอนและไม่สอดคล้องกัน

ผู้ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ อาจรู้สึกว่าการบังคับตามหลักการมีความไม่แน่นอนและยากที่จะปฏิบัติตาม ความไม่แน่นอนของหลักการก่อให้เกิดความท้าทายที่เป็นไปได้ในการควบคุมตามหลักการ เหมือนกับว่า พวกเขา กำลังเปิดโอกาสให้เกิดการกระทำความผิดได้ โดยบริษัทที่อาจขาดความใส่ใจในการปฏิบัติตามกฎระเบียบ¹⁶⁶ คณะกรรมการกฎหมายกฎระเบียบแห่งเมืองลอนดอน ได้แสดงความเห็นว่า ความกำกวมของ Principles-Based

¹⁶⁴ Cristie Ford, “New Governance in the Teeth of Human Frailty: Lessons from Financial Regulation,” *Wisconsin Law Review*, pp. 1-50.

¹⁶⁵ Robert Baldwin and Julia Black, “Really Responsive Regulation,” *The Modern Law Review* 71, 1 (2008): 59-94.

¹⁶⁶ Robert Baldwin, *Rules and Government* (Oxford: Clarendon, 1997), p. 133.

หน่วยงานกำกับดูแลอาจรู้สึกสับสนกับการใช้กฎทั่วไปซึ่งส่งผลให้การบังคับใช้ไม่สอดคล้องกัน บางคนกังวลว่าเมื่อกฎรายละเอียดหายไปแล้ว หน่วยงานกำกับดูแลอาจพบว่าเป็นการยากที่จะตัดสินบริษัท ซึ่งอาจนำไปสู่ความเป็นไปได้ที่จะเกิดความไม่สอดคล้องกันและการพัฒนามาตรฐานด้านกฎระเบียบ¹⁶⁷ นอกจากนี้ ยังมีข้อโต้แย้งว่าความไม่แน่นอนนี้จะขัดขวางการควบคุมทำให้เป็นเรื่องยากสำหรับผู้ควบคุมที่จะลงโทษบนพื้นฐานของหลักการที่สามารถตีความได้ด้วยวิธีการที่แตกต่างกันจำนวนมาก¹⁶⁸ วิธีการในการบังคับใช้อย่างระมัดระวังไม่สามารถแก้ไขปัญหาการประพุดติผิดได้อย่างมีประสิทธิภาพ วิธีการที่ก้าวร้าวมากเกินไปในการบังคับใช้อาจลดระดับที่ผู้เข้าร่วมอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ จะให้ความไว้วางใจแก่หน่วยงานกำกับ ซึ่งจะลดระดับความร่วมมือในการพัฒนาระเบียบข้อบังคับได้¹⁶⁹ แนวทางที่เข้มงวดในการบังคับใช้อาจทำให้ผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมเชื่อว่าผู้ควบคุมจะบังคับใช้ระเบียบโดยไม่ได้รับประโยชน์

2) ค่าใช้จ่ายและขีดความสามารถของหน่วยงานกำกับ

ในขณะที่การแทนที่กฎที่ชัดเจนโดยใช้หลักการทั่วไปอาจเป็นประโยชน์ต่ออุตสาหกรรมหลักทรัพย์และหน่วยงานกำกับดูแล แต่ก็มีนัยยะของต้นทุนแฝงที่เกิดขึ้น นอกจากนี้ เนื่องจากหลักการกำกับดูแลจะใช้หลักเป้าหมายว่า “อะไร” (What?) แทนที่จะใช้เป้าหมายว่า “อย่างไร” (How?) ในขณะที่ บริษัทจะต้องปฏิบัติตามกฎที่เฉพาะเจาะจงการบังคับใช้กฎระเบียบตามหลักการ และหน่วยงานที่กำกับดูแลต้องมีขีดความสามารถสูงด้วย

วิธีการที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ที่ยืดหยุ่นในการบังคับใช้ ไม่ได้หมายความว่าต้องใช้ทรัพยากรน้อยลง¹⁷⁰ การมีปฏิสัมพันธ์กับบริษัทมีความจำเป็นมาก ผู้เข้าร่วมอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ต้องการคำแนะนำที่ชัดเจนเกี่ยวกับวิธีการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมาย การบริหารงานที่โปร่งใส

¹⁶⁷ Emily Perryman, **FSA should not Monitor Compliance Process**, Retrieved October 22, 2018 from http://www.ifaonline.co.uk/public/showPage.html?page=ifa2006_articleimport&tempPageName=340752

¹⁶⁸ John Walsh, “Institution-Based Financial Regulation: A Third Paradigm,” **Harvard International Law Journal** 49 (2008): 386.

¹⁶⁹ Smith Herbert, **Principles-based Regulation in Principle and in Practice**. Retrieved October 22, 2018 from http://www.herbertsmith.com/NR/rdonlyres/1EA2E1A0-B64C-4F20-87197-DA072C0AE28/3731/5924PBR_BrochureD3.pdf

¹⁷⁰ Julia Black, “Making a Success of Principle-Based Regulation,” **Law and Financial Markets Review**.

เป็นสิ่งจำเป็นเพื่อให้เหตุผลสำหรับการตัดสินใจตามบริบท¹⁷¹ Principles-Based จึงมีแนวโน้มว่าจะต้องใช้ทรัพยากรมากกว่า Rules-Based¹⁷² สถาบันเกี่ยวกับการกำกับจำเป็นต้องมีพนักงานเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับความซับซ้อนของการบังคับใช้แบบที่ต้องการมีปฏิสัมพันธ์ต่อกัน แต่น่าเสียดายที่หน่วยงานกำกับดูแลภายใต้แนวทาง Rules-Based มีแนวโน้มที่จะมีเจ้าหน้าที่ไม่เพียงพอสำหรับการปฏิบัติตาม Principles-based ปัญหานี้อาจเป็นปัญหาสำหรับ FSA ส่งผลให้ถูกกล่าวหาว่าการบังคับใช้กฎหมายนั้นอ่อนแอ¹⁷³ ยกตัวอย่างเช่น FSA ได้ดำเนินการตามกฎหมายกับคดีภายในสองคดีเรียบร้อยแล้วก่อนปี พ.ศ. 2550 ทั้งสองกรณีนี้ เกี่ยวข้องกับจำเลยที่ไม่ได้ถูกฟ้องร้องเรียกค่าเสียหาย กรณี Northern Rock ในสหราชอาณาจักรยังชี้ให้เห็นว่า FSA มีเจ้าหน้าที่ที่ไม่เพียงพอ ทำให้การติดต่อกับธนาคารโดยตรงมีข้อจำกัด¹⁷⁴

ค่าใช้จ่ายในการควบคุมตามหลักการอาจได้รับผลกระทบจากความจำเป็นที่จะต้องมีส่วนร่วมกับการปฏิบัติงานที่มีความรู้และประสบการณ์ซึ่งสามารถปฏิบัติงานได้ดีภายใต้แนวทางการกำกับดูแลที่ซับซ้อนซึ่งจะตอบสนองต่อสถานการณ์ของผู้เข้าร่วมอุตสาหกรรมหลักทรัพย์¹⁷⁵ การทำงานร่วมกับผู้เข้าร่วมอุตสาหกรรม จึงต้องการผู้กำกับที่มีความรู้ประสบการณ์และความสามารถ ดังนั้น ค่าใช้จ่ายเหล่านี้ จึงเป็นภาระที่สถาบันของหน่วยงานกำกับดูแล

¹⁷¹ Cristie Ford, **Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation**, p. 28.

¹⁷² *Ibid.*

¹⁷³ Tony Levene and Phillip Inman, **How Can This Still Happen? The Guardian**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.guardian.co.uk/money/2003/jan/18/consumernews.isas>

¹⁷⁴ U.K., Financial Services Authority, **Internal Audit Division, The Supervision of Northern Rock: Lessons Learned Review**, Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/nr_report.pdf

¹⁷⁵ Mark Nelson, “Behavioral Evidence on the Effects of Principles and Rules Based Standards,” **Accounting Horizons** 17, 1 (March 2003).

2.3.2 กฎระเบียบตามกฎหมาย (Rules-Based Regulation)

2.3.2.1 ข้อดี

1) ความมั่นคงแน่นอน (Consistency)

กฎระเบียบตามกฎหมายมีดังที่ระบุไว้ข้างต้นมีแนวโน้มมากขึ้นในการตัดสินใจกรณีก่อนที่จะเกิดขึ้น ดังนั้น จึงมีแนวโน้มที่จะคาดการณ์ได้มากขึ้นและสอดคล้องกันเพราะจะช่วยลดขอบเขตที่ปัจจัยที่ไม่เกี่ยวข้องและผิดกฎหมายเข้าสู่การตัดสินใจ¹⁷⁶ ทำให้สามารถคาดการณ์ได้และสอดคล้องกันมากขึ้น เนื่องจากรายละเอียดในกฎหมายมีการเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าคำแนะนำหรือกฎหมายที่ใช้ในการควบคุมตามหลักการ

Rules-Based อาจเป็นไปได้ดีกว่า Principles-Based ที่ไม่มีการกำกับดูแลอย่างถูกต้องเพื่อให้แน่ใจว่าคำศัพท์ถูกต้องด้วยความด้วยความสมเหตุสมผลและมีความรับผิดชอบ¹⁷⁷ ผู้ควบคุมอาจใช้หลักการระดับสูงในการขยายขอบเขตการตรวจสอบกฎระเบียบ ยกตัวอย่างเช่น FSA ขยายการตรวจสอบข้อเท็จจริงในด้านต่าง ๆ เช่นการออกแบบผลิตภัณฑ์ FSA ผลักดันเขตอำนาจศาลตามกฎหมายซึ่งทำให้เกิดคำถามว่าจะใช้หลักการทั่วไปเป็นวิธีที่เหมาะสมในการพัฒนานโยบายด้านกฎระเบียบหรือไม่¹⁷⁸

ความสม่ำเสมอทำให้การใช้กฎระเบียบค่อนข้างง่ายกว่าเมื่อเทียบกับหลักการ ผู้ออกกฎระเบียบสามารถปฏิบัติตามกฎโดยไม่ต้องคำนึงถึงปัจจัยด้านบริบท กฎและขั้นตอนมีขนาดเดียวเหมาะสมสำหรับทุกคน หลักการทั่วไปจะไม่ถูกอ้างถึงจนกว่าจะไม่มีกฎใด ๆ ให้อ้างอิงแล้ว ดังนั้นจึงเป็นเรื่องง่ายที่จะสรุปและความสอดคล้องสามารถคาดหวังได้ ในทางตรงกันข้าม Principles-Based ผู้มีอำนาจตัดสินใจมักอ้างถึงมาตรฐานระดับสูง หากมีคำแนะนำเพียงพอรวมถึงกรณีก่อนหน้านี้และเอกสารอื่น ๆ ที่ไม่เป็นทางการ กฎอาจถูกปรับให้เหมาะสมกับกรณีเฉพาะ กรณีที่ไม่มีเนื้อหาสนับสนุนหลักการกรณีนี้ ควรได้รับการตัดสินใจโดยผลลัพธ์ที่ต้องการจากการใช้หลักเกณฑ์กรณี เป็นผลให้ความสม่ำเสมอเป็นเรื่องยากที่จะรักษาใน Principles-Based

2) ความโปร่งใส (Transparency)

กฎระเบียบยังอาจเป็นข้อจำกัดของผู้ที่ต้องตัดสินใจในกระบวนการที่ให้ความโปร่งใส ในฐานะที่ปรึกษาทั่วไปของ US Treasury Department, Peter J. Wallison, ที่

¹⁷⁶ Cass R. Sunstein, *Infotopia/How Many Minds Produce Knowledge* (Oxford: Oxford University Press, 2006), p. 75.

¹⁷⁷ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal*, p. 37.

¹⁷⁸ Smith Herbert, *op. cit.*

ปรึกษาทั่วไปของ US Treasury Department, ได้ตั้งข้อสงสัยว่า Principles-Based สามารถใช้ได้หรือไม่ เขาให้เหตุผลว่า Rules-Based สามารถห่างจากการใช้ดุลพินิจของเจ้าหน้าที่รัฐบาลได้ในบทความของเขา Fad or Reform Can Principles-Based Regulation Work in the United States? ว่า “ชาวอเมริกันรู้สึกสะดวกสบายมากขึ้นเมื่อพวกเขาสามารถใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจซึ่งส่งผลกระทบต่อชีวิตและวิถีชีวิตของพวกเขา เมื่อต้องปฏิบัติหน้าที่ภายใต้การควบคุมพวกเขาต้องการเข้าใจขอบเขตที่ชัดเจนของระบอบการกำกับนั้น”¹⁷⁹ นอกจากนี้ เขายังยืนยันด้วยว่า Rules-Based ช่วยเพิ่มการแข่งขันในตลาดโดยการเพิ่มความโปร่งใสและลดอุปสรรคต่อการเข้าสู่ตลาด¹⁸⁰

Process-Based Approach มีส่วนช่วยให้เกิดความโปร่งใสในการกำกับแบบ Rules-Based กระบวนการรายละเอียดให้ขั้นตอนที่ชัดเจนกับกำหนดเวลาที่กำหนดสำหรับการปฏิบัติตามข้อกำหนดเพื่อให้ผู้เข้าร่วมอุตสาหกรรมหลักทรัพย์และหน่วยงานกำกับดูแลสามารถคาดการณ์และวางแผนได้ ความโปร่งใสดังกล่าวกำหนดโดย Statutes หรือตามกฎหมายที่ยังคงเหมือนเดิมสำหรับทุกคน กล่าวอีกนัยหนึ่งถ้าไม่มีกฎข้อบังคับชัดเจนและเข้มแข็งในชุมชนที่นำมาใช้ในการแปลความหมายตามหลักการ ดังนั้น ความโปร่งใสตามกฎหมายจึงมีคุณค่ามากกว่าความยืดหยุ่นและบริบทตามหลักการ¹⁸¹

2.3.2.2 ข้อเสีย

1) การปฏิบัติตามข้อกำหนดทางเทคนิค

กฎกติการายาทอาจเป็นประโยชน์ในการรักษาระบบสำคัญให้สามารถทำงานได้ อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตว่า การที่กฎมีขอบที่ชัดเจน ทำให้ผู้คนที่สามารถหลีกเลี่ยงได้โดยการมีส่วนร่วมในการปฏิบัติที่ได้รับการยกเว้นทางเทคนิค แต่ก่อให้เกิดอันตรายที่เหมือนกันหรือคล้ายคลึงกัน¹⁸² ตัวอย่างเช่น โกลด์แมนแซกส์ ถูกกล่าวหาว่าเป็นวิกฤตหนี้สาธารณะในปี ค.ศ. 2010 ของยุโรป ในปี ค.ศ. 1998-2009 ได้มีส่วนช่วยรัฐบาลกรีกแก้ปัญหาหนี้สาธารณะของประเทศโดยใช้

¹⁷⁹ Peter J. Wallison, “Fad or Reform: Can Principles-Based Regulation Work in the United States,” **Financial Services Outlook** (2007): 6, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.aei.org/outlook/29285>

¹⁸⁰ *Ibid.*, p. 4.

¹⁸¹ Cristie Ford, **Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation**, p. 28.

¹⁸² Cass R. Sunstein, *op. cit.*, p. 75.

ตราสารอนุพันธ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งโดยใช้ Credit Default Swap (CDS) Index¹⁸³ แม้ว่าข้อตกลงทางการเงินเหล่านี้จะถูกต้องตามกฎหมายในบริบทของการเตรียมการทางการเงินในปี ค.ศ. 2001 การทำธุรกรรมเหล่านี้ปกปิดขอบเขตที่แท้จริงของการกู้ยืมของรัฐบาลกรีก และการกระทำของโกลด์แมนแซกส์นี้ ยังทำให้ให้รัฐบาลกรีกไม่ฟื้นตัวจากวิกฤตหนี้ นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในงบดุลของรัฐบาล เพราะพวกเขากลัวว่าจะถูกล่อลวงเข้าสู่วิกฤตเศรษฐกิจที่อย่างรุนแรงของธนาคารเพื่อการลงทุน เช่น โกลด์แมนแซกส์

ผู้บริหารของ Goldman Sachs Gerald Corrigan บอกนักกฎหมายชาวอังกฤษว่า Goldman Sachs ไม่ได้ทำอะไรผิดกฎหมาย และเขาได้ปฏิบัติตามตัวเนื้อความของกฎหมาย อย่างไรก็ตาม ข้อแก้ตัวของโกลด์แมนแซกส์นั้น ละเมิดเจตนารมณ์ของกฎหมาย¹⁸⁴ การปฏิบัติตามกฎระเบียบทางเทคนิคของ Goldman Sachs ไม่ได้มีข้อกำหนดเพียงพอ Dan Lalor ชี้ให้เห็นว่ามาตรฐานความโปร่งใสควรมีขึ้นและน่าจะตั้งไว้ให้สูงขึ้น¹⁸⁵

2) การตามไม่ทันตลาด (Outrun by the Market)

ในตลาดที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว กฎรายละเอียดน่าจะล้าสมัยก่อนที่จะมีการร่างขึ้นเสียอีก¹⁸⁶ ตัวอย่างเช่น ตลาดตราสารอนุพันธ์มีการเติบโตทุกปีและมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ตลาดจำเป็นต้องมีรูปแบบของการควบคุมที่สามารถตอบสนองต่อ

¹⁸³ European Banks, **Sovereign Debt Exposure Financial Times**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.ft.com/indepth/euro-in-crisis>; Jeannine Aversa, “Fed Chief: We’re Looking into Firms Betting on Greek default USA Today,” **USA Today** (25 February 2010), Retrieved October 22, 2018 from http://www.usatoday.com/money/economy/2010-02-25-bernanke-fed-greece_N.htm

¹⁸⁴ “Goldman Opens Up to Mollify Its Critics Wall Street Journal,” **The Wall Street Journal** (11 January 2011), Retrieved October 22, 2018 from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703779704576074360288635474.html>; **A Greek Tragedy or There’s a Sucker Born Every Minute Wordpress**, Retrieved October 22, 2018 from <http://afunnythinghappenedonthewaytotheoffice.wordpress.com/2010/02/24/a-greek-tragedy-or-theres-a-sucker-born-every-minute/>

¹⁸⁵ Dan Lalor, **Greece Trades should have been Less Opaque: Goldman Reuters (10 August 1908)**, Retrieved October 22, 2018 from <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61L49F20100222>

¹⁸⁶ *ibid.*

เหตุการณ์ในตลาดใหม่และพัฒนาแนวทางปฏิบัติที่ดี กล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ ต้องมีระบบการกำกับดูแลที่เปิดกว้างและขึ้นอยู่กับหลักการทั่วไปสำหรับตลาดตราสารอนุพันธ์ เมื่อตลาดมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วข้อกำหนดของกฎระเบียบอาจไม่เหมาะสำหรับการตอบสนองต่อการพัฒนาในตลาดอนุพันธ์อีกต่อไป เจ้าหน้าที่ในหน่วยงานกำกับดูแลอาจจะเลยกฎซึ่งทำให้เกิดความไม่ถูกต้องในบางกรณี¹⁸⁷

2.4 Rules-Based และความซับซ้อน (Rules and Complexity)

แม้ว่ากฎจะสามารถใช้ถ้อยคำได้อย่างชัดเจนและมีความหมายที่คาดเดาได้ด้วยตัวของมันเอง แต่ก็สามารถกลายเป็นไม่แน่ใจได้หากวางไว้กับกฎอื่น ๆ เช่น พิจารณาจอตระกในตัวเองพร้อมป้ายบอกทาง “ห้ามจอดระหว่าง 12:00 น. และ 6:00 น.”, “ห้ามหยุดระหว่าง 7:00 น. และ 9:00 น.”, “Tow Away Zone”, “No Standing” กฎแต่ละข้อมีความชัดเจนเพียงพอ แต่การบังคับใช้มีความซับซ้อนเมื่อจำนวนเพิ่มขึ้นแม้จะมีภาษาที่ชัดเจน แต่บางครั้งกฎก็ต้องการความเข้าใจในวัตถุประสงค์ของมัน Braithwaite กล่าวว่าความมั่นใจไม่ได้ไหลออกมาจากนักจากความแม่นยำของคำที่ใช้

ทั้งที่มีความชัดเจนทางภาษาแล้ว หลายครั้งที่เดียวที่กฎต้องการความเข้าใจจากวัตถุประสงค์ด้วย¹⁸⁸ เบิร์ธไวต์อธิบายว่า ความชัดเจนมากกว่าไม่ได้มาจากความชัดเจนทางตัวอักษรที่ใช้ แต่มาจากความเข้าใจถึงวัตถุประสงค์ในกลุ่มที่ใช้ อย่างไรก็ตาม กฎจะมีความแน่นอนมากขึ้นเมื่อใช้ในเรื่องที่เรียบง่ายมั่นคงและไม่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจขนาดใหญ่” (เช่น กฎจราจร) แต่ที่เรื่องที่ “ซับซ้อนเปลี่ยนแปลงและเกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจขนาดใหญ่” (เช่น กฎหมายหลักทรัพย์) หลักการ (Principles) จะมีความแน่นอนมากกว่า¹⁸⁹ Braithwaite พบว่า ด้วยกฎระเบียบในบ้านพักคนชรา ผู้ปฏิบัติงานที่มีประสบการณ์ให้เหตุผลโดยการเปรียบเทียบเมื่อเผชิญหน้ากับกฎที่ซับซ้อน พวกเขาตรวจสอบคุณสมบัติเบื้องต้นของปัญหาและระบุกฎและความสัมพันธ์และหลักการที่เกี่ยวข้อง (ซึ่งเป็นเหตุผลที่ Braithwaite สนับสนุนหลักการสำหรับบ้านคนชรา) Nelson แย้งว่าความซับซ้อนของงานมักเป็นอันตรายต่อการตัดสินใจด้วยการใช้กลยุทธ์การเผชิญปัญหา สำหรับมาตรฐานการบัญชี ผู้ปฏิบัติงาน

¹⁸⁷ Dan Lalor, *Greece Trades should have been Less Opaque: Goldman Reuters (10 August 1908)*.

¹⁸⁸ John Braithwaite, “Rules and Principles: A Theory of Legal Certainty,” *Australian Journal of Legal Philosophy* 27 (2002): 71.

¹⁸⁹ *Ibid.*, p. 75.

มักจะบ่นว่ามีกฎเกณฑ์มากมาย เช่น “มาตรฐานเกินภาระ” ที่มีน้อยคนสามารถทำได้ กลยุทธ์การเผชิญปัญหา ได้แก่ ไม่คำนึงถึงข้อมูลที่สำคัญที่อาจเกิดขึ้นและการรวมข้อมูลด้วยวิธีการที่เรียบง่าย¹⁹⁰

ทั้งที่มีความชัดเจนทางภาษาแล้ว หลายครั้งที่เดียวที่กฎต้องการความเข้าใจจากวัตถุประสงค์ด้วย¹⁹¹ เบิร์ธเวดอธิบายว่า ความชัดเจนมากกว่าไม่ได้มาจากความชัดเจนทางตัวอักษรที่ใช้ แต่มาจากความเข้าใจถึงวัตถุประสงค์ในกลุ่มที่ใช้ อย่างไรก็ตาม กฎจะมีความแน่นอนมากขึ้นเมื่อใช้ในเรื่องที่เรียบง่ายมั่นคงและไม่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจขนาดใหญ่” (เช่น กฎจราจร) แต่ที่เรื่องที่ “ซับซ้อนเปลี่ยนแปลงและเกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจขนาดใหญ่” (เช่นกฎหมายหลักทรัพย์) หลักการ (Principles) จะมีความแน่นอนมากกว่า¹⁹² Braithwaite พบว่าด้วยกฎระเบียบในบ้านพักคนชรา ผู้ปฏิบัติงานที่มีประสบการณ์ให้เหตุผลโดยการเปรียบเทียบเมื่อเผชิญหน้ากับกฎที่ซับซ้อน พวกเขาตรวจสอบคุณสมบัติเบื้องต้นของปัญหาและระบุกฎและความสัมพันธ์และหลักการที่เกี่ยวข้อง (ซึ่งเป็นเหตุผลที่ Braithwaite สนับสนุนหลักการสำหรับบ้านคนชรา) Nelson แย้งว่าความซับซ้อนของงานมักเป็นอันตรายต่อการตัดสินใจด้วยการใช้กลยุทธ์การเผชิญปัญหา สำหรับมาตรฐานการบัญชี ผู้ปฏิบัติงานมักจะบ่นว่ามีกฎเกณฑ์มากมาย เช่น “มาตรฐานเกินภาระ” ที่มีน้อยคนสามารถทำได้ กลยุทธ์การเผชิญปัญหา ได้แก่ ไม่คำนึงถึงข้อมูลที่สำคัญที่อาจเกิดขึ้นและการรวมข้อมูลด้วยวิธีการที่เรียบง่าย¹⁹³

ธุรกรรมทางบัญชีที่ซับซ้อนบางอย่างสามารถควบคุมได้โดยกฎถ้าพวกเขาสามารถคาดการณ์คุณสมบัติได้ – ตัวอย่างเช่น สัญญาเช่าที่มีกระแสเงินสดตามสัญญาเนื่องจากตัวเลขเกณฑ์สามารถระบุอายุการเช่าและมูลค่าที่เหลืออยู่ หัวข้อการบัญชีอื่น ๆ มีน้อยมากที่คาดการณ์ได้และต้องการการตัดสินใจ ตัวอย่างเช่นการประมาณความน่าจะเป็นของบางสิ่งที่เกิดขึ้นนั้นถูกควบคุมด้วยหลักการที่ดีกว่า¹⁹⁴ การล่มสลายของ Enron (ที่ซึ่งหนี้สิน, “นิติบุคคลเฉพาะกิจ”) ใช้วิธีในการหลีกเลี่ยงการรวมในงบดุลของ Enron) เป็นตัวอย่างของกฎโดยละเอียดที่ไม่ดีของเนื้อหาของธุรกรรมทางเทคนิคเหล่านี้ได้รับการรายงานของ Enronก่อนจะระเบิดก่อนหน้านี้¹⁹⁵ แต่อย่างที่พอลวิลเลียมส์กล่าวว่าสิ่งต่าง ๆ อาจแยเหมือนกันภายใต้ Principles-Based

¹⁹⁰ Mark Nelson, *op. cit.*, p. 94.

¹⁹¹ John Braithwaite, *op. cit.*, p. 71.

¹⁹² *Ibid.*, p. 75.

¹⁹³ Mark Nelson, *op. cit.*, p. 94.

¹⁹⁴ *Ibid.*, pp. 94-95.

¹⁹⁵ ตามที่โรเบิร์ต Kershaw มุมมองทั่วไป - แม้ว่าจะเข้าใจผิด - ในสหราชอาณาจักรคือมันหลีกเลี่ยงเรื่องอื้อฉาวสไตล์ Enron ในช่วงปีแรก ๆ ของสหัสวรรษนี้เนื่องจากวิธีการการควบคุมทางบัญชีเป็นไปตามหลักการไม่ใช่ตามกฎ (Kershaw 2005) ข้อพิพาทได้ลดบ้างบ้างเนื่องจากการบรรจบ

“หลักการทั้งหมดในโลกนี้จะไม่นำไปสู่การรายงานที่ดีขึ้นตรงไปตรงมาที่วัฒนธรรมของการบัญชี Big 4 Professional ยังคงเป็นเช่นเดิม หากแอนเดอร์สันปรับเปลี่ยนกฎที่อนุญาตให้ Enron แสดงตัวตบตี ๆ ก็ลองจินตนาการถึงสิ่งที่อาจสร้างขึ้นได้เมื่อมีกรอบควบคุมแค่ Principles”¹⁹⁶ Wood ได้แสดงความเห็นว่า¹⁹⁷ กฎเพิ่มเติมอาจเพิ่มหรือลดความซับซ้อนของงานขึ้นอยู่กับพฤติกรรม ความซับซ้อนขององค์ประกอบเพิ่มขึ้นตามกฎที่มากขึ้น ความซับซ้อนในการประสานงานเพิ่มขึ้นเมื่อกฎใหม่จะต้องพิจารณาในแง่ของกฎที่มีอยู่และความซับซ้อนแบบก้าวหน้าเพิ่มขึ้นโดยการเปลี่ยนรูปแบบของกฎเมื่อเวลาผ่านไป การเพิ่มข้อยกเว้นหรือความสูงก่อนหน้าความซับซ้อนของงานทั้งหมด ในทางกลับกันการเพิ่มแนวทางการใช้งานที่เป็นลำดับการตัดสินใจที่จำเป็นในการใช้มาตรฐานหรือเพิ่มเติมที่เกี่ยวกับกฎที่มีอยู่และแบบอย่างสามารถลดความซับซ้อนของงานทั้งหมดโดยลดความซับซ้อนของการประสานงานให้มากขึ้น มากกว่าการขดเคี้ยวการเพิ่มขึ้นขององค์ประกอบและความซับซ้อนแบบก้าวหน้าใด ๆ

การแก้ไขกฎบ่อย สามารถเพิ่มต้นทุนการควบคุมการปฏิบัติได้อย่างมาก ตัวอย่างที่น่าสนใจคือ การเปรียบเทียบต้นทุนของการทุจริต Ogus¹⁹⁸ ประเมินค่าใช้จ่ายของการทุจริตในประเทศซาอุดี, ฟิลิปปินส์และเกาหลีใต้ ในกรณีที่การทุจริตไม่สามารถคาดเดาได้ (เช่นเดียวกับใน Zaire) มันจะทำให้ความแน่นอนของสิทธิในทรัพย์สิน และการบังคับใช้สัญญาและผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจ คือ เสวร้ายยิ่งกว่าค่าใช้จ่ายที่คาดการณ์ได้ เช่น การจัดเก็บภาษีในกิจกรรมการผลิต (เช่น ในเกาหลีใต้)

กันของหลักการบัญชีข้ามชาติมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ดูเช่นข่าวประชาสัมพันธ์ FASB และ IASB ยืนยันอีกครั้งความมุ่งมั่นที่จะเพิ่มความสม่ำเสมอการเปรียบเทียบและประสิทธิภาพในตลาดทุนโลก(27 ก.พ. 2549); David Kershaw, “Evading Enron: Taking Principles too Seriously in Accounting Regulation,” *The Modern Law Review* 68, 4 (July 2005): 594-625.

¹⁹⁶ Paul F. Williams, **Commentary on “Principles Versus Rules-Based Accounting Standards and the Concept of Substance over Form: The Case of Enron Corp.”**, Retrieved October 22, 2018 from [http://www.uc3m.es/uc3m/dpto.EMP/noved/williams on baker\(2\).pdf](http://www.uc3m.es/uc3m/dpto.EMP/noved/williams on baker(2).pdf)

¹⁹⁷ Robert E. Wood, “Task Complexity: Definition of the Construct,” *Organizational Behavior and Human Decision Making Processes* 37 (1986): 60-82.; Mark Nelson, *op. cit.*, pp. 94-95.

¹⁹⁸ Anthony Ogus, “Corruption and Regulatory Structures,” *Law & Policy* (July-October 2004): 334.

ในทำนองเดียวกันหากมีการแก้ไขหรือตีความกฎระเบียบบ่อยครั้งการคาดเดาไม่ได้อาจกลายเป็นไม่สามารถจัดการได้

2.5 Rules-Based และความแม่นยำ (Rules and Precision)

กฎ “Bright-Line” อาจมีความแม่นยำเนื่องจาก จำกัดการใช้ดุลยพินิจ แต่การจำกัดดุลยพินิจไม่จำเป็นต้องยุติธรรม กฎ Bright-Line เป็นกฎเกณฑ์ที่บังคับให้แยกแยะกรณีต่าง ๆ แม้ว่าข้อเท็จจริงจะคล้ายกันมาก “การตัดสินใจที่อิงกฎจะสะท้อนให้เห็นถึงคำตัดสินว่าอันตรายจากความไม่เป็นธรรมจากการอนุญาตตุลาการหรือคตินั้นยิ่งใหญ่อันตรายของความไม่ยุติธรรมจากความเด็ดขาดที่เกิดขึ้นจากการที่ความไม่ดีของกฎ”¹⁹⁹

Braithwaite อธิบายว่ากฎจะมีความหมายหลักและ “เงามัว” เช่นพื้นที่สีเทาได้อย่างไร ในกรณีที่กฎอาจมีการนำมาใช้หรือไม่ก็ตาม หากเรื่องที่มีความซับซ้อนและอาจมีการเปลี่ยนแปลง หน่วยงานอาจ “มุ่งสู่เงามัว” และใช้ประโยชน์จากความไม่แน่นอนของภาษา “ปัญหานี้ทวีคูณเนื่องจากภาครัฐได้ตรากฎหมายที่มีลักษณะเป็นกฎมากขึ้นเพื่อปิดช่องโหว่ ที่เปิดโดยสำนักงาน หน่วยงาน ยังมีกฎมากขึ้นเพียงไร ก็เหมือนกับเราไปขึ้นป้ายเพื่อบอกสำนักงานกฎหมายต่าง ๆ ว่า ควรจะทำหรือหาทางเอาชนะวัตถุประสงค์ของกฎหมายให้ได้”²⁰⁰

มันไม่ได้เป็นเพียงนักกฎหมายที่ทำหน้าที่เป็นผู้ประกอบการทางกฎหมายที่ “มุ่งสู่เงามัว” เนลสัน อธิบายว่าผู้ตรวจสอบจะไม่ต้องการให้ลูกค้าปรับโครงสร้างของรายงาน เพื่อให้ได้มาตรฐานที่แม่นยำ มาตรฐานที่แม่นยำสามารถสร้างเป้าหมายที่ผู้จัดการใช้บรรลุวัตถุประสงค์ทางการบัญชีเฉพาะ

ในระบบ Rules-Based นักบัญชีมีแนวโน้มที่จะพัฒนา “Check-List” แทนที่จะรับผิดชอบ ในการพิจารณาว่าการรายงานทางการเงินเป็นไปตามวัตถุประสงค์ในมาตรฐานการบัญชี พวกเขาแค่ตรวจสอบว่าการทำบัญชีนี้ไม่ได้ต้องห้ามตามมาตรฐาน (Bright-Line) ภายใน GAAP สิ่งหนึ่งที่เกิดขึ้นโดยไม่ได้ตั้งใจ ก็คือ กฎเหล่านั้น มาเพื่อทำหน้าที่เป็นแผนงานในการทำธุรกรรมที่ปรากฏว่าไม่ถูกทำนองคลองธรรมตามกฎหมาย กล่าวคืออาจจะเกิดความเข้าใจผิดกันได้

¹⁹⁹ Kathleen M. Sullivan and Akhil Reed Amar, “The Supreme Court, 1991 Term, Foreword, The Justices of Rules and Standards,” *Harvard Law Review* 106, 1 (November 1992): 62.

²⁰⁰ John Braithwaite, *op. cit.*, p. 56.

การใช้กฎที่ซับซ้อนอาจคาดเดาไม่ได้ และต้องออกแรงในการควบคุมมากเกินไป กฎที่มีจำนวนมาก สามารถบดบังกิจกรรมและนวัตกรรม เช่น Braithwaite กล่าวว่า “ยังมีมาตรฐานมากเท่าไร อำนาจดุลยพินิจของหน่วยงานกำกับดูแลที่จะเลือกบังคับใช้แบบที่เหมาะสมกับวัตถุประสงค์ของตนเองก็ยิ่งเพิ่มขึ้น ทำให้การแพร่ขยายของกฎหมายที่เฉพาะเจาะจงมากขึ้น กลายเป็นทรัพยากรเพื่อขยายการใช้ดุลยพินิจไม่ใช่ข้อ จำกัด”²⁰¹

Colin Diver²⁰² แบ่งองค์ประกอบความชัดเจนของกฎออกเป็นสามส่วน ได้แก่ “ความโปร่งใส”, “การเข้าถึง” และ “ความสอดคล้องกัน” ความโปร่งใสคือกฎที่ถูกนำไปใช้อย่างง่ายดายภายในสิ่งที่เกี่ยวข้องชุมชน ตัวอย่างเช่น การขับรถเกินความเร็วที่กำหนดหรือไม่ชำระเงินที่สะพานเก็บค่าผ่านทาง บางข้อตกลงมีความโปร่งใสเพียงส่วนย่อยของประชากร ตัวอย่างเช่นข้อกำหนดทางกฎหมาย “ลามกอนาจาร” “การดูแลอย่างสมเหตุสมผล” และ “ความวิกลจริต” นั้น คลุมเครือเกินไปสำหรับประชาชนทั่วไป แต่เป็นเรื่องถูกกฎหมาย นักกฎหมายและผู้พิพากษาสามารถใช้กฎหมายจากกรณีต่าง ๆ ได้ กฎที่สามารถเข้าถึงได้ คือ กฎเหล่านั้นซึ่งสามารถเข้าใจได้ง่าย แต่ไม่จำเป็นต้องนำไปใช้อย่างง่ายดาย กฎที่สอดคล้องกันเหล่านั้นซึ่งสร้างพฤติกรรมที่เป็นที่ต้องการทางสังคม Diver ให้เหตุผลว่ากฎเกณฑ์มักจะต้องการการแลกเปลี่ยนระหว่างความโปร่งใสการเข้าถึงและความสอดคล้องกัน ตัวอย่างเช่นพิจารณาสูตรต่อไปนี้ของกฎที่จะเกี่ยวยานักบินเมื่อความเสี่ยงของการเกิดอุบัติเหตุจะไม่สามารถยอมรับได้:

แบบที่ 1 ห้ามมิให้บุคคลใดเป็นนักบินเครื่องบินพาณิชย์หลังจากอายุเกิน 60 ปี

แบบที่ 2 ห้ามมิให้บุคคลใดเป็นนักบินเครื่องบินพาณิชย์ ถ้าเขามีความเสี่ยงที่ไม่สมเหตุสมผลในการเกิดอุบัติเหตุ

แบบที่ 3 ห้ามมิให้บุคคลใดเป็นนักบินเครื่องบินพาณิชย์ได้หากเขาอยู่ภายในหนึ่งในสิ่งต่อไปนี้

จะเห็นได้ว่า แบบที่ 1 มีความโปร่งใสเพราะอายุสามารถเข้าใจได้ง่ายและวัดได้ แต่มันสามารถรอนสิทธินักบินที่ควรได้บิน และมองข้ามนักบินที่ไม่ควรจะได้บิน แบบที่ 2 อาจสอดคล้องกันโดยมีเป้าหมายด้านความปลอดภัยที่ชัดเจน แต่การวิธียังคลุมเครือ แบบที่ 3 อาจจะมีวัตถุประสงค์แต่ยากที่จะนำไปใช้

Diver ระบุว่าเมื่อร่างกฎเฉพาะความโปร่งใส การเข้าถึงและความสอดคล้องควรจัดลำดับความสำคัญ ตัวอย่างเช่นคำจำกัดความของความรับผิดชอบทางอาญาควรมีความชัดเจน (สำหรับการคาดการณ์) ในขณะที่การพิจารณาควรเป็นไปตามหลักการ (เพื่อให้เกิดความสอดคล้องและการฟื้นฟู

²⁰¹ John Braithwaite, *op. cit.*, p. 64.

²⁰² Colin S. Diver, “The Optimal Precision of Administrative Rules,” *Yale Law Journal* 93, 65 (1984): 67-79.

สมรรถภาพ) การออกใบอนุญาตควรเป็นไปตามหลักการเพื่อให้เกิดความสอดคล้องกัน (เนื่องจากมีหลายปัจจัยที่ต้องพิจารณา) ในขณะที่ข้อห้ามควรแม่นยำและโปร่งใส กฎภายใน (ซึ่งควบคุมส่วนต่าง ๆ ของผู้กำกับ) ควรเป็นไปตามหลักการและกฎภายนอก (ซึ่งควบคุมโดยสาธารณะ หรือประชาชน) ควรมีความโปร่งใสมากขึ้นเนื่องจาก “บุคลากรหน่วยงานโดยทั่วไปแล้วจะเป็นเนื้อเดียวกันมากกว่าประชาชนทั่วไปที่มีการควบคุม” และจะพัฒนาการแบ่งปันความเข้าใจในหลักการ

การใช้การวิเคราะห์ของ Diver ในการควบคุมหลักทรัพย์, การออกใบอนุญาตผู้เข้าร่วมตลาด เช่นโบรกเกอร์และนักบัญชี ควรเป็นไปตามหลักการด้วยดุลยพินิจในการพิจารณาหลาย ๆ ปัจจัย ประกอบด้วย “คุณลักษณะที่ดี” ก่อนที่จะให้สิทธิ์ใช้งาน กฎระเบียบที่บังคับใช้ ควรมีพื้นฐานจากกฎเกณฑ์ชัดเจนและโปร่งใสเพื่อเพิ่มความสามารถในการพยากรณ์ นอกจากนี้ ยังมีความเป็นเนื้อเดียวกันมากขึ้น จะมีอยู่ในกลุ่มที่ได้รับการควบคุมให้ใช้หลักการมากกว่า การอ้างอิงของ Diver ถึงความสม่ำเสมอของกลุ่มและการใช้หลักการคล้ายกับการวิเคราะห์ของ “การตีความชุมชน”

Ellinghaus และ Wright²⁰³ ทำการทดสอบสามครั้งเกี่ยวกับการมีส่วนร่วมของนักศึกษา 1800 คน (นักศึกษากฎหมายและนักเรียนที่ไม่ใช่กฎหมาย) ในการแก้ไขข้อพิพาทสัญญาและการประเมินการตัดสินโดยใช้รูปแบบกฎหมายที่แตกต่างกันสามแบบ (1) กฎหมายทั่วไปของสัญญาซึ่งเป็นสื่อกลางในหลักการกว้าง ๆ ด้วยกฎที่ละเอียด (2) หลักการของ UNIDROIT นานาชาติ Commercial Contracts, กฎหมายที่มี 194 มาตรา และ (3) กฎหมายออสเตรเลียซึ่งมีเพียง 27 มาตราที่มีความเห็น 47 ย่อหน้าสั้น ๆ (มาตรา 3 ซึ่งกล่าวว่า “การตัดสินใจทั้งในอดีตและอนาคตจะไม่ใช้บังคับกับการใช้จรรยาบรรณ” ดังนั้น การพึ่งพาหลักการทั่วไปภายใต้กฎหมายของออสเตรเลียนั้นชัดเจนเกินไป) นักเรียนได้รับข้อเท็จจริงเกี่ยวกับข้อพิพาทข้อและกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ห้าข้อพิพาทจัดอยู่ในประเภท “ง่าย” และห้าจำแนกเป็น “ยาก” ผู้เข้าร่วมถูกถามเพื่อตัดสินผลลัพธ์และฉันทามติถูกวัดโดยสัดส่วนของผู้เข้าร่วมที่เห็นด้วยกับการตัดสินใจส่วนใหญ่ในแต่ละกรณี สำหรับกรณี “ง่าย” พวกเขาพบฉันทามติ เมื่อนักเรียนใช้หลักการทั่วไปและฉันทามติปานกลางเมื่อนักเรียนใช้กฎอย่างละเอียด สำหรับกรณีที่ยากขึ้นฉันทามติอยู่ในระดับปานกลางภายใต้ทั้งหลักการและแบบจำลองตามกฎหมาย Ellinghaus และ Wright สรุปหลักการที่กว้างส่งเสริมฉันทามติที่มากขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ง่ายขึ้น “กฎอย่างละเอียดดูเหมือนจะมีแนวโน้มเพื่อเพิ่มขอบเขตสำหรับความขัดแย้งที่ไม่น่าเชื่อถือมากกว่าผลลัพธ์ของข้อพิพาทอย่างง่ายอาจส่งเสริมการดำเนินคดี ในทางกลับกันหลักการกว้าง ๆ ดู

²⁰³ Fred Ellinghaus and Ted Wright, “The Common Law of Contracts: Are Broad Principles Better than Detailed Ones? An Empirical Investigation,” *Texas Wesleyan Law Review* 11, 2 (2005).

เหมือนจะทำให้ชัดเจนเมื่อการตัดสินใจเป็นเรื่องยากจึงอาจนำไปสู่ผลลัพธ์ที่มีความยุติธรรม”²⁰⁴ การตัดสินใจบนพื้นฐานของหลักการมีแนวโน้มที่จะอยู่บนพื้นฐานของความเป็นธรรมมากขึ้น การประยุกต์ใช้โดยตรงในวงกว้าง หลักการซึ่งหมายถึงการผลัดไสของการใกล้เคียงกฎกับสถานะของภาพประกอบคือถ้ามีแนวโน้มที่จะสร้างผลลัพธ์ที่ยุติธรรมและคาดการณ์ได้มากขึ้น”²⁰⁵

2.6 Rules-Based และ ความเสี่ยง (Rules and Risk)

กฎที่ชัดเจนสามารถปิดบังความเสี่ยง การซับซ้อนภายใต้ขีดจำกัดความเร็วไม่ใช่ “การคุ้มครองที่ปลอดภัย” มันอาจไม่เป็นเช่นนั้น ถ้าเราขับรถ 100 กม. / ชม. ในสภาพที่เป็นอันตราย เช่น หมอกเป็นพฤติกรรมที่ใช้โดยผู้กำกับที่เน้นที่การปฏิบัติตามเทคนิค แต่ไม่สังเกตเห็นความผิดปกติ การประเมินความเสี่ยงมักเกิดขึ้นบ่อยครั้งและอาจเป็น Subjective เมื่อผู้เข้าร่วมทุกคนปฏิบัติตามกฎและรูปแบบความเสี่ยงของผู้ควบคุมทุกคนสามารถตอบสนองในลักษณะเดียวกันทำให้วิกฤติเลวร้ายลง

ผลลัพธ์บางอย่างไม่สามารถวัดได้ง่าย Peter May อธิบายว่าระบบบางระบบเหมือนกัน ความซับซ้อนหรือผลลัพธ์อาจไม่สามารถสังเกตได้ ตัวอย่างเช่นความปลอดภัยของโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ไม่สามารถสังเกตได้โดยตรงและไม่สามารถตรวจสอบความปลอดภัยของอาคารที่เกี่ยวข้องกับแผ่นดินไหว ไฟไหม้หรืออันตรายที่อาจเกิดขึ้นอื่น ๆ Power ให้ความเห็นว่า เมื่อกฎมีความซับซ้อนผู้จัดการระดับกลางจะมุ่งเน้นไปที่กระบวนการมากกว่าเนื้อหาและที่ ‘เกมความเสี่ยง’ นี้ถูกผูกไว้อย่างใกล้ชิดกับ ‘เกมดำหนิ’ เอฟเฟกต์จะเป็นอย่างไร ปฏิกริยาการป้องกันอย่างสูงจากผู้เข้าร่วมองค์กร ตัวอย่างเช่น การรายงานความรับผิดชอบสำหรับมืออาชีพที่เกี่ยวข้องกับการพอกเงินซึ่งเป็นคลื่นของการป้องกันการรายงาน กำลังถูกคาดการณ์ว่าเป็นกลยุทธ์การจัดการความเสี่ยง ลดประโยชน์ของกฎระเบียบเนื่องจากเจ้าหน้าที่อาจถูกครอบงำด้วยข้อมูล

2.6.1 หลักการแนวทาง (Principles Approach)

วิธีการแบบใช้หลักการใช้แนวทางระดับสูงมากกว่ากฎที่มีรายละเอียด ตามที่อธิบายไว้โดย Cristie Ford กฎระเบียบที่ใช้หลักการใช้ภาษาธรรมดาที่มีรายละเอียดน้อยลงและมี Outcome–

²⁰⁴ John Braithwaite, *op. cit.*, p. 22

²⁰⁵ John Braithwaite, *op. cit.*, pp. 28-29.

Oriented²⁰⁶ มากขึ้น แน่ใจว่าระบบส่วนใหญ่ใช้การผสมผสานระหว่างหลักการและกฎเกณฑ์ตามที่อธิบายไว้โดย Korobkin ว่าการเลือกระหว่างกฎ (Rules) หรือหลักการ (Principles) เป็นตัวเลือก “ระหว่างจุดบนสเปกตรัม” ที่มีกฎที่ปลายด้านหนึ่งและหลักการอยู่ที่ปลายอีกด้านหนึ่ง²⁰⁷ ไม่มีระบบการกำกับดูแลไหน ที่ขึ้นอยู่กับกฎหรือหลักการทั้งหมด ซึ่งเป็นสาเหตุที่ FSA ของ U.K. ใช้คำว่า “รูปแบบที่ใช้หลักการมากกว่า” ในการอธิบายกรอบการทำงานของตน

2.6.2 หลักการและความร่วมมือด้านการกำกับ (Principles and Regulatory Collaboration)

Principles-Based นั้นต้องการความร่วมมือเพื่อที่จะสรุปความหมายของวงกว้างของหลักการ ตัวอย่างเช่น การพัฒนาแนวทางปฏิบัติที่ดีที่สุดเพื่อให้บรรลุตามหลักการที่ระบุไว้ซึ่งหน่วยงานกำกับดูแลสามารถตรวจสอบและวิเคราะห์ได้ Black สนับสนุนวิธีการที่ “เหมาะสม” เนื่องจากความรู้ในธุรกิจหลักทรัพย์ มักจะเป็นการแยกส่วน การกำกับ ควรเป็นกระบวนการของการประสานงาน การบังคับใช้ และการสร้างปฏิสัมพันธ์ระหว่างบุคคล Cristie Ford ตั้งข้อสังเกตว่าต้องปฏิบัติตาม Principles-Based โดยคำแนะนำที่โปร่งใสและเข้าถึงได้จากหน่วยงานกำกับดูแลและการรวมตัวกันบุคคลในธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้ประสบการณ์และแนวปฏิบัติที่ดีที่สุด²⁰⁸

ในประเทศอังกฤษ เพื่อให้การติดต่อสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์มีความสะดวก และมีประสิทธิภาพ FSA จะแต่งตั้ง “ผู้จัดการความสัมพันธ์” ทำหน้าที่ดูแลบริษัทขนาดกลาง และแต่งตั้ง “ทีมกำกับดูแล” สำหรับดูแลบริษัทขนาดใหญ่ โดย FSA คาดหวังให้ ฎีการะเบียบกรอบงานที่เกี่ยวข้อง ประเมินความเสี่ยงที่สำคัญ กำหนดและติดตามความเสี่ยงที่เหมาะสม สำหรับ บริษัทขนาดเล็กที่ไม่มีผู้จัดการความสัมพันธ์ FSA จะเข้าไปมีส่วนร่วมกับการจัดการในบริษัท และจะชี้แจงเกี่ยวกับการกำกับดูแล ก่อนที่จะเกิดวิกฤตการเงินโลกในปี พ.ศ. 2551 ระบอบการบังคับใช้ของ FSA ไม่ได้เป็นทางการ การดำเนินการบังคับใช้เกือบเท่าของ ก.ล.ต. ตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกา และบทลงโทษ

²⁰⁶ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal*, p. 5.

²⁰⁷ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal*, p. 5.; Russell Korobkin, “Behavioral Analysis and Legal Form: Rules vs. Standards Revised,” *Oregon Law Review* 79, 23 (2000): 24-25.

²⁰⁸ Financial Services Advisory, *Enforcement Regulatory Guide Instrument 2007* (London: Financial Services Advisory, 2007).

ของอังกฤษก็ไม่รุนแรง ตัวอย่างเช่นในปี พ.ศ. 2548-2549 บทลงโทษทางการเงินที่กำหนดโดย ก.ล.ต. นั้นสูงกว่าโทษที่กำหนดโดย FSA โดยอัตราส่วนสามสิบต่อหนึ่ง อย่างไรก็ตาม การติดตามวิกฤตการณ์ทางการเงินทั่วโลกในปี พ.ศ. 2551 อ้างอิงจาก Julia Black²⁰⁹ วิธีการเลื่อนระดับของ FSA คือ แทนที่ด้วยวิธีการดำเนินกิจกรรมมากขึ้นโดยหน่วยงานกำกับดูแลเพื่อให้แน่ใจว่าระบบและกระบวนการส่งมอบผลลัพธ์ที่ถูกต้อง

Ford²¹⁰ ระบุว่าสำหรับการควบคุมตามหลักการในการทำงาน ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ควบคุมและถูกควบคุม ควรจะไว้วางใจและทำงานร่วมกันไม่ใช่ฝ่ายตรงข้ามหรือแมวจับหนู ส่วนควบคุมต้องให้ความกระจ่างเกี่ยวกับหลักการ หน่วยงานที่กำกับดูแลต้องสื่อสารประสบการณ์ในอุตสาหกรรมและแบ่งปันข้อมูลกับหน่วยงานกำกับดูแล สิ่งนี้อาจต้องใช้ “การเปลี่ยนทิศทางและมีประสิทธิภาพแหล่งความรู้และการสนับสนุนอื่น ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับธุรกิจในตลาดขนาดเล็ก” Puri และ Condon แนะนำ “การปรับวิธีการกำกับดูแลหลักทรัพย์ให้เป็นเชิงรุกมากขึ้น การติดตามอย่างต่อเนื่องและฝังตัวอยู่ในองค์กร” เช่น ต้องมีนโยบายเป็นลายลักษณ์อักษรและเอกสารของการกระทำที่ดำเนินการตรวจสอบใหม่โดยคณะกรรมการของคณะกรรมการหรือการปฏิบัติตามเจ้าหน้าที่การตรวจสอบกระบวนการภายนอกการมีส่วนร่วมของผู้รักษา (Gatekeeper) (เช่น ผู้ตรวจสอบโบรกเกอร์และที่ปรึกษาทางกฎหมาย) และปรับปรุงการรายงานนโยบายด้วยตนเอง²¹¹ อย่างไรก็ตาม ตามที่ Puri แนะนำเรื่องการดำเนินงานร่วมกันในตลาดผู้ออกตราสารทุนของอินเทอร์เน็ต โดยทั่วไป คือ ผู้ออกตราสารไม่ใช่นักลงทุน “ผู้ออกตราสารมีแนวโน้มมากกว่านักลงทุนที่จะใช้แรงกดดันต่อหน่วยงานกำกับดูแลในท้องถิ่น เพื่อพัฒนาและนโยบายเฉพาะระดับท้องถิ่นและระดับภูมิภาค ผู้ออกกฎหมายและที่ปรึกษามีการติดต่อบ่อยครั้ง และต่อเนื่องกับหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์

เพื่อส่งเสริมความร่วมมือด้านกฎระเบียบ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ของ BC ได้พิจารณาข้อเสนอของผู้เชี่ยวชาญ ซึ่งจะแยกการบังคับใช้และการตัดสินของคณะกรรมการหลักทรัพย์แห่งชาติในหน้าที่ตามนโยบาย ตามที่คณะกรรมการบริหาร BC ผู้ที่ตัดสินคดีหลักทรัพย์ต้องมีส่วนเกี่ยวข้องอย่าง

²⁰⁹ Julia Black, *The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation*, pp. 22-23, Retrieved October 22, 2018 from <http://ssrn.com/abstract=1712862>.2010

²¹⁰ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal*, p. 22.

²¹¹ May Condon and Poonam Puri, *The Role of Compliance in Securities Regulatory Enforcement*, In *Commissioned Reports, Studies and Public Policy Documents*, Retrieved October 22, 2018 from <https://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/reports/117>

ใกล้ชิดกับการพัฒนาและการดำเนินการตามกฎหมายและนโยบายหลักทรัพย์และเพื่อจะได้มีความรู้ที่กว้างขวางในหลักทรัพย์ระเบียบและผลประโยชน์สาธารณะ ถ้า Adjudicative ถูกแยกออก จะทำให้เกิดช่องว่างระหว่างวัตถุประสงค์นโยบายและผลการบังคับใช้ หากสิ่งนั้นเกิดขึ้นความสามารถของผู้ควบคุมในการควบคุมตลาดอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อประโยชน์สาธารณะจะเป็นเรื่องยาก²¹²

2.7 ประสิทธิภาพของหลักการ (Effectiveness of Principles)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของรัฐบาลบริติช โคลัมเบีย ประเทศแคนาดา (BCSC) อ้างถึงการศึกษาระยะยาวต่อเนื่องไปนี้ เพื่อสนับสนุนหลักการเกี่ยวกับหลักทรัพย์: ในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2546 BCSC ได้ตีพิมพ์การวิเคราะห์ผลกระทบด้านกฎระเบียบเปรียบเทียบกับสถานการณ์ปัจจุบัน ระบบการกำกับดูแลบัญชีของสมาคมตัวแทนจำหน่ายการลงทุน (“IDA”) พร้อมกับตามหลักการ²¹³ IDA ต้องการการตรวจสอบบัญชีรายวันและรายเดือนสำหรับการละเมิดการซื้อขาย และปัจจัยความเสี่ยงทางธุรกิจ

2.8 การกำกับโดยใช้ความเสี่ยง (Risk-Based Regulation)

กฎเกณฑ์ตามความเสี่ยงเป็นภาระที่ปฏิบัติตามมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของการไม่ปฏิบัติตาม โดยตั้งเป้าหมายที่แหล่งข้อมูลของหน่วยงานกำกับดูแลไปสู่ปัญหาที่มีแนวโน้มมากที่สุดเกิดขึ้นและสิ่งที่อาจก่อให้เกิดผลกระทบที่ยิ่งใหญ่ที่สุดเพื่อให้มีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพโดยวิธีการตามหลักฐานที่คำนวณได้²¹⁴ โดยทั่วไปประกอบด้วยหกขั้นตอน

1. การกำหนดปัญหาและวางไว้ในบริบท
2. การวิเคราะห์ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับปัญหาในบริบท
3. ตรวจสอบตัวเลือกสำหรับการจัดการกับความเสี่ยง

²¹² British Columbia Securities Commission, **Expert Panel on Securities Regulation, Submission of the British Columbia Securities Commission, July 15, 2008**, p. 9, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.yumpu.com/en/document/read/19645398/expert-panel-on-securities-regulation-submission-of-the-british->

²¹³ Wolf 2003

²¹⁴ Robert Baldwin and Julia Black, *op. cit.*, pp. 59-94.

4. ตัดสินใจเกี่ยวกับตัวเลือกใดดำเนินการ
5. ดำเนินการเพื่อดำเนินการตัดสินใจ
6. ดำเนินการประเมินผลของผลการดำเนินการ²¹⁵

มันไม่ได้เป็นเพียงเรื่องของการคำนวณความน่าจะเป็นและขนาดของอันตรายต่าง ๆ แต่ยักรวมถึง “การยอมรับความเสี่ยง”²¹⁶ แม้ว่ากฎระเบียบที่ใช้ความเสี่ยงสามารถนำมาใช้ในทุกตามกฎ (Rules) หรือตามหลักการ (Principles) การกำกับด้วยกฎระเบียบตามหลักการ ผู้กำกับสามารถปรับการตอบสนองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ในการกำกับแบบใช้กฎมีข้อระวังที่ผู้เข้าร่วมทุกคนจะต้องปฏิบัติตามรูปแบบความเสี่ยงเดียวกับการทำปฏิกิริยาในลักษณะเดียวกันอาจทำให้วิกฤตรุนแรงขึ้น ด้วยความหลากหลายที่มาพร้อมความรุนแรง การอุปมาอุปมัยเหมือนกับการเกษตรเชิงเดี่ยว การปลูกพืชเชิงเดี่ยวเป็นผลผลิตสูง การปฏิบัติทางการเกษตรในการปลูกพืชผลเดียวทุกปีบนที่ดินเดียวกันโดยไม่หมุนเวียนพืชผล ข้าวโพดถั่วเหลืองและข้าวสาลีเป็นพืชที่ใช้กันทั่วไปสามชนิดที่ปลูกแบบใช้ Monocropping เทคนิค ในขณะที่ระบบที่มีประสิทธิภาพเชิงเศรษฐกิจในระยะสั้นช่วยให้มีความเชี่ยวชาญในอุปกรณ์และการผลิตการปลูกพืชเชิงเดี่ยวสามารถทำลายระบบนิเวศของดินและจัดหาช่องว่างที่ไม่สมดุลสำหรับกาฝาก, เพิ่มความเปราะบางของพืชต่อแมลงที่ฉวยโอกาสพืชและจุลินทรีย์ ผลที่ได้คือระบบนิเวศที่เปราะบางมากขึ้นด้วยการเพิ่มการพึ่งพาสารกำจัดศัตรูพืชและปุ๋ยสังเคราะห์

อย่างไรก็ตาม ความโลภและความตื่นตระหนกอาจทำให้เกิดเหตุการณ์ส่วอย่างเช่น วิกฤตสินเชื่อบปี 2551 ที่ถูกกระตุ้นโดยนโยบายของรัฐบาลที่กระตุ้นให้เกิดความต้องการเป็นเจ้าของบ้านและช่วยให้ผู้กู้รายย่อย สามารถถึงสินเชื่ได้ง่ายขึ้น ข้อเท็จจริงที่หน่วยงานกำกับดูแลควรดำเนินการคือการวิเคราะห์ความเสี่ยงของตลาดอย่างระมัดระวัง โดยใช้พื้นฐานหลักการ (Principles-Based) แทนที่จะใช้กฎ (Rules) ที่อาจทำงานได้ในสถานการณ์ก่อนหน้าที่จะเกิดวิกฤต ในอังกฤษ

หน่วยงานบริการด้านการเงิน (“FSA”) ใช้วิธีการกำกับตามความเสี่ยง (Risk-Based) เพื่อใช้ระบุความเสี่ยงหลักของวัตถุประสงค์ด้านกฎระเบียบ การจัดลำดับความสำคัญและการประเมินต้นทุน

²¹⁵ Douglas Powell, Risk-Based Regulatory Responses in Global Food Trade: A Case Study of Guatemalan Raspberry Imports into the United States and Canada, 1996-1998, In **Risky Business. Canada’s Changing Science-Based Policy and Regulatory**, Regime G. Bruce Doern and Ted Reed, eds. (Toronto: University of Toronto Press, 2000), pp. 137-138.

²¹⁶ Jeremy D. Fraiberg and Michael J. Trebilcock, “Risk Regulation: Technocratic and Democratic Tools for Regulatory Reform,” **McGill Law Journal** 43 (1998): 835-857.

และผลประโยชน์ของทางเลือกของเครื่องมือกำกับดูแล FSA ใช้แนวทางที่แตกต่างกันในการกำกับดูแลเนื่องจากข้อจำกัดทางด้านเงินทุนและทรัพยากร โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กับการกำกับในเรื่องที่มีผลกระทบต่ำ²¹⁷

2.8.1 ระเบียบที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ (Outcomes-Oriented Regulation)

กฎระเบียบ “ผลลัพธ์-มุ่งเน้น” คือ สิ่งที่ผลลัพธ์ของกฎระเบียบที่เกิดขึ้นได้รับการวัดผลเป้าหมายหรือมาตรฐานที่ติดตาม มันสามารถตัดกับกฎ “ตามกระบวนการ” ซึ่งวัดความสำเร็จตามกระบวนการหรือไม่ก็ตาม มุ่งเน้นผลลัพธ์ระเบียบยอมรับว่าอาจมีมากกว่าหนึ่งกระบวนการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายด้านกฎระเบียบการควบคุมผลลัพธ์มักเป็นไปตามหลักการ เนื่องจากผลลัพธ์ที่จะวัดได้โดยทั่วไปแล้วจะเป็นเป้าหมายตามหลักการ แต่อาจมีระบบที่มีทั้งกฎตามและผลลัพธ์²¹⁸ ระเบียบที่ตอบสนอง (Responsive Regulation) การตอบสนอง ระเบียบ คือ การบังคับใช้กฎระเบียบผ่านชุดเครื่องมือที่เพิ่มขึ้นขึ้นอยู่กับความร้ายแรงของการละเมิดที่ฐานของ “ปิรามิดควบคุม” คือแนวทางการศึกษาและการสนทนาพร้อมด้วยรางวัลอย่างไม่เป็นทางการ เช่น การสรรเสริญไม่ใช่การลงโทษ (“เบา ๆ” คำก่อนหน้า) จากนั้นมีกลยุทธ์ที่มากขึ้นและมากขึ้น (เช่น บทลงโทษ) เรียกใช้สำหรับการร้ายแรงหรือการทำซ้ำที่ไม่เป็นไปตามข้อกำหนด²¹⁹ วิธีนี้เป็นวิธีที่ “หนักที่สุด” มาตั้งแต่ส่วนใหญ่การกระทำจะเกิดขึ้นที่ฐานของปิรามิดบังคับใช้ ในมุมมองของ Ayres และ Braithwaite หน่วยงานกำกับดูแลจะมีประสิทธิภาพมากที่สุดเมื่อพวกเขาเป็น “ปิ่นโตที่ใจดี” นั่นคือผู้กำกับดูแลสามารถ “พูดเบา ๆ” และพัก “แท่งใหญ่” รวมถึงลำดับขั้นของการคว่ำบาตรที่เพิ่มขึ้น การลงโทษ “แพง” ในขณะที่การชักชวนเป็น “ถูก”²²⁰ แม้ว่าปิรามิดกฎระเบียบสามารถใช้ในทั้งตามกฎหมายหรือตามหลักการระบอบการปกครองที่มีการควบคุมตามหลักการหลักการกำกับดูแลจะต้องตอบสนองต่อสัดส่วนใด ๆ พฤติกรรมที่ยอมรับไม่ได้ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของแบบจำลอง “ความร่วมมือด้านกฎระเบียบ”

²¹⁷ U.K., Financial Services Authority, *The FSA's Risk-Assessment Framework* (London: U.K. Financial Service Authority, 2006).

²¹⁸ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal*, p. 10.

²¹⁹ Judith Healy and John Braithwaite, “Designing Safer Health Care Through Responsive Regulation,” *Medical Journal of Australia* 184, 40 (2006): 56-59.

²²⁰ Ian Ayres and John Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate* (New York: Oxford University Press, 1992), p. 35.

2.8.2 ระเบียบสัดส่วน (Proportionate Regulation)

สัดส่วน เป็นระเบียบที่มีการปรับระเบียบตามความสามารถของควมคุมให้ปฏิบัติตาม ตัวอย่างเช่น ผู้ดูแลหลักทรัพย์แคนาดา (CSA) ใช้วิธีการตามสัดส่วนในกฎการเปิดเผยข้อมูล - บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มี 120 วันในการยื่นแบบประจำปีการเงินแทน 90. สิ่งนี้ตระหนักว่าผู้ออกตราสารรายย่อยขาดความเชี่ยวชาญและบริษัท ตรวจสอบสาธารณะมีแนวโน้มที่จะให้ความสำคัญกับลูกค้ามากขึ้น ให้ผู้ออกกิจการมีเวลามากขึ้นการตอบสนองตามสัดส่วนซึ่งไม่ส่งผลกระทบต่อการคุ้มครองนักลงทุนกฎระเบียบตามความเสี่ยงและสัดส่วนได้พยายามลดต้นทุนการปฏิบัติตามโดยไม่ต้องเสียผลประโยชน์ของนักลงทุน อย่างไรก็ตามพวกเขาแตกต่างกันเล็กน้อย - กฎระเบียบบางอย่างอาจเป็นไปได้ สัดส่วนมีราคาแพงมากสำหรับผู้ออกตราสารรายย่อย แต่จำเป็นเนื่องจากความเสี่ยงที่ยอมรับไม่ได้ตลาดโดยรวมหากไม่ได้รับการควบคุม FSA ใช้ระเบียบตามสัดส่วน มันไม่ได้อยู่ภายใต้การตรวจสอบของ บริษัท ขนาดเล็ก เช่นเดียวกับที่ใหญ่กว่า และไม่ต้องการการตอบสนองที่มีโครงสร้างและรายละเอียดแบบเดียวกันจากเล็ก บริษัทต่าง ๆ เพราะจำนวนที่แท้จริงของพวกเขาและเพราะในระดับบุคคลแต่ละคนก็มีความเสี่ยงค่อนข้างน้อยต่อผู้บริโภคในการศึกษาวิจัยของเธอสำหรับคณะผู้เชี่ยวชาญด้านกฎระเบียบหลักทรัพย์เจนิสสาร่าอธิบายถึงแปดเครื่องมือที่สามารถนำมาใช้ในการดำเนินการตามสัดส่วนให้เหมาะสมสำหรับผู้ออกตราสาร²²¹

1. มีส่วนร่วมบ่อย ในความเป็นจริงหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศแคนาดามีผู้ออกตราสารทุนตราสารแห่งชาติ 51-102 ให้ผู้ออกกิจการ 120 วันในการยื่นแบบประจำปีตรวจสอบการเงินงบ (มากกว่า 90 วันสำหรับผู้ออกตราสารรายใหญ่) และ 90 วันในการยื่นงบการเงินระหว่างกาล (มากกว่า 60 วันสำหรับผู้ออกตราสารรายใหญ่) นี่เป็นเพราะผู้สอบบัญชีมักจะจัดลำดับความสำคัญเสร็จสิ้นการรายงานลูกค้าขนาดใหญ่ของพวกเขาปล่อยให้มันยากขึ้นสำหรับผู้ออกกิจการเพื่อตอบสนองกำหนดเวลา

2. ช่วงเวลาการเปลี่ยนภาพควรได้รับการปรับสัดส่วนเพื่อให้มีเวลามากขึ้นสำหรับการกำกับดูแลใหม่ด้านการเงินการควบคุมหรือมาตรฐานใหม่อื่น ๆ สอดคล้องกับการสังเกตของ Puri และ Condo ว่า “ผลที่ตามมาของโปรแกรมการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เข้มงวดโดยไม่ได้ตั้งใจอาจเป็นไปได้ว่าข้อกำหนดเหล่านี้กลายเป็นหนทางให้ผู้ออกตราสารรายใหญ่ในการรักษาการผูกขาดในรัฐสภาว่าพวกเขาสามารถตอบสนองต้นทุนของการริเริ่มการปฏิบัติตามกฎระเบียบได้ดีขึ้นและสามารถขับ

²²¹ Janis Sara, **Proportionate Securities Regulation: The Potential for Scaled Treatment of Junior Issuers** (A Research Study for the Expert Panel on Securities Regulation, 2008).

ออกไปได้การดำเนินงานที่เล็กลง” ช่วยให้ผู้ออกกิจการมีเวลามากขึ้นสำหรับการกำกับดูแลและการเงินใหม่ ๆ การควบคุมนั้นสมเหตุสมผล

3. ความถี่ที่ต่างกันของการรายงานควรได้รับอนุญาตเช่นทุก ๆ ครึ่งปีแทนที่จะเป็นทุกไตรมาสที่มีการพิจารณาแล้วว่านักลงทุนและผู้เข้าร่วมการตลาดอื่น ๆ อาจไม่ได้เป็นสนใจรายงานทางการเงินรายไตรมาสหากได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนถูกต้องและครบถ้วนเปิดเผยการเปลี่ยนแปลง [หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์แคนาดาดูเหมือนจะยอมรับ เสนอแห่งชาติตราสาร 51-103 จะยังคงต้องการรายงานทางการเงินระหว่างกาล แต่เป็นมากกว่าพร้อมด้วยแบบฟอร์มคำอธิบายและการวิเคราะห์ของผู้บริหารแบบเต็มต้องการเพียงการอภิปรายสั้น ๆ เกี่ยวกับการดำเนินงานและสภาพคล่องของ บริษัท ผู้ออกหลักทรัพย์ ข้อเสนอแรกของ 51-103 จะตัดรอบระยะเวลา 3 และ 9 เดือนระหว่างกาลสำหรับงบการเงิน แต่หลังจากที่ได้รับความคิดเห็นจากอุตสาหกรรมข้อเสนอฉบับแก้ไขได้ยกเลิกเฉพาะคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ

4. ข้อกำหนดการกำกับดูแลอย่างเป็นทางการหรือการควบคุมภายในและระดับรายละเอียดของการเปิดเผยควรแก้ไข หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์แคนาดาดูเหมือนจะยอมรับ เสนอแห่งชาติตราสาร 51-103 จะกำหนดให้ บริษัท ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องพัฒนาและดำเนินการตามนโยบายและขั้นตอนเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์การทำธุรกรรมระหว่างกันและการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลภายในการเปิดเผยเกี่ยวกับเรื่องเหล่านี้รวมถึงเรื่องการกำกับดูแลกิจการอื่น ๆ จะป็นรวมอยู่ในรายงานประจำปี

5. กำหนดข้อกำหนดการเปิดเผยตามข้อมูลทางเทคนิคโดยเฉพาะสำหรับภาคส่วนได้รับการปรับแต่งให้สอดคล้องกับประวัติของผู้ออกหลักทรัพย์ในตลาดหรือตามความสามารถในการสร้างรายได้ แคนาดา หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ตกลง ตัวอย่างเช่น ตราสารแห่งชาติที่เสนอ 51-103 จะต้องมีรายงานการขุดทางเทคนิคหากผู้ออกกิจการยื่นหนังสือชี้ชวนหรือหากเป็นการเปิดเผยครั้งแรกทรัพยากรแร่หรือแหล่งสำรองหรือการประเมินทางเศรษฐกิจเบื้องต้นหรือหากเป็นการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในสิ่งเหล่านี้

6. ควรให้คำแนะนำเป็นการปฏิบัติที่ดีที่สุดในแง่ของการเสนอผู้ออกหลักทรัพย์ระดับต้น ข้อมูลและคำแนะนำเกี่ยวกับช่วงของตัวเลือกการปฏิบัติตามที่อาจตอบสนองต่อพวกเขาโครงสร้างเงินทุนและการปฏิบัติงาน เช่น การออกแบบระบบควบคุม ฉันทเห็นด้วยตั้งแต่การควบคุมตามหลักการต้องอาศัยความร่วมมือเพื่อให้เข้าใจความหมายของวงกว้างหลักการ

7. ควรใช้หลักการระดับสูงที่ควรควบคุมการปฏิบัติของผู้ออกตราสารเพื่ออนุญาตผู้ออกตราสารในการพัฒนาแนวทางปฏิบัติที่เหมาะสมกับขนาดหรือทรัพยากร

8. เป็นปัญหาด้านกฎระเบียบขาดการณได้หรือไม่

9. การทำธุรกรรมในอดีตควรถูกเปิดเผยหรือไม่

10. ควรมีการเปิดเผยการคาดการณ์ในอนาคตหรือไม่

2.9 ทฤษฎีการกำกับดูแล (Governance Theory)

ทฤษฎีการกำกับดูแลตรวจสอบวิธีการแปลและนำกฎระเบียบไปใช้ผ่านองค์กร เพื่อไปไกลกว่า “แถลงการณ์นโยบายที่ดี” กรรมการและตัวแทนของกิจการร่วมค้าผู้ออกควรรวมการปฏิบัติตามเป็นกระบวนการภายใน สิ่งที่มาคือการอธิบายทฤษฎีการกำกับดูแลและวิธีการที่ติดกับการอธิบายกฎ / หลักการปาร์กเกอร์อธิบายสามโหมดของการกำกับดูแล (1) การยอมรับของระบบการปฏิบัติตามอย่างเป็นทางการ (2) การรับรู้แรงจูงใจและกลยุทธ์ของบุคคลภายในบริษัท และ (3) บรรทัดฐานของท้องถิ่นและการปฏิบัติแบบเคยชินที่เป็นสื่อกลางระหว่างโครงสร้างและตัวแทน²²² ครั้งแรกสามารถยืนยันโหมดได้อย่างง่ายดายโดยตรวจสอบคำแถลงนโยบายของผู้ออก สำหรับโหมดที่สองต่อมาในบทความนี้ฉันพัฒนาชุดของปัจจัยต่าง ๆ เพื่อประเมินความสมดุลของกฎและหลักการสำหรับอุตสาหกรรมและที่หนึ่งและสองของปัจจัยเหล่านี้ คือ

(i) มีการแบ่งปันความเข้าใจเกี่ยวกับหลักการกำกับดูแลและ

(ii) มีการควบคุมที่มุ่งมั่นต่อสาธารณะดอกเบี้ย? ปาร์กเกอร์ระบุว่าความสำเร็จของการควบคุมไม่ใช่ว่าผู้ควบคุมจะชนะการตัดสินใจโดยเฉพาะในศาล แต่ขอบเขตที่ความเข้าใจร่วมกันได้รับการพัฒนาและความเข้าใจนั้นได้รับการแปลและนำไปปฏิบัติอย่างไร สำหรับโหมดที่สามที่อธิบายโดย Parker เกี่ยวกับบรรทัดฐานของท้องถิ่นและการปฏิบัติที่เคยมีมาปัจจัยที่สี่ที่พัฒนาขึ้นในบทที่สามของบทความนี้ “มีสถาบันหรือนักแสดงที่ส่งเสริมความร่วมมือด้านกฎระเบียบหรือไม่” นี่คือการคล้ายกับโหมดที่ปาร์กเกอร์ระบุซึ่งระบุว่าตัวเร่งปฏิกิริยาใดที่มีอยู่สำหรับการปฏิบัติตามปาร์กเกอร์อธิบายเพิ่มเติมเกี่ยวกับการปฏิบัติตามในบริบทของ “ระเบียบ Meta-Regulation” ซึ่งคล้ายกับหลักการที่ใช้ระเบียบซึ่งตระหนักว่าผู้ควบคุมอาจไม่ทราบว่ากระบวนการที่ถูกต้องคืออะไรหรือแม้กระทั่งผลลัพธ์ที่ถูกต้อง แต่ต้องมั่นใจว่าผู้ที่เกี่ยวข้องจะต้องรับผิดชอบในรายละเอียดในสถานการณ์ของตนเอง²²³

²²² Christine Parker and Sharon Gilad, Internal Corporate Compliance Management Systems: Structure, Culture and Agency, In **Explaining Compliance: Business Responses to Regulation**, Christine Parker and Vibeke Nielsen, eds. (Cheltenham: Edward Elgar, 2011).

²²³ Christine Parker, Meta Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility, In **The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law** (Cambridge: Cambridge University Press, 2007).

“กฎระเบียบที่ยึดตามการจัดการ” ตามที่อธิบายโดย Coglianese และ Lazer²²⁴ ก็คล้ายกับกฎระเบียบที่อิงตามหลักการ - มันไม่ได้ระบุเทคโนโลยีที่จะเป็นใช้แล้วหรือไม่ต้องการเอาต์พุตเฉพาะแต่ต้องการ บริษัท ที่จะทำการวางแผนของตัวเองระบุอันตรายขั้นตอนการลดความเสี่ยงการฝึกอบรมพนักงานและมาตรการในการประเมินและการจัดการการกลั่น ตาม Coglianese และ Lazer ปัญหาเกี่ยวกับ “เทคโนโลยีที่ไร้ระเบียบ” ซึ่งคล้ายกับกฎระเบียบตามคือว่ามันกำหนดข้อกำหนดเฉพาะซึ่งสามารถจัดสิ่งจูงใจเพื่อค้นหาทางออกใหม่ที่จะบรรลุเป้าหมายสาธารณะที่ลดต้นทุน Hopkins²²⁵ ตั้งข้อสังเกตว่าอุบัติเหตุส่วนใหญ่ไม่ได้เกิดจากความล้มเหลวในการทำตามกฎ แต่เกิดจากความล้มเหลวเพื่อสังเกตสัญญาณเตือนภัยและปรับใช้ “วัฒนธรรมความปลอดภัย” การปฏิบัติตามจะต้องได้รับการปฏิบัติที่สำคัญไม่ใช่เพียงแค่ค่าใช้จ่ายในการทำธุรกิจ สิ่งนี้เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่สองที่ระบุในบทที่สาม: “ความมุ่งมั่นที่ถูกควบคุมนั้นสร้างขึ้นเพื่อผลประโยชน์สาธารณะหรือไม่?” ถ้าพวกเขามีความมุ่งมั่น ระเบียบอาจทำงานได้ ดังที่ฮอปกินส์อธิบายกลยุทธ์ในการปรับปรุงการตัดสินใจความเสี่ยงรวมถึง: การตรวจสอบผู้ตรวจสอบบัญชีการตรวจสอบเชิงรุกสนับสนุนพนักงานความปลอดภัยของบริษัท ให้คำปรึกษา การออกแบบองค์กรและการเปิดเผยประสิทธิภาพ Parker, Ainsworth และ Stepanenko แย้งว่าการดำเนินการบังคับใช้ควรมีหลายฝ่ายรับผิดชอบทางกฎหมายในการแพร่กระจายภัยคุกคามไปยังบุคคลที่อาจมีความไวต่อการที่เล็กกว่าการลงโทษหรือความอับอายที่มี การค้นหาความรับผิดชอบต่อพวกเขา²²⁶ ข้อสังเกตเหล่านี้ คือ รวมอยู่ในคำแนะนำของบทความนี้ภายใต้หัวข้อ “กลยุทธ์การบังคับใช้ตามแรงจูงใจในการปฏิบัติตาม” ข้อพิจารณาอีกประการหนึ่งจากทฤษฎีการกำกับดูแล คือ การผสมผสานระหว่างกฎและหลักการที่เหมาะสมขึ้นอยู่กับขนาดขององค์กรและทรัพยากรที่มีให้ ทบทวน Hutter แล้วข้อมูลจากสองโครงการวิจัยในสหราชอาณาจักรเพื่อประเมินการใช้งานใหม่ Governance²²⁷ ธุรกิจขนาดใหญ่เช่น British Railways สามารถให้คำแนะนำและความเสี่ยงที่ดีกว่าระบบการปฏิบัติตามกฎระเบียบ แต่ไม่จำเป็นต้องนำไปสู่การปฏิบัติตามภายใน

²²⁴ Cary Coglianese and David Lazer, *op. cit.*, pp. 691-730.

²²⁵ Hopkins Michael, **Corporate Social Responsibility and International Development: Is Business the Solution?** (London: Earthscan, 2007).

²²⁶ Christine Parker, Paul Ainsworth and Natalie Stepanenko, **The Impact of ACCC Enforcement Activity in Cartel Cases** (Canberra ACT, Australia: Regulatory Institutions Network (RegNet) Research School of Social Science The Australian National University, 2004), pp. 105-106.

²²⁷ Bridge M. Hutter, “Understanding the New Regulatory Governance: Business Perspectives,” **Law & Policy** (October 2011): 459-476.

องค์กร องค์กรขนาดใหญ่อาจมีโครงสร้างที่ซับซ้อนและประสบกับความไม่สมดุลของข้อมูล การเพิ่มความเสี่ยงของการเบี่ยงเบนโดยตัวแทนของมัน²²⁸ องค์กรขนาดเล็กที่มีแบบแผนน้อยกว่าโครงสร้างอาจไม่สามารถให้คำแนะนำจากผู้เชี่ยวชาญหรือระบบการปฏิบัติตามกฎ แต่พวกเขาอาจจะดีกว่าสามารถสื่อสารกับตัวแทนของพวกเขาและเข้าใจวัฒนธรรมของพนักงานผ่านการสนทนาอย่างต่อเนื่องแบบตัวต่อตัว Ford อธิบายว่าแบบจำลองตามหลักการของ BC นั้น สอดคล้องกับทฤษฎี “การกำกับดูแลแบบใหม่” ซึ่งผู้ควบคุมไม่ได้เป็น “ข้อต่อกลางของข้อกำหนดที่ไม่สามารถต่อรองได้” แต่ “กำหนดที่กว้าง ๆ เพื่อกำหนดให้ชัดเจนบนพื้นฐานที่ยืดหยุ่นและมีพลวัตเพื่อยอมรับนวัตกรรมระดับพื้นดินของหน่วยงานควบคุมและเพื่อจัดการข้อมูลเข้าที่หลากหลาย จากผู้ที่เกี่ยวข้องในอุตสาหกรรมหลักทรัพย์²²⁹ จากวิกฤตการเงินโลกในปี พ.ศ. 2551 และที่ชัดเจนความล้มเหลวของกฎระเบียบ Ford ระบุบทเรียนสี่ประการสำหรับการควบคุมตามหลักการที่มีประสิทธิภาพ:

1. หน่วยงานกำกับดูแลจะต้องมีความสามารถที่จำเป็นในแง่ของจำนวนและความเชี่ยวชาญ
2. หน่วยงานกำกับดูแลต้องมีข้อมูลที่โปร่งใสและเชื่อถือได้เกี่ยวกับอุตสาหกรรม
3. หน่วยงานกำกับดูแลต้องกลั่นกรองข้อมูลอย่างอิสระ และ
4. ผู้กำกับดูแลต้องมีความสงสัยเกี่ยวกับสุขภาพของอุตสาหกรรม²³⁰

2.10 ทฤษฎีการปฏิบัติตาม (Compliance Theories)

ทำไมผู้คนถึงปฏิบัติตามกฎหมาย เป็นเพราะพวกเขาสนใจตัวเองและจะปฏิบัติตามหากจำนวนและความน่าจะเป็นของการลงโทษนั้นมากกว่าผลกำไรที่ผิดกฎหมาย? มีแรงจูงใจอื่น ๆ ในการเล่นหรือไม่? มันเป็นคำถามที่สำคัญเนื่องจากการเลือกระหว่างหลักการและกฎไม่ใช่ปรัชญาคำถาม แต่คำถามของการปฏิบัติตาม ดังที่ได้กล่าวต่อไปกฎระเบียบเข้าหากันหลังจาก - บทลงโทษ - ความจริงนั้นขึ้นอยู่กับแรงจูงใจในขณะนั้นที่แนวทางหลักการตั้งอยู่บนพื้นฐานในทฤษฎีการปฏิบัติตามอื่น ๆ

²²⁸ Christine Parker and Sharon Gilad, *op. cit.*, p. 25.

²²⁹ Cristie L. Ford, “New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation,” *American Business Law Journal*, p. 27.

²³⁰ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal*, pp. 1-50.

Feldman²³¹ ตรวจสอบวรรณกรรมและระบุแรงจูงใจห้าประการเพื่อให้สอดคล้องกับกฎหมายซึ่งจะได้รับการสำรวจในส่วนนี้:

1. แรงจูงใจ “จูงใจ” คือการคำนวณผลประโยชน์ต้นทุนและการลงโทษ
2. แรงจูงใจ “ขับเคลื่อนด้วยเหตุผล” โดยที่กฎหมายควบคุมนั้นมองหาเหตุผลเชิงนโยบายที่ทำให้เชื่อมั่นในการทำบางสิ่ง (หรือไม่ทำ)
3. ความต้องการ “สังคม” “ตัวตน” และเพื่อเข้าร่วมชุมชนที่เหมาะสมและยอมรับบรรทัดฐานของมัน
4. ความปรารถนาในความยุติธรรมและคุณธรรม; และ
5. แรงจูงใจ “มุ่งเน้นความเป็นพลเมือง” คือ ผู้ที่เลือกที่จะปฏิบัติตามอย่างเรียบง่ายเพราะมันเป็นกฎหมาย เฟลด์แมนระบุว่าผู้กำหนดนโยบายควรประเมินแรงจูงใจของกลุ่มเฉพาะที่ถูกควบคุมเพื่อออกแบบระบอบการปกครองที่ตอบสนองต่อพฤติกรรมแรงจูงใจจูงใจ (Incentive Motive) แรงจูงใจหรือทฤษฎี Carrot and Stick “แครอทและก้านไม้” ก็คือ บุคคลและองค์กรต่าง ๆ มีความสนใจในตนเองและจะ “ทำตามหลักจริยธรรม” ปฏิบัติตามหรือฝ่าฝืนกฎเพื่อให้ได้ประโยชน์สูงสุดมันนำไปสู่มุมมองที่หน่วยงานกำกับดูแลสามารถสร้างความสอดคล้องทางสังคมโดยการบังคับใช้กฎที่ระบุไว้อย่างชัดเจนด้วยรางวัลและบทลงโทษที่คาดการณ์ได้²³² วิธีการ “ใช้ไม้” (แทนที่จะเป็นแครอท) สามารถแบ่งออกเป็นสองเป้าหมายในการยับยั้ง:

1. “การยับยั้งเฉพาะ” ซึ่งเป้าหมายคือการห้ามไม่ให้บุคคลใดกระทำหรือแนะนำการกระทำผิดกฎหมายและ
2. “การยับยั้งทั่วไป” โดยมีเป้าหมายคือการยับยั้งการกระทำของนายพลประชากรโดย “ทำตัวอย่าง” ของผู้กระทำความผิดการป้องปรามเฉพาะ (Specific Deterrence) Scholz อธิบายสมมติฐานสี่ข้อของ “รูปแบบการยับยั้งง่าย” เพื่อยับยั้งเฉพาะบริษัท²³³ (1) บริษัท จะได้รับประโยชน์

²³¹ Martha S. Feldman, “Managing the Organization of the Future,” **Public Administration Review** 70, s1 (December 2010).

²³² Poonam Puri, “Sentencing the Criminal Corporation,” **Osgoode Hall Law Journal**, 39 (2001): 617, Retrieved October 22, 2018 from <https://ssrn.com/abstract=1427826>

²³³ John T. Scholz, “Enforcement Policy and Corporate Misconduct: The Changing Perspective of Deterrence Theory,” **Law and Contemporary Problems** 60 (Summer 1997): 254, Retrieved October 22, 2018 from <https://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol60/iss3/14>

สูงสุดจากโปรแกรมอรรถประโยชน์ (2) การลงโทษทางกฎหมายให้สิ่งจูงใจเบื้องต้นสำหรับการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ขององค์กร (3) กฎเกณฑ์ทางกฎหมายกำหนดพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมอย่างไม่น่าสงสัย และ (4) หน่วยงานบังคับใช้ตรวจจับและลงโทษพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมอย่างเหมาะสมที่สุดหาก (1) และ (2) เป็นจริง (เช่นหาก บริษัท ได้รับแจ้งอย่างเต็มที่และมีประสิทธิภาพ) แล้วกฎที่ชัดเจนใน (3) และการบังคับใช้อย่างเข้มงวดใน (4) นั้นดูสมเหตุสมผลบริษัท ต่าง ๆ มี “เหตุผล” (เช่น ศีลธรรม) ตามที่อธิบายไว้โดยนักทฤษฎีการยับยั้งหรือไม่? พวกเขาปฏิบัติตามเพียงเพราะจำนวนและความน่าจะเป็นของรางวัลและการลงโทษ? ปูริแย้งว่าโมเดลนักแสดงที่มีเหตุผลทางเศรษฐกิจเป็นแบบจำลองที่เหมือนจริงของพฤติกรรมอาชญากรรมทางธุรกิจของบริษัท²³⁴ ธุรกิจถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อทำกำไร ในตลาดหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น การตัดสินใจมักจะขึ้นอยู่กับราคาซื้อขายหุ้น Pearce และ Tombs ให้เหตุผลว่าหาก บริษัท ประสงค์จะดำเนินการโดยมีความมุ่งมั่นหลักต่อความรับผิดชอบต่อสังคมนำมาซึ่งการละเลยเหตุผลของ บริษัท และลักษณะของระบบเศรษฐกิจที่มีอยู่²³⁵ Bakan ชี้ให้เห็นว่า บริษัท ต่าง ๆ มีความไร้ศีลธรรมทางพยาธิวิทยาเป็นองค์ประกอบเดียวของพวกเขาแรงจูงใจตามกฎหมายเป็นผลกำไร²³⁶ ในขณะที่ บริษัท บางแห่งปฏิบัติตามกฎระเบียบเพื่อส่งเสริมความสัมพันธ์ที่ดีสำหรับมูลค่าระยะยาว Pearce และ Tombs แย้ง (ในปี 1990) ว่าในยุคปัจจุบันของศตวรรษการเสนอราคาการเทคโอเวอร์การซื้อ - ขายระยะยาวและการปกปิดสินทรัพย์และกลยุทธ์ระยะยาวนั้นหาได้ยาก²³⁷ หลังจากนั้น ทั้งหมดองค์กรที่สมัครรับมาตรฐานที่สูงกว่าของคู่แข่งจะต้องใช้เวลานานเรียกใช้แสดงผลไม่ได้หรืออย่างน้อยก็ทำกำไรไม่ได้” พวกเขากล่าว²³⁸ อย่างไรก็ตาม Braithwaite และ Makkai²³⁹ ทราบว่ารูปแบบการยับยั้งเฉพาะสำหรับ บริษัท ใช้เฉพาะในกรณีที่ผู้จัดการมีผลกำไรใน บริษัท และขาดความเป็นส่วนตัวนอกมุ้งมันที่จะปฏิบัติตาม ผู้บริหารจะไม่ทำหน้าที่เพื่อผลประโยชน์ทางการเงินของผู้ถือหุ้นของ บริษัท พวกเขาอาจสนใจตนเองและพยายามปรับปรุงตนเองชื่อเสียงส่วนบุคคลใน

²³⁴ Poonam Puri, *op. cit.*, p. 617.

²³⁵ Frank Pearce and Steve Tombs, “Ideology, Hegemony, and Empiricism. *The British Journal of Criminology*. 30, 4 (1990): 425.

²³⁶ Joel Bakan, *The Corporation: The Pathological Pursuit of Profit and Power* (New York: Simon & Schuster, 2004).

²³⁷ Frank Pearce and Steve Tombs, “Policing Corporate 'Skid Rows': A Reply to Keith Hawkins 1990,” *The British Journal of Criminology* 31, 4 (1990): 424.

²³⁸ *Ibid.*, p. 425.

²³⁹ John Braithwaite and Toni Makkai, “Testing an Expected Utility Model of Corporate Deterrence,” *Law & Society Review* 25, 1 (1991): 9.

ระยะยาวในอุตสาหกรรมมากกว่าผลประโยชน์ระยะสั้นของพวกเขาในปัจจุบัน การจัดการอาจมีความรักดีจากภายนอก - ตัวอย่างเช่นความรักดีต่อพวกเขาอาชีพความรักดีต่อเพื่อนร่วมงานหรือความรักดีต่อรัฐบาล²⁴⁰ ผู้จัดการอาจจะไม่ยอมเสี่ยงต่อชื่อเสียงส่วนตัวโดยการมีส่วนร่วมในการกระทำที่ผิดกฎหมายของบริษัท²⁴¹

2.10.1 การป้องปรามทั่วไป (General Deterrence)

การยับยั้งทั่วไปบ่งบอกถึงสาธารณชนในวงกว้างต่อผลลัพธ์ที่เกิดจากการกระทำที่เฉพาะเจาะจงความผิดโดยการทำให้ “ตัวอย่าง” ของผู้กระทำความผิด การลงโทษมีบทบาททางการศึกษาโดยเตือนประชาชนว่าพวกเขาจะต้องเผชิญกับชะตากรรมที่คล้ายกันหากพวกเขากระทำความผิด Thornton, Gunningham และ Kagan²⁴² ปฏิเสธ “ทฤษฎีความกลัว” ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ยับยั้งทั่วไปอย่างน้อยก็สำหรับกฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อม หลังจากตรวจสอบ 233 บริษัท ในหลายอุตสาหกรรมในสหรัฐอเมริกา พวกเขาพบว่าการคุกคามของการลงโทษสำหรับความผิดด้านสิ่งแวดล้อมไม่ได้เป็นแรงจูงใจหลักสำหรับการปฏิบัติตามเนื่องจากจิตสำนึกของบทลงโทษที่กำหนดไว้นั้น “ไม่ถูกต้องอย่างน่าทึ่ง” ผู้ตอบแบบสอบถาม “ประเมินต่ำเกินไป” ลงโทษที่เกิดขึ้นจริงใน “สัญญาณกรณี” เมื่อพวกเขาถูกนำเสนอเป็นสมมุติฐาน ในเวลาเดียวกัน ธอร์นตันกันนิงแฮมและ Kagan อ้างถึงการศึกษาระบุว่าการปฏิบัติตามเป็นเรื่องธรรมดาว่าการยับยั้งทฤษฎีจะคาดหวัง - การปฏิบัติตามค่อนข้างสูงมีอยู่สำหรับความผิดด้านสิ่งแวดล้อมแม้กระทั่งเมื่อภัยคุกคามของการบังคับใช้ดูเหมือนจะเป็นระยะไกลการทำ “ตัวอย่าง” ของผู้กระทำความผิดสามารถรับใช้ในบทบาทการบอกเลิกซึ่งเกี่ยวข้องกับทั่วไปการยับยั้ง แต่ยังเกี่ยวข้องกับการแสดงออกของความยุติธรรมและศีลธรรมตามที่อธิบายไว้ด้านล่างในแรงจูงใจที่สี่ของ Feldman ในการปฏิบัติตามการบอกเลิก คือ การบอกเลิกสาธารณะต่อการประพฤติผิด มันตอกย้ำความรู้สึกภายในชุมชนที่ควรปฏิบัติตามกฎหมาย แม้ว่ากฎระเบียบความผิดปกติไม่ได้ขึ้นอยู่กับศีลธรรมเช่นเดียวกับกฎหมายอาญา การบอกเลิกสามารถทำให้ถูกกฎหมายได้ หน่วยงานกำกับดูแลและกฎระเบียบโดยเฉพาะถ้าการบอกเลิกนั้นเกี่ยวข้องกับเหตุผลและอธิบายทำไมพฤติกรรมจึงผิดพลาด

²⁴⁰ John Braithwaite and Toni Makkai, “Testing an Expected Utility Model of Corporate Deterrence,” *Law & Society Review* 25, 1 (1991): 9, p. 10.

²⁴¹ Keith Hawkins, “Compliance Strategy, Prosecution Policy, and Aunt Sally: A Comment on Pearce and Tombs,” *British Journal of Criminology* 30, 4 (1990): 455.

²⁴² Dorothy Thornton, Neil A. Gunningham and Robert A. Kagan, “General Deterrence and Corporate Environment Behavior,” *Law & Policy* 27, 2 (April 2005): 272.

2.10.2 แรงจูงใจที่ขับเคลื่อนด้วยเหตุผล (Reason-Driven Motive)

แรงจูงใจด้านกฎระเบียบที่สองวางตัวเป็นบุคคลที่ขับเคลื่อนด้วยเหตุผลซึ่งมองว่าผู้ควบคุมนั้นเป็นพันธมิตรด้วยความรู้ชั้นยอดที่สามารถแสดงให้เห็นถึงภูมิปัญญาของการปฏิบัติตามกฎหมายบางอย่าง สำหรับตัวอย่างเช่นหากเจ้าหน้าที่ไม่อนุญาตให้สูบบุหรี่ในที่สาธารณะและให้เหตุผลที่ดีในการทำเช่นนั้นผู้คนอาจปรับปรุงความเชื่อของพวกเขา Vickers et.al. โปรดทราบว่าธุรกิจขนาดเล็ก “เชิงรุก” และ “เชิงบวก” (ผู้ที่มีแรงจูงใจในการเรียนรู้) ตอบสนองต่อการควบคุมมลภาวะและข้อบังคับเกี่ยวกับสถานที่ทำงานความต้องการและปรับปรุงกระบวนการจัดการและเทคโนโลยีของพวกเขา²⁴³ Sutinen²⁴⁴ ได้แย้งว่าแม้ว่าจะมีแกนกลางของผู้กระทำความผิดที่แท้จริง แต่เหตุผลปกติก็คือ บริษัทที่ปฏิบัติตามคือผู้ที่ทำงานให้พวกเขาเรียนรู้กฎหมายเพื่อให้สอดคล้องกับพวกเขา Internalized Norms ตามที่ Parker แนะนำผู้ควบคุมจะต้องโน้มน้าวให้คนรู้ว่ากฎหมายแสดงให้เห็นถึงค่าที่ใช้ร่วมกัน²⁴⁵ หน่วยงานกำกับดูแลต้องหลีกเลี่ยงสิ่งที่ปาร์กเกอร์เรียกว่า “กับดักความสอดคล้อง” – เช่น ที่ซึ่งการปฏิบัติตามกฎระเบียบนั้นยากที่จะปรับปรุงเนื่องจากค่าความสอดคล้องนั้นเป็นพื้นฐานที่มีการโต้แย้ง

2.10.3 แรงจูงใจเอกลักษณ์ทางสังคม (Social Identity Motive)

แรงจูงใจในการปฏิบัติตามกฎข้อที่สามที่เฟลด์แมนระบุไว้นั้นเกี่ยวข้องกับเอกลักษณ์ของกลุ่มและของแต่ละบุคคลจำเป็นต้องเป็นของ มีสองด้าน:

- (i) ความปรารถนาที่จะเข้าร่วมชุมชนที่เหมาะสม; และ
- (ii) ความกลัวจากการเข้าร่วมและทำตามกฎโดยไม่จำเป็นขณะที่คนอื่นทำไม่ได้และเพิกเฉยกับเสรีภาพมากขึ้น

²⁴³ Ian Vickers, Philips James, David Smallbone and Baldock Owen, “Understanding Small Firm Responses to Regulation,” *Journal Policy Studies* 26, 2 (2005): 161.

²⁴⁴ Jon G. Sutinen, “A Socio-Economic Theory of Regulatory Compliance,” *International Journal of Social Economics* 26, 1/2/3 (1999): 179

²⁴⁵ Christine Parker, “The Compliance Trap - The Moral Message in Responsive Regulatory Enforcement,” *Law & Society Review* 40, 3 (2006): 591-622.

2.10.4 ความปรารถนาที่จะเข้าร่วมชุมชน“ ถูกต้อง” และแรงกดดันจากเพื่อน

ดังที่ Sutinen ได้แย้งการเข้าร่วมชุมชนที่ถูกต้องและแรงกดดันจากเพื่อนมีผลกระทบต่อการปฏิบัติตาม สังคมอิทธิพลมีบทบาทสำคัญในการแลกเปลี่ยนทางสังคมในชีวิตประจำวันการคว่ำบาตรหรือการระงับความโปรดปราน²⁴⁶ กลุ่มเพื่อนสามารถให้รางวัลและลงโทษโดยการระงับหรือหาหรือสถานะหรือโดยการส่งทรัพยากรวัสดุไปทางหรือออกจากสมาชิกของกลุ่ม รายงานการบังคับใช้สิ่งแวดล้อมในปีก่อนคริสตกาลพบว่า ถ้าประชาชนทราบว่าผู้ฝ่าฝืนทำผิดกฎหมายสิ่งแวดล้อมทำให้ผู้ฝ่าฝืนต้องอับอาย พวกเขาอาจสูญเสียธุรกิจหรือเป็นเหยื่อจากอดีตเพื่อน แรงกดดันจากเพื่อนและผลกระทบทางการเงินจากการกดขี่ที่ไม่ดีอาจเป็นเครื่องมืออันทรงพลัง²⁴⁷ Petts and Horne กล่าวว่า การเผยแพร่ที่ไม่พึงประสงค์และความเสียหายต่อ บริษัทภาพลักษณ์และความสามารถในการแข่งขันถูกมองโดยผู้จัดการและผู้บริหารที่ไม่ใช่น้อยที่สุดเท่ากับพนักงานอัยการถ้าไม่มากกว่า²⁴⁸ ทำนองเดียวกันกับ Puri และ Condon และ Condon แนะนำว่า ผู้ออกตราสารที่รู้จักกันในนาม ‘ผู้นำการปฏิบัติตาม’ . . . อาจคาดหวังเพื่อเก็บเกี่ยวผลตอบแทนชื่อเสียง²⁴⁹ Grasmick และ Bursick แย้งว่าความอับอายและการสูญเสียความเคารพมีผลต่อการปฏิบัติตามมากบดทลงโทษที่รัฐกำหนดไว้²⁵⁰ พวกเขาปฏิเสธแนวคิดเรื่อง Homo Economicus²⁵¹ หรือมนุษย์ทางเศรษฐกิจที่เป็นแกนหลัก

²⁴⁶ Jon G. Sutinen, *op. cit.*, p. 181.

²⁴⁷ Gary Oakes, “Report Notes Major Decline in Environment Enforcement in B.C.,” **The Lawyers Weekly** (2 November 2007).

²⁴⁸ Judith Petts, Andrew Herd, Simon Gerrard and Chris Horne, “The Climate and Culture of Environmental Compliance within SMEs,” **Business Strategy and the Environment** 8, 1 (April 1999): 14-30.

²⁴⁹ Mary Condon and Poonam Puri, *op. cit.*

²⁵⁰ Harold H. Grasmick and Robert J. Bursick “Conscience, Significant Others, and Rational Choice: Extending the Deterrence Model,” **Law & Society Review** 24, 3 (1990): 837-861.

²⁵¹ Homo Economicus กล่าวคือ มนุษย์เป็นผู้แสวงหากำไรและ ความพอใจสูงสุดอย่างมีเหตุมีผลเต็มที่และอย่าง “ไร้อารมณ์” (Unemotional Maximizers) โดยนักเศรษฐศาสตร์ดั้งเดิมละเลยไม่คำนึงถึงสิ่งที่ ค้นพบโดยนักจิตวิทยา นักสังคมวิทยา เกี่ยวกับพฤติกรรมที่ขาดเหตุผลในหลายเรื่องของมนุษย์ในโลกจริง “เศรษฐศาสตร์ดั้งเดิม” ถือว่า Homo Economicus มีสามลักษณะของพฤติกรรม (ก) Unbounded Rationality กล่าวคือมนุษย์มีความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลและแก้ไข ปัญหาที่ประสบได้อย่างไม่จำกัด (ข) Unbounded Willpower กล่าวคือมนุษย์รู้ว่าอะไรดีที่สุด

ของการยับยั้งทฤษฎี - ขยายส่วนที่ใส่ใจเพียงเกี่ยวกับมูลค่าปัจจุบันสุทธิและความน่าจะเป็นของโทษที่อาจเกิดขึ้นไม่สนใจทัศนคติของเพื่อนเพื่อนบ้านเพื่อนร่วมงานและผู้จัดการ บริษัท²⁵² Kahan ให้เหตุผลว่าคนในสังคมไม่ใช่กลุ่มรักร่วมเพศแต่จะเป็นเช่นนั้นมากกว่ากลุ่มรักร่วมเพศที่เหมาะสมยิ่งขึ้นทางอารมณ์ เมื่อพวกเขารับรู้ว่าคุณอื่นเป็นประพจน์ร่วมกันพวกเขาจะถูกย้ายด้วยเกียรติเห็นแก่ผู้อื่นและชอบจำหน่ายให้มีส่วนร่วมสินค้าสาธารณะแม้ไม่มีแรงจูงใจจากวัสดุ แต่เมื่อพวกเขารับรู้ว่าคุณอื่นกำลังหลบเลี่ยงพวกเขาสามารถย้ายโดยความแค้นและความภาคภูมิใจในการตอบโต้และระงับรูปแบบที่เป็นประโยชน์ของความร่วมมือแม้ว่าการกระทำเช่นนี้จะเสียเปรียบอย่างมาก²⁵³ Ford และ Hess²⁵⁴ หรือเกี่ยวกับการใช้ข้อตกลงยุติคดีและการแต่งตั้งอิสระจรรยาบรรณ ประมาณปี ค.ศ. 2003 ตาม Enron, Worldcom และ Debacles ที่คล้ายกันกระทรวงยุติธรรมและสำนักงาน ก.ล.ต. สหรัฐอเมริกาย้ายจากกลยุทธ์การยับยั้งการจู่โจมภาษีที่มีขนาดใหญ่ปรับผู้กระทำผิดขององค์กร (ซึ่งจ่ายโดยผู้ถือหุ้นทางอ้อม) พร้อมข้อกำหนดผู้กระทำผิดนั้นใช้ระบบการปฏิบัติตามกฎระเบียบและจ้างผู้ตรวจสอบอิสระ Ford และ Hess อ้างถึงการสำรวจพนักงานกว่า 5,000 คนในหลายอุตสาหกรรมซึ่งพบว่า “สาเหตุที่แท้จริง” การประพฤติมิชอบภายในองค์กรส่วนใหญ่มักจะเป็นวัฒนธรรมทางจริยธรรมขององค์กร เช่น “กดดันที่จะทำทุกอย่างเพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางธุรกิจ” และเชื่อว่า “รหัสของพวกเขานั้น ความประพฤติไม่ได้รับการดำเนินการอย่างจริงจัง” มีเพียงหนึ่งในสามของผู้ตอบแบบสำรวจว่ามีการกระทำผิดบางคนในองค์กรก็มักถูกเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้น การตรวจสอบอิสระต้องกำหนดว่าวัฒนธรรมองค์กรมีส่วนเกี่ยวข้องกับการกระทำผิดอย่างไรแล้วกระตุ้นให้ผู้บริหารและพนักงานมีส่วนร่วมในการปฏิบัติตามมาตรการที่นอกเหนือไปจากนั้นการกระทำตามแบบ จรรยาบรรณควรพัฒนาเทคนิคการบังคับใช้ข้อมูล เช่น การให้เหตุผลบทสนทนาการเปรียบเทียบและการวิเคราะห์ผลลัพธ์เพื่อเน้นสาเหตุที่แท้จริงมากกว่าวิพากษ์การปฏิบัติตาม อย่างไรก็ตาม พอร์ดและเฮสส์พบความ

สำหรับตนเอง สามารถควบคุมตนเองได้อย่างสมบูรณ์ (ค) Unbounded Selfishness มีความเห็นแก่ประโยชน์ของตน

²⁵² Kyle D. Logue, **Optimal Tax Compliance and Penalties When the Law is Uncertain**, p. 3, Retrieved October 22, 2018 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=950379p.3

²⁵³ Dan Kahan, “Trust, Collective Action, and Law,” **Boston University Law Review** 81 (2001): 333-334.

²⁵⁴ Cristie Ford and David Hess, “Corporate Monitorships and New Governance Regulation: In Theory, in Practice and in Context,” **Law & Policy** 33, 4 (August 2011): 509-541.

ผิดพลาดของโปรแกรมตรวจสอบบ่อยครั้งโดยเฉพาะอย่างยิ่งที่หน้าจอเคยเป็นอัยการ พวกเขามีแนวโน้มที่จะเห็นสาเหตุของการทำผิดกฎหมายเป็นการเพิกเฉยต่อกฎหมายและนโยบายขององค์กร บรรลุเป้าหมายด้านประสิทธิภาพ

2.10.5 ทุนชื่อเสียง (Reputation Capital)

นักทฤษฎีเกมสมัยใหม่เสนอว่าการติดต่อค้าภายในชุมชนสามารถบังคับใช้ความต้องการได้สำหรับทุนชื่อเสียง องค์กรขนาดเล็กผู้ประกอบการต้องมีผู้จัดการแบบมีส่วนร่วมและการสร้างพันธมิตรเพื่อเข้าถึงนักลงทุนซัพพลายเออร์และโอกาส การรับชื่อเสียงทุนอาจเป็นเพียง “เหตุผล” ในการแสวงหาทุนทางเศรษฐกิจเนื่องจากทุนชื่อเสียงสามารถเป็นได้ แปลงจากรูปแบบหนึ่งเป็นอีกรูปแบบหนึ่งเพื่อให้ได้เปรียบในรูปแบบของเงินทุนเพิ่มเติมอำนาจหรือพันธมิตร²⁵⁵ Moore และ Spence พบว่า บริษัท ขนาดเล็กมีจริยธรรมไม่น้อยกว่า บริษัท ขนาดใหญ่เพราะพวกเขาขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ที่ดีกับชุมชนของพวกเขาในการหาแหล่งเงินทุนสนับสนุนและลูกค้า²⁵⁶ Edwards และ Sen Gupta อธิบายว่าอาจมี บริษัท ขนาดเล็กในตลาดที่มีการแข่งขันสูงเพื่อขับเคลื่อนไปสู่เทคนิคการขายระยะสั้น แต่ในความเป็นจริงแล้วจะฝังอยู่ในเครือข่ายที่จัดหาข้อมูลและช่วยในการสร้างความเชื่อถือ²⁵⁷ Lepoutre และ Heene แย้งว่าในขณะที่ผู้ประกอบการธุรกิจขนาดเล็กไม่มีเวลาที่จะรับรู้ปัญหาความรับผิดชอบผู้ที่มีส่วนร่วมในเครือข่ายมีแนวโน้มที่จะหาวิธีการแก้ไขประเด็น และนั่นคือกรณีของวัฒนธรรมแห่งความรับผิดชอบร่วมกันและการสร้างสถาบันเพื่อความรับผิดชอบร่วมกันนั้นน่าสนใจ เพราะโอกาสเครือข่ายสำหรับการเรียนรู้การแบ่งปันความเสี่ยงและการเข้าถึงทรัพยากร²⁵⁸ นี่คือการเสี่ยงสะท้อนจากวิกเกอร์และ อัลซึ่งเป็นคนมองโลกในแง่ร้ายเกี่ยวกับการปฏิบัติตามกฎระเบียบของ บริษัท ขนาดเล็กโดยทั่วไป แต่ผู้ที่ระบุว่าเป็น “ผู้เรียนเชิงรุก” และ “ผู้ตอบรับเชิงบวก” ซึ่งได้

²⁵⁵ Ted Fuller and Tian Yumiao, “Social and Symbolic Capital and Responsible Entrepreneurship: An Empirical Investigation of SME Narratives,” **Journal of Business Ethics** 67, 3 (2006): 288.

²⁵⁶ Geoff Moore and Laura Spence, *op. cit.*, pp. 219-226.

²⁵⁷ Paul Edwards, Monder Ram, Sukanya Sen Gupta and Chin-ju Tsai, “The Structuring of Working Relationships in Small Firms: Towards a Formal Framework.” **Organization** 13, 5 (2006): 702.

²⁵⁸ Jan Lepoutre and Aime Heene, “Investigating the Impact of /Firm Size on Small Business Social Responsibility: A Critical Review,” **Journal of Business Ethics** 67, 3 (September 2006): 267.

พัฒนาความตระหนักในการปฏิบัติตามกฎระเบียบจากหน่วยงานภายนอกผู้ตรวจสอบและลูกค้า และมีความอดทนและตอบสนองต่อกฎระเบียบมากขึ้น²⁵⁹ การศึกษาโดย Petts และคณะ (1999)²⁶⁰ แสดงให้เห็นว่าผู้จัดการของ SMEs เชื่อว่าสิ่งแวดล้อมการปฏิบัติตามเป็นสิ่งสำคัญ แต่กฎเกณฑ์นั้นเอง นั้นไม่เพียงพอ การเผยแพร่ที่ไม่พึงประสงค์และความเสียหายต่อภาพลักษณ์ของบริษัทนั้น ถูกมองโดย ผู้จัดการและไม่ใช่ผู้จัดการเป็นแรงกดดันอย่างน้อยเท่ากับ การฟ้องร้อง Brown และ King ส่ง แบบสอบถามให้กับธุรกิจขนาดเล็ก 122 แห่ง ผู้ตอบแบบสอบถาม (ผู้ที่ทำงานให้กับธุรกิจที่มีพนักงาน น้อยกว่า 100 คน) และ 95 คน “คนอื่น” เช่น มีอาชีพและผู้ทำงานโดย บริษัท ขนาดใหญ่หรือ รัฐบาล เล็กผู้ตอบแบบสอบถามทางธุรกิจให้ความสำคัญกับจริยธรรมทางธุรกิจ “สถานการณ์” หรือ “ญาติ” มากกว่าจริยธรรมทั่วไป²⁶¹ ธุรกิจขนาดเล็กที่ฝังตัวในชุมชนท้องถิ่นมีแนวโน้มที่จะ Act Socialally²⁶² ธุรกิจขนาดเล็กที่ดึงดูดลูกค้าจากกลุ่มภูมิศาสตร์ที่ใกล้ชิด (เช่น ร้านซ่อมรถยนต์ใน ท้องถิ่น) มีแนวโน้มที่จะรู้สึก “ใกล้ชิดเชิงทางศีลธรรม” กับลูกค้ามากกว่าตัวอย่างนักออกแบบเว็บไซต์ Chau และ Siu²⁶³ ทบทวนการศึกษาต่าง ๆ และสรุปว่าผู้ประกอบการรายย่อยองค์กรต้องการ ผู้จัดการที่มีส่วนร่วมและการสร้างพันธมิตร ในขณะที่ผู้บริหารระดับสูงในองค์กรแบบดั้งเดิมทำตาม กิจวัตรรวบรวมข้อมูลภายในหน่วยของตนเองและไม่ค่อยมีเตรียมความพร้อมเพื่อเผชิญกับการต่อต้าน ผู้บริหารขององค์กรขนาดเล็กเผชิญโดยตรงความคิดและหน่วยงานกำกับดูแลที่ขัดแย้งกันและต้อง ตรวจสอบองค์กรของตนเองจากวงกว้างเปอร์สเปกทีฟการรวมแนวคิดจากแหล่งที่ไม่ได้เชื่อมต่อความ กังวลเกี่ยวกับการเข้าร่วมโดยไม่จำเป็น Feldman เสนอว่าบางคนเป็น “ผู้ประสานงานตามเงื่อนไข” และมักจะปฏิบัติตามเท่านั้น เมื่อพวกเขาไม่เหตุผลที่จะเชื่อว่าคนอื่นจะทำเช่นเดียวกัน²⁶⁴ Kahan ได้ แนะนำว่าบุคคลต้องเชื่อว่าสมาชิกคนอื่น ๆ ของสังคมแบ่งปันความมุ่งมั่นของเขาหรือเธอต่อกฎหมาย เพื่อรักษาความมุ่งมั่นของเขาหรือเธอต่อสังคมและตามกฎหมายของตนเช่นความกลัวในการเป็น “ผู้โดด”

²⁵⁹ Ian Vickers et al., *op. cit.*, p. 161.

²⁶⁰ Judith Petts et al., *op. cit.*, p. 25.

²⁶¹ Daniel J. Brown and Jonathan B. King, “Small Business Ethics: Influences and Perceptions,” **Journal of Small Business Management** 20, 1 (January 1982): 13.

²⁶² Geoff Moore and Laura Spence, *op. cit.*, p. 222.

²⁶³ Lewis Long-fung Chau and Wai-sum Siu, “Ethical Decision-Making in Corporate Entrepreneurial Organizations,” **Journal of Business Ethics** 23, 4 (February 2000): 365-375.

²⁶⁴ Martha S. Feldman, *op. cit.*

คนเดียวที่ปฏิบัติตามกฎหมาย ตาม Kahan²⁶⁵ การวิเคราะห์ทางสถิติของการหลีกเลี่ยงภาษีแนะนำ บทบาทที่สำคัญของการแลกเปลี่ยนซึ่งกันและกัน อัตราการปฏิบัติตามภาษีแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ สิ่งนี้ไม่สามารถอธิบายได้จากความแตกต่างในบทลงโทษที่คาดหวังสำหรับการหลีกเลี่ยง แต่โดยทัศนคติของประชาชนที่แตกต่างกันที่มีต่อกฎหมายภาษี “ในบางประเทศ (รวมถึงสหรัฐอเมริกา) ประชาชนมักจะมองการจ่ายเงินภาษีของพวกเขาเป็นภาระหน้าที่ของพลเมืองที่สำคัญ และมีแรงจูงใจสูงที่จะจ่ายด้วยเหตุผลดังกล่าว ในประเทศอื่น ๆ (รวมถึงหลาย ๆ ประเทศในยุโรป ตะวันตก) แต่ละคนคำนึงถึงภาระภาษีมากขึ้นลง ๆ (คล้าย ๆ กับกฎจราจรในสหรัฐอเมริกา) และไม่ได้แสดงศีลธรรมใด ๆ หลีกเลี่ยงที่จะหลีกเลี่ยงพวกเขาหากพวกเขาารู้สึกว่าสามารถทำได้อย่างปลอดภัย” “ภูมิอากาศด้านภาษี” เหล่านี้ถูกสร้างขึ้นโดยความเชื่อของแต่ละบุคคลเกี่ยวกับความเต็มใจของผู้อื่นในการปฏิบัติตามกฎหมายภาษี: ผู้ที่เชื่อผู้อื่นจะปฏิบัติตามเชื่อว่าการจ่ายภาษีเป็นหน้าที่ทางศีลธรรม ผู้ที่เชื่อว่าการโกงคือแพร่หลายเชื่อว่าการหลีกเลี่ยงภาษีไม่ใช่เรื่องผิดร้ายแรง บุคคลจะทำตัวเหมือน เกย์ประหยัดถ้าพวกเขาเชื่อว่าคนอื่นทำตัวเหมือนตุ๊ด การปฏิบัติตามคือ ซึ่งกันและกัน²⁶⁶ ผู้ออกราสารรายย่อยมีทรัพยากรน้อยลงสำหรับการปฏิบัติตามกฎระเบียบและมีความกังวลเกี่ยวกับการใช้จ่ายเงินทุนที่จะปฏิบัติตามโดยไม่จำเป็น ในฐานะของ Puri และ Condon ผู้ประกอบการ SMEs อาจเป็นแหล่งของความเสี่ยงที่มากขึ้นของการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในเนื่องจากความยากในการให้การศึกษาแก่พนักงานของพวกเขาข้อห้ามและความซุกของการชดเชยตัวเลือกหุ้น²⁶⁷ Wayne และ Scholz²⁶⁸ ได้แย้งบริษัทขนาดใหญ่ นั้น ตระหนักถึงกิจกรรมบังคับใช้มากกว่าและมีความพยายามในการบริหารจัดการสำหรับกฎการตรวจสอบจะเพิ่มขึ้นเป็นทวีคูณตามขนาดของบริษัท²⁶⁹ Vickers โปรดทราบว่าวิสาหกิจขนาดเล็กนั้นมี “ความพึงพอใจต่อความเป็นกันเองและความเกลียดชัง ไปสู่การควบคุมจากภายนอก” และผลการดำเนินงานด้านสุขภาพและความปลอดภัยของบริษัทขนาดเล็ก อย่างมีนัยสำคัญล่าช้าบรรดาของบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งสามารถจ่ายเงิน, เวลา, ความสามารถ, การฝึกอบรม, อาคารและอุปกรณ์สำหรับความสอดคล้อง²⁷⁰

²⁶⁵ Dan Kahan, *op. cit.*

²⁶⁶ *Ibid.*, pp. 341-342.

²⁶⁷ Mary Condon and Poonam Puri, *op. cit.*

²⁶⁸ Wayne B. Gray and John T. Scholz, “Analyzing the Equity and Efficiency of OSHA Enforcement,” **Law & Policy** 13, 3 (June 2008): 185-214.

²⁶⁹ Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors,” **Virginia Law Review** 70, 4 (May 1984): 709.

²⁷⁰ Ian Vickers et al., *op. cit.*, pp. 149-169.

2.10.6 ความยุติธรรมแรงจูงใจ (Justice Motive)

แรงจูงใจในการปฏิบัติตามกฎข้อที่สี่ที่เฟลด์แมนระบุไว้ คือ บางคนมีแรงจูงใจจากความยุติธรรม ดังที่ Tyler²⁷¹ อธิบายบางคนเชื่อฟังกฎหมายเพราะพวกเขาเชื่อว่า กฎหมายก่อตั้งบนพื้นฐานแห่งความยุติธรรม Tyler แยกแนวคิดเรื่องความยุติธรรมออกเป็นสองประเภท: ความกังวลเกี่ยวกับความยุติธรรมของผลลัพธ์ (การกระจายความยุติธรรม) และความกังวลเกี่ยวกับกระบวนการที่การตัดสินใจมาถึงที่ (กระบวนการยุติธรรม)

2.10.7 ความยุติธรรมแบบกระจาย (Distributive Justice)

ความยุติธรรมแบบกระจายมุ่งเน้นไปที่ผลลัพธ์ของกระบวนการทางกฎหมาย คือ การกระจายของรางวัลและการลงโทษ มันเป็นความปรารถนาที่สมาชิกทุกคนในชุมชนได้รับรางวัลและการลงโทษที่พวกเขาสมควรได้รับ มันสามารถสร้างความมุ่งมั่นที่จะปฏิบัติตามเพราะ “มันต้องทำในสิ่งที่ถูกต้อง” แทนที่จะเป็นเพราะการคำนวณต้นทุน / ผลประโยชน์ของแรงจูงใจจูงใจ มันคือแตกต่างจากแรงจูงใจที่มุ่งเน้นความเป็นพลเมืองเนื่องจากการปฏิบัติตามจะขึ้นอยู่กับคุณธรรมมากกว่าเกี่ยวกับความชอบธรรมของเจ้าหน้าที่ หากนี่คือแรงจูงใจที่สำคัญสำหรับการควบคุมแล้วกฎระเบียบควรได้รับการพิสูจน์บนพื้นฐานของคุณธรรมของพวกเขาผู้คนอาจเชื่อว่าพวกเขามีแรงบันดาลใจจากความยุติธรรมและคุณธรรมและพวกเขาจะ “ทำสิ่งที่ถูกต้อง” แต่พวกเขาเชื่อหรือไม่ว่าคนอื่นจะทำดำเนินการ Sanderson และ Darley²⁷² ทำการทดลองเพื่อแสดงให้เห็นว่าคนส่วนใหญ่เชื่อว่าพวกเขามีส่วนร่วมในความประพฤติดีเนื่องจากปัจจัยภายในของพวกเขา (เช่น ความดีทางศีลธรรม) และหากมีพฤติกรรมของพวกเขาปรากฏขึ้นเชิงลบเป็นเพราะแรงภายนอก (เช่น แรงกดดันของสถานการณ์ที่กำหนด) อย่างไรก็ตาม ส่วนใหญ่คนมีทัศนคติในการประเมินผู้อื่นเชื่อว่าพฤติกรรมที่ไม่ดีของผู้อื่นเป็นหลักฐานของลักษณะนิสัยภายในที่ไม่ดีของผู้อื่นคำอธิบายอย่างหนึ่งสำหรับการประเมินที่ “บริสุทธิ์กว่าเจ้า” นี้คือความอยู่รอดทางสังคม แรงจูงใจที่แท้จริงของคนอื่นมักไม่รู้จักรและเต็มไปด้วยความเสี่ยง เราไม่รู้ว่าใครจะทำตามกฎหมายใครจะทำคุณธรรมและผู้ที่อาจเป็นอันตรายต่อเรานั้นเราจึงสร้างต้นแบบสำหรับทำนายพฤติกรรมของผู้อื่นแม้ว่าต้นแบบของเราไม่มีเหตุผล (อาจไม่มีอะไรมากไปกว่าอคติ) พวกเขาก็ให้เราสบายใจที่จะคิดว่าเราสามารถทำนายพฤติกรรมของคนอื่นได้ เราให้เหตุผล

²⁷¹ Tyler Tom, *Why do people Obey the Law* (Princeton, NJ.: Princeton University Press, 2006), p. 4.

²⁷² Catherine Sanderson and John Darley, “I am Moral but you are Deterred: Differential Attributions about Why People Obey the Law,” *Journal of Applied Psychology* 32, 2 (2002): 375-405.

เชิงบวกต่อตัวเราเองเพื่อให้เรามั่นใจในการเรียกร้องความเคารพและการสนับสนุนจากชุมชนของเรา เราให้เหตุผลแรงจูงใจด้านลบต่อผู้อื่นและขอการกล่าวโทษเพื่อเสริมสร้างความเชื่อที่ว่าในระยะยาวทุกคนได้รับของหวาน ดังที่ Benabou และ Tirole ชี้ให้เห็น²⁷³ บุคคลต่างมุ่งมั่นทำสร้างแรงจูงใจให้ตนเองหรือลูก ๆ ของพวกเขาไปสู่ความพยายามลงทุนด้านการศึกษาความเพียรในใบหน้าของความทุกข์ยากและอยู่ห่างจากความสิ้นของความเกียจคร้านการพึ่งพาสวัสดิการอาชญากรรมยาเสพติด ฯลฯ ในสถานการณ์เช่นนี้ การรักษาความเชื่อค่อนข้างเป็นสื่อดอกกุหลาบเกี่ยวกับความจริงที่ว่าในที่สุดทุกคนจะได้รับสิ่งที่มีค่าเพียงของพวกเขาในที่สุดก็มีค่ามาก²⁷⁴

2.10.8 กระบวนการยุติธรรม (Procedural Justice)

กระบวนการยุติธรรมมุ่งเน้นไปที่วิธีการตัดสินใจมากกว่าการตัดสินใจเหล่านั้นคืออะไร Tyler²⁷⁵ ได้แย้งว่าวิธีที่ผู้คนปฏิบัติต่อเจ้าหน้าที่เป็นแรงจูงใจหลักสำหรับกฎหมายการปฏิบัติตาม ในกรณีที่ผู้มีอำนาจปฏิบัติต่อบุคคลด้วยความเคารพให้โอกาสแก่บุคคลนั้นเพื่อรับฟังและฟังบุคคล จากนั้นแสดงการตัดสินใจที่มีเหตุผลโดยปราศจากอคติการตัดสินใจที่ไม่ฟังประสงค์มักจะได้รับการยอมรับ “ผู้คนมีความปรารถนาอย่างมากในการนำเสนอต้นด้านของเรื่องและให้ความสำคัญกับโอกาสที่จะได้ยิน”²⁷⁶ แม้ว่าผลประโยชน์ระยะสั้นของพวกเขาอาจไม่สามารถทำได้รับฟังและได้รับการปฏิบัติอย่างยุติธรรมในกระบวนการที่มีความหมายตอกย้ำความรู้สึกของพวกเขาว่าพวกเขามีคุณค่าในชุมชนของพวกเขาและในระยะยาวความสนใจของพวกเขาจะได้รับการเคารพ “ประเด็นสำคัญคือการพิจารณามุมมองของคน ๆ หนึ่งคือสำคัญเนื่องจากเป็นข้อความเกี่ยวกับสถานะที่อยู่ในกลุ่มโซเชียล ไม่ใช่เพราะมันหมายถึงมุมมองของคน ๆ นั้นจำเป็นต้องได้รับชัยชนะ”²⁷⁷

2.10.9 แรงจูงใจในการเป็นพลเมือง (Citizenship Motive)

บุคคลที่มุ่งเน้นการเป็นพลเมืองปฏิบัติตามกฎหมายเพราะพวกเขาเชื่อว่าเจ้าหน้าที่มี “ความชอบธรรม” ในการสร้างกฎหมายและควรปฏิบัติตามกฎหมายภายในขอบเขตที่เหมาะสมไม่ว่า

²⁷³ Roland Benabou and Tirole Jean, “Belief in a Just World and Redistributive Politics,” *The Quarterly Journal of Economics* 121, 2 (May 2006): 699-746.

²⁷⁴ Umashanker Trivedi, Mohamed Shehata and Stuart Mestelman, *Attitudes, Incentives, and Tax Compliance* (Hamilton, Ontario: McMaster University, 2004).

²⁷⁵ Tyler Tom, *op. cit.*, p. 4.

²⁷⁶ *Ibid.*, p. 147.

²⁷⁷ *Ibid.*, p. 150.

เนื้อหาของพวกเขาจะเป็นอะไรก็ตาม เพราะ “เป็นกฎหมาย” แทนที่จะปฏิบัติตามเพราะ “เป็นสิ่งที่ถูกต้องที่จะทำ” การศึกษาเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าบุคคลและ บริษัท ในระบอบประชาธิปไตยได้ปฏิบัติตามกฎหมายภาษีมากกว่าที่คาดไว้โดยทฤษฎีการยับยั้งและการประมาณจำนวนและความน่าจะเป็นของการลงโทษ²⁷⁸ Frey และ Jegen²⁷⁹ ยืนยันว่าคุณงามความดีของพลเมืองแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นเพื่อความเป็นพลเมืองและการเคารพกฎหมาย พลเมืองที่คิดว่าเจ้าหน้าที่มีความยุติธรรมและการให้ความเคารพเป็นไปตามมากกว่าการรับรู้เชิงลบของรัฐบาล การมีส่วนร่วมในระบอบประชาธิปไตยช่วยส่งเสริมคุณธรรมของพลเมืองซึ่งเป็นแรงจูงใจที่ไม่ได้อธิบายโดยการยับยั้ง Tyler²⁸⁰โต้แย้งว่ากฎระเบียบไม่สามารถบังคับใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพหากไม่มีความร่วมมือ (เช่น “ความสอดคล้องเชิงบรรทัดฐาน”) ของประชากรที่หวังจะควบคุม²⁸¹ ในสังคมประชาธิปไตยที่มีความเข้มแข็งกฎของกฎหมายประเพณีผู้จัดการธุรกิจมี “Internalized” บรรทัดฐานทางสังคมซึ่ง “คาดไม่ถึง” กฎระเบียบจำนวนมาก²⁸² บริษัท ส่วนใหญ่เป็น “แอปเปิ้ลที่ดีที่อาจเกิดขึ้น” ซึ่งได้รับการศึกษาโดยกรณีการบังคับใช้ “สัญญา” และได้รับแรงบันดาลใจจากชื่อเสียงอย่างต่อเนื่องของ บริษัท ภายในชุมชนของซัพพลายเออร์และลูกค้า²⁸³ Thornton, Gunningham และ Kagan ทำการสำรวจ บริษัท จำนวน 233 แห่ง ในหลายอุตสาหกรรมในสหรัฐอเมริกา และพบว่าเจ้าหน้าที่องค์กรส่วนใหญ่มีจำนวนน้อยกังวลเกี่ยวกับบทลงโทษทางสิ่งแวดล้อมมากกว่าเรื่องเกี่ยวกับสังคมและเศรษฐกิจอย่างไม่เป็นทางการ²⁸⁴ การวิจัยการปฏิบัติตามภาษีแสดงให้เห็นว่าบุคคลนั้นจะตอบแทนและให้ความร่วมมือกับผู้อื่นแม้แต่เมื่อความสนใจในตนเองแสดงให้เห็นว่าพวกเขาไม่ควร ตัวอย่างเช่นคนมักจะมีส่วนร่วมสินค้าสาธารณะ (รวมถึงองค์กรการกุศล) แม้ว่าพวกเขาจะสามารถเพิ่มการเงินส่วนบุคคลโดยไม่

²⁷⁸ Amy Rummel and Richard Feinberg, “Cognitive Evaluation Theory: A Meta-Analytic Review of the Literature,” **Social Behavior and Personality** 16, 2 (1998): 147-164.

²⁷⁹ Bruno S. Frey and Reto Jegen, “Motivation Crowding Theory: A Survey of Empirical Evidence,” **Journal of Economic Surveys** 15, 5 (2001): 596.

²⁸⁰ Jon G. Sutinen, *op. cit.*, pp. 182-183.

²⁸¹ Neil A. Gunningham and Robert A. Kagan, “Regulation and Business Behavior,” **Law and Policy** 27 (April 2005): 215.

²⁸² Dorothy Thornton et al., *op. cit.*, p. 264.

²⁸³ *Ibid.*, p. 267.

²⁸⁴ *Ibid.*, p. 271.

สนับสนุน การมีส่วนร่วมเกิดขึ้นแม้ในสถานการณ์ที่ไม่ระบุชื่อ²⁸⁵ ผู้คนต้องการโดยทั่วไปถูกมองว่าดี แรงจูงใจทางการเงินสามารถทำให้ภาพพจน์สาธารณะของการกระทำการกุศลที่บริสุทธิ์เป็นเช่นนั้น แรงจูงใจทางการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้นในภาคเอกชนกว่าในสถานการณ์สาธารณะ²⁸⁶

2.10.10 กฎหรือหลักการสำหรับความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ในส่วนนี้จะทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่ควรได้รับการควบคุม โดยกฎเกณฑ์หรือไม่หรือหลักการ ผู้ที่อยู่ในความขัดแย้งมีแนวโน้มที่จะช่วยเหลือตนเองและลดความสำคัญของความขัดแย้งใด ๆ กลยุทธ์ภาษาใดที่ควบคุมความขัดแย้งได้ดีที่สุด ดอกเบี้ย เจ้าหน้าที่บางคนชอบกฎเนื่องจากหลักการสามารถตีความได้ในการให้บริการตนเองลักษณะ; คนอื่นพูดหลักการเนื่องจากกฎมีขอบเขตที่สามารถคาดเดาได้ซึ่งคนฉลาดสามารถเข้าข้างขั้นตอน

2.10.11 การควบคุมความขัดแย้งทางผลประโยชน์และการจัดการตนเอง

หากปล่อยให้ไม่มีการควบคุมผู้ที่ควบคุมบริษัท (ไม่ว่าจะเป็นผู้จัดการหรือควบคุมผู้ถือหุ้น) สามารถใช้อำนาจของพวกเขาเพื่อเบี่ยงเบนความมั่งคั่งของบริษัท ไปสู่ตัวเองมากกว่าที่จะแบ่งปันกับนักลงทุนรายอื่น²⁸⁷ รูปแบบต่าง ๆ ของการซื้อขายด้วยตนเอง ได้แก่ การชดเชยที่มากเกินไป การกำหนดราคาโอนการจัดสรรโอกาสขององค์กรการให้บริการตนเอง การทำธุรกรรมทางการเงินเช่นการออกตราสารทุนโดยตรงหรือสินเชื่อส่วนบุคคลให้กับบุคคลภายในและทันทีการขโมยทรัพย์สินของบริษัท²⁸⁸ สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพยืนยันว่าราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีประสิทธิภาพในสองความรู้สึก (1) ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ที่ดีที่สุดทำนายราคาใน

²⁸⁵ Leandra Lederman, “The Interplay Between Norms and Enforcement in Tax Compliance,” *Ohio State Law Journal* 64, 6 (2003): 1453.

²⁸⁶ Dan Ariely, Anat Bracha and Stephan Meier, “Doing Good or Doing Well? Image Motivation and Monetary Incentives in Behaving Prosocially,” *American Economic Review* 99, 1 (March 2009): 544-555.

²⁸⁷ Simeon Djankov, “The Law and Economics of Self-Dealing,” *Journal of Financial Economics* 88 (2008): 430-465.

²⁸⁸ A. Shleifer and R. Vishny, “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance* 52, 2 (1997): 742.

อนาคตและ (2) ราคาแลกเปลี่ยนทันทีที่ดูซึมข้อมูลใหม่ให้กับตลาด²⁸⁹ ถ้าสมมุติฐานนั้นเป็นจริงสำหรับตลาดใดตลาดหนึ่งโดยเฉพาะตลาดจะสะท้อนให้เห็นว่าเป็นอย่างไรการจัดการที่เกี่ยวข้องกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์และประเด็นด้านการกำกับดูแลอื่น ๆ ที่นักลงทุนจะจ่ายพรีเมียมสำหรับบริษัท ที่มีการจัดการที่ดีและจะลดราคาผู้ที่ไม่ใช่²⁹⁰ แต่เป็น Djankov ตั้งข้อสังเกตว่าแทบไม่มีสังคมใดที่ยอมรับวิธีการ “ไม่ทำอะไรเลย” ในฐานะ “สิ่งล่อใจ” “เอาเงินและใช้งาน” ในสภาพแวดล้อมที่ไม่ได้ควบคุมนั้นยอดเยี่ยมเกินไป”²⁹¹

มีวิธีการกำกับดูแลสองวิธีในการจัดการตนเอง: วิธีหนึ่งคือเพื่ออำนวยความสะดวกส่วนตัวการบังคับใช้ กฎหมายเอกชนกำหนดแนวทางการเปิดเผยข้อมูลขั้นตอนการอนุมัติสำหรับการทำธุรกรรมและการดำเนินคดีส่วนตัวเมื่อแสดงการซื้อขายด้วยตนเอง ในแนวทางของกฎหมายเอกชนรัฐบาลกำหนดกรอบการทำสัญญา แต่จะบังคับใช้กับภาคเอกชนวิธีการบุกรุกที่มากขึ้นคือการเพิ่มการบังคับใช้สาธารณะรวมถึงค่าปรับและเงื่อนไขการคุมขังสำหรับคนที่จัดการตัวเอง ตัวอย่างเช่นมาตรา 426 แห่งประมวลกฎหมายอาญาของประเทศแคนาดา ห้าม “ค่าคอมมิชชั่นลับ”: มาตรา 426 (1) บุคคลใดก็ตามที่ได้กระทำความผิดใด (a) ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมให้ความเสียหายข้อเสนอหรือตกลงที่จะให้หรือเสนอต่อตัวแทนหรือเพื่อทุกคนเพื่อประโยชน์ของตัวแทน หรือเป็นตัวแทนโดยตรงหรือโดยอ้อมเสียหายความต้องการยอมรับหรือเสนอหรือตกลงที่จะยอมรับจากบุคคลใด ๆ เพื่อตนเองหรือผู้อื่นคน - รางวัลใด ๆ ประโยชน์หรือผลประโยชน์ใด ๆ เป็นการพิจารณาเพื่อการทำหรือไม่การกระทำหรือเพื่อการกระทำหรือไม่ได้กระทำการใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกิจการหรือธุรกิจของเงินทุนของตัวแทนหรือเพื่อแสดงหรือไม่แสดงความโปรดปรานหรือไม่พอใจต่อบุคคลใด ๆ ด้วยความสัมพันธ์กับกิจการหรือธุรกิจของตัวแทนหลัก หรือ (b) ด้วยความตั้งใจที่จะหลอกลวงอาจารย์ใหญ่ให้แก่ตัวแทนของครูใหญ่นั้นหรือเป็นตัวแทน, ใช้โดยมีเจตนาที่จะหลอกลวงอาจารย์ใหญ่, ใบเสร็จ, บัญชีหรือการเขียนอื่น ๆ

(i) เงินต้นมีดอกเบี้ย

(ii) ที่มีข้อความใด ๆ ที่เป็นเท็จหรือผิดพลาดหรือมีข้อบกพร่องในเนื้อหาใด ๆ โดยเฉพาะและ

(iii) ที่มีจุดประสงค์เพื่อให้ผู้สมัครเข้าใจผิด

²⁸⁹ J. Gordon and L. Kornhauser, “Efficient Markets, Costly Information and Securities Research,” *New York University Law Review* 60 (1985): 770-771.

²⁹⁰ *Ibid.*, p. 824.

²⁹¹ Simeon Djankov, *op. cit.*, p. 431.

Argandoña แสดงโซลูชันการบังคับใช้ส่วนตัวเพื่อความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ได้แก่ (1) การป้องกันโดยการปฏิเสธบุคคลที่ต้องทำการตัดสินใจหรือการถอนการลงทุนโดยตัวแทนของเขาหรือผลประโยชน์ส่วนตัวของเธอและ / หรือ (2) “โซลูชันกระบวนการ” เช่น การเปิดเผยความขัดแย้งของความสนใจและระดับของการแข่งขันเพื่อให้อาจารย์ใหญ่สามารถพิจารณาทางเลือกอื่นได้²⁹² Djankov²⁹³ เพิ่มเติมแบ่งโซลูชันกระบวนการระหว่างที่เป็นอดีต Ante (ที่เป็นอิสระกรรมการและ / หรือผู้ถือหุ้นจะต้องอนุมัติการทำธุรกรรมก่อนที่จะเสร็จสิ้น) และผู้ที่ซึ่งเป็นโพสต์อดีต (ซึ่งหลังจากนั้นจะมีการเปิดเผยข้อเท็จจริงและผู้ถือหุ้นสามารถฟ้องร้องได้หากไม่สนใจตัวเอง) ดังอธิบายโดย Djankov กฎระเบียบที่ทันสมัยของการจัดการตนเองที่พัฒนามาจากสามัญเดิมกฎหมายว่าด้วยความยุติธรรมซึ่งกรรมการซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของหน้าที่ไม่ไว้วางใจการมีส่วนร่วมบริษัทของพวกเขาเมื่อพวกเขามีความขัดแย้งทางผลประโยชน์เว้นแต่พวกเขาจะได้รับก่อนการอนุมัติของผู้ถือหุ้น (เช่นเดิม) อย่างไรก็ตาม ในช่วงศตวรรษที่ 19 กฎแห่งความยุติธรรมนี้สูญเสียความเชื่อไปเนื่องจากศาลยอมรับว่าการอนุมัติของผู้ถือหุ้นนั้นสามารถทำได้โดยทั่วไปมากกว่าธุรกรรมเฉพาะในเอกสารการจัดระเบียบ ดังนั้น สมาชิกสภานิติบัญญัติก็ก้าวเข้ามาพร้อมกับข้อ จำกัด ในการจัดการตนเอง²⁹⁴ ถ้าเป็นเช่นนั้นแล้ว Conflict of Interest ควรใช้การกำกับแบบใด ระหว่าง Rules กับ Principles วิธีหนึ่งคือการใช้กฎเนื่องจากหลักการที่คลุมเครือสามารถตีความได้โดยตัวของมันเอง-ตัวแทนที่สนใจในฐานะที่เป็น Argandoña บันทึกตัวแทนสามารถเลือกเมื่อประเมินหลักฐาน; พวกเขาเป็นมีแนวโน้มที่จะพบหลักฐานที่สนับสนุนข้อสรุปที่ต้องการและให้คุณค่ากับมันอย่างไรเหตุผล ถ้าหลักฐานที่ขัดแย้งกับข้อสรุปที่ต้องการพวกเขามักจะเพิกเฉยหรือตรวจสอบเพิ่มเติมอย่างยิ่ง²⁹⁵ เนื้อหาโดยการระบุสิ่งที่ต้องเปิดเผยล่วงหน้าโอกาสของตัวแทนเพื่อตีความหลักการที่แคบจะถูกควบคุมฟอร์ดเสนอกฎที่การปฏิบัติตามกฎระเบียบมีความสำคัญอย่างยิ่งเช่นการปกป้องการมีส่วนร่วมและกระบวนการที่เกี่ยวข้องสิทธิ²⁹⁶ ในทางกลับกันกฎรายละเอียดอาจไม่ครอบคลุมทั้งหมดปัจจัยที่มีผลต่อตัวแทน Antony Page อธิบายว่าตัวแทนไม่เพียงลำเอียงโดยวัสดุหรือผลประโยชน์ทางการเงิน “มนุษย์ทางเศรษฐกิจ (Homo

²⁹² Antonio Agandona, **Conflicts of Interest: The Ethical Viewpoint** (Working Paper The Chair of Economics and Ethics, IESE Business School, University of Navarra, University of Navarra, 2004), pp. 1-19.

²⁹³ Simeon Djankov, *op. cit.*

²⁹⁴ *Ibid.*, p. 439.

²⁹⁵ Antonio Agandona, *op. cit.*, p. 7.

²⁹⁶ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” **McGill Law Journal**, p. 43.

economics)”²⁹⁷ แต่เมื่อคิดจากปัจจัยอื่น ๆ รวมถึงกลุ่มความรักดีมีมิตรภาพและผลประโยชน์ของตนเองที่ไม่ใช่ทางการเงิน หลักการมีความยืดหยุ่นมากขึ้นและสามารถอ้างอิงได้เพื่อลดอิทธิพลของเจตนาให้อ่อนลงอิทธิพลที่ไม่สามารถแยกรายการล่วงหน้าได้โดยง่ายกฎตามที่ Nelson โดยไม่ต้องคำนึงถึงความแม่นยำของมาตรฐานผู้ปฏิบัติงานมีสติหรือจัดทำรายงานการเงินที่สอดคล้องกับสิ่งจูงใจส่วนตัวของตนเองโดยไม่รู้ตัวมาตรฐานที่แม่นยำสามารถช่วยให้ผู้สอบบัญชีไม่สนับสนุนการรายงานเชิงรุกโดยลูกค้าที่เคยเป็นก่อนหน้านี้ไม่ทราบมาตรฐานที่แม่นยำ อย่างไรก็ตาม เมื่อมาตรฐานเป็นที่รู้จักลูกค้าสามารถต่อมามีหลักฐานยืนยันอย่างเฝื่อน ๆ ว่าควรปฏิบัติตามมาตรฐานที่เที่ยงตรง²⁹⁸ การใช้หลักการสำหรับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ไม่จำเป็นต้องคลุมเครือเกินไป พิจารณาในวงกว้าง คำอธิบายความผิดฐาน “การฉ้อโกง” ในมาตรา 380 ของประมวลกฎหมายอาญาแคนาดา²⁹⁹ ที่ควบคุมตนเอง-พฤติกรรมทางเศรษฐกิจที่สนใจคล้ายกับธุรกรรมที่เห็นแก่ตัวของตัวแทนที่ขัดแย้งกัน ศาลอาญาได้ใช้ความผิดที่ฉ้อฉลในวงกว้างมานานหลายปีในข้อเท็จจริงที่หลากหลายสถานการณ์ แม้ว่าศาลจะไม่สามารถบอกกล่าวล่วงหน้าถึงพฤติกรรมทั้งหมดที่เป็นการฉ้อโกงได้เมื่อใดนำเสนอด้วยข้อเท็จจริงที่เพียงพอพวกเขาสามารถระบุผิด เนื้อหาผู้กำกับดูแลสามารถประเมินความขัดแย้งทางผลประโยชน์ด้วยหลักการง่ายๆเช่นเดียวกับศาลสามารถระบุการฉ้อโกง

2.11 กฎหรือหลักการเปรียบเทียบกับกิจกรรมที่มีการควบคุมอื่น ๆ

ส่วนนี้ทบทวนการใช้กฎและหลักการสั้น ๆ ในสาขาที่มีการควบคุมอื่น ๆ มันเริ่มต้นด้วยการทบทวนการปฏิบัติตามภาษีเงินได้, มาตรฐานการบัญชีและสาขาที่มีการควบคุมอื่น ๆ วัตถุประสงค์ของการตรวจสอบนี้ คือ การมองหาความคล้ายคลึงกันกับปัญหาที่ประสบและประสิทธิภาพของกลยุทธ์ทางภาษาในบริบทอื่น ๆ

2.11.1 การปฏิบัติตามภาษีเงินได้ (Income Tax Compliance)

ภาษีเงินได้เกิดขึ้นในสหราชอาณาจักรกว่าหนึ่งร้อยปีก่อนหน้านี้อเพื่อเป็นเงินทุนสำหรับสงครามครั้งใหญ่-สงครามนโปเลียน มาตรา 1799 ในภาษาอังกฤษมีความยาว 150 หน้าซึ่งกำหนดโดยผู้อยู่อาศัยทุกคนของอังกฤษเทียบกับรายได้ทั่วโลก มันเป็นอัตราภาษีที่ค่อนข้างต่ำ (โดยทันสมัย

²⁹⁷ Kyle D. Logue, *op. cit.*, p. 3.

²⁹⁸ Mark Nelson, *op. cit.*, p. 17.

²⁹⁹ Criminal Code (R.S., 1985, c. C-46), Section 380

มาตรฐาน) ร้อยละสิบของรายได้ทั้งหมดจากทุกแหล่งที่สูงกว่า 60 ปอนด์ พร้อมกับลดรายได้สูงถึง £200 เมื่อมีการเรียกเก็บภาษีเงินได้ภาษาอังกฤษเป็นครั้งแรกในช่วงเวลาสงบสุข ภาษีประมาณสามเปอร์เซ็นต์ของรายได้ แนะนำอัตราภาษีที่ก้าวหน้า โดย Lloyd George ใน “งบประมาณของประชาชน” ของเขาในปี ค.ศ. 1909 แต่ “Supertax” นี้ยังคงมีเพียงร้อยละแปดของรายได้ของครัวเรือน

เมื่ออัตราภาษีเพิ่มขึ้นหลังสงครามโลกครั้งที่หนึ่ง แรงจูงใจที่จะหลีกเลี่ยงก็เช่นกันนักวิชาการหลายคนรวมถึง McBarnet³⁰⁰ อธิบายการเติบโตของ “การปฏิบัติตามความคิดสร้างสรรค์” - (MIS) ลักษณะของธุรกรรมอสังหาริมทรัพย์เพื่อให้เป็นไปตามตัวอักษร แต่ไม่ใช่วัตถุประสงค์ของภาษี กฎหมาย Braithwaite อธิบายถึง “ความซับซ้อนที่วางแผนไว้” ของธุรกรรมทางการค้าจำนวนมากซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของเกมแมวจับหนูกับเจ้าหน้าที่เพื่อหลีกเลี่ยงภาษี แต่นักวิชาการคนอื่น ๆ รวมถึง Picciotto³⁰¹ ให้คำอธิบายทางเลือกอื่นสำหรับข้อพิพาทเกี่ยวกับการใช้กฎหมาย ings เรียกว่า “การเปลี่ยนแปลงที่ผิด” สามารถเกิดขึ้นได้จากความไม่เห็นด้วยอย่างจริงจังเกี่ยวกับวัตถุประสงค์หรือความเป็นธรรมของกฎในฐานะที่เป็น Fuller เห็นว่า บางครั้งกฎต้องมีความเข้าใจในวัตถุประสงค์³⁰² และเป็น Braithwaite ระบุความมั่นใจไม่ไหลมาจากความแม่นยำของคำที่ใช้เช่นเดียวกับจากความเข้าใจโดยปริยายภายในชุมชนเป็นไปตามวัตถุประสงค์³⁰³

วัตถุประสงค์ของกฎหมายภาษีอาจดูตรงไปตรงมาจนกว่าเราจะเกาผิว ตัวอย่างเช่น ITA เริ่มต้นด้วยหลักการที่เพียงพอว่าจะต้องจ่ายภาษีให้กับรายได้ที่ต้องเสียภาษีสำหรับแต่ละรายภาษีปีของทุกคนที่อาศัยอยู่ในประเทศแคนาดาในเวลาใดก็ได้ในปี (ส่วนที่ 2 ของ ITA) แต่ “รายได้” ตามที่ Prebble กล่าวไว้คือ “สิ่งประดิษฐ์” การคำนวณที่คิดค้นขึ้นมาสำหรับสิ่งที่ถูกระบุโดยหน่วยงานเป็นรายได้น้อยกว่าที่หน่วยงานอนุญาตให้หักได้ในช่วงกำหนดระยะเวลา ตัวอย่างเช่นกฎหมายกำหนดช่วงเวลาที่ดินทรัพย์สามารถเป็นได้ค่าเสื่อมราคา (เช่น ค่าใช้จ่าย) อาจมีการเชื่อมต่อจริงเล็กน้อยกับชีวิต

³⁰⁰ Doreen McBarnet, Corporate Social Responsibility Beyond Law, Through Law, for Law: The New Corporate Accountability, In **The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and The Law**, D. McBarnet, A. Voiculescu and T. Campbell, eds. (Cambridge: Cambridge University Press, 2007).

³⁰¹ Sol Picciotto, “Constructing Compliance: Game Playing, Tax Law, and the Regulatory State,” **Law & Policy** 29, 1 (January 2007): 11-30.

³⁰² L. L. Fuller and J. D. Randall, “Professional Responsibility: Report of the Joint Conference,” **American Bar Association Journal** (1958): 663.

³⁰³ John Braithwaite, *op. cit.*, p. 71.

ทางเศรษฐกิจของสินทรัพย์เฉพาะ ในทำนองเดียวกันรายได้ทางเศรษฐกิจบางอย่างไม่ต้องเสียภาษีเลย (เช่น ของกำนัลการสืบทอดกำไรจากที่อยู่อาศัยหลัก) และรายได้ทางเศรษฐกิจบางอย่างสามารถเก็บภาษีได้เพียงครั้งเดียว (เช่น กำไรจากสินทรัพย์ส่วนใหญ่)

แม้ว่าจะเข้าใจวัตถุประสงค์ของกฎหมายได้ความยุติธรรมของพวกเขาก็สามารถถูกทำลายได้ ตัวอย่างเช่น ภาษียาได้ของประเทศอังกฤษ ถูกกำหนดโดยผู้อยู่อาศัยในทุกแหล่งที่มาของรายได้จากทั่วโลก เมื่อการรวมกลายเป็นเรื่องธรรมดามากขึ้นในปลายปี ค.ศ. 1800 การตัดสินใจของกฎหมายที่อยู่ในสหราชอาณาจักรถูกนำไปใช้กับบริษัทต่างประเทศรวมถึงบริษัทที่จดทะเบียนต่างประเทศแบบอย่างที่ได้ัดขาดเกี่ยวข้องกับบริษัท ชุด De Beers ก่อตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของแอฟริกาใต้ กับสำนักงานใหญ่การประชุมทั่วไปและการทำเหมืองทั้งหมดในแอฟริกาใต้ วุฒิสภาถือได้ว่าเดอเบียร์สอาศัยอยู่ในอังกฤษเพราะอังกฤษเป็นที่ตั้ง และมีการใช้การจัดการและการควบคุมจากส่วนกลาง³⁰⁴ ผู้นำของบริษัทต่างประเทศปฏิเสธความยุติธรรมของการตัดสินใจครั้งนี้และเป็นที่ถกเถียงกันอยู่ว่ารายได้ของบริษัทที่ได้รับในอังกฤษเท่านั้นเก็บภาษีในประเทศอังกฤษ รายได้จากการขุดที่ได้รับในแอฟริกาใต้ควรเก็บภาษีในแอฟริกาใต้ฝ่ายบริหารใช้สำนักงานในอังกฤษหรือไม่ หลังจากการตัดสินใจของ De Beers บริษัทตั้งค่าโครงสร้างการตัดสินใจที่ซับซ้อนเพื่อให้การจัดการและควบคุมส่วนกลางเป็นไม่ได้ตั้งอยู่ในสหราชอาณาจักรและในบางกรณีตั้งค่าความไว้วางใจที่ไม่ใช่ผู้มีถิ่นที่อยู่เพื่อถือหุ้นของบริษัทของชาวอังกฤษ (เช่น ผู้ดูแลทรัพย์สินส่วนใหญ่จะอาศัยอยู่ในเขตอำนาจศาลต่างประเทศ ดังนั้น รายได้สามารถสะสมมานานหลายปีในความเชื่อมั่นที่ไม่ใช่ถิ่นที่อยู่โดยไม่ต้องถูกอังกฤษภาษี)³⁰⁵

ปัจจัยสองข้อที่กล่าวถึงในบทที่สามสำหรับการเลือกตามหลักการหรือตามกฎหมายข้อบังคับ คือ “มีความเข้าใจร่วมกันของข้อความข้อบังคับ” และ “ทำตามกฎระเบียบการบังคับใช้อย่างยุติธรรมและมีประสิทธิภาพ” ข้อพิพาทเกี่ยวกับการเดินทางโดยรถแท็กซี่ของบริษัทที่มีรายได้ทั่วโลกแสดงให้เห็นว่าปัจจัยเหล่านี้สามารถพันกันได้อย่างไร หากกฎหมายข้อบังคับไม่ได้มีความมุ่งมั่นต่อสาธารณะ จุดประสงค์เพราะพวกเขาไม่เห็นว่าการยุติธรรมและมีประสิทธิภาพพวกเขาอาจมีส่วนร่วม “การปฏิบัติตามความคิดสร้างสรรค์” หรือ “ความซับซ้อนที่วางแผนไว้” จะมีการพูดคุยกันต่อไปในบทที่สามอีกประเด็นหนึ่งในกฎหมายภาษีซึ่งสอดคล้องกับกฎหมายหลักทรัพย์คือความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนของการปฏิบัติตาม นอกเหนือจากภาษีที่ต้องชำระจริงการปฏิบัติตามรวมถึงค่าใช้จ่ายในการบริหารค่าใช้จ่ายในการรวบรวมข้อมูลแบบฟอร์มที่สมบูรณ์จัดการกับหน่วยงานที่เป็นปัจจุบันอยู่กับกฎหมายภาษีและค่าใช้จ่ายของที่ปรึกษาด้านภาษีเราจะสามารถปรับปรุงการปฏิบัติตามกฎระเบียบได้อย่างไรด้วยต้นทุนขั้นต่ำ Feld และ Frey มีความเห็นว่า ทฤษฎีการยับยั้ง (Deterrence Theory)

³⁰⁴ DeBeers Consolidated Mines Limited v. Howe, (1906) A.C. 455

³⁰⁵ Sol Picciotto, *op. cit.*, p. 22.

ไม่ได้อธิบายพฤติกรรม ความน่าจะเป็นของการหลีกเลี่ยงภาษีที่ตรวจพบและขนาดของค่าปรับหลายประเทศอยู่ในระดับต่ำจนผู้ที่มีแรงจูงใจเพียงเพื่อผลประโยชน์ส่วนบุคคลจะเป็นมีเหตุผลที่จะหลบเลี่ยงภาษี³⁰⁶ ดังนั้น การปฏิบัติตามภาษีจึงเป็น “การกระทำแบบเสมือน-โดยสมัครใจ” และดีที่สุดอธิบายว่าเป็นสัญญาภาษีทางจิตวิทยามากกว่าโดยทฤษฎีการยับยั้ง ขวัญกำลังใจด้านภาษี คือปฏิสัมพันธ์ที่ซับซ้อนระหว่างผู้เสียภาษีและรัฐบาล ผู้เสียภาษีมากขึ้นเชื่อว่ารัฐบาลใช้เงินของพวกเขาเพื่อประโยชน์ชุมชนของพวกเขาซึ่งเป็นของพวกเขา การปฏิบัติตามกฎ³⁰⁷ ยิ่งกฎระเบียบขั้นตอนปรากฏว่ายุติธรรมและผู้เสียภาษีได้รับการปฏิบัติด้วยความเคารพความเต็มใจที่จะจ่ายมากขึ้น “ถ้าผู้เสียภาษีที่สงสัยไม่ได้ตั้งใจจะโกง แต่ทำผิดพลาดไปหรือเธอน่าจะถูกทำให้ชุ่นเคืองโดยการปฏิบัติต่อหน่วยงานด้านภาษีอย่างไม่สุภาพความรู้สึกของการถูกควบคุมในทางลบและถูกสงสัยว่ามีการโกงภาษีมีแนวโน้มเพื่อผลักดันแรงจูงใจจากภายในให้ทำหน้าที่เป็นผู้เสียภาษีที่มีเกียรติและเป็นดังนั้นขวัญกำลังใจภาษีจะลดลง ในทางตรงกันข้ามหากเจ้าหน้าที่ภาษีพยายามค้นหาเหตุผลที่ทำให้เกิดข้อผิดพลาดโดยการติดต่อผู้เสียภาษีในลักษณะที่เป็นมิตรผู้เสียภาษีอาจจะชื่นชมการปฏิบัติที่เคารพและขวัญกำลังใจด้านภาษีนี้นี้จะได้รับการรักษา”³⁰⁸ แน่นนอนว่าผู้เสียภาษีจะไม่จ่ายเงินทั้งหมดหากเจ้าหน้าที่ปฏิบัติต่อพวกเขาด้วยความเคารพ Plumley³⁰⁹ อธิบายห้าประเภทของคำอธิบายสำหรับการปฏิบัติตามภาษี

(i) “นโยบายภาษี” ตัวอย่างเช่นอัตราภาษีเล็กน้อยอาจส่งผลกระทบต่ออัตราการปฏิบัติตาม ผู้ที่มีรายได้ที่สูงขึ้นมีแรงจูงใจที่จะหลบเลี่ยงมากกว่าผู้ที่มีรายได้น้อย บทลงโทษสำหรับการรายงานที่มีรายได้น้อยแสดงถึงส่วนแบ่งรายได้สุทธิที่มากขึ้น³¹⁰

³⁰⁶ Lars P. Feld and Bruno S. Frey, “Tax Compliance as the Result of a Psychological Tax Contract: The Role of Incentives and Responsive Regulation,” **Law & Policy** 29, 1 (January 2007): 102-120, Retrieved <https://ssrn.com/abstract=955581> or <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-9930.2007.00248.x>

³⁰⁷ Ingrid Wahl, Barbara Kastlunger, and Erich Kirchler, Trust in Authorities and Power to Enforce Tax Compliance: An Empirical Analysis of the ‘Slippery Slope Framework’,” **Law & Policy**, 32, 4 (October 2010): 385.

³⁰⁸ Lars P. Feld and Bruno S. Frey, *op. cit.*, pp. 107-108.

³⁰⁹ Alan H. Plumley, **The Determinants of Individual Income Tax Compliance: Estimating the Impacts of Tax Policy, Enforcement, and IRS Responsiveness** (Washington, DC.: Internal Revenue Service, 1996).

³¹⁰ *Ibid.*, p. 16.

(ii) “ภาวะ / โอกาส” ยิ่งระบบภาษียิ่งซับซ้อน (และยิ่งมีมากขึ้น) มันยากที่จะรู้วิธีปฏิบัติ ยิ่งคนไม่ทำตามโดยไม่ได้ตั้งใจเนื่องจากความสับสนหรือจงใจหลุดพ้นจากความยุ่งยาก³¹¹

(iii) “การบังคับใช้” การตรวจสอบมีผลกระทบเชิงบวกที่แข็งแกร่งเกี่ยวกับการปฏิบัติตาม การรายงานตามเพื่อ Plumley เมื่อคำพูดของการตรวจสอบแพร่กระจายไปในหมู่เพื่อนและผู้ร่วมงาน จึงมีัยยัง “ผลกระทบ” ระลอกคลื่นในประชากรทั่วไปประมาณสิบเอ็ดครั้งมีขนาดใหญ่กว่าการ ปรับที่เสนอโดยผู้ตรวจสอบเองแม้จะไม่มี การตรวจสอบอย่างเป็นทางการการรับรู้ที่เจ้าหน้าที่ ตรวจสอบการยื่นเอกสารของผู้เสียภาษีมีเอฟเฟกต์ยับยั้ง³¹² การแจ้ง Nonfiler การจับคู่เอกสารข้อมูล (ตัวอย่างเช่นเปรียบเทียบเอกสารการเปิดเผยข้อมูลของฝ่ายตรงข้ามกับธุรกรรม) และส่งเสริมความ ช่วยเหลือในการเตรียมการนั้นคุ้มค่ากว่าการตรวจสอบเพื่อเพิ่มรายได้ ภาษีความเชื่อมั่นในการ หลีกเลี่ยงยังมีผลยับยั้งด้วยเหตุผลที่อธิบายไว้ข้างต้นโดย Thornton, Gunningham และ Kagan: ความรู้เกี่ยวกับ “คดีบังคับใช้สัญญา” ให้ความมั่นใจว่าการปฏิบัติตามนั้นไม่ได้โง่และเป็นเครื่อง เตือนให้ตรวจสอบการปฏิบัติตามปกติ³¹³

(iv) “การตอบสนองของเจ้าหน้าที่” โดยทั่วไปแล้วเป็นประสบการณ์ที่น่าพึงพอใจกับการ จัดเก็บภาษีเอเจนซีเช่น IRS (เช่น รับคำตอบที่ถูกต้องภายในระยะเวลาที่เหมาะสม) ควรมีส่วนร่วมใน การปฏิบัติตามความสมัครใจที่สูงขึ้น ด้วยเหตุนี้หนังสือเลสลีย์ก็คิดกัน “วิธีการตรวจสอบครั้งแรก” “กำหนดปัญหาทรัพยากรเอเจนซีและแบ็กสแลชที่น่าจะมาร่วมกับการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญใน การตรวจสอบของ IRS ของผู้เตรียมและขนาดเล็กผู้เสียภาษีธุรกิจ” แทน “[f] ขั้นตอนแรกสามารถ เชื่อมโยงกับการให้ความรู้การให้บริการและการแจ้งผู้จัดทำแนวปฏิบัติที่ดีที่สุดที่ตราโดย IRS ยินดีที่ จะติดตามและดำเนินการต่อไปกำหนดบทลงโทษที่ล่งล้าต่อนักแสดงที่ไม่ดี”

(v) “ประชากร / เศรษฐศาสตร์” Trivedi และ Umashanker พบว่าแต่ละคุณลักษณะส่วน บุคคล เช่น การให้เหตุผลเชิงจริยธรรมตัวแปรเจตคติและความตั้งใจ คือ ทำนายที่สำคัญที่สุดของการ ปฏิบัติตามภาษีของพวกเขา³¹⁴ อย่างไรก็ตาม Plumley แนะนำว่าการรับรู้ความสามารถในการชำระ เงินของคนสำคัญกว่า หนึ่งมีแนวโน้มที่จะจ่ายภาษีสูงถ้าใครมองโลกในแง่ดีเกี่ยวกับรายได้ในอนาคต และมีโอกาสน้อยที่จะจ่ายถ้าเผชิญกับการว่างงาน

³¹¹ *Ibid.*, p. 16.

³¹² Silvia Rechberger, Martina Hartner, Erich Kirchler and Franziska Hammerle. “Tax Amnesties, Justice Perceptions, and Filing Behavior: A Simulation Study,” *Law & Policy* (April 2010): 215.

³¹³ Wayne B. Gray and John T. Scholz, *op. cit.*, p. 198.

³¹⁴ Umashanker Trivedi et al., *op. cit.*

2.11.2 มาตรฐานการบัญชี (Accounting Standards)

วัตถุประสงค์ของมาตรฐานการบัญชีมีความคล้ายคลึงกับข้อกำหนดของหลักทรัพย์-เต็มและถูกต้องการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทประเมินข้อมูลที่ได้รับจากผู้บริหารที่อาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับทราบอย่างเต็มที่แม้ว่าจุดเน้นของการตรวจสอบจะแตกต่างจากจุดเน้นของกฎหมายหลักทรัพย์ผู้ถือหุ้นปัจจุบันในขณะที่รายงานการเปิดเผยหลักทรัพย์โดยทั่วไป ประเด็นที่คล้ายกันสามารถเกิดขึ้นได้เช่นเดียวกับหลักการภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสามารถตีความหลักการบัญชีได้ (หรือตีความผิด) ขึ้นอยู่กับค่านิยมหรือวัฒนธรรม ในปี ค.ศ. 1988 Gray ได้กล่าวถึงวัฒนธรรมที่ประการค่าที่มีอิทธิพลต่อการวิวัฒนาการของมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศที่แตกต่างกัน³¹⁵

1. ความเป็นมืออาชีพและการควบคุมตามกฎหมาย - ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของแต่ละบุคคลและการควบคุมตนเอง Gray แย้งว่าในสหราชอาณาจักรการนำเสนอสถานะทางการเงินของบริษัท ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของนักบัญชีในฐานะมืออาชีพอิสระพร้อมด้วยความเห็นที่เป็นธรรมไม่ได้กำหนดไว้ตามกฎหมายโดยเฉพาะ ในทางตรงกันข้ามเกรย์ตั้งข้อสังเกตว่าฝรั่งเศสและเยอรมนีมีกำหนดไว้ล่วงหน้าแบบดั้งเดิมและมาตรฐานรายละเอียด Harrison และ McKinnon อธิบายว่าหลังจากสงครามโลกครั้งที่สองวัฒนธรรมญี่ปุ่นต่อต้านความพยายามของสหรัฐอเมริกาในการปรับปรุงอย่างไร การตรวจสอบอิสระเนื่องจากวัฒนธรรมทางธุรกิจของญี่ปุ่นเน้นการคุ้มครองความสัมพันธ์และความสนใจร่วมกัน – การตรวจสอบอิสระของบุคคลที่สามได้รับการพิจารณา “คนต่างด้าว” ต่อการปฏิบัติธุรกิจญี่ปุ่น³¹⁶

2. ความสม่ำเสมอเมื่อเทียบกับความยืดหยุ่น - บางวัฒนธรรมกำหนดแนวทางปฏิบัติด้านการบัญชีที่เหมือนกันระหว่างบริษัท; วัฒนธรรมอื่น ๆ อนุญาตให้มีความยืดหยุ่นขึ้นอยู่กับการพิจารณาของแต่ละธุรกิจ Gray แย้งว่าในฝรั่งเศสประเพณีเป็นแผนการบัญชีที่สม่ำเสมอเพื่ออำนวยความสะดวก การวางแผนระดับชาติและเป้าหมายทางเศรษฐกิจมหภาค ในทางตรงกันข้ามในสหรัฐอเมริกาและในสหรัฐอเมริกามีความกังวลมากขึ้นกับความสอดคล้องระหว่างกาลพร้อมกับระดับระหว่างบริษัทเรื่องการเปรียบเทียบกับความต้องการการรับรู้เพื่อความยืดหยุ่นอนุรักษ์นิยมกับมองในแง่ดี -

³¹⁵ S. J. Gray, “Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally,” *Abacus* 24, 1 (March 1988): 1-15.

³¹⁶ Graeme L. Harrison and Jill L. McKinnon, “Culture and Accounting Change: A New Perspective on Corporate Reporting Regulation and Accounting Policy Formulation,” *Accounting, Organizations and Society* 11, 3 (1986): 245. page 233-252.

วัฒนธรรมบางอย่างนิยมงบการเงินที่ระมัดระวังเนื่องจากความไม่แน่นอน วัฒนธรรมอื่น ๆ อนุญาตให้มองโลกในแง่ดีมากขึ้นไม่รู้ไม่ชี้เสี่ยงเข้าใกล้[การอนุรักษ์หรือความรอบคอบในการวัดสินทรัพย์และกำไรถือเป็นพื้นฐานโดยนักบัญชีทั่วโลก อย่างไรก็ตาม Gray เห็นว่าระดับของการอนุรักษ์แตกต่างกันไปตามประเทศตั้งแต่แนวทางอนุรักษ์นิยมอย่างยิ่งในฝรั่งเศสและเยอรมนีเพื่อแนวทางอนุรักษ์นิยมน้อยลงในสหรัฐอเมริกาและสหรัฐอเมริกา

3. ความลึกลับกับความโปร่งใส - วัฒนธรรมบางอย่างชอบการรักษาความลับและข้อจำกัดข้อมูลเพื่อการจัดการ; วัฒนธรรมอื่น ๆ สนับสนุนความโปร่งใสเปิดเผยและเปิดเผยต่อสาธารณะวิธีการที่รับผิดชอบ[ความลับเกี่ยวข้องกับการอนุรักษ์; วิธีการระมัดระวังในการเปิดเผยข้อมูลสามารถหลีกเลี่ยงความขัดแย้งที่น่าสนใจและสามารถหลีกเลี่ยงการรั่วไหลของทรัพย์สินทางปัญญาให้กับคู่แข่ง Gray เห็นว่าขอบเขตของการรักษาความลับที่ได้รับอนุญาตนั้นแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศโดยมีระดับการเปิดเผยที่ต่ำกว่าฝรั่งเศสและเยอรมนีเทียบกับสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร เช่นเดียวกับ “พฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม” ในการปฏิบัติตามภาษีเงินได้สามารถเกิดขึ้นได้จากความไม่ลงรอยกันที่ซื่อสัตย์เกี่ยวกับความหมายและความยุติธรรมทัศนคติทางวัฒนธรรมที่แตกต่างกันอาจส่งผลให้เกิดการตีความที่แตกต่างกันเกี่ยวกับการเปิดเผยทางการเงิน Gray กล่าวว่า วัฒนธรรมการบัญชีในประเทศฝรั่งเศสมีวิวัฒนาการกฎที่ได้มาตรฐานเป็นเครื่องมือในการวางแผนเศรษฐกิจของชาติ ในขณะที่ประเพณีของอังกฤษเป็นหนึ่งในอาชีพอิสระและความยืดหยุ่น ไม่มี “ถูกต้อง” ในสมบูรณาญาสิทธิราชย์ความรู้สึก การกำหนดมาตรฐานและความยืดหยุ่นเป็นเป้าหมายที่แตกต่างกันด้วยความเสี่ยงและผลประโยชน์ที่แตกต่างกันในปี 2554 ผู้ถือหุ้นแคนาดาต้องเปลี่ยนจากที่ยอมรับกันโดยทั่วไปแนวปฏิบัติทางการบัญชี (“GAAP”) ถึงมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (“IFRS”) IFRS เป็นวิธีการที่ใช้หลักการมากขึ้น ต้องใช้หลักการ IFRS ตามการตัดสินใจและสมมติฐานให้ข้อเท็จจริงเฉพาะที่อยู่ในมือ IFRS จัดให้มีนโยบายการบัญชีมากขึ้นตัวเลือกและการใช้วิจารณ์ญาณมากกว่าแบบ GAAP ของแคนาดา นักวิจารณ์ได้แย้งว่า IFRS ให้การจัดการที่ยืดหยุ่นมากเกินไป³¹⁷ แม้ว่ามาตรฐานการบัญชีของอเมริกาได้รับอิทธิพลมาจากประเพณีของอังกฤษ ความยืดหยุ่นและความเป็นอิสระอย่างมืออาชีพข้อบังคับการบัญชีของสหรัฐอเมริกามีรายละเอียดมากและซับซ้อน เครื่องมือกำหนดมาตรฐานการบัญชีหลักของสหรัฐอเมริกา คือ มาตรฐานการบัญชีการเงิน Board (FASB) ถูกวิพากษ์วิจารณ์หลังจาก Enron เพราะใช้กฎรายละเอียดมากเกินไป Gill เห็นว่าการตัดสินใจจากเอกสารทางการบัญชีที่เชื่อถือได้จำนวนมากบัญชีของสหรัฐอเมริกามาตรฐานนั้นมี

³¹⁷ Simon A. Romano and Ramandeep K. Grewal, **Comments on Proposed National Instrument 52-107 Acceptable Accounting Principles and Auditing Standards** (S.L.: Ontario Securities Commission, 2009).

รายละเอียดมากที่สุดในโลก³¹⁸ FASB พิจารณาตามหลักการการบัญชีในข้อเสนอปี ค.ศ. 2003 และกล่าวถึงต้นทุนและการควบคุม มั่นบอกว่าหลักการ - วิธีการตามอาจนำไปสู่ความศรัทธาที่ดี แต่การตีความทางวิชาชีพที่แตกต่างกันสำหรับสิ่งที่คล้ายกันการทำการธุรกรรมเพิ่มความกังวลเกี่ยวกับการเปรียบเทียบ คำแนะนำจะเป็นสิ่งที่จำเป็นและถ้า FASB ไม่ได้เตรียมไว้ให้คนอื่นจะกลายเป็นผู้ตั้งมาตรฐานโดยไม่ต้องดำเนินการจัดทำโดย FASB ได้ข้อสรุปว่าการควบคุมบนหลักการอาจนำไปสู่การละเมิดหากมาตรฐานไม่ได้ถูกนำไปใช้โดยสุจริต FASB ตัดสินใจว่าจะเป็นอย่างนั้นเป็นเรื่องยากสำหรับ ก.ล.ต. และผู้เข้าร่วมอื่น ๆ ในกระบวนการบัญชีการเงินและการรายงานของสหรัฐอเมริกาเพื่อปรับให้เข้ากับวิธีการตามหลักการ³¹⁹ แนวทางของกฎเกณฑ์แบบบรรทัดที่สดใส (Bright-Line Rules Approach) ซึ่งสนับสนุนโดย FASB นั้นไม่จำเป็นต้องมีประสิทธิภาพมากกว่านี้คล้ายกับการอภิปรายเกี่ยวกับ “กฎและความแม่นยำ”, Cuccia และ Nelson ตรวจสอบว่าการแทนที่มาตรฐานที่คลุมเครือด้วยเกณฑ์ตัวเลขจะลดลงหรือไม่ การรายงานภาษีเชิงรุก สิ่งที่พวกเขาพบ คือ ผู้ฝึกปฏิบัติมีความก้าวร้าวเท่าเทียมกันระบอบการปกครองแบบใช้กฎ ผู้ปฏิบัติงานขดเชยการสูญเสียละติจูดในมาตรฐานโดยผ่อนคลายการตีความหมายของหลักฐานที่สนับสนุนกฎอย่างละเอียด³²⁰ และสิ่งที่ตรงกันข้ามก็ปรากฏขึ้นจริง Nelson และ Kinney พบว่าผู้สอบบัญชีตอบสนองต่อความกำกวมของมาตรฐานที่คลุมเครือด้วยรายงานอย่างระมัดระวังมากขึ้น³²¹

2.11.3 ความเกี่ยวเนื่องกับด้านอื่น ๆ (Other Regulated Fields)

การศึกษาที่สำคัญสำหรับการควบคุมตามหลักการนั้นแสดงโดย Fairman และ Yapp ในอุตสาหกรรมบริการอาหารในอังกฤษ ใน “การทำความเข้าใจ” ของข้อกำหนดที่กำหนดไว้พวกเขาไม่ได้ทำเข้าใจการตอบสนองที่พบบ่อยที่สุด คือ การไม่สนใจพวกเขา อย่างไรก็ตาม การปฏิบัติตามจะ

³¹⁸ Roger Gill, “Change Management – or Change Leadership?,” **Journal of Change Management** 3, 4 (December 2002): 307-318.

³¹⁹ Financial Accounting Standards Board, **Proposal for a Principles-Based Approach to Entities** (S.L.: Financial Accounting Standards Board, 2002), p. 9.

³²⁰ Andrew D. Cuccia, Karl Hackenbrack and Mark W. Nelson, “The Ability of Professional Standards to Mitigate Aggressive Reporting,” **The Accounting Review** 70, 2 (April 1995): 228.

³²¹ Mark W. Nelson and William R. Kinney, Jr, “The Effect of Ambiguity on Loss Contingency Reporting Judgments,” **The Accounting Review** 72, 2 (April 1997): 257-274.

ดีกว่าถ้ากฎถูกเชื่อมโยงกับอันตรายในใจของเจ้าของธุรกิจ³²² ซึ่งการบังคับใช้เจ้าหน้าที่ใช้วิธีการให้ความรู้โดยมีค่าเตือนและการลงโทษที่จบการศึกษาปรับปรุงโดยทั่วไป วิธีการดังกล่าวต้องการการลงทุนด้านกฎระเบียบที่มากขึ้น³²³ ระเบียบเกี่ยวกับตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ล่วงหน้า (Commodity Futures) ในสหรัฐอเมริกาแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการบังคับใช้และการตรวจสอบในระบอบการปกครองตามหลักการ ในทางตรงกันข้ามกับกฎระเบียบแบบดั้งเดิมตลาดทุนโดย ก.ล.ต. ในปี ค.ศ. 2000 หน่วยงานกำกับดูแลสินค้าโภคภัณฑ์นำหลักการพื้นฐานมาใช้มากขึ้นแนวทางสำหรับการควบคุมฟิวเจอร์สและอนุพันธ์ ก้าวของการเปลี่ยนแปลงในตลาดเหล่านี้คือถือว่าเร็วเกินไปที่จะอนุญาตให้มีระบบที่ครอบคลุมกฎเพื่อควบคุมผู้เข้าร่วมตลาด พ.ร.บ. Commodity Futures Modernization Act มีองค์ประกอบพื้นฐานหลายประการพร้อมชุดของ “หลักการหลัก” ตามหลักการของฟอร์ด หลักการสำคัญของฟิวเจอร์จะแบ่งปันคุณสมบัติกับหลักการของ FSA สำหรับนักธุรกิจและ BCSC เสนอแนวทางปฏิบัติสำหรับผู้ค้าและที่ปรึกษา³²⁴ นักวิจารณ์มีเป็นที่ถกเถียงกันอยู่ว่าพระราชบัญญัติการปรับเปลี่ยนสินค้าโภคภัณฑ์ล่วงหน้าทันสมัยมาพร้อมกับปรัชญาของการยกเลิกการควบคุมในปี พ.ศ. 2543 ธุรกรรมอนุพันธ์ระหว่าง “กลุ่มที่มีความซับซ้อน” เช่น ธนาคารและหลักทรัพย์ บริษัทส่วนใหญ่ไม่มีการควบคุม ตราสารอนุพันธ์เหล่านี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการแลกเปลี่ยนเครดิตเริ่มต้นอยู่ที่หัวใจของวิกฤตสินเชื่อในปี พ.ศ. 2551 และการถดถอยทั่วโลกครั้งต่อไป

2.12 ลักษณะโดยสรุปของ Principles และ Rules

การกำกับและกฎหมายโดยทั่วไปแล้ว จะประกอบด้วยส่วนผสมของทั้ง Rules และ Principles เสมอ ถ้าต้องการให้มีลักษณะเป็น Principles มากขึ้นก็เพิ่มลักษณะของ Principles ให้มากขึ้น เช่น กำหนดข้อยกเว้นไว้ แต่ถ้าอยากให้เป็น Rules มากขึ้น ก็อาจเพิ่มลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งของ Rules ได้เช่นกัน เช่น อาจเพิ่มลักษณะของตัวอย่างที่ดีในการปฏิบัติหรือองค์ประกอบที่ต้องมี

³²² Robyn Fairman and Charlotte Yapp, “Enforced Self-Regulation, Prescription, and Conceptions of Compliance within Small Businesses: The Impact of Enforcement,” *Law & Policy* 27, 4 (October 2005): 505, Retrieved October 22, 2018 from <https://ssrn.com/abstract=796348>

³²³ *Ibid.*, p. 504.

³²⁴ Cristie Ford, “Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis,” *McGill Law Journal*, p. 18

Cunningham ได้ให้ทฤษฎีทางกฎหมายไว้ในการอธิบายลักษณะของ Rules และ Principles ไว้เป็น 3 ลักษณะคือ ตามลักษณะ แนวคิด และหน้าที่

1. เรื่องตามลักษณะ (Temporal Dimension) Rules กำหนดไว้ให้มีลักษณะของเขตเป็น Ex Ante คือ เป็นการกำหนดขอบเขตก่อนนำมาใช้ ส่วน Principles มีลักษณะเป็น Ex Post คือเป็นขั้นตอนการตรวจสอบหลังจากทำไปแล้ว ดังนั้น Rules จึงต้องการทำงานมากกว่าจากผู้กำกับ (Regulators) เพราะรายละเอียดกฎต่าง ๆ ต้องกำหนดล่วงหน้า ส่วนเรื่องของแนวคิด ก็เป็นเรื่องระหว่างเรื่องทั่วไปกับเรื่องเฉพาะเจาะจง ส่วนเรื่องการใช้ดุลพินิจนั้น Rules จะให้อำนาจกับหน่วยงานกำกับ ส่วน Principles จะเป็นการตีความร่วมกันของผู้ตรวจสอบและผู้ถูกตรวจสอบ

2. แนวคิด (The Conceptual Dimension) เป็นการแยกแนวคิดออกว่ามีลักษณะอย่างไร โดย Principles จะมีลักษณะทั่วไป กว้าง และบางครั้งเป็นนามธรรม ส่วน Rules จะมีลักษณะระบุชัดเจน เฉพาะเจาะจง และแน่นอน

3. การใช้อำนาจหน้าที่ (The Functional Dimension) เป็นการพิจารณาอำนาจที่ใช้ในการกำกับหรือตีความกฎหมาย โดย Rules จะใช้อำนาจดุลพินิจน้อย และส่วนใหญ่ผู้กำกับจะเป็นผู้ใช้อำนาจ ส่วน Principles จะเกี่ยวข้องกับการใช้อำนาจดุลพินิจมาก แต่มักจะเป็นการตีความทั้งจากผู้กำกับและผู้ถูกกำกับ

นอกเหนือจากหลักสามข้อนี้แล้ว ยังมีแนวคิดในการแยกระหว่าง Rules กับ Principles ที่ได้มาจากในส่วนของปัญญาประดิษฐ์ (Artificial Intelligence and Formal Reasoning) โดยแบ่งออกเป็นลักษณะที่แสดงออก และการใช้องค์ความรู้ คือ³²⁵

4. ลักษณะที่แสดงออก (A Declarative Representation) ว่าอะไร (What) คือสถานการณ์ที่ต้องการ ส่วนจะสำเร็จได้อย่างไรนั้น ขึ้นอยู่กับผู้ปฏิบัติ ซึ่งจะเป็นลักษณะของ Principles หรืออาจจะกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า เป็นลักษณะของการกำหนดเป้าหมายก็ได้ (Outcome-Based) คือดูที่ผลลัพธ์ ส่วนของ Rules นั้นจะเน้นไปที่กระบวนการ ว่าต้องมีกิจกรรมใดบ้างเพื่อให้สำเร็จ หรืออาจจะเรียกได้ว่าเป็นแบบที่เน้นขั้นตอน รายละเอียดของกระบวนการ (Process-Based)

5. ระดับของการใช้ความรู้ (Knowledge Needed) การใช้ Rules นั้นไม่จำเป็นที่จะต้องใช้ความรู้มากนัก เนื่องจากเป็นการดำเนินการตามข้อกำหนด ส่วน Principles ต้องการระดับความรู้มากกว่า

³²⁵ C. B. Burgemeestre, J. Hulstijn and Y. H. Tan, Rule-Based Versus Principle-Based Regulatory Compliance, In **Frontiers in Artificial Intelligence and Applications (JURIX 2009)**, G. Governatori, ed. (Amsterdam: IOS Press, 2009).

ส่วนอีกสองข้อที่เหลือนั้น เป็นหลักของ Dworkin³²⁶ คือ ในเรื่องของข้อยกเว้นและวิธีการแก้ปัญหา โดย Rules จะมีลักษณะ All-or-Nothing คือ ถ้าไม่ครบองค์ประกอบก็ไม่ผิด และมักจะไม่ให้มีการเจรจาหนักในกฎ ส่วน Principles นั้นจะมีลักษณะที่ยืดหยุ่นกว่า โดยจะมีการตั้งข้อยกเว้น หรือเพิกถอนได้ และสามารถใช้ในการเจรจาในการแก้ปัญหาได้

6. วิธีการจัดการกับข้อยกเว้น (Exception Handling) ใน Principles สามารถยกเลิก เพิกถอนได้ แต่ถ้าเป็นแบบ Rules จะเป็นแบบเข้มงวด และไม่สามารถเพิกถอนได้

7. การแก้ไขปัญหาข้อขัดแย้ง (Conflict Resolution) ในข้อยกเว้นต่าง ๆ อาจต้องการการจัดลำดับความสำคัญหรือวิเคราะห์น้ำหนักความคุ้มค่าในการให้มีข้อยกเว้น กล่าวคือ Principles ยังสามารถมีกลไกในการแก้ปัญหาโดยใช้การวิเคราะห์พิจารณา (Trade Off) ได้ แต่ถ้าเป็นในลักษณะ Rules จะไม่สามารถดำเนินการได้

ตารางที่ 2.8 สรุปลักษณะของ Principles และ Rules³²⁷

Dimension	Principles	Rules
1 ลักษณะ/Temporal	Ex Post	Ex Ante
2 แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป, กว้าง, เป็นนามธรรม	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
3 หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	อำนาจดุลพินิจน้อย
4 การแสดงออก/ Representation	คืออะไร	ทำอย่างไร (กระบวนการ)
5 องค์ความรู้/Knowledge Need	ต้องใช้ความรู้มาก	ใช้ความรู้น้อย
6 ข้อยกเว้น/Exception Handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
7 วิธีแก้ปัญหา/Conflict Resolution	ใช้การเจรจาได้	ไม่สามารถมี ข้อโต้แย้งได้

³²⁶ R. Dworkin, **Taking Rights Seriously** (London: Duckworth, 1977).

³²⁷ C. B. Burgemeestre et al., *op. cit.*

อย่างไรก็ตาม ตารางสรุปลักษณะทั่วไปนี้ ไม่ได้เป็นการระบุลักษณะว่าเป็น Rules หรือ Principles ไปเลย เช่นในตัวอย่างทฤษฎีที่เป็นแบบ Rules ก็อาจจะมีบทบัญญัติเรื่องข้อยกเว้นไว้ได้เช่นกัน แต่ตารางนี้เป็นเพียงการพยายามแยกลักษณะเบื้องต้นของ Principles กับ Rules เพื่อจะได้นำไปใช้ในการวิเคราะห์และตัดสินใจว่าตัวอย่างทฤษฎี หรือกระบวนการการกำกับแบบใดมีลักษณะของ Rules-Based หรือ Principles-Based ต่อไปในบทที่ 3

บทที่ 3

รูปแบบขององค์การกำกับ และบทบัญญัติ เกี่ยวกับการปันหุ้นในต่างประเทศ

ในบทที่ 3 นี้ จะทำการศึกษาองค์การกำกับ และบทบัญญัติกฎหมายเกี่ยวกับการปันหุ้นใน 4 ประเทศ คือ สหรัฐอเมริกา, อังกฤษ, เยอรมัน และ ฮองกง โดยในเบื้องต้นจะเป็นการ Overview ของแต่ละประเทศ ว่ามีที่มาของกฎหมายหลักทรัพย์อย่างไร องค์การที่กำกับเป็นใคร มีลักษณะอย่างไร ข้อกฎหมายที่ใช้เกี่ยวกับการปันหุ้นมีอะไรบ้าง จะทำการศึกษาวิเคราะห์ด้วยบทบัญญัติของแต่ละประเทศว่ามีลักษณะเป็น Rules-Based หรือ Principles-Based รวมถึงการยกกรณีศึกษา (Cases Law) ของแต่ละประเทศขึ้นมาประกอบการพิจารณา เพื่อให้ทราบถึงลักษณะของการบังคับใช้ และ ผลของการบังคับใช้กฎหมายอีกด้วย

3.1 ประเทศสหรัฐอเมริกา

3.1.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย³²⁸

รากฐานของกฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาเกิดจากข้อตกลงของรัฐบาลกลางที่ได้ตรากฎหมายขึ้นในระหว่างปี ค.ศ. 1933 และ ค.ศ. 1940 แต่เมื่อตลาดหุ้นตกเมื่อปี ค.ศ. 1929 และเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ สภาคองเกรสเห็นว่ากฎหมายของรัฐบาลกลางเป็นสิ่งจำเป็นในการฟื้นฟูความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ สภาคองเกรสจึงตราพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ The Securities Act of 1933 (The Securities Act) ซึ่งโดยทั่วไปควบคุมการออกหลักทรัพย์ใหม่และพระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ The Securities Exchange Act of 1934 (The Exchange Act) ซึ่งโดยทั่วไปควบคุมการซื้อขายในตลาดรอง

³²⁸ William Savitt and Noah B. Yavitz, **The Securities Litigation Review – Edition 5, United States**, Retrieved October 22, 2018 from <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-securities-litigation-review-edition-5/1194763/united-states>

กฎหมายเหล่านี้ถูกเพิ่มเติมโดยกฎหมายของรัฐบาลกลางที่ออกแบบมาเพื่อเพิ่มกรอบการกำกับดูแล: พระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยนสินค้าของปี ค.ศ. 1936 พระราชบัญญัติความน่าเชื่อถือของปี พ.ศ. 2482 พระราชบัญญัติบริษัทการลงทุนปี พ.ศ. 2483 และพระราชบัญญัติที่ปรึกษาการลงทุนของปี ค.ศ. 1940 การจัดตั้งกฎทั่วไปเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในการซื้อขายหลักทรัพย์ กฎเกณฑ์เหล่านี้สร้างหน่วยงานบริหารของรัฐบาลกลางหลายแห่งรวมถึงสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (The Securities and Exchange Commission: SEC) มีอำนาจประกาศกฎที่ตีความและจัดให้มีการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ หน่วยงานกำกับดูแลเหล่านี้ได้รับการสนับสนุนเพิ่มเติมจากองค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory Organization) รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลอุตสาหกรรมการเงิน / The Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) และตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ ซึ่งออกกฎของตนเองและทำหน้าที่ตรวจสอบตราสารของตนเองภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการ SEC กล่าวโดยสรุปแล้ว การตัดสินใจของศาลในการตีความกฎหมายและข้อบังคับหลักทรัพย์เป็นแหล่งสำคัญของกฎหมายหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา

ในช่วงสามทศวรรษที่ผ่านมาสภาองเกรสได้เพิ่มรูปแบบการกำกับดูแลของรัฐบาลกลางผ่านกฎหมายฉบับใหม่ ดังนี้³²⁹

1. พระราชบัญญัติปฏิรูปการฟ้องร้องหลักทรัพย์เอกชน / The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA) ซึ่งแก้ไขพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดการฟ้องร้องคดีหลักทรัพย์ส่วนบุคคล
2. พระราชบัญญัติแบบมาตรฐานการฟ้องร้องคดีหลักทรัพย์ / The Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998 (SLUSA) ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และพระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยนเพื่อให้แน่ใจว่าการฟ้องร้องคดีหลักทรัพย์จะถูกส่งไปยังศาลรัฐบาลกลาง
3. พระราชบัญญัติ Commodity Futures Modernization Act 2000 ซึ่งปรับปรุงพระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยนสินค้าโภคภัณฑ์ปี ค.ศ. 1936 โดยมุ่งเน้นเฉพาะในการเสริมความแข็งแกร่งในการควบคุมกฎระเบียบของตลาดซื้อขายล่วงหน้าและการกำกับดูแลการผ่อนคลายข้อตกลงแลกเปลี่ยน

³²⁹ William Savitt and Noah B. Yavitz, **The Securities Litigation Review – Edition 5, United States**, Retrieved October 22, 2018 from <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-securities-litigation-review-edition-5/1194763/united-states>.

4. กฎหมาย Sarbanes-Oxley ของปี ค.ศ. 2002 ซึ่งพยายามปรับปรุงการเปิดเผยข้อมูลสาธารณะ ปรับปรุงคุณภาพและความโปร่งใสของการรายงานทางการเงินและการตรวจสอบและเสริมสร้างบทลงโทษสำหรับการละเมิดกฎหมายหลักทรัพย์
5. Dodd-Frank Wall Street Reform และพระราชบัญญัติคุ้มครองผู้บริโภคปี ค.ศ. 2010 (Dodd-Frank) ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงต่อความรับผิดชอบภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลกลางของหน่วยงานจัดอันดับเครดิต (Credit Rating) และขยายอำนาจของ SEC ในการดำเนินการบังคับใช้หรือการละเมิดพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ พระราชบัญญัติบริษัทการลงทุน และพระราชบัญญัติที่ปรึกษาการลงทุน
6. The Jumpstart Our Business Startups Act of 2012 ซึ่งกำหนดให้ ก.ล.ต. เขียนกฎระเบียบเกี่ยวกับการจัดตั้งกองทุน การเปิดเผยข้อมูล และข้อกำหนดการลงทะเบียน

3.1.2 หน่วยงานกำกับดูแล (Regulatory Authorities)

กฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาใช้บังคับโดยหน่วยงานราชการ, องค์กรกำกับดูแลตนเองและการดำเนินคดีโดยภาคเอกชน ในขณะที่ SEC มีอำนาจในการดำเนินคดีทางแพ่ง แต่การกระทำทางอาญาทั้งหมดภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลกลางจะต้องถูกดำเนินคดีโดยกระทรวงยุติธรรมของสหรัฐอเมริกา องค์กรกำกับดูแลตนเองเช่น FINRA และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจบังคับที่จำกัดมากขึ้น พวกเขาสามารถปรับระงับหรือห้ามไม่ให้สมาชิกเข้าร่วมในบางแง่มุมของอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ ผู้ฟ้องคดีเอกชนบางครั้งสามารถใช้ประโยชน์จากกฎหมายของรัฐและรัฐบาลกลางในการเรียกร้องความเสียหายทางการเงินได้

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ยึดถือเอาหลักกฎหมายของสหรัฐอเมริกา คือ Securities Exchange Act of 1934 มาตรา 16 มาตรา 10b และ กฎ 10b-5 เป็นแม่แบบในการบัญญัติกฎหมาย โดยถือว่ากฎหมายของสหรัฐอเมริกา มีการพัฒนามานานเป็นอย่างดีแล้ว โดยในมาตรา 16 กำหนดตัวบุคคลที่เป็นบุคคลวงใน (Insider) ได้แก่ กรรมการ ผู้จัดการ เจ้าหน้าที่บริษัท รวมทั้งผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ที่มีหน้าที่ความรับผิดชอบ (Fiduciary Duty) ต่อบริษัท แต่ที่ปรากฏว่ามาตรา 16 นี้ ไม่อาจห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงในได้ เพราะใช้บังคับได้แต่ทางแพ่งเท่านั้น ดังนั้น จึงมีการนำเอาบทบัญญัติมาตรา 10b แห่ง 1934 Act อันเป็นบทบัญญัติเกี่ยวกับการป้องกันการฉ้อฉลในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Anti Fraud Provision) ซึ่งให้อำนาจ SEC ออกกฎ 10b-5 มาใช้เพราะเห็นว่าการฉ้อฉลหลอกลวงในทางธุรกิจหลักทรัพย์มีการพัฒนาเปลี่ยนรูปแบบและซ่อนเร้นเจตนาไปเรื่อย ๆ ซึ่ง SEC ก็ใช้อำนาจตามมาตรา 10b ออกกฎดังกล่าว เพื่อป้องกันการเล็งกฎหมาย และให้อำนาจออกกฎเกณฑ์ว่า การกระทำอย่างไรถือเป็นการฉ้อฉลและเปิดเผยข้อมูล อย่างไรก็ตาม SEC ก็ยังไม่เคยระบุไว้ชัดเจนว่าบุคคลที่อยู่ในข่ายกระทำความผิดมีใคร

บ้าง การกระทำใดเป็นการกระทำที่เป็นการฉ้อฉล คงมีแต่ระบุไว้กว้าง ๆ เท่านั้น โดยในส่วนของ 10b และ 10b-5 จะเป็นหลักกว้าง ๆ และเกี่ยวข้องกับเรื่องการใช้ข้อมูลวงใน (Insider Trading) แต่ในส่วนของกฎหมายหลักที่จะใช้เกี่ยวกับการปั่นหุ้นจะอยู่ใน The Securities Act of 1933 (The Securities Act) และ The Securities Exchange Act of 1934 (The Exchange Act) ในที่นี้เรื่องการปั่นหุ้นโดยการสร้างราคา (Manipulation) จะอยู่ใน Securities Exchange Act of 1934 Section 9 Manipulation of Security Prices อย่างไรก็ตาม ในเรื่องการปั่นหุ้นนี้ จึงจะทำการวิเคราะห์ด้วยบททั้งมาตรา 9 มาตรา 10b และ กฎ 10b-5 ซึ่งจะนำมาพิจารณาประกอบไปด้วย³³⁰

โดยกฎหมายเรื่องการปั่นหุ้น บัญญัติไว้ใน Section 9 Manipulation of Security Prices จาก The Securities Exchange Act of 1934 Section 9 (a)(1)(2) ดังนี้

Section 9 (a) Transaction Relating to Purchase or Sale of Security (ธุรกรรมเกี่ยวกับการซื้อหรือการขายหลักทรัพย์)

ซึ่งกำหนดให้การกระทำดังต่อไปนี้ เป็นการกระทำผิดตามกฎหมาย ไม่ว่าจะกระทำโดยใคร โดยตรงหรือโดยอ้อม หรือด้วยวิธีการใด ๆ (It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange)

(1) ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อวัตถุประสงค์ ในการอำพรางหรือทำให้บุคคลอื่นหลงผิด ด้วยวิธีการ (For the Purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security registered on a national securities exchange, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security)

ก. ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยผลประโยชน์ในการเป็นเจ้าของหลักทรัพย์มิได้เปลี่ยนแปลงไป (to effect any transaction on such security which involves no change in the beneficial ownership)

ข. สั่งขายหลักทรัพย์ โดยรู้อยู่แล้วว่า ตนเองหรืออีกฝ่ายหนึ่ง ได้สั่งซื้อหรือจะสั่งซื้อหลักทรัพย์จำนวนใกล้เคียงกัน ในเวลาใกล้เคียงกัน และราคาใกล้เคียงกัน (to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially

³³⁰ สุรเชษฐ ชีรวินิจ, ปัญหาเกี่ยวกับความหมายของคำว่า “ผู้เกี่ยวข้องฯ” ตามมาตรา 241 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539), หน้า 84.

the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties)

ค. สั่งซื้อหลักทรัพย์ โดยรู้อยู่แล้วว่า ตนเองหรืออีกฝ่ายหนึ่ง ได้สั่งขายหรือจะสั่งขายหลักทรัพย์จำนวนใกล้เคียงกัน ในเวลาใกล้เคียงกัน และราคาใกล้เคียงกัน (To enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties)

(2) ทำการซื้อขายในลักษณะต่อเนื่องกัน (A Series of Transactions) อันเป็นผลทำให้หลักทรัพย์มีการซื้อหรือขายหลักทรัพย์อย่างผิดปกติ (Creating Actual or Apparent Active Trading) หรือราคา สูงขึ้นหรือลดลง (Raising or Depressing The Price) เพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น (For the Purpose of Inducing the Purchase or Sale of Such Security by Others)

จากตารางในการวิเคราะห์ความเป็น Principles-Based หรือ Rules-Based ในบทที่ 2 จะได้ทำการวิเคราะห์ตัวบทใน Section 9 Manipulation of Security Prices จาก The Securities Exchange Act of 1934 Section 9 (a)(1)(2) ได้ ดังนี้

ธุรกรรมเกี่ยวกับการซื้อหรือการขายหลักทรัพย์

กำหนดให้การกระทำได้ต่อไปนี้ เป็นการกระทำผิดตามกฎหมาย ไม่ว่าจะกระทำโดยใคร โดยตรงหรือโดยอ้อม หรือด้วยวิธีการใด ๆ

1. ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อวัตถุประสงค์ ในการอำพรางหรือทำให้บุคคลอื่นหลงผิดด้วยวิธีการ

ก. ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยผลประโยชน์ในการเป็นเจ้าของหลักทรัพย์มิได้เปลี่ยนแปลงไป

ข. สั่งขายหลักทรัพย์ โดยรู้อยู่แล้วว่า ตนเองหรืออีกฝ่ายหนึ่ง ได้สั่งซื้อหรือจะสั่งซื้อหลักทรัพย์จำนวนใกล้เคียงกัน ในเวลาใกล้เคียงกัน และราคาใกล้เคียงกัน

ค. สั่งซื้อหลักทรัพย์ โดยรู้อยู่แล้วว่า ตนเองหรืออีกฝ่ายหนึ่ง ได้สั่งขายหรือจะสั่งขายหลักทรัพย์จำนวนใกล้เคียงกัน ในเวลาใกล้เคียงกัน และราคาใกล้เคียงกัน

2. ทำการซื้อขายในลักษณะต่อเนื่องกัน อันเป็นผลทำให้หลักทรัพย์มีการซื้อหรือขายหลักทรัพย์อย่างผิดปกติ หรือราคา สูงขึ้นหรือลดลง เพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น

ตารางที่ 3.1 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศสหรัฐอเมริกา (Section 9 Manipulation of Security Prices)

	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
2	แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป, กว้าง, เป็นนามธรรม	-
3	หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	-
4	การแสดงออก/Representation	คืออะไร	-
5	องค์ความรู้/Knowledge Need	ต้องใช้ความรู้มาก	-
6	ข้อยกเว้น/Exception Handling	-	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
7	วิธีแก้ปัญหา/Conflict Resolution	-	ไม่สามารถมีข้อโต้แย้งได้

การวิเคราะห์ Dimension

1. ลักษณะ/Temporal ตัวบทมีลักษณะเป็น Ex Post เนื่องจากเป็นการเขียนที่กำหนดความผิดที่ต้องตรวจสอบภายหลัง เช่น การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ให้กับใคร จำนวนเท่าใด ราคาใด เป็นสิ่งที่ต้องมาตรวจสอบกันภายหลังทั้งสิ้น ไม่สามารถดำเนินการได้ก่อนที่จะเกิดเหตุตามที่ได้ระบุไว้
2. แนวคิด/Conceptual มีลักษณะกว้าง ๆ เช่น กระทำโดยใคร, โดยตรงหรือโดยอ้อม, จำนวน/เวลา/ราคา ใกล้เคียงกัน ไม่ได้มีการระบุไว้อย่างชัดเจน ว่าใครมีลักษณะอย่างไร หรือราคา, จำนวน, เวลา เท่าใด
3. หน้าที่/Functional มีลักษณะต้องใช้ดุลพินิจมาก เช่น ในการอำพราง, ทำให้ผู้อื่นหลงผิด, ซื้อขายในลักษณะต่อเนื่องกัน, หรือมีการซื้อขายอย่างผิดปกติ เหล่านี้ ต้องใช้ดุลพินิจในการพิจารณาทั้งสิ้น เนื่องจากไม่สามารถระบุได้ว่าอะไรเป็นอำพราง, หลงผิด, ซื้อขายต่อเนื่องคืออะไร, ซื้อขายอย่างผิดปกติคืออะไร
4. การแสดงออก/Representation ไม่มีลักษณะของเนื้อความที่เป็นกระบวนการ
5. องค์ความรู้/Knowledge Needed มีลักษณะต้องใช้ความรู้ค่อนข้างมากในการตีความหรือทำความเข้าใจ อย่างเช่น การอำพราง, การหลงผิด, การซื้อขายแบบต่อเนื่อง และการซื้อขายแบบผิดปกติว่าคืออะไร จึงต้องมีความรู้ดีพอควรในเรื่องการเงินและธุรกิจหลักทรัพย์
6. ข้อยกเว้น/Exception Handling มีลักษณะไปในทาง Rules เพราะไม่ได้มีการระบุข้อยกเว้นไว้ เพราะการกระทำความผิดที่ได้ระบุไว้มีได้ระบุช่องทางของการยกเว้นความผิดให้สำหรับการกระทำ หรือบุคคลที่กระทำแต่อย่างใด

7. วิธีแก้ปัญหาคัดแย้ง/Conflict resolution มีลักษณะเป็น Rules เนื่องจากไม่ได้มีกลไกสำหรับการแก้ไขข้อขัดแย้งไว้

ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า กฎหมาย Section 9 Manipulation of Security Prices จาก The Securities Exchange Act of 1934 Section 9 (a)(1)(2) ของสหรัฐนั้น มีลักษณะเป็น Principles-based เนื่องจากเข้าลักษณะของการเป็น Principles-based ถึง 5 จาก 7 ข้อ โดยอาจจะมีลักษณะที่เรียกได้ว่า เป็นแบบที่อิง Principles-based มากกว่า

ตัวอย่างกรณีศึกษาคดีในสหรัฐอเมริกา

1. SEC v. RESCH-CASSIN&CO.,INC 326 F.Supp 964 (S.D.Y. 1973)

ข้อเท็จจริงในคดี RESCH-CASSIN & CO., INC เป็นบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และเป็นผู้ทำตลาด (Market Maker) ในหลักทรัพย์หนึ่ง ในวันหนึ่งหลังจากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน ราคาหุ้นตัวที่ทำการเสนอขายได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างกะทันหัน จากราคา 11 USD ต่อหุ้น เป็นราคา 16 USD ต่อหุ้นภายในเวลา 34 นาที และภายในระยะเวลา 20 วัน เกิดแรงผลักดันราคาหุ้นอีกจากราคา 13 USD ต่อหุ้น ไปเป็น 17.50 USD ต่อหุ้น และต่อมาอีกไม่เกินสองเดือน ราคาหุ้นกลับตกมาอยู่ที่ 10 USD ต่อหุ้น

คำพิพากษา

ศาลมีความเห็นว่า เมื่อนำสืบได้ว่าราคาหลักทรัพย์ที่ได้เปลี่ยนแปลงสูงขึ้นก็ต้องมีการนำสืบให้ได้ว่า จำเลยเป็นผู้กระทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงสูงขึ้น มีปัจจัยหลายประการที่ชี้ถึงการพยายามของ นักปั่นหุ้นที่จะดันราคาให้สูงขึ้น กล่าวคือ

ก. การที่นักปั่นหุ้นเป็นผู้นำในการซื้อในระดับราคาที่สูงขึ้น (Price leadership by the manipulator) และ

ข. การเป็นผู้ซื้อ/ขาย รายใหญ่หรือมีอำนาจควบคุมการเปลี่ยนมือในหลักทรัพย์นั้น (Complete retention of control over disposition dominion and control of the market for the security) และ

ค. การลดลงของปริมาณหุ้นหมุนเวียนในตลาด (Reduction in The Floating Supply of The Securities) และ

ง. การที่ประมาณการซื้อขายและความซื้อขายคล่องลดลงอย่างมาก เมื่อนักปั่นหุ้นได้หยุดการปั่นหุ้น (The collapse of the market for the security when the manipulator cease his activity)

ศาลมีความเห็นเพิ่มเติมว่าวิธีการที่จำเลยใช้ก็คือการเสนอซื้อ ณ ราคาที่สูงขึ้นเรื่อยๆนั้นเป็นเหตุให้ภาพการซื้อขายที่คึกคัก และขณะเดียวกันก็ทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นด้วย

ศาลมีความเห็นต่อไปว่า ตามมาตรา 9 (a)(2) แห่งพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ (The Securities Exchange Act of 1934) กำหนดว่า การปั่นหุ้น นั้นต้องกระทำเพื่อ “ชักจูงให้บุคคลทั่วไปซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น” แม้จำเลยต่อสู้ว่าพวกจำเลยได้ร่วมกันซื้อหลักทรัพย์ตามปกติ แต่ศาลเห็นว่า จำเลยได้กระทำการซื้อขายหลักทรัพย์นี้เพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปซื้อหรือขาย เนื่องจากจำเลยได้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์นี้ จึงแน่ชัดว่า จำเลยมีจุดมุ่งหมายที่จะให้บุคคลทั่วไปซื้อหลักทรัพย์นี้ พวกจำเลยมีแรงจูงใจที่ชัดเจนที่จะก่ออิทธิพลที่ไม่เป็นจริงต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์นี้เพื่ออุดหนุนการจำหน่ายหรือได้มาซึ่งกำไรเพิ่มขึ้น จึงมีความผิดฐานใช้ “การปั่นหุ้น” หลังจากหลักทรัพย์นี้ได้ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้ว จากคำพิพากษาของศาลสหรัฐอเมริกา มีประเด็นน่าสนใจที่ว่า ศาลได้ใช้อำนาจในการวิเคราะห์เรื่องวิธีการที่ใช้ คือ การเสนอซื้อที่ราคาสูงขึ้นไปเรื่อย ๆ เป็นเหตุให้ภาพการซื้อขายคึกคัก เป็นลักษณะของการใช้ดุลพินิจ หรือแม้แต่ลักษณะความผิดที่เกิดจากชักจูงให้คนมาซื้อขาย ใช้ความเชื่อมโยงว่า จำเลยเป็นผู้ที่ขายหลักทรัพย์นี้ด้วย จึงเป็นแรงจูงใจ เหล่านี้เป็น การตัดสินในลักษณะที่ต้องใช้ดุลพินิจและความรู้เรื่องเกี่ยวกับหลักทรัพย์ด้วย ซึ่งอาจเป็นลักษณะของระบบยุติธรรมสหรัฐอเมริกาที่เป็นแบบ สามารถได้สวนหาข้อเท็จจริงได้เอง หรือเป็นแบบ Judge Made Laws

วิเคราะห์บทบัญญัติตาม 10b Securities Exchange Act of 1934

Section 10 Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange

b. To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or . . . any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

Section 10 การสร้างภาพและการหลอกลวง

ห้ามมิให้บุคคลใด ไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อม โดยการใช้วิธีการใด ๆ หรือใช้เครื่องมือที่เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างรัฐหรืออีเมลหรือสิ่งอำนวยความสะดวกใด ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ใดที่อยู่ในประเทศนี้

b. ที่จะใช้การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ไม่ว่ารูปแบบใดก็ตาม ในตลาดหลักทรัพย์ เป็นไปเพื่อการสร้างภาพหรือหลอกลวงโดยการฝ่าฝืนหรือมีการละเมิดกฎและข้อบังคับดังกล่าว ตามที่

คณะกรรมการอาจกำหนดตามความจำเป็นหรือเหมาะสมเพื่อประโยชน์สาธารณะหรือเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน

Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934

Rule 10b-5 Employment of Manipulative & Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

ห้ามมิให้บุคคลใด ไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อม โดยการใช้วิธีการใด ๆ หรือใช้เครื่องมือที่เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างรัฐหรืออีเมลล์หรือสิ่งอำนวยความสะดวกใด ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ใดที่อยู่ในประเทศนี้

a. To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

โดยใช้อุปกรณ์รูปแบบใดหรือเล่ห์เหลี่ยมเพื่อฉ้อโกง

b. To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

เพื่อให้ข้อมูลอันเป็นเท็จเกี่ยวกับข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญ หรือละเว้นที่จะระบุข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญที่จำเป็นในการจัดทำแถลงการณ์ที่พวกเขาทำขึ้นมา และไม่ทำให้เข้าใจผิดหรือ

c. To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

มีส่วนร่วมในการกระทำการใด ๆ การปฏิบัติ หรือการดำเนินธุรกิจ ที่ดำเนินการหรือจะดำเนินการในลักษณะที่เป็นการหลอกลวงหรือหลอกลวงต่อบุคคลในเรื่องที่เกี่ยวกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ

ตารางที่ 3.2 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศสหรัฐอเมริกา (Section 10 Manipulative and Deceptive Devices)

	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
2	แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป, กว้าง, เป็นนามธรรม	-
3	หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	-
4	การแสดงออก/ Representation	คืออะไร	-
5	องค์ความรู้/Knowledge Need	ต้องใช้ความรู้มาก	-
6	ข้อยกเว้น/Exception Handling	-	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
7	วิธีแก้ปัญหา/Conflict Resolution	ใช้การเจรจาได้	-

การวิเคราะห์ Dimension

1. ลักษณะ/Temporal ตัวบทมีลักษณะเป็น Ex Post เนื่องจากเป็นการเขียนที่กำหนดความผิดที่ต้องตรวจสอบภายหลัง เช่น การใช้เครื่องมือต่าง ๆ เพื่อสร้างภาพ หลอกลวง เป็นสิ่งที่ต้องมาตรวจสอบกันภายหลังทั้งสิ้น ไม่สามารถดำเนินการได้ก่อนที่จะเกิดเหตุตามที่ได้ระบุไว้
2. แนวคิด/Conceptual มีลักษณะกว้าง ๆ เช่น โดยใช้วิธีการใด ๆ, สิ่งอำนวยความสะดวกใดๆ, กระทำโดยใคร, โดยตรงหรือโดยอ้อม, ซื้อขายด้วยรูปแบบใด ไม่ได้มีการระบุไว้อย่างชัดเจน
3. หน้าที่/Functional มีลักษณะต้องใช้ดุลพินิจมาก เช่น การใช้เล่ห์เหลี่ยม, หลอกลวง, สร้างภาพ เหล่านี้ต้องใช้ดุลพินิจในการพิจารณาทั้งสิ้น เนื่องจากไม่สามารถระบุได้ว่าคืออะไร
4. การแสดงออก/Representation ไม่มีลักษณะของเนื้อความที่เป็นกระบวนการ
5. องค์ความรู้/Knowledge Needed มีลักษณะต้องใช้ความรู้ค่อนข้างมากในการตีความหรือทำความเข้าใจ อย่างเช่น การสร้างภาพหรือหลอกลวงคืออะไร, ประโยชน์สาธารณะคืออะไร, ไม่ทำให้เข้าใจผิด, การซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ว่ารูปแบบใดก็ตาม ต้องมีความรู้ดีพอควรในเรื่องการเงินและธุรกิจหลักทรัพย์

6. ข้อยกเว้น/Exception Handling มีลักษณะไปในทาง Rules เพราะไม่ได้มีการระบุข้อยกเว้นไว้ เพราะการกระทำผิดที่ได้ระบุไว้มิได้ระบุช่องทางการยกเว้นความผิดให้สำหรับการกระทำ หรือบุคคลที่กระทำแต่อย่างใด

7. วิธีแก้ปัญหาคัดแย้ง/Conflict Resolution มีการเปิดช่องในลักษณะที่ให้อำนาจคณะกรรมการไปพิจารณาออกกฎได้ โดยให้เป็นไปตามความจำเป็น เพื่อประโยชน์สาธารณะ หรือเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน

ตัวอย่างกรณีศึกษา (Case Laws)

1. Cady Roberts & Co. ผู้ถูกกล่าวหาเป็น Broker-Dealer ได้แนะนำให้ลูกค้าของตนจำหน่ายหุ้นของบริษัทหนึ่งเพราะทราบล่วงหน้าว่าจะมีการตัดเงินปันผล ซึ่งในคดีนี้ศาลสหรัฐตัดสินให้ทั้ง Broker-Dealer และลูกค้า ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกและเป็นผู้รับข้อมูล (Tippees) มีความผิดฐานละเมิดกฎ 10b-5 ได้ เนื่องจากกฎหมายไม่ได้กำหนดไว้ชัดเจนว่าเป็นใครบ้างที่ถือว่าเป็นผู้ที่มีลักษณะ Insider ทำให้สามารถดำเนินการเอาผิดได้ แต่ถ้าเป็นการนำคดีนี้มาปรับใช้ในประเทศไทย อาจไม่สามารถดำเนินคดีกับลูกค้าในฐานะเป็น (Tippees) ได้ (ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ 2535 ก่อนแก้ไข ในมาตรา 241 หลังจากนั้นได้แก้ไขแล้ว ในฉบับที่ 5 ปี พ.ศ. 2559 ที่ได้เพิ่มลักษณะของบุคคลที่เกี่ยวข้องไว้กว้างขวางยิ่งขึ้น ไว้ใน มาตรา 242 แล้ว)

2. Dirks v. SEC Dirks เป็นผู้วิเคราะห์ ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก (Outside Analyst) เป็น Tippee โดยรับข้อมูลจากพนักงานของบริษัทและ Dirks ก็ได้ถ่ายทอดข้อมูลไปยังลูกค้า และลูกค้าได้เอาข้อมูลดังกล่าวไปทำการซื้อขายหลักทรัพย์ กรณีนี้ ศาลสหรัฐตัดสินว่า Dirks และลูกค้าไม่มีความผิด เนื่องจากไม่มีเจตนา และแม้จะฟังว่าเป็นความผิด แต่ถ้าหากกฎหมายหลักทรัพย์ไทย มาตรา 241 ไปปรับใช้ ก็ไม่อาจดำเนินคดีกับ Dirks ได้

3. คดี Texas Gulf Sulphur ศาลสหรัฐได้ตัดสินว่า การบอกต่อข้อมูลภายในถือว่ามี ความผิดฐานฉ้อโกง แต่ในขณะเดียวกันบุคคลภายนอก ซึ่งได้รับข้อมูลก็ไม่ควรจะได้สิทธิที่จะใช้ข้อมูลที่ได้รับมาไปหาประโยชน์มากไปกว่าผู้ให้ข้อมูลเอง การที่ผู้รับข้อมูลใช้ข้อมูลไปหาประโยชน์นี้ จึงมีความผิดเท่ากับผู้ให้ข้อมูล คดีนี้เป็นอีกลักษณะหนึ่งที่ความผิดที่ศาลได้อธิบายมานี้ ไม่ได้เขียนไว้ในตัวบทแต่อย่างใด อันเป็นลักษณะการตัดสินคดีของระบบกฎหมาย Common Law ซึ่งศาลสามารถสร้างหลักกฎหมายได้เอง

4. Ernst & Ernst v. Hochfelder³³¹ ศาลสูงสหรัฐตัดสินคดีนี้ว่าการละเมิดกฎ 10b-5 จะต้องแสดงให้เห็นถึงเจตนาที่เป็นการหลอกลวงในรูปของการประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง (Reckless) หรือการรู้ถึงการทำที่ไม่เหมาะสม (Knowing Misconduct) ซึ่งการประมาทเลินเล่อ

³³¹ 425 U.S. 185 (1976)

อย่างร้ายแรงไม่เพียงพอกฎ 10b-5 ตรงกันข้ามจะต้องมีจิตใจที่ประกอบด้วยเจตนาที่จะหลอกลวง สร้างภาพ หรือโก่งด้วย (A Mental State Embracing Intent to Deceive, Manipulate or Defraud) อีกด้วย แสดงให้เห็นถึงว่าบทบัญญัติกฎหมายอย่างเดียว อาจไม่เพียงพอต่อผลของการดำเนินคดี และผลการตัดสินคดีของศาลสหรัฐฯ

5. ในคดี Chiarella ศาลฎีกายืนยันว่าความผิดตามมาตรา 10b และ กฎ 10b-5 นั้น ต้องมีเจตนาหลอกลวงเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย³³² แต่ในคดีนี้ไม่ได้หลอกลวงใคร เพียงแต่ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลที่ได้มาจากการปฏิบัติหน้าที่เท่านั้น ซึ่งเป็นสิ่งที่พิสูจน์ได้ยากในธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์และในคดี Dirks ก็ไม่ได้ทำความกระจ่างให้กับประเด็นที่ว่ามาตรา 10b และ กฎ 10b-5 ห้ามการซื้อขายและแพร่กระจายข้อมูลภายในมากนักน้อยเพียงใด³³³ เนื่องจากตัวบทบัญญัติไม่ได้เขียนไว้ชัดเจน จึงทำให้ต้องมีการตีความและเปิดช่องให้ศาลออกคำพิพากษาในลักษณะใช้ดุลพินิจและตีความ เพื่อออกคำตัดสินได้เองด้วย

สรุปว่า การกำกับหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา นั้น ในส่วนของตัวบทบัญญัติกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการปันหุ้น มีลักษณะเป็น Principles-Based คือเป็นการวางหลักการกว้าง ๆ ไว้ เพื่อให้สามารถครอบคลุมบริบทที่มีความซับซ้อนของการทุจริตในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ ซึ่งอาจจะยังไม่มี ความชัดเจนมากนัก แต่กระบวนการทั้งหมดนี้ ยังต้องดำเนินการต่อในส่วนของการบังคับใช้กฎหมาย และการตัดสินคดี ซึ่งจะได้อธิบายในบทที่ 4 ต่อไป

3.2 ประเทศอังกฤษ

3.2.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย (Sources of Law)

อังกฤษพัฒนาระบบกฎหมายสมัยใหม่ซึ่งเป็นกฎหมายที่ได้มาจากการรวมกันของกฎหมายที่ผ่านมาแล้ว หรืออยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ของรัฐบาลมาก่อนหน้านี้ ในขณะเดียวกันคำตัดสินใจของศาลก็ถือว่ามีส่วนผูกพันในอนาคตด้วย ในช่วงไม่นานมานี้ สมาชิกของสหภาพยุโรป (EU) ได้พยายามนำกฎหมายที่ผ่านโดยรัฐสภายุโรปให้มีผลบังคับใช้โดยตรงในศาลอังกฤษ กฎการละเมิดการตลาดที่บังคับใช้โดยตรง (Market Abuse Regulation) / MAR พร้อมกับมาตรการดำเนินการที่มีความเกี่ยวข้อง

³³² คดีนี้แม้ว่าการไม่เปิดเผยจะถือเป็นการหลอกลวงก็ตาม แต่ Chiarella ไม่มีหน้าที่ (Fiduciary Duty) ต่อผู้ถือหุ้นและ Issuer อีกทั้งทฤษฎี Misappropriation ก็มิได้เสนอต่อลูกขุน Chiarella จึงไม่ผิด

³³³ ศาลตัดสินว่าพนักงานของบริษัท Equity Funding ให้ข้อมูลจริง แต่ไม่มีเจตนาและไม่ได้รับประโยชน์ เจตนาเพียงเพื่อเปิดเผยการฉ้อฉลเท่านั้น

โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับการฟ้องร้องคดีหลักทรัพย์ในอังกฤษ เพื่อให้มีความสอดคล้องกันระหว่างกฎหมาย EU และกฎหมายหลักที่ควบคุมระบอบการละเมิดตลาดของอังกฤษ

กฎหมายที่เกี่ยวข้องมากที่สุดในบริบทของการฟ้องร้องคดีหลักทรัพย์คือพระราชบัญญัติการบริการด้านการเงินและการตลาดปี 2000 (The Financial Services and Markets Act 2000: FSMA) ซึ่งควบคุมการให้บริการทางการเงินและการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ในอังกฤษ การเรียกร้องทางกฎหมายทั่วไปโดยมีสาเหตุหลักของมาจากนักลงทุนที่ต้องการการเรียกร้องความเสียหายที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ FSMA จะทำหน้าที่หลักในการกำหนดขั้นตอนการดำเนินงานที่แน่นอน

นอกเหนือจากการเป็นกฎเกณฑ์หลักในการสร้างภาระผูกพันทางแพ่งและทางอาญาแล้ว FSMA ยังเป็นกฎหมายพื้นฐานสำหรับการใช้อำนาจของ Financial Conduct Authority (FCA) ซึ่งภายใต้อำนาจเหล่านี้ ทางหน่วยงานได้พัฒนาคู่มือรายละเอียด (Detailed Handbook) ที่มีทั้งกฎและแนวทางปฏิบัติอย่างเป็นทางการ ของกฎเหล่านั้นด้วย

FCA ยังได้ออกมาตรการ 'แนวทางการชี้แนะเบื้องต้น (Soft Guidance) ในหลายรูปแบบซึ่งไม่มีสถานะเป็นทางการ แต่อย่างไรก็ตาม FCA ก็ยังพยายามที่จะสร้างให้มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมของกลุ่มเป้าหมาย โดยกำหนดมุมมองของ FCA ในแต่ละประเด็น

3.2.2 หน่วยงานกำกับดูแล (Regulatory Authorities)

FCA มีความรับผิดชอบหลักในการควบคุมการปฏิบัติงานของอุตสาหกรรมบริการทางการเงินและตลาดของอังกฤษ มีอำนาจที่จะดำเนินการทางวินัยกับ บริษัทที่ได้รับอนุญาตให้ดำเนินการในอุตสาหกรรมนั้นและบุคคลที่ได้รับอนุมัติให้ปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับอนุญาตตามที่ระบุไว้โดย FSMA

FCA สามารถดำเนินการทางแพ่งและในบางกรณี สามารถการบังคับใช้ทางอาญาต่อผู้ที่มีพฤติกรรมละเมิดกฎหรือข้อกำหนดตามกฎหมายเช่นเดียวกันนำไปใช้กับศาลได้ รวมถึงการยื่นขอต่อศาลเรื่องการเยียวยาที่เฉพาะเจาะจงได้

หน่วยงานด้านกฎหมายอื่น ๆ ที่มีอำนาจในการตรวจสอบและดำเนินคดีความผิดทางอาญาจากการประทุมิชอบในตลาดซึ่งเป็นสิ่งที่เกี่ยวข้องมากที่สุด เช่น รัฐมนตรีว่าการกระทรวงยุติธรรมธุรกิจพลังงานและอุตสาหกรรม, ผู้อำนวยการสำนักงานการทุจริตร้ายแรง (The Serious Fraud Office: SFO) และ The Crown Prosecution Service

เหล่านี้เป็นหน่วยงานด้านที่ทำการฟ้องร้องแทนที่จะเป็น FCA ที่มีอำนาจดำเนินคดีทางอาญาเกี่ยวกับการฉ้อโกงทางอาญาหรือความผิดตามพระราชบัญญัติการโจรกรรม 1968 (The Theft Act 1968)

อนึ่ง หน่วยงาน FCA เป็นหน่วยงานที่มีการเปลี่ยนแปลงมาจากหน่วยงานเดิมคือ FSA (Financial Services Authority) ซึ่งเป็นหน่วยงานเดิมที่ดำเนินการกำกับตลาดทุนในอังกฤษมาตั้งแต่ต้น ซึ่งได้มีการเปลี่ยนองค์กรมาเป็น FCA ในปี 2013 ดังนั้น บางครั้งในกรณีศึกษาหรือการอ้างอิงชื่อหน่วยงาน อาจจะเป็น FSA บ้าง FCA บ้าง เนื่องจากบทความหรือหนังสือที่ใช้อ้างอิงเกิดขึ้นในช่วงเวลาต่างกัน โดยสรุปแล้ว FCA หรือ FSA ก็เป็นหน่วยงานทำหน้าที่แบบเดียวกันในเรื่องของการกำกับตลาดทุน หรือตลาดหลักทรัพย์

3.2.3 การฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Common Securities Claims)

การฟ้องร้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ทั่วไป รวมถึงการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงใน (Insider Trading) และกรณีการละเมิดตลาด (Market Abuse Cases) ภายใต้ทั้งความผิดทางอาญาและทางแพ่งโดยทั่วไปแล้ว FCA จะดำเนินการสำหรับการฝ่าฝืนกฎระเบียบที่บังคับใช้ และการละเมิดข้อกำหนดการเปิดเผยข้อมูลภายใต้ MAR

การดำเนินคดีหลักทรัพย์ในส่วนบุคคลธรรมดา กำลังมีจำนวนเพิ่มขึ้นในอังกฤษ การเรียกร้องที่พบบ่อยที่สุดที่นักลงทุนในหลักทรัพย์ได้นำมาเป็นข้อมูลล่าสุดนั้นคือ การเรียกร้องภายใต้ระบบความรับผิดชอบตามกฎหมายที่กำหนดโดย FSMA และการเรียกร้องตามกฎหมายในการฉ้อโกงหรือการแสดงข้อมูลที่ประมาทเลินเล่อ ในรูปแบบตามกฎหมายโดยมีสาเหตุมาจาก

1. ข้อความที่ไม่เป็นจริงหรือทำให้เข้าใจผิดในหนังสือชี้ชวนหรือรายการและการละเว้นข้อมูลที่จำเป็นจากเอกสารดังกล่าว (มาตรา 90 การเรียกร้อง); และ
2. ข้อความที่ไม่จริงหรือหลอกลวงทำให้เกิดการปกปิดข้อมูลที่จำเป็นอย่างไม่สุจริตหรือความล่าช้าของข้อมูลดังกล่าวในการแจกจ่ายข้อมูลดังกล่าวของผู้ออกตราสาร (การอ้างสิทธิ์ 90A)
3. การละเมิดหรือปั่นราคาในตลาด (Market Abuse) หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation) ซึ่งอยู่ในมาตรา 118 (1)-(8)

ในที่นี้ จะพูดถึงเฉพาะบทบัญญัติที่เกี่ยวกับการปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์อังกฤษเท่านั้น

3.2.4 ขอบเขตของบทบัญญัติการละเมิดตลาด (The Scope of The Market Abuse Provisions)

เนื่องจากการเข้าร่วมกันของสหภาพยุโรป (EU) ซึ่งอังกฤษก็เป็นส่วนหนึ่งของ EU ด้วย จึงมีความจำเป็นในการปรับข้อกฎหมายเพื่อให้สอดคล้องกันทั้งสหภาพยุโรป เรื่องเกี่ยวกับกฎหมายหลักทรัพย์ก็เช่นเดียวกัน อังกฤษกำลังเริ่มการปรับใช้กฎหมายเพื่อให้สอดคล้องกับทางของ EU โดยได้มีการเริ่มใช้กฎหมายของทาง EU ในปี ค.ศ. 2018 คือ EU Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) ซึ่งจะมีผลบังคับใช้เกี่ยวข้องกับทุกคนที่ทำงาน, ลงทุน, หรือซื้อขาย หุ้นกู้,

สินค้าโภคภัณฑ์, ตราสารอนุพันธ์และหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากในปัจจุบัน ยังไม่มีความแน่นอนเกี่ยวกับระยะเวลาเกี่ยวกับการบังคับใช้ที่ชัดเจน เนื่องจากอังกฤษกำลังอยู่ในกระบวนการของการขอยกออกจากความเป็นสมาชิก EU (Brexit) จึงจะยังไม่สามารถทำนายในส่วนนี้มาพิจารณาในรายงานนี้

ข้อกำหนดของ Market Abuse Directive และ FSMA 2000 เกี่ยวข้องกับการละเมิดข้อมูลภายในและยังเกี่ยวข้องกับการป้องกันคนในจากการอนุญาตให้ตัวเองถูกวางในสถานการณ์ที่อาจมีข้อสงสัยว่าพวกเขาใช้ข้อมูลในทางที่ผิด³³⁴ การใช้ข้อมูลภายในจะถือว่าเป็นการละเมิดตลาดสำหรับวัตถุประสงค์ของ FSMA 2000 มาตรา 118 ของ FSMA 2000 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมเพื่อให้มีผลกับ MAD ระบุว่า:

(1) For the purposes of this Act, market abuse is behavior (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) which –

เพื่อความมุ่งประสงค์ของพระราชบัญญัตินี้ การละเมิดตลาดคือพฤติกรรม (ที่บุคคลคนเดียวหรือสองคนขึ้นไปร่วมกันหรือกระทำการอย่างใดร่วมกัน) ซึ่ง

(a) occurs in relation to –

เกิดขึ้นเกี่ยวกับ

(i) qualifying investments admitted to trading on a prescribed market, การลงทุนที่มีคุณสมบัติเหมาะสมกับการซื้อขายตามที่ตลาดกำหนด,

(ii) qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made, or

การลงทุนที่มีคุณสมบัติตามที่กำหนดเพื่อเข้าสู่การซื้อขายในตลาดหรือ

(iii) in the case of subsection (2) or (3) behavior, investments which are related investments in relation to such qualifying investments, and

ในกรณีของส่วนย่อย (2) หรือ (3) พฤติกรรมการลงทุนซึ่งเป็นการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับการมีลงทุนที่มีคุณสมบัติเหมาะสมดังกล่าว และ

(b) falls within any one or more of the types of behavior set out in subsection (2) to (8).

อยู่ในประเภทของพฤติกรรมที่กำหนดไว้ส่วนย่อย (2) ถึง (8)

(2) Dealing in a Qualifying Investment: “Insider Dealing”

การจัดการในการลงทุนที่มีคุณสมบัติเหมาะสม: “การซื้อขายภายใน”

³³⁴ Listing Rules, Chap. 9, Annex 1R.

(3) Disclosure of Inside Information: “Improper Disclosure”

การเปิดเผยข้อมูลภายใน: “การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เหมาะสม”

(4) Use of Inside Information in Breach of Standard of Reasonable Behavior on The Market: “Misuse of Information”

การใช้ข้อมูลภายในในการละเมิดมาตรฐานของพฤติกรรมที่เหมาะสมในตลาด: “การใช้ข้อมูลในทางที่ผิด”

(5) Causing a False or Misleading Impression: “Manipulating Transactions”

ก่อให้เกิดการแสดงผลที่ผิดหรือทำให้เข้าใจผิด: “การจัดการธุรกรรม”

(6) Employing Fictitious Devices or Contrivances: “Manipulating Devices”

การใช้อุปกรณ์หรือสิ่งประดิษฐ์ที่สมมติขึ้น: “การจัดการอุปกรณ์”

(7) The Dissemination of Information Giving a False or Misleading Impression: “Dissemination”

การเผยแพร่ข้อมูลที่ทำให้เกิดความเข้าใจผิดหรือทำให้เข้าใจผิด: “เผยแพร่”

(8) Failure to Observe Standard of Behavior Reasonably Expected of A Person In That Market: “Misleading Behavior and Distortion”

การไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานของพฤติกรรมที่คาดหวังอย่างสมเหตุสมผลของบุคคลในตลาด: “พฤติกรรมที่ทำให้เข้าใจผิดและการบิดเบือน”

ตารางที่ 3.3 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศอังกฤษ

	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
2	แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป, กว้าง, เป็นนามธรรม	-
3	หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	-
4	การแสดงออก/ Representation	คืออะไร	-
5	องค์ความรู้/Knowledge Need	ต้องใช้ความรู้มาก	-
6	ข้อยกเว้น/Exception Handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	-
7	วิธีแก้ปัญหา/Conflict Resolution	ใช้การเจรจาได้	-

การวิเคราะห์ Dimension

1. ลักษณะ/Temporal ตัวบทมีลักษณะเป็น Ex post เนื่องจากเป็นการเขียนที่กำหนดความผิดที่ต้องตรวจสอบภายหลัง เช่น การใช้ข้อมูลภายใน, การลงทุนที่มีคุณสมบัติตามกำหนด, พฤติกรรมที่คาดหวัง เป็นสิ่งที่ต้องมาตรวจสอบกันภายหลังทั้งสิ้น ไม่สามารถดำเนินการได้ก่อนที่จะเกิดเหตุตามที่ได้ระบุไว้

2. แนวคิด/Conceptual มีลักษณะกว้าง ๆ เช่น บุคคลคนเดียวหรือสองคนขึ้นไป, การลงทุนที่มีคุณสมบัติเหมาะสม, การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เหมาะสม, ไม่ได้มีการระบุไว้อย่างชัดเจน ว่าเป็นใครมีลักษณะอย่างไร หรือคุณสมบัติอย่างไร

3. หน้าที่/Functional มีลักษณะต้องใช้ดุลพินิจมาก เช่น การละเมิดตลาดคือพฤติกรรม, การลงทุนที่มีคุณสมบัติเหมาะสม, พฤติกรรมที่กำหนด, การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เหมาะสม, ข้อมูลที่ทำให้เกิดความเข้าใจผิด, พฤติกรรมที่คาดหวังอย่างสมเหตุสมผล เหล่านี้ต้องใช้ดุลพินิจในการพิจารณาทั้งสิ้น เนื่องจากไม่สามารถระบุได้ว่าอะไรเป็นพฤติกรรมที่กำหนด, เหมาะสม, สมเหตุสมผล, ไม่เหมาะสมคืออะไร

4. การแสดงออก/Representation ไม่มีลักษณะของเนื้อความที่เป็นกระบวนการ

5. องค์ความรู้/Knowledge Needed มีลักษณะต้องใช้ความรู้ค่อนข้างมากในการตีความหรือทำความเข้าใจ อย่างเช่น อะไรคือพฤติกรรมที่เหมาะสมในตลาด, พฤติกรรมที่คาดหวังอย่างสมเหตุสมผลของบุคคล, การเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เหมาะสม เหล่านี้ต้องใช้ความรู้ความเข้าใจในการซื้อขายและธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อที่จะเข้าใจสภาวะของตลาด และการซื้อขายจริงในตลาด จึงต้องมีความรู้ดีพอควรในเรื่องการเงินและธุรกิจหลักทรัพย์

6. ข้อยกเว้น/Exception Handling การเขียนกฎหมายในลักษณะที่กำหนดการตีความจากพฤติกรรมมีลักษณะที่กว้างมาก โดยไม่ได้กำหนดรูปแบบความผิดไว้ชัดเจน จึงเป็นการเปิดช่องโดยปริยายให้ผู้ต้องสงสัยว่ากระทำความผิด อาจถูกตีความว่ากระทำความผิดไปก่อนในเบื้องต้น แต่เมื่อสืบไปแล้ว พบว่าพฤติกรรมอาจไม่เจตนา หรือไม่ผิดได้ การเขียนแนวกว้างมากแบบนี้ จึงเหมือนกับการไปพิสูจน์ในชั้น Compliant อีกครั้งหนึ่ง ซึ่งก็เหมือนกับว่ามีลักษณะของการยกเว้นอยู่

7. วิธีแก้ปัญหาคัดแย้ง/Conflict Resolution การเขียนตัวบทแบบกว้างๆนี้ เท่ากับเป็นการเปิดช่องให้มีการเจรจาได้ โดยในส่วนนี้ เรื่องพฤติกรรมเป็นเรื่องสำคัญ การปั่นหุ้นของอังกฤษให้ความสำคัญกับพฤติกรรมเป็นพิเศษ โดยความผิดในลักษณะนี้ อาจเป็นในแบบ Trade-Off หรือ Weight ได้ โดยตีความได้ว่าผิดมากผิดน้อย ซึ่งมีลักษณะเป็นเหมือนการเจรจาแก้ปัญหา

ตัวบทของอังกฤษนี้มีลักษณะบัญญัติไว้กว้างมาก เพื่อให้ทางหน่วยงานกำกับไปออกระเบียบอีกชั้นหนึ่ง คือ FCA จะต้องไปออกกฎเพิ่มเติม หรือ คู่มือในการปฏิบัติงาน (Handbook) เพื่อใช้ใน

การประกอบการพิจารณาในการดำเนินคดีต่อไป กล่าวโดยสรุป คือ ลักษณะของกฎหมายหลักทรัพย์ของอังกฤษ มีลักษณะค่อนข้างจะเป็นแบบ Principles-Based

3.2.5 กรณีศึกษา (Cases Law)

Royal Dutch Shell Group เป็นกรณีที่ FSA v. The Shell Transport and Trading Company (STT) ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มของ Shell Group โดยมีค่าปรับทั้งหมด 17 ล้านปอนด์ โดยเป็นข้อกล่าวหาว่า บริษัทมีพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการให้ข้อมูลเกี่ยวกับปริมาณสำรองของ Hydrocarbon ของตนในระหว่างปี 1998 ถึง 2003 โดยเมื่อทาง Shell ได้ประกาศเมื่อปี 2004 ว่าตัวเลขสำรองของตนมีข้อผิดพลาด ทำให้ราคาหุ้นของ STT ตกลงจาก 401 ปอนด์ มาเหลือ 371 ปอนด์ภายในวันเดียว ทำให้มูลค่าตลาดรวมลดลงถึง 2900 ปอนด์ โดยมีข้อเท็จจริง ดังนี้

1. Shell ได้ประกาศแถลงข่าวข้อมูลที่ผิดพลาดเกี่ยวกับปริมาณสำรองของ Hydrocarbon ระหว่างปี 1998-2003
2. Shell ได้ทำการประกาศอันเป็นเท็จเพื่อยืนยันถึงปริมาณสำรอง ทั้ง ๆ ที่มีข้อมูลแจ้งว่าข้อมูลดังกล่าวไม่ถูกต้อง และเป็นการเตือนตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000-2003 มาแล้ว
3. Shell มิได้ทำการแก้ไขความผิดของข้อมูลที่ไม่ถูกต้องเกี่ยวกับปริมาณสำรองจนกระทั่งถึงปี ค.ศ. 2004 ที่ได้ประกาศว่าปริมาณสำรองของ Hydrocarbon ที่แท้จริงมีเพียง 4,470 ล้านบาร์เรล หรือเพียงแค่ 25% ของที่ได้เคยประกาศไว้

การกระทำของ Shell นี้ ถือว่าเป็นการกระทำที่เข้าข่ายความผิดการมีพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่ทำให้เกิดความเข้าใจผิด โดยไม่แจ้งเรื่องปริมาณสำรองของ Hydrocarbon และยังเป็นการไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานของพฤติกรรมที่คาดหวังอย่างสมเหตุสมผลในตลาด ซึ่งเกิดจากความล่าช้าในการแจ้งข้อเท็จจริง และการเพิกเฉยต่อการแจ้งเรื่องความไม่ถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว จะสังเกตได้ว่า การเขียนตัวบทกฎหมายในลักษณะที่กว้าง ก็มีประโยชน์ในการดำเนินการกับการกระทำผิดที่มีความหลากหลายได้ แต่ก็ต้องใช้อำนาจในส่วนของดุลพินิจ และความรู้เกี่ยวกับเรื่องที่จะดำเนินการพอสมควรทีเดียว ถึงจะสามารถบังคับ ดำเนินคดีได้

Michael Coscia หรือเรียกว่า Corscia เป็นกรณีแรกที่ทาง FCA ได้ดำเนินคดีกับกลุ่มผู้ค้าที่มีการซื้อขายหนาแน่น (High Frequency Trader) โดยในระหว่างวันที่ 6 กันยายน ค.ศ. 2011 ถึงวันที่ 18 ตุลาคม ค.ศ. 2011 Corscia ได้ใช้โปรแกรม (Algorithmic Program) ที่ได้ออกแบบการเขียนโปรแกรมเอง เพื่อใช้ในการละเมิดต่อตลาดภายใต้กลยุทธ์การปั่นหุ้นที่เรียกว่า “Layering” (ซึ่งเป็นการสร้างความต้องการปลอม (Demand) โดยการส่งคำสั่งซื้อหรือขายหุ้นที่ราคาเป้าหมายเป็นจำนวนมาก และรีบยกเลิกการซื้อหรือขายหุ้นในเวลาต่อมา โดยมีเป้าหมายเพื่อให้เกิดการเข้าใจผิดในตลาด ว่ากำลังจะมีการซื้อหรือขายหุ้นเป็นจำนวนมาก ก่อให้เกิดผลทางจิตวิทยาของนักลงทุนในตลาด

ที่จะตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้นตัวดังกล่าวได้) โดยในระหว่างนั้น Corsia ได้ส่งคำสั่งซื้อเป็นจำนวนมากในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ Brent Crude, Gas Oil and Western Intermediate (WTI) โดยการใช้ประโยชน์จากโปรแกรมในการใช้เทคนิค Layering นี้ ทำให้สามารถทำกำไรได้ USD 279,000 ภายใน 6 อาทิตย์ ซึ่งการกระทำความผิดนี้ เป็นการกระทำความผิดละเมิดต่อตลาด โดยการมีพฤติกรรมการแสดงผลที่ผิด หรือทำให้เข้าใจผิด (Manipulating transactions) ในเรื่องคำสั่งซื้อขาย และโดยการใช้อุปกรณ์หรือสิ่งประดิษฐ์ในการละเมิด (Manipulating Devices) นั่นคือตัวโปรแกรม Algorithmic Program เพื่อใช้ในการทำละเมิดตลาด ในส่วนนี้มีความสำคัญ เนื่องจากการกระทำความผิดนี้ ผู้กระทำที่แท้จริง คือ Corsia แต่เป็นไปในลักษณะที่ทำการผ่านระบบโปรแกรม ปัญญาประดิษฐ์ (AI) ซึ่งการทำคำสั่งนี้จะทำโดยไม่ผ่านการตัดสินใจของคน แต่จะทำการทั้งหมดด้วยตนเอง และมีการพัฒนาได้เองอย่างต่อเนื่อง (Machine Learning) ซึ่งมีลักษณะเป็นหุ่นยนต์ ซึ่งกฎหมายอังกฤษในส่วนนี้ ก็มีความทันสมัยพอที่จะดำเนินคดีกับ Corsia ได้ เพราะหากเป็นตามตัวบทของไทยแล้ว ทั้งมาตรา 241 ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์เดิม และ มาตรา 244/3-6 ยังเป็นการห้ามมิให้ “บุคคล” กระทำการ ซึ่งในกรณีนี้ การพิสูจน์จะทำได้ยากกว่าเป็นการกระทำของบุคคลหรือไม่ เนื่องจากความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีในการสามารถสร้างระบบที่ทำงานได้เหมือนหรือดียิ่งกว่าคนสำเร็จแล้ว จึงเป็นข้อสังเกตอีกประการหนึ่งที่ควรนำไปปรับใช้แก่กฎหมายในอนาคตได้

3.3 ประเทศเยอรมัน

3.3.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย (Source of Laws)

กฎหมายแพ่ง (Civil Law) ในเยอรมัน หลักทรัพย์เป็นสัญญาทางกฎหมายระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และผู้ถือหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ของประเทศเยอรมันส่วนใหญ่อยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายแพ่ง คือ กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับภาระผูกพันในสิทธิและหน้าที่ (Law of Obligations) อยู่ในประมวลกฎหมายแพ่งของเยอรมัน (BGB) และในส่วนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายบริษัท ตามกฎหมายขององค์กร หลักทรัพย์ประเภทบุคคลหรือลักษณะเฉพาะของสถานะทางกฎหมาย อยู่ภายใต้กฎหมายแพ่ง ซึ่งบางครั้งก็มีองค์ประกอบของกฎหมายมหาชน ตัวอย่างเช่น

1. พันธบัตรและสิทธิของผู้ถือหุ้นที่ได้รับการจัดการในพระราชบัญญัติพันธบัตร (The Bond Act)
2. การรักษาความปลอดภัยของหลักทรัพย์อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติการดูแล และ (The Custody Act)

3. กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ของบริษัท รวมถึงข้อกำหนดต่าง ๆ ที่ใช้กับ บริษัทมหาชน โดยเฉพาะ จากการตีความทางวิชาการ พร้อมกับกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลตลาดทุน เรียกว่า Law of Public Stock Companies

3.3.2 กฎหมายที่ใช้ในการควบคุม (Supervisory Law)

หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชนหรือซื้อขายเช่นเดียวกับผู้ออกหลักทรัพย์และตัวกลาง อยู่ภายใต้กฎระเบียบที่ครอบคลุมซึ่งได้รับการกำกับดูแลและบังคับใช้โดยหน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินของรัฐบาลกลางเยอรมัน (BaFin) กฎหมายควบคุมดูแลด้านหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมัน มีรากฐานมาจากกฎหมายของยุโรป ซึ่งมีจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างตลาดการเงินแบบบูรณาการในยุโรป เมื่อวันที่ 3 มกราคม ค.ศ. 2018 ตลาดที่มีการปรับปรุงคำสั่งเกี่ยวกับการซื้อขายเครื่องมือทางการเงิน (MiFID II) 3 ซึ่งได้ถูกเปลี่ยนเป็นกฎหมายระดับชาติของเยอรมัน โดยมีผลบังคับใช้พร้อมกับกฎระเบียบของตลาดการเงิน (MiFIR) กฎใหม่ครอบคลุมบทบัญญัติเกี่ยวกับการคุ้มครองนักลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการปกป้องสิทธิประโยชน์ของลูกค้า การกำกับดูแลผลิตภัณฑ์ และการจูงใจทางการเงินที่ไม่ใช่ตัวเงินรวมถึงกฎระเบียบที่ครอบคลุมของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดด้วย

นอกจากนี้ Market Abuse Directive ที่ปรับปรุงแล้ว (MAD II) และระเบียบ Market Abuse Regulation ใหม่ (MAR) มีผลบังคับใช้ในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2559 MAR ได้แทนที่กฎหมายจำนวนมากของประเทศและสร้างกฎที่เป็นมาตรฐานเดียวกันเพื่อความสมบูรณ์ของตลาด กรอบใหม่นี้ใช้อย่างเท่าเทียมกันบนรูปแบบการซื้อขายแบบพหุภาคี (MTF) และสิ่งอำนวยความสะดวกในการซื้อขายแบบมีระบบ (OTF) MAR ควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ในเรื่อง การใช้ข้อมูลล่วงหน้า, การจัดการตลาด, การเปิดเผยข้อมูลภายในแบบเฉพาะกิจ, การซื้อขายแบบ Over-The-Counter และการซื้อขายที่มีความถี่สูง (High Frequency Trading) การดำเนินการของ MAD II ได้จัดเตรียมไว้สำหรับการยกระดับการบริหารในกรณีที่มีการกระทำโดยเจตนาหรือประมาทเลินเล่อต่อกฎระเบียบ MAR

กฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์คือ:

1. พระราชบัญญัติการซื้อขายหลักทรัพย์ (The Securities Trading Act /WpHG) ซึ่งรวมถึงบทบัญญัติเกี่ยวกับบริการการลงทุนและบริการเสริมบริการด้านการลงทุนของธนาคาร การเปิดเผยการถือหุ้นหลักในบริษัทมหาชน และการเผยแพร่รายงานทางการเงินโดย บริษัทมหาชน

2. ระเบียบการลงทุนประเภททุน (The Capital Investment Code / KAGB) ซึ่งควบคุมการออกและการตลาดของกองทุนรวมทั้งการลงทุนครอบคลุมทั้งการดำเนินการเพื่อการลงทุนแบบรวมในหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้ (UCITS) และ non-UCITS (หรือที่เรียกว่ากองทุนการลงทุนทางเลือก)

3. พระราชบัญญัติการเข้าถือหลักทรัพย์และการครอบงำกิจการ (The Securities Acquisition and Takeover Act / WpÜG) ทำหน้าที่ควบคุมการครอบครองและการประมุขภาคบังคับสำหรับการซื้อหุ้นในบริษัทมหาชน และ
4. พระราชบัญญัติหนังสือชี้ชวนหลักทรัพย์ (The Securities Prospectus Act / WpPG) ซึ่งใช้กับการร่างขึ้น การอนุมัติและการเผยแพร่หนังสือชี้ชวนสำหรับหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายต่อประชาชนหรือขายในตลาดที่มีการควบคุม

3.3.3 หน่วยงานที่ควบคุมตลาดหลักทรัพย์ (BaFin)

BaFin ทำหน้าที่กำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมายให้เป็นไปตามข้อกำหนดของกฎการควบคุมที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ทั้งหมด และอาจออกคำสั่งโดยมีเงื่อนไขตามความเหมาะสมและจำเป็น ตัวอย่างเช่น ตามมาตรา 4 (2) WpHG, BaFin อาจห้ามการซื้อขายแลกเปลี่ยนในแต่ละหุ้นเป็นการชั่วคราว ในขอบเขตที่จำเป็นต่อการบังคับใช้ข้อห้ามหรือข้อกำหนดตาม WpHG (เช่น การควบคุมตลาด) ด้วยเหตุนี้ BaFin อาจขอให้ทุกคนให้ข้อมูลนำเสนอเอกสารและสำเนา รวมถึงการเรียกตัวบุคคลและส่งคำถามให้ตอบได้ ในช่วงเวลาทำการปกติพนักงานของ BaFin จะได้รับสิทธิ์ในการเข้าถึงทรัพย์สินและสถานที่ประกอบธุรกิจได้

BaFin สามารถเผยแพร่คำตัดสินในเว็บไซต์ของตนเอง ในกรณีที่มีการดำเนินคดีกับบริษัทที่ไม่ปฏิบัติตามบทบัญญัติของ WpHG โดยมีเงื่อนไขว่าการตัดสินใจดังกล่าว ย่อมมีผลผูกพันทางกฎหมายกับผู้ที่มีอำนาจเห็นชอบในการแพร่ข่าวที่เหมาะสมและจำเป็นและจะไม่เป็นอันตรายต่อตลาดการเงิน

3.3.4 การดำเนินคดี

ในกรณีที่มีการละเมิดกฎการกำกับดูแลโดยเจตนาหรือประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง กฎหมายเยอรมันจัดให้มีการดำเนินการในสองระดับ คือ การลงโทษทางอาญาสำหรับการละเมิดที่ร้ายแรงและค่าปรับทางปกครองสำหรับเรื่องที่ไม่ร้ายแรงมากนัก เจ้าหน้าที่ผู้มีอำนาจสำหรับการลงโทษปรับทางปกครอง คือ BaFin ในขณะที่พนักงานอัยการมีหน้าที่รับผิดชอบในการดำเนินคดีทางอาญา เจ้าหน้าที่ทั้งสองทำงานร่วมกันอย่างใกล้ชิด ด้วยการใช้งาน MAD II และ MiFID II ค่าปรับด้านการบริหารเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงหลังมานี้

BaFin มีหน้าที่จะต้องรายงานโดยไม่ชักช้าต่อพนักงานอัยการที่มีอำนาจ ในข้อเท็จจริงที่นำไปสู่ข้อสงสัยว่า อาจมีการกระทำความผิดทางอาญา โดยอาจโอนข้อมูลส่วนบุคคลของบุคคลที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นผู้ต้องสงสัยหรือถูกสงสัยหรือถูกพิจารณาจนไว้เป็นพยานให้แก่พนักงานอัยการ ในกรณีที่เป็นสำหรับการดำเนินคดีทางอาญา

ในทางกลับกันพนักงานอัยการแจ้งให้ BaFin ทราบถึงการเริ่มต้นของการสอบสวนใด ๆ ที่ดำเนินการเกี่ยวกับความผิดทางอาญา หากจำเป็นต้องใช้ผู้เชี่ยวชาญในระหว่างดำเนินการสอบสวนพนักงานของ BaFin ที่มีความรู้ที่เกี่ยวข้องสามารถเข้าร่วมดำเนินการได้ หากพนักงานอัยการพิจารณายกเลิกการพิจารณาคดีจะต้องผ่านการพิจารณาจาก BaFin ก่อนเป็นสำคัญ

3.3.5 การฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Common Securities Claims)

นอกเหนือจากการเรียกร้องตามสัญญา เช่น การเรียกร้องการชำระหนี้ตามเงื่อนไขของพันธบัตรแล้ว การฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มักเป็นเรื่องเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในตลาดทุนที่ไม่ถูกต้องหรือพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมอื่น ๆ ที่ส่งผลให้ผู้ถือหลักทรัพย์ประสบปัญหาขาดทุน จึงทำให้ในเยอรมันนั้น ไม่มีกฎหมายเฉพาะที่จะควบคุมการฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์เหมือนในประเทศอื่น ดังนั้น การดำเนินคดีเกี่ยวกับความผิดทางหลักทรัพย์ จึงเกี่ยวพันกับกฎหมายอื่น คือ กฎหมายแพ่ง เป็นจำนวนมาก

ในรายงานนี้ จะทำการวิเคราะห์เฉพาะในส่วนของกฎหมายหลักที่ใช้เกี่ยวกับการฟ้องคดีการปั่นหุ้น นั่นคือ พระราชบัญญัติการซื้อขายหลักทรัพย์ (The Securities Trading Act /WpHG) ซึ่งในส่วนของการปั่นหุ้นจะอยู่ใน ส่วนที่ 4 Monitoring of Compliance with The Prohibition of Stock Exchange and Market Price Manipulation มาตรา 20a โดยมีบทบัญญัติ ดังนี้

มาตรา 20a

Prohibition of market manipulation (ข้อห้ามสำหรับการปั่นตลาดหรือปั่นหุ้น)

(1) It is prohibited

ห้ามมิให้กระทำ

1. To supply untrue or misleading information concerning circumstances that are of crucial importance for the valuation of financial instruments or to withhold such information in contravention of statutory provisions, if the provision or withholding of the information has the potential to influence the domestic stock exchange or market price of a financial instrument or the price of a financial instrument on an organized market in another member state of the European Union or another signatory to the Agreement on the European Economic Area,

จัดหาข้อมูลที่ไม่ถูกต้องหรือทำให้เข้าใจผิดเกี่ยวกับสถานการณ์ที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการประเมินมูลค่าของตราสารทางการเงินหรือไม่ให้ข้อมูลดังกล่าวไว้ โดยฝ่าฝืนบทบัญญัติทางกฎหมาย โดยหากข้อกำหนดหรือการไม่ให้ข้อมูลมีศักยภาพนี้ จะมีอิทธิพลต่อตลาดหลักทรัพย์ใน

ประเทศหรือ ราคาตลาดของตราสารทางการเงินหรือราคาของตราสารทางการเงินในตลาดที่จัดขึ้นในประเทศสมาชิกอื่นของสหภาพยุโรปหรือ ผู้ลงนามในข้อตกลงในเขตเศรษฐกิจยุโรป

2. To initiate transactions or issue purchase or sell orders that have the potential to generate untrue or misleading signals affecting supply, demand or the stock exchange or market price of financial instruments or to create an artificial price level or

เพื่อการทำธุรกรรมหรือออกคำสั่งซื้อหรือคำสั่งขายที่มีผล ในการส่งสัญญาณที่ไม่เป็นจริงหรือทำให้เข้าใจผิด ที่มีผลกระทบต่ออุปสงค์อุปทานหรือตลาดหลักทรัพย์หรือราคาตลาดของตราสารทางการเงินหรือเพื่อสร้างระดับราคาเทียมหรือ

3. To execute any other deceptive act that has the potential to influence the domestic stock exchange or market price of a financial instrument or the price of a financial instrument on an organised market in another member state of the European Union or another signatory to the Agreement on the European Economic Area.

ดำเนินการหลอกลวงใดๆ ที่จะส่งผลและมีอิทธิพลต่อตลาดหุ้นในประเทศหรือราคาตลาดของตราสารทางการเงินหรือราคาของตราสารทางการเงินในตลาดที่มีการจัดการในประเทศสมาชิกอื่นของสหภาพยุโรปหรือผู้ลงนามในข้อตกลงอื่น ในเขตเศรษฐกิจยุโรป

Sentence 1 applies to financial instruments that

ในส่วนที่ 1 นี้ ใหัรวมถึงตราสารทางการเงินที่

1. Are admitted to trading on a German stock exchange or traded on the regulated market (Geregelter Markt) or the regulated unofficial market (Freiverkehr) or
เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เยอรมันหรือซื้อขายในตลาดที่มีการควบคุม (Geregelter Markt) หรือตลาดที่ไม่เป็นทางการที่ถูกควบคุม (Freiverkehr) หรือ

2. Admitted to trading on an organised market in another member state of the European Union or another signatory to the Agreement on the European Economic Area.

Securities shall be deemed admitted to trading on an organised market or traded on the regulated market (Geregelter Markt) or the regulated unofficial market (Freiverkehr) if the application for such admission or for such trading has been made or publicly announced.

ได้รับอนุญาตให้ทำการซื้อขายในตลาดที่มีการจัดการในประเทศสมาชิกอื่นของสหภาพยุโรปหรือผู้ลงนามในข้อตกลงเขตเศรษฐกิจยุโรป

หลักทรัพย์จะถือว่ายอมรับการซื้อขายในตลาดที่มีการจัดการหรือการซื้อขายในตลาดที่มีการควบคุม (Geregelter Markt) หรือตลาดที่ไม่เป็นทางการที่มีการควบคุม (Freiverkehr) หากมีการยื่นคำขอสำหรับการเข้าศึกษาดังกล่าวหรือการซื้อขายดังกล่าว

(2) The prohibition pursuant to subsection (1) sentence 1 no. 2 does not apply if the action is in accordance with accepted market practice on the organised or regulated unofficial market (Freiverkehr) in question and the initiator has legitimate grounds. Only such conduct which can be reasonably expected on the market in question qualifies as acceptable market practice and is recognised as such by the Supervisory Authority. A specific market practice is not assumed to be unacceptable simply because it has not been previously accepted.

ข้อห้ามตามหมวด (1) ประโยคที่ 1 หมายเลข 2 ไม่สามารถใช้งานได้ หากการดำเนินการเป็นไปตามแนวทางปฏิบัติทางการตลาดที่ยอมรับในตลาดที่มีการจัดตั้ง หรือไม่เป็นทางการ (Freiverkehr) และ ผู้ริเริ่มมีเหตุผลทางกฎหมายที่เพียงพอ และเฉพาะการดำเนินการดังกล่าวซึ่งสามารถคาดหวังได้อย่างสมเหตุสมผลในตลาดที่เป็นปัญหาเท่านั้น ที่มีคุณสมบัติเป็นการปฏิบัติทางการตลาดที่ยอมรับได้และเป็นที่ยอมรับโดยหน่วยงานกำกับดูแล การปฏิบัติทางการตลาดที่เฉพาะเจาะจงนั้น ไม่ถือว่าไม่สามารถยอมรับได้ เพียงเพราะไม่เคยยอมรับมาก่อน

(3) Trading with own shares within the framework of a buy-back programme and price stabilisation measures for financial instruments shall in no case constitute a contravention of the prohibition pursuant to subsection (1) sentence 1, provided that this is performed in compliance with the provisions of Commission Regulation no. 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council- as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments (OJ EC No. L 336 p. 33). For financial instruments included in the regulated unofficial market (Freiverkehr) or regulated market (Geregelter Markt), the provisions of Commission Regulation no. 2273/2003 apply mutatis mutandis.

การซื้อขายหุ้นของตัวเองภายในกรอบของโปรแกรมซื้อคืนและมาตรการรักษาเสถียรภาพราคาสำหรับตราสารทางการเงิน จะต้องไม่เป็นกรณีที่เป็นการฝ่าฝืนข้อห้ามตามหมวดย่อย (1) ประโยค 1 โดยมีเงื่อนไขว่า เป็นไปตาม บทบัญญัติของข้อบังคับคณะกรรมการฉบับที่ 2273/2003

ของวันที่ 22 ธันวาคม 2546 การใช้ Directive 2003/6 / EC ของรัฐสภายุโรปและสภา - เกี่ยวกับการยกเว้นสำหรับโครงการซื้อคืนและการรักษาเสถียรภาพของตราสารทางการเงิน (OJ EC No. L 336 หน้า 33) สำหรับเครื่องมือทางการเงินที่รวมอยู่ในตลาดที่ไม่เป็นทางการที่ถูกควบคุม (Freiverkehr) หรือตลาดที่มีการควบคุม (Geregelter Markt) ให้ใช้บทบัญญัติของคณะกรรมการกฤษฎีกาฉบับที่ 2273/2003 ใช้บังคับโดยอนุโลม

(4) Subsections (1) to (3) apply mutatis mutandis to commodities and foreign currencies within the meaning of section 63 (2) of the Stock Exchange Act, which are traded on an organised market.

ส่วนย่อย (1) ถึง (3) ใช้บังคับกับสินค้าโภคภัณฑ์และสกุลเงินต่างประเทศโดยอนุโลมตามความหมายของมาตรา 63 (2) ของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ซึ่งซื้อขายในตลาดที่มีการจัดการ

(5) The Federal Ministry of Finance may, by means of an Ordinance requiring the consent of the Bundesrat, issue more detailed provisions concerning

กระทรวงการคลังของสหพันธ์รัฐอาจใช้กฎหมายที่ได้รับความยินยอมจาก Bundesrat ในการออกบทบัญญัติโดยมีรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับ

1. Circumstances of crucial importance for the valuation of financial instruments;

สถานการณ์ที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการประเมินมูลค่าของตราสารทางการเงิน

2. Untrue or misleading signals affecting supply and demand or the stock exchange or the market price of financial instruments or the existence of an artificial price level;

การส่งสัญญาณที่ไม่จริง หรือทำให้เข้าใจผิดอันส่งผลกระทบต่ออุปสงค์และอุปทานหรือตลาดหลักทรัพย์หรือราคาตลาดของตราสารทางการเงินหรือการมีอยู่ของระดับราคาเทียม

3. Other acts of deception;

การกระทำอื่น ๆ ที่เป็นการหลอกลวง

4. Actions and omissions that shall in no case constitute a violation of the prohibition pursuant to subsection (1) sentence 1 and

การกระทำใด และการละเว้นการกระทำ ไม่ว่าในกรณีใดจะ ถือเป็นการละเมิดข้อห้ามตามหมวด (1) ประโยคที่ 1 และ

5. Actions deemed acceptable market practice and the recognition process for an acceptable market practice. The Federal Ministry of Finance may, by means of a n Ordinance, delegate this authority to the Federal Financial Supervisory

Authority. The latter shall issue the provisions in agreement with the stock exchange supervisory authorities of the Federal States.

การกระทำที่ถือว่าเป็นที่ยอมรับของตลาด และกระบวนการการรับรู้สำหรับการปฏิบัติทางการตลาดอันเป็นที่ยอมรับได้ กระทรวงการคลังของรัฐบาลกลางอาจมอบอำนาจให้หน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินของรัฐบาลกลาง ออกกฎหมายที่เป็นที่ยอมรับของหน่วยงานกำกับหลักทรัพย์ในระดับรัฐบาลกลาง

(6) In respect of journalists when they act in their professional capacity, judgement concerning the existence of the prerequisites pursuant to subsection (1) sentence 1 no. 1 must take into account the rules governing their profession, unless those persons derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the distribution of the information in question.

ในส่วนนี้นักข่าวเมื่อพวกเขาปฏิบัติหน้าที่อย่างมืออาชีพการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำรงอยู่ของสิ่งที่จำเป็นต้องมีตามส่วนย่อย (1) ประโยคที่ 1 ไม่มี 1 จะต้องคำนึงถึงกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับอาชีพของพวกเขา เว้นแต่ผู้ที่ได้รับผลประโยชน์ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม หรือผลกำไรจากการเผยแพร่ข้อมูล

ตารางที่ 3.4 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศเยอรมัน

	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex Post	-
2	แนวคิด/Conceptual	-	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
3	หน้าที่/Functional	-	อำนาจดุลพินิจน้อย
4	การแสดงออก/ Representation	-	ทำอย่างไร (กระบวนการ)
5	องค์ความรู้/Knowledge Need	-	ใช้ความรู้น้อย
6	ข้อยกเว้น/Exception Handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	-
7	วิธีแก้ปัญหา/Conflict Resolution	ใช้การเจรจาได้	-

การวิเคราะห์ Dimension

1. ลักษณะ/Temporal ตัวบทมีลักษณะเป็น Ex Post เนื่องจากเป็นการเขียนที่มีเจตนาของการตรวจสอบความผิดที่ต้องตรวจสอบภายหลัง เช่น การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ เป็นไปตามเงื่อนไขตามบทบัญญัติต่าง ๆ หรือไม่ ผลกระทบต่อองค์กรและอุปทานของตลาดเกิดขึ้นหรือไม่ และเป็นการซื้อขายภายใต้กรอบของตลาดไหน

2. แนวคิด/Conceptual มีลักษณะค่อนข้างระบุชัดเจน เช่น การระบุขอบเขตกฎหมายว่าใช้บังคับกับประเทศใน EU, มีการขยายความว่าเป็นการรวมถึงสินค้าโภคภัณฑ์และสกุลเงินต่างประเทศ, ตลาดหมายถึงที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการและไม่เป็นทางการ, หรือแม้แต่บทบาทของนักข่าวในเรื่องนี้ด้วย

3. หน้าที่/Functional มีลักษณะไม่ต้องใช้ดุลพินิจมาก เนื่องจาก ทุกขั้นตอนมีการระบุไว้ว่าคืออะไร และหากต้องการความชัดเจนมากขึ้น ก็ให้ไปดูเพิ่มเติมได้ที่ไหนบ้าง เช่น การซื้อขายหุ้นของตัวเองภายในกรอบของโปรแกรมซื้อคืนและมาตรการรักษาเสถียรภาพราคาสำหรับตราสารทางการเงิน จะต้องไม่เป็นกรณีที่เป็นการฝ่าฝืนข้อห้ามตามหมวดย่อย (1) ประโยค 1 โดยมีเงื่อนไขว่า เป็นไปตาม บทบัญญัติของข้อบังคับคณะกรรมการฉบับที่ 2273/2003 ของวันที่ 22 ธันวาคม 2546 การใช้ Directive 2003/6 / EC ของรัฐสภายุโรปและสภา - เกี่ยวกับการยกเว้นสำหรับโครงการซื้อคืนและการรักษาเสถียรภาพของตราสารทางการเงิน (OJ EC No. L 336 หน้า 33) สำหรับเครื่องมือทางการเงินที่รวมอยู่ในตลาดที่ไม่เป็นทางการที่ถูกควบคุม (Freiverkehr) หรือตลาดที่มีการควบคุม (Geregelter Markt) ให้ใช้บทบัญญัติของคณะกรรมการกฎระเบียบหมายเลขที่ 2273/2003 ใช้บังคับโดยอนุโลม

4. การแสดงออก/Representation มีลักษณะของเนื้อความที่เป็นกระบวนการ

5. องค์ความรู้/Knowledge Needed มีลักษณะไม่ต้องใช้ความรู้มากนักในการตีความหรือทำความเข้าใจ เพราะมีการขยายความในเกือบทุกบทที่มีบทบัญญัติไว้ อย่างเช่น การซื้อขายทั้งในตลาด ที่เป็นและไม่เป็นทางการ, การซื้อขายหุ้นของตนเองภายใต้กรอบการซื้อคืนต้องทำอะไรบ้าง, นักข่าวต้องทำอะไรบ้าง, มีการขยายความของลักษณะตราสารทางการเงินว่าเป็นอย่างไรได้บ้าง

6. ข้อยกเว้น/Exception Handling มีลักษณะไปในทาง Principles เพราะมีการระบุข้อยกเว้นไว้ในหลายจุด เช่น ข้อยกเว้นในการซื้อขายหุ้นของตนเอง, หรือในส่วนของนักข่าวที่มีข้อยกเว้นด้วย

7. วิธีแก้ปัญหาคความขัดแย้ง/Conflict Resolution มีลักษณะเป็น Principles เนื่องจากในบทบัญญัติมีการเปิดช่องให้สามารถไปออกกฎ หรือให้หน่วยงานอื่นพิจารณาเพิ่มเติมได้อีก เช่น กระบวนการคลังของสหพันธ์รัฐอาจใช้กฎหมายที่ได้รับความยินยอมจาก Bundesrat ในการออก

บทบัญญัติโดยมีรายละเอียดเพิ่มเติม, กระทรวงการคลังของรัฐบาลกลางอาจมอบอำนาจให้หน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินของรัฐบาลกลางออกกฎหมายได้อีกด้วย

กล่าวโดยสรุป คือ ลักษณะของกฎหมายหลักทรัพย์เยอรมัน มีลักษณะค่อนข้างจะเป็นแบบผสมที่มีลักษณะใกล้เคียงกันของ Rules-Based และ Principles-Based แต่จากการใช้ตาราง Dimension พอจะสรุปได้ว่า ตัวบทของกฎหมายที่ใช้ในการกำกับหลักทรัพย์เยอรมัน มีลักษณะค่อนข้างไปในทาง Rules-Based มากกว่า

3.3.6 กรณีศึกษา (Case Laws)

3.3.6.1 Swiss FE Group AG and others³³⁵

ในการตัดสินของวันที่ 25 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2559 ศาลยุติธรรมกลาง (Bundesgerichtshof) ยืนยันการตัดสินคดีอาญาของศาลภูมิภาค (Landgericht) แห่ง Kleve เมื่อวันที่ 7 พฤศจิกายน พ.ศ. 2557 ศาลภูมิภาคของ Kleve ได้ตัดสินคดีสมาคมกรรมการบริหารของ ธนาคารเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ใน North Rhine-Westphalia ซึ่งได้รับโทษถึงโทษจำคุกสามปีสามเดือน เนื่องจากได้ละเมิดการควบคุมตลาดโดยการซื้อขายโดยหวังกำไร (Scalping) ในปี 2006-2008 เขาได้แนะนำหุ้นของกลุ่มสวิส FE, Metriopharm AG และ Prime Beteiligungen AG โดยไม่เปิดเผยการถือหุ้นของตัวเอง นี่คือการพิจารณาคดีครั้งแรกของศาลเกี่ยวกับการ Scalping ที่ไม่เพียงแต่เกี่ยวข้องกับการแนะนำหุ้นผ่านจดหมาย, ทางอีเมลและอินเทอร์เน็ต แต่ยังผ่านการตลาดทางโทรศัพท์โดยศูนย์บริการทางโทรศัพท์ (Call Center) การดำเนินคดีของพนักงานอัยการได้รับแจ้งจาก BaFin เมื่อปี 2010

ศาลยุติธรรมของรัฐบาลกลางตัดสินว่า คำจำกัดความของ “การกระทำความผิดอื่น ๆ ของการหลอกลวง” เป็นการกระทำผิดทางอาญาตามความหมายของมาตรา 20a (1) ประโยคที่ 1 ข้อ 3 ของพระราชบัญญัติการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นไปตามหลักการของทางกฎหมายในกฎหมายพื้นฐานของเยอรมัน (Grundgesetz) โดยคำนึงถึงผลกระทบต่อราคาหุ้นตามความหมายของมาตรา 38 (2) หมายเลข 1 แห่งพระราชบัญญัติการซื้อขายหลักทรัพย์ ศาลยุติธรรมแห่งสหพันธรัฐกำหนดไว้ในหลักการว่า การค้นพบข้อเท็จจริงที่จำเป็นขึ้นอยู่กับสถานการณ์ของแต่ละคดี หลักฐานที่เพียงพอสามารถจัดทำโดยทำการเปรียบเทียบความน่าจะเป็นของราคาหุ้นและปริมาณการซื้อขายจนถึงปัจจุบัน ความ

³³⁵ Federal Financial Supervisory Authority, **Market Manipulation, Swiss FE Group AG and Others, Annual Report 2016**, Retrieved October 22, 2018 from https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Jahresbericht/Jahresbericht2016/Kapitel5/Kapitel5_2/Kapitel5_2_2/kapitel5_2_2_node_en.html

น่าจะเป็นของราคาหุ้นและการเปลี่ยนแปลงปริมาณการซื้อขายสำหรับหลักทรัพย์ที่มีปัญหาในวันที่มีการกระทำความผิดเช่นเดียวกับขนาดของคำสั่งซื้อและขาย หากมีเพียงช่วงเวลาสั้น ๆ ระหว่างการส่งคำแนะนำสำหรับหุ้นที่ค่อนข้างไม่เป็นที่รู้จัก เมื่อเทียบกับการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของปริมาณการซื้อขาย จึงเป็นไปได้มากกว่าที่มีการเชื่อมโยงระหว่างคำแนะนำและการกำหนดราคา ข้อสรุปนี้แสดงให้เห็นว่า หากไม่มีสาเหตุอื่นที่สามารถระบุได้ว่าอะไรมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหุ้นอันเนื่องมาจากผลการปฏิบัติงานของบริษัท จึงถือว่าได้มีการกระทำความผิดเกิดขึ้นแล้ว

กรณีนี้เป็นได้ชัดเจนถึงลักษณะการออกกฎหมายหลักทรัพย์ของเยอรมัน ซึ่งถึงแม้ว่าจะมีการเขียนในลักษณะที่มีการระบุเฉพาะเจาะจง หรือเป็นแนว Rules-Based อยู่มากก็ตาม แต่ก็ยังมีการตรากฎหมายบางลักษณะอันเป็นการเปิดช่องให้กว้างไว้ด้วย เช่นกรณีนี้ คือ ผิดมาตรา 20a (1) ประโยคที่ 1 ข้อ 3 เรื่อง การกระทำอื่น ๆ ที่เป็นการหลอกลวง นอกจากนี้ การที่ศาลเยอรมันได้ให้หลักการไว้ว่า การค้นพบข้อเท็จจริงที่จำเป็นขึ้นอยู่กับสถานการณ์ของแต่ละคดี ก็ยังเป็นการเปิดแนวทางการวินิจฉัยในแบบ Principles-Based เอาไว้ด้วย กล่าวคือ ให้ดูที่ลักษณะความน่าจะเป็นของราคาหุ้นกับปริมาณการซื้อขายด้วย ว่ามีความสอดคล้องกันหรือไม่ ในส่วนนี้ถ้าจะเขียนในตัวอย่างอาจจะทำได้ยาก ถึงวิธีการเขียนให้ครอบคลุมลักษณะความผิดที่มีความหลากหลาย และมีพัฒนาการอย่างต่อเนื่องได้

3.3.6.2 Hedge Funds v. Porsche (Re Volkswagen)³³⁶

การต่อสู้กันเพื่อเข้าทำการครอบครองระหว่างปอร์เช่ เอจี (Porsche AG) และโพล์คสวาเกน เอจี (Volkswagen AG) เป็นหนึ่งในเหตุการณ์ที่สำคัญที่สุดในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจเยอรมัน โดยในเดือนมีนาคม ค.ศ. 2008 ปอร์เช่ประกาศเจตนารมณ์ที่จะซื้อหุ้น 50% ในโพล์คสวาเกน ตามการสร้างสรรค์ส่วนการถือหุ้นอย่างต่อเนื่องโดยปอร์เช่ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2002 หลังจากนั้นไม่นาน ปอร์เช่ก็ประกาศว่าจะไม่ซื้อหุ้น 75% ขึ้นไปของ โพล์คสวาเกน และการประกาศครั้งนี้ส่งผลให้เกิดการขายหุ้นของโพล์คในตลาดออกมาอย่างมาก แต่ปรากฏว่า ในช่วงหลายเดือนผ่านไป ปอร์เช่ยังคงซื้อหุ้นและแลกเปลี่ยนหุ้นที่ชำระด้วยเงินสดเพื่อนำไปซื้อหุ้นในโพล์คสวาเกนรวมถึง 74.1%

ในเดือนตุลาคม ค.ศ. 2008 ปอร์เช่ประกาศความตั้งใจที่จะยกระดับการถือครองสูงสุดถึง 75% ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในราคาตลาดของหุ้นโพล์คสวาเกน³³⁷ ดังนั้น การ

³³⁶ Lars Roh and Martin Beckmann, **The Securities Litigation Review – Edition 5, Germany**, Retrieved October 22, 2018 from <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-securities-litigation-review-edition-5/1194745/germany>

³³⁷ For the brief time on 28 October 2008, Volkswagen was the world most valuable company.

เข้าไปซื้อตราสารอนุพันธ์ทางการเงินที่เชื่อว่าหุ้นจะมีราคาตกลง ทำให้ผู้ที่ซื้อสัญญาอนุพันธ์นี้ประสบปัญหาขาดทุนอย่างรุนแรงถึงหมื่น ถึง หมื่นห้าพันล้านยูโร³³⁸

ในเดือนสิงหาคม ค.ศ. 2014 ศาลของสตุตการ์ต รับการพิจารณาคดีทางอาญาต่ออดีตสมาชิกของผู้บริหารระดับสูงของปอร์เช่ ในข้อหาเรื่องการละเมิดต่อตลาด คำฟ้องดังกล่าว กล่าวหาว่าผู้จัดการบางคนจงใจปิดบังความตั้งใจที่จะซื้อหุ้นอย่างน้อย 75% ในโพล์สวาเกนในการสื่อสารข้อมูลระหว่างเดือนมีนาคมถึงเดือนตุลาคม 2008³³⁹ อย่างไรก็ตาม ศาลสตุตการ์ตได้มีคำพิพากษาคัดสินคดีว่าไม่มีความผิดในเดือนมีนาคม ค.ศ. 2016

ภายใต้กฎหมายแพ่ง นักลงทุนได้ยื่นคำร้องเพื่อเรียกร้องค่าเสียหายจากทั้งปอร์เช่และโพล์สวาเกน เนื่องจากการปั่นข้อมูลในตลาด และการเผยแพร่ข้อมูลภายในที่ไม่ถูกต้อง (Information-Based Market Manipulation and Incorrect Publication of Inside Information) ข้อกล่าวหาดังกล่าวได้ถูกศาลยก ส่วนเรื่องของการประชาสัมพันธ์ที่ไม่ถูกต้องของปอร์เช่ไม่มีลักษณะเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายโดยเจตนา ดังนั้น ศาลจึงปฏิเสธการเรียกร้องในส่วนของ มาตรา 826 และ 31 BGB³⁴⁰ และศาลยังมีความเห็นต่อไปว่า มาตรา 20a WpHG ไม่ได้กำหนดเรื่องการชดเชยทางการเงินให้แก่นักลงทุนอีกด้วย

โดยสรุปในกรณีนี้ ประเด็นที่น่าสนใจ คือ การฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในเยอรมันไม่ได้จำกัดเฉพาะประเด็นในกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์เท่านั้น เนื่องจากแต่เดิม เยอรมันไม่ได้มีกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์มาก่อน แต่เดิมใช้การฟ้องคดีเกี่ยวกับละเมิดเป็นหลัก โดยเป็นการฟ้องในลักษณะทางแพ่งเป็นหลัก ต่อมาจึงมีกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ชัดเจนขึ้น อย่างไรก็ตาม ก็ยังคงมีการฟ้องเป็นคดีแพ่งโดยอ้างกฎหมายแพ่งอยู่ในเยอรมัน เพื่อฟ้องในคดีเกี่ยวกับความผิดหลักทรัพย์อีกประเด็นก็คือ ในความผิดตาม มาตรา 20a นั้น ก็ไม่ได้มีการกำหนดเรื่องการชดเชยเงินให้กับผู้เสียหาย จึงเป็นเรื่องน่าสังเกตถึงข้อจำกัดนี้ในกฎหมายเยอรมันในการเยียวยาให้กับผู้ได้รับความเสียหาย และนักลงทุน

³³⁸ On the facts see Mollers, NZG 2014, pp. 361 and 362

³³⁹ Decision of 18 August 2014 (Case No.1 Ws 68/14), ZIP 2014, p. 1829.

³⁴⁰ Judgement of 26 March 2015 (Case no. 2 U 102/14), BeckRS 2015, 05690; in this case hedge funds claimed damages in the amount of Euro 1.76 billion for losses suffered as a result of short selling in 2008.

3.4 ประเทศฮ่องกง

3.4.1 แหล่งที่มาของกฎหมาย (Source of Laws)³⁴¹

1. กฎหมายหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Ordinance: SFO)
2. กฎหมายบริษัท (Companies Law / Winding Up and Miscellaneous Provisions Ordinance (CWUMPO))
3. Companies Ordinance (CO)

3.4.2 หน่วยงานที่กำกับดูแล (Regulatory Authorities)

1. The Securities and Futures Commission (SFC) ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง, ตลาดซื้อขายล่วงหน้า
2. The Hong Kong Monetary Authority (HKMA) ทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจธนาคารพาณิชย์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการรับฝากเงินในฮ่องกง
3. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited ทำหน้าที่กำกับดูแล งานธุรการของสมาชิกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์, ธุรกรรมเกี่ยวกับการจัดการซื้อขายหุ้น

กฎหมายหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (“SFO”) ซึ่งมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 เมษายน ค.ศ. 2003 ได้จัดทำระบบทั้งทางแพ่งและทางอาญา (ภายใต้ส่วนที่สิบสามและสิบสี่) ตามลำดับในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการประพฤติดมิชอบในตลาดทุกประเภท ข้อกำหนดการประพฤติดมิชอบในตลาดของ SFO เป็นส่วนขยายของกฎหมายก่อนหน้านี้เกี่ยวกับการปั่นหุ้นในตลาดและการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จ หรือทำให้เข้าใจผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดซื้อขายล่วงหน้า ในขณะที่บทบัญญัติบางส่วนมีวิวัฒนาการมาจากกฎหมายเดิมที่ถูกแทนที่ด้วย SFO ซึ่งกฎหมายดังกล่าวเป็นส่วนใหญ่ได้มาจากกฎหมายออสเตรเลีย

การประพฤติดมิชอบในตลาด (Market Misconduct) อยู่ภายใต้การควบคุมของส่วนที่สิบสามและสิบสี่ ประกอบด้วยความผิด 6 ประการ คือ³⁴²

³⁴¹ Thomas So and Wilson Fung, **The Securities Litigation Review – Edition 3** (Hong Kong: s.l., 2017).

³⁴² Charltons Law, **Market Misconduct under the Securities and Futures Ordinance**, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Market-misconduct-under-the-SFO-in-Hong-Kong.pdf>

1. การใช้ข้อมูลภายใน (Insider Dealing)
2. การซื้อขายที่มีลักษณะผิดปกติ ไม่เป็นไปตามสภาวะตลาด (False Trading)
3. การใช้อุปบายในการเก็งกำไร โดยการกำหนดราคาล่วงหน้าร่วมกัน (Price Rigging)
4. การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการทำธุรกรรมต้องห้าม (Disclosure of Information About Prohibited Transactions)
5. การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดทำให้เกิดธุรกรรม (Disclosure of False or Misleading Information Inducing Transactions)
6. การปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Manipulation)

ส่วนที่สิบสามและสิบสี่มีบทบัญญัติทางแพ่งและทางอาญาที่เหมือนกันเกือบทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับข้างต้น

นอกจากนี้ ส่วนที่สิบสี่ได้กำหนดความผิดทางอาญาไว้ 3 ประการ คือ

1. การใช้อุปกรณ์เพื่อการฉ้อโกงหรือหลอกลวงในการทำธุรกรรมในหลักทรัพย์, สัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ
2. การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิด เพื่อชักจูงให้ผู้อื่นเข้าทำสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ
3. เป็นตัวแทนหลอกในการติดต่อสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในนามของผู้อื่น

ภายใต้ SFO การกำกับดูแลนี้ถูกขยายออกไปอย่างมากเพื่อให้การฟ้องคดีของศาลเกี่ยวกับการประพฤติมิชอบในตลาด (Market Misconduct Tribunal: MMT) ซึ่งเป็นตัวแทนของศาลเกี่ยวกับการค้าภายใน (Insider Dealing Tribunal: IDT) ขยายไปสู่การกระทำความผิดทุกประเภทในตลาด และความผิดทางอาญาได้ถูกขยายเพื่อครอบคลุมการประพฤติมิชอบในตลาดทุกรูปแบบเช่นเดียวกัน (โดยก่อนหน้านี้ การซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน ต้องดำเนินคดีทางแพ่งเท่านั้น)

3.4.3 การประพฤติมิชอบในการซื้อขายในตลาด (Market Misconduct)

ก่อนหน้านี้ความผิดทางอาญาที่มีอยู่ในกฎหมายหลักทรัพย์ (“SO”) และกฎหมายการซื้อขายสินค้า (“CTO”) ที่ควบคุมรูปแบบการปั่นตลาดและการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดนั้นมีขอบเขต จำกัด นอกจากนี้ มาตรฐานข้อสงสัยที่สมเหตุสมผลเกินกว่ากฎหมายและหลักฐานทางอาญาที่เข้มงวดมักจะทำให้การฟ้องร้องคดีอาญาเป็นเรื่องยาก ดังนั้น บทบัญญัติของ SFO จึงสร้างบทบัญญัติทางแพ่งและทางอาญาที่เหมือนกันแทบทุกประเภท เพื่อให้การดำเนินคดี สามารถทำได้สะดวกขึ้น

3.4.4 การซื้อขายที่มีลักษณะผิดปกติ ไม่เป็นไปตามสภาวะตลาด (False Trading) (มาตรา 274 และ 295)³⁴³

False Trading เกิดขึ้นเมื่อ

1. บุคคล ในฮ่องกงหรือที่ใดก็ตาม ทำอะไรหรือทำให้สิ่งที่จะทำ ด้วยความตั้งใจ หรือประมาทเลินเล่ออันทำให้เกิด หรือมีแนวโน้มที่จะสร้างลักษณะที่ผิดหรือทำให้เข้าใจผิด ดังนี้

1) การซื้อขายในหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ที่ซื้อขายในการแลกเปลี่ยนหรือผ่านระบบ (Automated Trading System) หรือ ATS ในฮ่องกง หรือ

2) สภาวะตลาดหรือราคาของหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีการซื้อขาย แลกเปลี่ยนหรือผ่านระบบ ATS ในฮ่องกง การดำเนินการดังกล่าวโดยบุคคลในฮ่องกงซึ่งมีผลกระทบ ในลักษณะคล้ายกันกับหลักทรัพย์หรือฟิวเจอร์สที่มีการซื้อขายในตลาดต่างประเทศ ถือว่าเป็น ความผิด False Trading ด้วย

2. บุคคลในฮ่องกงหรือที่ใดก็ตาม ได้มีส่วนร่วมไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ในการทำธุรกรรม อย่างหนึ่งอย่างใด (ไม่ว่าบุคคลใดจะซื้อขายหลักทรัพย์หรือฟิวเจอร์ส) ด้วยความตั้งใจหรือประมาท เลินเล่อ อันจะทำให้เกิด หรือมีแนวโน้มที่จะเกิด หรือราคาเทียม (Artificial Prices) สำหรับ หลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในการแลกเปลี่ยนหรือผ่าน ATS ในฮ่องกง

3. เป็นลักษณะการทำความผิดแบบเดียวกัน แต่โดยบุคคลในฮ่องกงซึ่งมีผลกระทบคล้ายกัน กับหลักทรัพย์หรือฟิวเจอร์สที่มีการซื้อขายในตลาดต่างประเทศ ถือว่าเป็นความผิด False Trading ด้วย

4. มันไม่จำเป็นว่าจะต้องเป็นการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์หรือฟิวเจอร์ส เท่านั้น บทบัญญัติเหล่านี้ จึงห้ามไม่ให้มีการดำเนินการใด ๆ ที่หากเกิดขึ้นในตลาดแล้ว จะส่งผลกระทบต่อ ราคาในตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดซื้อขายล่วงหน้า ที่สำคัญที่สุดคือ การปั่นหุ้นข้ามตลาด (Cross-Market Manipulation) เช่นการดำเนินการในตลาดหนึ่งซึ่งมีผลกระทบต่อการควบคุมในอีกตลาดหนึ่ง

คนที่มีส่วนร่วมในตลาด ประเภท “Wash Sale” หรือ “Match Order” สันนิษฐานไว้ก่อน ว่ามีเจตนาหรือประมาทเลินเล่อ ทำให้การกระทำของตน ได้สร้างหรือมีแนวโน้มที่จะสร้างรูปแบบที่ เป็นเท็จหรือทำให้เกิดความเข้าใจผิดในการซื้อขายในตลาด หรือราคาของหลักทรัพย์ (มาตรา 274 (5) และ มาตรา 295 (5)) อย่างไรก็ตาม ผู้ที่กระทำนี้ สามารถมีข้อโต้แย้งได้ ถ้าเขาสามารถพิสูจน์ได้ว่า วัตถุประสงค์ที่เขามีส่วนร่วมในการทำธุรกรรมนี้ ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ของการสร้างลักษณะที่ผิดหรือทำ ให้เข้าใจผิด (มาตรา 274 (6) และ มาตรา 295 (7) ข้อสันนิษฐานนี้ใช้เฉพาะกับ Wash Sale หรือ

³⁴³ Charltons Law, **Market Misconduct under the Securities and Futures Ordinance**, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Market-misconduct-under-the-SFO-in-Hong-Kong.pdf>

Match Order และธุรกรรมนี้ จะถูกบันทึกไว้ในระบบการแลกเปลี่ยนที่เกี่ยวข้องหรือ ATS และจะต้องรายงานไปที่ผู้ควบคุมระบบ ATS ซึ่งอยู่ภายใต้กฎระเบียบว่าด้วยการแลกเปลี่ยนหรือ ATS สำหรับการขายนอกตลาด (Off-Market) การทำ Wash Sale กับ March Order จะต้องพิสูจน์องค์ประกอบทางจิตวิทยาโดยอัยการอีกชั้นหนึ่ง

“Wash Sale” เป็นการซื้อขายหุ้นโดยที่บุคคลที่ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ไม่มีการเปลี่ยนแปลงการเป็นเจ้าของหุ้น (มาตรา 274 (5) (a) และมาตรา 295 (5) (a))

“Matched Order” คือ การที่บุคคลเสนอขายหรือซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่เท่ากับราคาที่เขาได้ทำหรือเสนอที่จะทำหรือ รู้ว่าพนักงานของเขาได้ทำ เพื่อเสนอที่จะทำข้อเสนอในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในจำนวนเท่าเดิม (มาตรา 274 (5) (b) และ (c) และ 295 (5) (b) และ (c))

ในกรณีที่มีความผิดนั้นเกี่ยวข้องกับพฤติกรรมในฮ่องกงที่มีผลต่อหลักทรัพย์หรือฟิวเจอร์สที่มีการซื้อขายในตลาดต่างประเทศ อัยการต้องพิสูจน์ว่าการกระทำดังกล่าวนั้นผิดกฎหมายในประเทศที่ตลาดตั้งอยู่ด้วย (มาตรา 282 (3) และ 306 (3)) เช่นเดียวกับการใช้ข้อมูลในการสร้างราคาหุ้นและการปั่นหุ้น ที่เกิดขึ้นในฮ่องกง แต่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์หรือฟิวเจอร์สที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศ

“Associate” หมายถึง การรวมถึงคู่สมรสของบุคคลหรือคู่สมรสที่เป็นที่ทราบกันว่าเป็น, พี่ชาย, น้องสาว, พ่อแม่, พ่อแม่ของคู่สมรส, ลูกหรือลูกบุญธรรมหรือลูกเลี้ยง, บริษัทใด ๆ ที่บุคคลนั้นเป็นกรรมการ, หุ้นส่วนหรือลูกจ้างของบุคคลนั้น และในกรณีของบริษัท รวมถึงกรรมการแต่ละคนและบริษัท ที่เกี่ยวข้องและกรรมการหรือพนักงานของบริษัทที่เกี่ยวข้องด้วย

3.4.5 การใช้ข้อมูลในการเก็งกำไร โดยการกำหนดราคาล่วงหน้าร่วมกัน (Price Rigging) (มาตรา 275 และมาตรา 296)³⁴⁴

การกระทำนี้ เกิดขึ้นทั้งกรณีที่มีบุคคลนั้นอยู่ในฮ่องกง หรืออยู่ที่ใดก็ตาม คือ

1. กระทำโดยตรงหรือโดยอ้อม ในการทำ Wash Sale ที่มีผลกระทบต่อการรักษาระดับราคา, เพิ่มขึ้นหรือลดลง, การรักษาเสถียรภาพ หรือก่อให้เกิดความผันผวนในราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายแลกเปลี่ยนหรือผ่าน ATS ในฮ่องกง หรือ
2. กระทำไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ในการทำธุรกรรมไว้ว่าโดยวิธีใด หรือโดยการใช้อุปกรณ์ที่มีการปลอมหรือประดิษฐ์โดยมีเจตนาว่าหรือประมาทเลินเล่อ อันเป็นผลให้เกิด การรักษา

³⁴⁴ Charltons Law, **Market Misconduct under the Securities and Futures Ordinance**, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Market-misconduct-under-the-SFO-in-Hong-Kong.pdf>

ระดับราคา, เพิ่มขึ้นหรือลดลง, การรักษาเสถียรภาพ หรือก่อให้เกิดความผันผวนในราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายแลกเปลี่ยนหรือผ่าน ATS ในฮ่องกง

พฤติกรรมแบบเดียวกัน โดยบุคคลในฮ่องกงที่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ (หรือในกรณีของวรรค 2 หลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า) ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศ จะถือเป็น Price Rigging ด้วยหากการกระทำดังกล่าวผิดกฎหมายในประเทศที่ตลาดที่เกี่ยวข้องนั้นตั้งอยู่

บุคคลที่จะมีข้อโต้แย้งเกี่ยวข้องกับข้อ 1 ข้างต้น (และการกระทำที่อยู่ในฮ่องกงและส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดต่างประเทศ) หากสามารถพิสูจน์ได้ว่าวัตถุประสงค์ของการขายหรือซื้อหลักทรัพย์นั้น ไม่มีวัตถุประสงค์ของการสร้างความเข้าใจที่ผิดหรือทำให้เข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาของหลักทรัพย์ (มาตรา 275 (4) และ 296 (5))

3.4.6 การปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Manipulation) (มาตรา 278 และ 299)³⁴⁵

บทบัญญัติเหล่านี้เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมในหลักทรัพย์เท่านั้น

การปั่นหุ้นในตลาด ไม่ว่าจะเกิดขึ้นในฮ่องกง หรือที่อื่นใด บุคคลที่เข้าหรือทำธุรกรรม ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม ตั้งแต่ 2 ครั้ง หรือมากกว่าขึ้นไป ในหลักทรัพย์ของบริษัท ที่ดำเนินการด้วยตนเองหรือโดยร่วมกับการทำธุรกรรมอื่นใด ในลักษณะ

1. เพิ่มขึ้นหรือมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น ในราคาของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาด หรือผ่าน ATS ในฮ่องกง ด้วยความตั้งใจที่จะชักจูงผู้อื่น ให้ซื้อ หรือละเว้นจากการขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัทที่เกี่ยวข้อง
2. ลดหรือมีแนวโน้มที่จะลดราคาของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาด หรือผ่าน ATS ในฮ่องกงด้วยความตั้งใจที่จะชักจูงผู้อื่นให้ขายหรือละเว้นจากการซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัทที่เกี่ยวข้อง
3. รักษาหรือทำให้มีราคาเสถียรภาพหรือมีแนวโน้มที่จะรักษาหรือทำให้มีเสถียรภาพทางราคาของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายแลกเปลี่ยนหรือผ่าน ATS ในฮ่องกง ด้วยความตั้งใจที่จะชักจูงให้อีกบุคคล ขายหรือซื้อ หลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัทที่เกี่ยวข้อง

³⁴⁵ Charltons Law, **Market Misconduct under the Securities and Futures Ordinance**, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Market-misconduct-under-the-SFO-in-Hong-Kong.pdf>

พฤติกรรมแบบเดียวกันในฮ่องกง ซึ่งส่งผลต่อหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศ จะมีผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ หากการกระทำแบบเดียวกันนั้นผิดกฎหมายในประเทศที่เป็นที่ตั้งของตลาดที่เกี่ยวข้อง

นายหน้าค้าหลักทรัพย์ (Broker) ที่ไม่ตั้งคำถามหรือพิจารณาผลที่ตามมาจากคำสั่งของลูกค้า ที่แสดงเจตนาที่ชัดเจนในการปั่น หรือสร้างราคาหุ้น อาจส่งผลให้มีการระงับใบอนุญาตได้

3.4.7 การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมที่ต้องห้าม (Disclosure of Information about Prohibited Transactions) (มาตรา 276 และ มาตรา 297)³⁴⁶

การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมที่ต้องห้ามเกิดขึ้นเมื่อบุคคลเปิดเผย หรือเผยแพร่หรืออนุญาตหรือเกี่ยวข้องกับการเปิดเผย หรือการเผยแพร่ข้อมูลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท หรือราคาสำหรับการซื้อขายในอนาคต สัญญาที่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนหรือผ่าน ATS ในฮ่องกงจะได้รับผลกระทบหรือมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากการทำธุรกรรมต้องห้าม (เช่น การกระทำหรือการทำธุรกรรมใด ๆ ที่ก่อให้เกิดการประทุพถุติมิชอบในตลาดหรือฝ่าฝืนส่วนที่สิบสี่) บริษัทที่เกี่ยวข้องหรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหากเขาหรือผู้ร่วมงานของเขาไปเกี่ยวข้องกับ

1. ได้เข้าทำธุรกรรมที่ต้องห้ามโดยตรงหรือโดยอ้อม หรือ
2. ได้รับหรือคาดว่าจะได้รับผลประโยชน์โดยตรงหรือโดยอ้อม อันเป็นผลมาจากการเปิดเผย หรือการเผยแพร่ข้อมูล

3.4.8 การเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดธุรกรรมการชักนำให้ทำธุรกรรม (Disclosure of False or Misleading Information Inducing Transactions) (ส่วน 277 และ 298)³⁴⁷

การเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิด ซึ่งเกิดจากการทำธุรกรรมที่เกิดขึ้นในฮ่องกง หรือที่อื่นใด บุคคลที่เปิดเผย หรือเผยแพร่หรืออนุญาตหรือเกี่ยวข้องกับการเปิดเผย หรือการเผยแพร่ข้อมูลที่มีแนวโน้มที่จะ

1. เพื่อชักจูงบุคคลอื่นให้ซื้อหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ในฮ่องกง;
2. เพื่อชักชวนให้บุคคลอื่นขายหรือซื้อหลักทรัพย์ในฮ่องกง หรือ

³⁴⁶ Charltons Law, **Market Misconduct under the Securities and Futures Ordinance**, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Market-misconduct-under-the-SFO-in-Hong-Kong.pdf>

³⁴⁷ *Ibid.*

3. เพื่อรักษา, เพิ่ม, ลดหรือสร้างเสถียรภาพราคาหลักทรัพย์หรือราคาสำหรับการซื้อขายในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในฮ่องกง:

1) ข้อมูลนั้นเป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดว่าเป็นข้อเท็จจริง หรือผ่านการละเว้นข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญ และ

2) บุคคลนั้นรู้อยู่ หรือโดยประมาทเลินเล่อ โดยไม่สนใจว่าข้อมูลนั้นเป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดเกี่ยวกับข้อเท็จจริงที่เป็นรูปธรรม

* ภายใต้มาตรา 298 ความประมาทจะไม่พอเพียงที่จะทำให้เกิดความรับผิดทางอาญา

ข้อโต้แย้ง สำหรับผู้ที่เผยแพร่ข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิด ในการดำเนินธุรกิจของพวกเขาโดยไม่เจตนา ซึ่งเกี่ยวข้องกับการเผยแพร่ข้อมูลที่ได้รับจากผู้อื่นและผู้ที่ไม่อยู่ในฐานะที่จะตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลนั้น โดยสรุป ข้อโต้แย้งเหล่านี้มีไว้สำหรับ:

1. ผู้ที่ดำเนินธุรกิจสไตล์ “ทอรัยสาย” ในการออกหรือทำซ้ำข้อมูลที่จัดหาโดยผู้อื่น เช่น ผู้เผยแพร่และสำนักพิมพ์พิมพ์

2. บุคคลที่มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการการเข้าถึงข้อมูลของบุคคลที่สามทางอิเล็กทรอนิกส์ที่ข้อมูลอื่น ๆ ที่ถูกสร้างขึ้นโดยบุคคลอื่นเช่นเว็บไซต์ปฏิบัติการอินเทอร์เน็ตที่ให้การเข้าถึงข้อมูลของบุคคลที่สาม และ

3. ผู้เผยแพร่ข้อมูลได้วางแผนทั้งหมดโดยผู้อื่น

ในการศึกษานี้ เราจะศึกษาเฉพาะกรณีการปั่นหุ้นเท่านั้น (Market Manipulation) ซึ่งมีตัวบทตามกฎหมายฮ่องกง อยู่ในมาตรา 278 และมาตรา 299 ดังนี้

มาตรา 278. Stock Market Manipulation (การปั่นหุ้นในตลาด)

(1) Stock market manipulation takes place when, in Hong Kong or elsewhere การปั่นหุ้นในตลาด ไม่ว่าจะเกิดขึ้นในฮ่องกง หรือที่อื่นใด

(a) A person enters into or carries out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction increase,

or are likely to increase, the price of any securities traded on a relevant recognized market or by means of authorized automated trading services, with the intention of inducing another person to purchase or subscribe for, or to refrain from selling, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation;

บุคคลใดที่เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้งหรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามเพิ่มการทำธุรกรรม เพื่อทำให้เกิดแนวโน้มที่จะทำให้ราคาเพิ่มขึ้นของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดที่เป็นที่รู้จัก หรือที่ได้รับ

อนุญาต บริการซื้อขายอัตโนมัติ ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่น ซื้อหรืองดเว้นการขาย หลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัทที่เกี่ยวข้อง

(b) A person enters into or carries out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction reduce, or are likely to reduce, the price of any securities traded on a relevant recognized market or by means of authorized automated trading services, with the intention of inducing another person to sell, or to refrain from purchasing, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation; or

บุคคลใดที่เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามลดการทำธุรกรรม หรือเพื่อให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาลดลง ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดที่เป็นที่รู้จัก หรือที่ได้รับอนุญาต บริการซื้อขายอัตโนมัติ ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นขาย หรืองดเว้น การซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(c) A person enters into or carries out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction maintain or stabilize, or are likely to maintain or stabilize, the price of any securities traded on a relevant recognized market or by means of authorized automated trading services, with the intention of inducing another person to sell, purchase or subscribe for, or to refrain from selling, purchasing or subscribing for, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation.

บุคคลใดที่เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามรักษากหรือคงระดับการทำ ธุรกรรม หรือเพื่อให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาคงที่ ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดที่ เป็นที่รู้จัก หรือที่ได้รับอนุญาต บริการซื้อขายอัตโนมัติ ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นซื้อ หรือขาย หรืองดเว้นการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(2) Stock market manipulation takes place when, in Hong Kong การปั่นหุ้นในตลาด ไม่ว่าจะเกิดขึ้นในฮ่องกง หรือที่อื่นใด

(a) A person enters into or carries out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction increase,

or are likely to increase, the price of any securities traded on a relevant overseas market, with the intention of inducing another person to purchase or subscribe for, or to refrain from selling, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation;

บุคคลใดที่เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามเพิ่มการทำธุรกรรม เพื่อทำให้เกิดแนวโน้มที่จะทำให้ราคาเพิ่มขึ้นของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศที่มีความเกี่ยวข้องกัน ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่น ซื้อหรืองดเว้นการขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(b) A person enters into or carries out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction reduce,

or are likely to reduce, the price of any securities traded on a relevant overseas market, with the intention of inducing another person to sell, or to refrain from purchasing, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation; or

บุคคลใดที่เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามลดการทำธุรกรรม หรือเพื่อทำให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาลดลง ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศที่มีความเกี่ยวข้องกัน ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นขาย หรืองดเว้นการซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(c) A person enters into or carries out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction maintain or stabilize, or are likely to maintain or stabilize, the price of any securities traded on a relevant overseas market, with the intention of inducing another person to sell, purchase or subscribe for, or to refrain from selling, purchasing or subscribing for, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation.

บุคคลใดที่เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามรักษากหรือคงระดับการทำธุรกรรม หรือเพื่อให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาคงที่ ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศ ที่เกี่ยวข้องกัน ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นซื้อหรือขาย หรืองดเว้นการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัทที่เกี่ยวข้อง

(3) In this section

ในส่วนนี้

(a) A reference to a transaction includes an offer and an invitation (however expressed); and

การอ้างอิงถึงธุรกรรมประกอบด้วยข้อเสนอและคำเชิญ (แสดงอย่างไรก็ตาม); และ

(b) A reference to entering into or carrying out a transaction shall, in the case of an offer or an invitation referred to in paragraph (a), be construed as a reference to making the offer or the invitation (as the case may be).

การอ้างอิงถึงการเข้าทำธุรกรรม กรณีของข้อเสนอหรือคำเชิญที่อ้างถึงในวรรค (a) ถูกตีความเป็นการอ้างอิงถึงการทำข้อเสนอหรือคำเชิญ (แล้วแต่กรณี)

มาตรา 299. Offence of stock market manipulation

ความผิดฐานการซื้อขายหลักทรัพย์

(1) A person shall not, in Hong Kong or elsewhere

ห้ามมิให้บุคคลในฮ่องกง หรือในที่ใดก็ตาม

(a) Enter into or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction increase, or are likely to increase, the price of any securities traded on a relevant recognized market or by means of authorized automated trading services, with the intention of inducing another person to purchase or subscribe for, or to refrain from selling, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation;

เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามเพิ่มการทำธุรกรรม เพื่อทำให้เกิดแนวโน้มที่จะทำให้ราคาเพิ่มขึ้นของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดที่เป็นที่รู้จัก หรือที่ได้รับอนุญาต

บริการซื้อขายอัตโนมัติ ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่น ซื้อหรืองดเว้นการขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(b) enter into or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction reduce, or are likely to reduce, the price of any securities traded on a relevant recognized market or by means of authorized automated trading services, with the intention of inducing another person to sell, or to refrain from purchasing, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation; or

เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้งหรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามลดการทำธุรกรรม หรือเพื่อให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาตกลง ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดที่เป็นที่รู้จัก หรือที่ได้รับอนุญาต บริการซื้อขายอัตโนมัติ ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นขาย หรืองดเว้นการซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(c) Enter into or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction maintain or stabilize, or are likely to maintain or stabilize, the price of any securities traded on a relevant recognized market or by means of authorized automated trading services, with the intention of inducing another person to sell, purchase or subscribe for, or to refrain from selling, purchasing or subscribing for, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation.

เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้งหรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามรักษาคงหรือคงระดับการทำธุรกรรม หรือเพื่อให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาคงที่ ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดที่เป็นที่รู้จัก หรือที่ได้รับอนุญาต บริการซื้อขายอัตโนมัติ ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นซื้อหรือขาย หรืองดเว้นการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(2) A person shall not, in Hong Kong

ห้ามมิให้บุคคลในฮ่องกง

(a) Enter into or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction increase, or are likely to increase, the price of any securities traded on a

relevant overseas market, with the intention of inducing another person to purchase or subscribe for, or to refrain from selling, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation;

เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้งหรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามเพิ่มการทำธุรกรรม เพื่อทำให้เกิดแนวโน้มที่จะทำให้ราคาเพิ่มขึ้นของหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศที่มีความเกี่ยวข้องกัน ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่น ซื้อหรืองดเว้นการขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัทที่เกี่ยวข้อง

(b) Enter into or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction reduce, or are likely to reduce, the price of any securities traded on a relevant overseas market, with the intention of inducing another person to sell, or to refrain from purchasing, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation; or

เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้งหรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามลดการทำธุรกรรม หรือเพื่อทำให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาลดลง ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศที่มีความเกี่ยวข้องกัน ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นขาย หรืองดเว้นการซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(c) Enter into or carry out, directly or indirectly, 2 or more transactions in securities of a corporation that by themselves or in conjunction with any other transaction maintain or stabilize, or are likely to maintain or stabilize, the price of any securities traded on a relevant overseas market, with the intention of inducing another person to sell, purchase or subscribe for, or to refrain from selling, purchasing or subscribing for, securities of the corporation or of a related corporation of the corporation.

เข้าหรือดำเนินการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม โดยทำธุรกรรมตั้งแต่ 2 ครั้งหรือมากกว่านั้นขึ้นไปในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตนเองหรือการพยายามรักษาคงหรือคงระดับการทำธุรกรรม หรือเพื่อทำให้หลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีราคาคงที่ ในหลักทรัพย์ใด ๆ ที่ซื้อขายในตลาดต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกัน ด้วยความตั้งใจที่จะเหนี่ยวนำให้บุคคลอื่นซื้อหรือขาย หรืองดเว้นการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือของบริษัท ที่เกี่ยวข้อง

(3) A person who contravenes subsection (1) or (2) commits an offence.

บุคคลที่ฝ่าฝืนส่วนที่ (1) หรือ (2) กระทำความผิด

(4) In this section

ในส่วนนี้

(a) A reference to a transaction includes an offer and an invitation (however expressed); and

การอ้างอิงถึงธุรกรรมประกอบด้วยข้อเสนอและคำเชิญ (แสดงอย่างไรก็ตาม); และ

(b) A reference to entering into or carrying out a transaction shall, in the case of an offer or an invitation referred to in paragraph (a), be construed as a reference to making the offer or the invitation (as the case may be).

การอ้างอิงถึงการเข้าทำธุรกรรม กรณีของข้อเสนอหรือคำเชิญที่อ้างถึงในวรรค (a) ถูกตีความเป็นการอ้างอิงถึงการทำข้อเสนอหรือคำเชิญ (แล้วแต่กรณี)

ตารางที่ 3.5 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศฮ่องกง

	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
2	แนวคิด/Conceptual	-	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
3	หน้าที่/Functional	-	อำนาจดุลพินิจน้อย
4	การแสดงออก/Representation	-	ทำอย่างไร (กระบวนการ)
5	องค์ความรู้/Knowledge Need	-	ใช้ความรู้น้อย
6	ข้อยกเว้น/Exception Handling	-	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
7	วิธีแก้ปัญหา/Conflict Resolution	-	ไม่สามารถมีข้อโต้แย้งได้

การวิเคราะห์ Dimension

1. ลักษณะ/Temporal ตัวบทมีลักษณะเป็น Ex Post เนื่องจากการเป็นลายลักษณ์อักษรที่มีเจตนาของการตรวจสอบความผิดที่ต้องตรวจสอบภายหลัง เช่น การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ เป็นไปตามเงื่อนไขตามบทบัญญัติต่าง ๆ หรือไม่ ผลกระทบต่อราคาในลักษณะเพิ่มขึ้นหรือลดลงหรือไม่

2. แนวคิด/Conceptual มีลักษณะค่อนข้างระบุชัดเจน เช่น การระบุขอบเขตกฎหมายว่าใช้บังคับกับประเทศฮ่องกง และประเทศอื่น ๆ ด้วย, มีการระบุจำนวนธุรกรรมชัดเจนมาก ว่าตั้งแต่ 2 ครั้ง

ขึ้นไป และลักษณะการเขียนตัวบท มีการแยกส่วนชัดเจนมาก ว่าวงเล็บไหนเป็นเรื่องเกี่ยวกับการทำให้ราคาสูงขึ้น ลดลง หรือแม้แต่คงที่ นอกจากนี้ยังมีการอธิบายชัดเจนถึงพฤติกรรมว่า ชักจูงให้ซื้อหรือให้ไม่ขาย หรือให้ไม่ซื้อไม่ขายเลย เพื่อวัตถุประสงค์อะไร รวมถึงการระบุถึงว่าเป็นหลักทรัพย์ของบริษัท และบริษัทที่เกี่ยวข้องด้วย

3. หน้าที/Functional มีลักษณะไม่ต้องใช้ดุลพินิจมาก เนื่องจากทุกขั้นตอนมีการระบุไว้ว่าอะไรคืออะไร ค่อนข้างชัดเจน โดยมีการแบ่งย่อยเป็นพฤติกรรมทีละข้อ ซึ่งมีความแตกต่างกันบ้างในรายละเอียด เช่น โดยหลักแล้ว จะเกี่ยวข้องกับการทำให้ราคาเพิ่มขึ้น, ลดลง หรือคงที่ แต่มีการแยกออกเป็นหลายส่วน เพื่อให้ตรงกับพฤติกรรมเลย คือ ซื้อขายตลาดไหน ก็ใช้อ้างตัวบทต่างข้อกัน หรือแม้แต่เหตุเกิดที่ไหน ก็อยู่ในข้อที่ต่างกันด้วย

4. การแสดงออก/Representation มีลักษณะของเนื้อความที่เป็นกระบวนการ

5. องค์ความรู้/Knowledge Needed มีลักษณะไม่ต้องใช้ความรู้มากนักในการตีความหรือทำความเข้าใจ เพราะมีการขยายความในเกือบทุกบทที่มีบทบัญญัติไว้ อย่างเช่น พฤติกรรมอย่างไรเรียกว่าได้ทำความผิด ค่อนข้างละเอียด รวมทั้งทำที่ไหน โดยใคร รวมถึงตลาดไหนบ้าง

6. ข้อยกเว้น/Exception Handling มีลักษณะไปในทาง Rules เพราะไม่มีการระบุข้อยกเว้นไว้ตัวบท

7. วิธีแก้ปัญหาคความขัดแย้ง/Conflict Resolution มีลักษณะเป็น Rules เนื่องจากในบทบัญญัติไม่มีการเปิดช่องให้สามารถไปออกกฎ หรือให้หน่วยงานอื่นพิจารณาเพิ่มเติมได้อีก

โดยสรุป ลักษณะบทบัญญัติกฎหมายหลักทรัพย์เกี่ยวกับการปั่นหุ้นของฮ่องกง มีลักษณะเป็นแบบ Rules-Based ค่อนข้างมาก เพราะมีการระบุรายละเอียดของความผิดไว้ค่อนข้างชัดเจน และไม่เฉพาะแต่ความผิดในลักษณะการปั่นหุ้น (Market Manipulation) เท่านั้น แต่เมื่อดูเข้าไปในตัวบทในส่วนอื่นใน Market Abuse จะพบว่า มีการเขียนรายละเอียดไว้ค่อนข้างมาก โดยมีลักษณะเป็นกฎหมายที่มีการระบุเทคนิคเฉพาะของการปั่นหุ้นไว้ด้วย เช่น Wash Sale, False Trading, Inside Dealing, Price Rigging ไว้ในตัวบทโดยแยกรายมาตราไว้เลย

3.4.9 กรณีศึกษา (Case Laws)

3.4.9.1 Asia Standard Hotel Group (ASH Group)³⁴⁸

³⁴⁸ Securities and Futures Commission, **Four Jailed In Hong Kong's Largest Market Manipulation Case**, Retrieved October 22, 2018 from <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=09PR167>

ผู้บริหารทั้ง 4 คนของบริษัทถูกจำคุกระหว่าง 26 ถึง 30 เดือนโดยศาลแขวงในคดีเกี่ยวกับการปั่นหุ้นที่ใหญ่ที่สุดในฮ่องกง หลังถูกพบว่ามีความผิดในการสมคบคิดเพื่อปั่นหุ้นของ Asia Standard Hotel Group Ltd (กลุ่ม ASH) ซึ่งมีส่วนทำให้การเพิ่มขึ้นของราคาหุ้น 78% และมูลค่าตลาดของ บริษัท 4 พันล้านดอลลาร์

ผู้พิพากษา ตัดสินจำคุก Chan Chin Yuen 30 เดือน Ms. Elaine Au Yeung Man-Sister-in-Law, Mr. Chan Chin Tat น้องชายของเขาและเพื่อน Mr. Chui Siu Fung ต่างคนต่างถูกตัดสินจำคุก 26 เดือน จำเลยแต่ละคนได้รับคำสั่งให้จ่ายค่าปรับแก่คณะกรรมการหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (SFC) ที่ 288,400 ดอลลาร์ นายมาร์คสจ๊วตผู้อำนวยการฝ่ายบังคับใช้กฎหมายของ SFC กล่าวว่า “นี่เป็นการสมรู้ร่วมคิดที่จะฉวยเงินออกจากมือของนักลงทุนผู้บริสุทธิ์ และเป็นคดีการปั่นหุ้นที่ใหญ่ที่สุดในฮ่องกง โดยศาลก่อนหน้านี้ได้แจ้งว่าตั้งแต่วันที่ 1 สิงหาคม ถึง 5 กันยายน ค.ศ. 2005 ทั้งสี่คนได้สมคบกันเพื่อสร้างข้อมูลที่เป็นเท็จ หรือทำให้เข้าใจผิดเกี่ยวกับตลาดสำหรับหุ้นของกลุ่ม ASH

SFC กล่าวหาว่าทางกลุ่มนี้ได้ทำกิจกรรมที่เรียกว่า Price Rigging เพื่อสร้างภาพที่เป็นเท็จของสภาพคล่องของหุ้นกลุ่ม ASH และมีส่วนร่วมในการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นของกลุ่ม ASH โดย Chan Chin Yuen ได้รับเงินสนับสนุนการซื้อขายดำเนินการโดยอีกสามคนที่ซื้อขายส่วนใหญ่อันเองและ การซื้อขายของกลุ่มประกอบด้วยสัดส่วนมากกว่า 50% ของหุ้นกลุ่ม ASH ที่ซื้อขายในช่วงเวลานั้น โดยมีมูลค่าการซื้อขายประมาณ 190 ล้านเหรียญ

Chan Chin Tat และ Chui Siu-fung ถูกตั้งข้อหาด้วยความผิดที่ไม่สามารถตอบคำถามตามที่กำหนดภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าในระหว่างการสอบสวนของ SFC โดยไม่มีข้อแก้ตัวที่สมเหตุสมผล

กรณีนี้ เป็นการกระทำความผิดที่ค่อนข้างชัดเจนว่า มีการรวมกันเพื่อกระทำความผิดตาม มาตรา 279 โดยการชักจูงให้เข้ามาซื้อหุ้นของตน เพื่อให้ราคาสูงขึ้น

3.4.9.2 Citron Research³⁴⁹

เมื่อวันที่ 26 สิงหาคม พ.ศ. 2559 MMT (Hong Kong Misconduct Tribunal) พบว่า Mr Andrew Left of Citron Research เปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือทำให้เข้าใจผิดในการทำธุรกรรมและมีส่วนร่วมในการประพฤติมิชอบในตลาดภายใต้ SFO หลังจากการดำเนินการของ SFC

SFC กล่าวหาว่าเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2555 นาย Left ได้เผยแพร่รายงานเกี่ยวกับเว็บไซต์ของ Citron Research ที่มีข้อมูลเท็จหรือหลอกลวงเกี่ยวกับ Evergrande Real Estate Group Limited (Evergrande) รายงานระบุว่า Evergrande อยู่ในสถานะหนี้สินล้นพ้นตัว

³⁴⁹ Thomas So and Wilson Fung, *op. cit.*

และมีการนำเสนอข้อมูลที่หลอกลวงต่อสาธารณะ MMT พบว่าข้อกล่าวหาเหล่านี้เป็นเท็จและทำให้เกิดความเข้าใจผิดและมีแนวโน้มที่จะเป็นการเตือนหรือส่งสัญญาณนักลงทุนทั่วไป โดยนาย Left ได้กระทำความผิดตามข้อกล่าวหาเหล่านี้ด้วยความประมาทเลินเล่อโดยไม่มีความเข้าใจในมาตรฐานการบัญชีของฮ่องกงที่ใช้และไม่ได้ตรวจสอบกับผู้เชี่ยวชาญด้านบัญชีหรือขอความเห็นจาก Evergramde ก่อน นอกจากนี้ นาย Left ยังทำกระบวนการ Short Selling ในตลาด ซึ่งทาง SFC ตรวจพบ ซึ่งการกระทำนี้เป็นความผิดเนื่องจากการให้ข้อมูลเท็จ ก็เป็นไปเพื่อให้ตนเองได้กำไรในตลาดหลักทรัพย์ด้วย โดย MMT ได้สั่งให้นาย Left จ่ายเงินเป็นค่าปรับจำนวน USD 206,000 อีกด้วย เป็นผลให้ MMT สั่งให้นาย Left ถูกห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ในฮ่องกงเป็นระยะเวลาสูงสุดห้าปี โดยไม่ต้องออกจากศาล MMT ได้ออกคำสั่งยุติและหยุดยั้งนาย Left ว่าจะไม่กระทำความผิดในตลาดที่ระบุในคำสั่งที่ออกโดย MMT อีกต่อไปกรณีนี้ เป็นการกระทำความผิดในการให้ข้อมูลเท็จเกี่ยวกับฐานะของบริษัทในตลาด และตัวเองเป็นผู้ทำรายการการวิเคราะห์ด้วย และนอกจากนี้ยังเป็นผู้ค้าในตลาดซึ่งดำเนินการ Short Selling ในตลาดอีกด้วย ถือว่าเป็นผู้มีส่วนได้เสีย เพราะว่าได้ประโยชน์จากการให้ข้อมูลของตนที่ผิดพลาด ทำให้ผู้อื่นหลงผิด

บทที่ 4

ตลาดหลักทรัพย์ไทย ปัญหาและแนวทางแก้ไข

ในบทนี้ จะได้กล่าวถึงบทบัญญัติในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ไทย พ.ศ. 2535 ซึ่งเพิ่งได้รับการแก้ไขฉบับที่ 5 มาเมื่อ ปี พ.ศ. 2559 และเริ่มใช้จริงเมื่อปี พ.ศ. 2560 นี้เอง ซึ่งจะได้กล่าวถึงเหตุผลของการแก้ไขตัวบทเดิมที่ใช้มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ว่ามีสาเหตุอะไร โดยเปรียบเทียบให้เห็นว่ามีการแก้ในส่วนไหนบ้าง และสาเหตุที่แก้คืออะไร ต่อจากนั้นจะนำกรณีศึกษาในส่วนของคำพิพากษาเกี่ยวกับคดีปั่นหุ้นในไทยที่ผ่าน โดยจะเป็นคดีในส่วนที่ยังคงอ้างอิงจากกฎหมายเดิมอยู่ เนื่องจากกฎหมายใหม่ ยังไม่มีคำพิพากษาของศาลออกมา เนื่องจากเพิ่งเริ่มนำมาใช้ปฏิบัติ จากนั้นจะทำการวิเคราะห์ตัวบทของไทย ว่ามีลักษณะเป็น Principles-Based หรือ Rules-Based เนื่องจากเดิมเป็นการสันนิษฐานว่าของไทยน่าจะเป็นแบบ Rules-Based เพราะเป็นการลอกแบบมาจากสหรัฐอเมริกา ซึ่งได้รับการสันนิษฐานเช่นกันว่าเป็น Rules-Based จากนั้นจึงดูผลของการดำเนินคดีภายหลังจากที่ได้แก้ไขกฎหมายแล้ว ในปี พ.ศ. 2559 ว่ามีการฟ้องคดีอะไรบ้าง ได้ผลเป็นอย่างไร ต่อจากนั้น จะเป็นการนำผลที่ได้จากการวิเคราะห์ในบทที่ 3 ของการศึกษาประเทศต่าง ๆ 4 ประเทศ คือสหรัฐอเมริกา, อังกฤษ, เยอรมัน, ฮองกง ว่าตัวบทกฎหมายมีลักษณะอย่างไร มีข้อดีข้อเสีย อย่างไรบ้าง นอกจากนี้ ถ้านำหลัก Principles-Based มาใช้ในการแก้ปัญหาในประเทศไทย เพื่อดูว่าจะสามารถนำมาใช้ได้จริงหรือไม่ ถ้าไม่ได้เป็นเพราะบริบทใด แล้วจึงเข้าสู่กระบวนการแก้ปัญหาว่า การแก้ไขปัญหาโดยใช้วิธีการแก้ตัวบทบัญญัติกฎหมายเพียงอย่างเดียว อาจไม่สามารถแก้ไขปัญหการปั่นหุ้นได้ทั้งระบบ จึงสมควรจะต้องมีการวิเคราะห์กระบวนการทั้งหมดด้วย

ภายหลังจากได้ดำเนินการวิเคราะห์ทั้งหมดแล้ว จึงจะได้วิธีการออกมาโดยอาจกำหนดออกมาเป็น 2 วิธี คือ การป้องกัน และ การปราบปราม ซึ่งอาจกำหนดไปในตัวบทเลยก็ได้ ในส่วนสุดท้าย จะมีการแสดงวิธีการที่ชัดเจนในการดำเนินการว่า ต้องดำเนินการอย่างไร ในส่วนไหนบ้าง เพื่อแก้ไขปัญหการปั่นหุ้น

4.1 การแก้ไขตัวบทกฎหมายหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2559³⁵⁰

4.1.1 ที่มาของการเสนอแก้ไขกฎหมาย

การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นับวันจะทวีความสำคัญต่อตลาดทุน และเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนยิ่งขึ้น ในขณะที่การกระทำความผิดเกี่ยวกับการกระทำอันไม่เป็นธรรม ในการซื้อขายหลักทรัพย์มีความเปลี่ยนแปลงและสลับซับซ้อนมากขึ้น กฎหมายที่มีอยู่ยังไม่ครอบคลุม การกระทำความผิดในรูปแบบใหม่ ๆ และที่เปลี่ยนไป รวมทั้งบทบัญญัติในกฎหมายบางกรณียังมี ความไม่ชัดเจน ทำให้เกิดภาระการพิสูจน์และปัญหาการตีความ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การกระทำความผิด ดังกล่าวมีบทลงโทษไว้เฉพาะโทษทางอาญา ซึ่งมีมาตรฐานการพิสูจน์ที่สูงตามหลัก “ปราศจากเหตุสงสัย” (Beyond Reasonable Doubt) จึงไม่เหมาะสมกับลักษณะความผิดในคดีหลักทรัพย์ที่หลักฐานการกระทำความผิด โดยส่วนใหญ่อยู่ในความรู้และครอบครองของผู้กระทำความผิด ซึ่งมักไม่ทิ้งร่องรอยการกระทำความผิดเหมือนคดีอาญาทั่วไป ทำให้ยากที่นำตัวผู้กระทำความผิดมาลงโทษได้ ประกอบกับกระบวนการฟ้องคดีอาญา มีหลายขั้นตอนและหลายหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง จึงต้องใช้ระยะเวลานานในการดำเนินคดีและได้รับผลสำเร็จน้อย จึงได้เสนอปรับปรุงแก้ไขกฎหมายเพื่อปรับลักษณะการกระทำความผิดและเพิ่มมาตรการในการ บังคับใช้กฎหมายเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพ ทันสถานการณ์ และเป็นสากล

การแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในส่วนของการป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรม เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Misconduct)

กลุ่มที่ 1 ความผิดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่อาจทำให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุน และตลาดทุน

กฎหมายใหม่ได้ปรับปรุงลักษณะการกระทำความผิดเกี่ยวกับการบอกกล่าว เผยแพร่ หรือเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเท็จหรือที่ทำให้สำคัญผิดให้มีความชัดเจนยิ่งขึ้น รวมทั้งให้ครอบคลุมการกระทำของบุคคลใด ๆ ที่อาจมีผลต่อราคาหลักทรัพย์หรือต่อการตัดสินใจลงทุน นอกจากนี้ ยังได้กำหนดให้ใครก็ตาม ที่จะออกมาวิเคราะห์หรือคาดการณ์เกี่ยวกับข้อมูลใด ๆ ของบริษัทจดทะเบียน จะต้องใช้ความระมัดระวัง และรับผิดชอบต่อความเห็นของตน โดยกฎหมายใหม่กำหนดกรอบที่ชัดเจนว่า ก่อนที่บุคคลดังกล่าวจะทำการวิเคราะห์หรือคาดการณ์ จะต้องตรวจสอบว่าข้อมูลที่ได้รับมีความ

³⁵⁰ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, “ก.ล.ต. เปิดเผย พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ เพิ่มประสิทธิภาพการบังคับใช้กฎหมาย ผ่านการพิจารณาของ สนช. แล้ว,” RYT9 (16 กันยายน 2559), ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2559 จาก <https://www.ryt9.com/s/prg/2511214>

ถูกต้องหรือน่าเชื่อถือเพียงใด รวมทั้งข้อมูล ที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์หรือคาดการณ์จะต้องไม่ใช่ข้อมูลที่ถูกบิดเบือนไปจากความเป็นจริง และต้องไม่ใช่ ข้อมูลเท็จหรือข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนซึ่งอาจทำให้คนทั่วไปเกิดความเข้าใจผิดได้ ดังนั้น การวิเคราะห์หรือคาดการณ์ยังสามารถทำได้ ซึ่งในส่วนของ การคาดการณ์เหตุการณ์ ในอนาคต ตราบใดที่การคาดการณ์นั้นมีข้อมูลที่เป็นจริงรองรับ ไม่ได้บิดเบือน แม้ในภายหลังผลจะไม่เป็นอย่างที่คาดการณ์ไว้ ก็ไม่เป็นความผิด โดยผู้ที่ออกมาวิเคราะห์หรือคาดการณ์ต้องรับผิดชอบและระมัดระวังต่อข้อมูล ที่ตนสื่อสารออกมามากยิ่งขึ้นเพราะอาจมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หรือต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนและเมื่อได้ให้ความเห็นไปแล้ว ก็ควรเก็บหรือบันทึกข้อมูลที่ตนใช้ในการให้ความเห็นไว้เพื่อเป็นหลักฐาน ในการอธิบายในภายหลัง

กลุ่มที่ 2 ความผิดเกี่ยวกับการเอาเปรียบผู้ลงทุนในตลาดทุนรายอื่นโดยการใช้ประโยชน์ จากข้อมูลที่ตนล่วงรู้มา

1. นอกจากการห้ามบุคคลที่รู้หรือครอบครองข้อมูลภายใน (Insider) นำข้อมูลนั้นไปใช้ประโยชน์ด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว กฎหมายใหม่ยังกำหนดให้ Insider ต้องไม่เปิดเผยข้อมูลดังกล่าว แก่บุคคลอื่นที่อาจนำข้อมูลนั้นไปใช้ประโยชน์เช่นเดียวกัน ซึ่งหากเกิดกรณีดังกล่าวขึ้น ทั้งผู้ให้ข้อมูลและ ผู้รับข้อมูลที่นำไปใช้ประโยชน์อาจต้องมีความรับผิดชอบ โดยกฎหมายใหม่มีข้อสันนิษฐานว่า บุคคลที่เป็น Insider (เช่น กรรมการ ผู้บริหาร ผู้สอบบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงิน และที่ปรึกษากฎหมาย) ซึ่งเข้าไปซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงที่มีข้อมูลภายใน จะถูกพิจารณาไว้ก่อนว่าเป็นผู้ที่รู้และครอบครองข้อมูลภายในอันอาจเป็นความผิด ตามกฎหมาย นอกจากนี้ แม้จะไม่พบว่า Insider มีการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยตนเอง แต่หากพบหลักฐานที่พิสูจน์ ได้ว่าบุคคลที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับ Insider (เช่น พ่อแม่ พี่น้อง คู่สมรส ผู้ที่อยู่กินด้วยกันฉันสามีภรรยา และบุตร) มีการซื้อขายหลักทรัพย์ผิดไปจากปกติที่เคยทำ อาจถูกสันนิษฐานว่าเป็นการซื้อขายโดยผู้รู้หรือครอบครอง ข้อมูลภายใน อันเป็นความผิดเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ผู้กระทำความผิดมีสิทธิพิสูจน์หักล้างว่าตนมิได้ใช้ข้อมูลภายในในการกระทำความผิดดังกล่าว

2. เนื่องจากข้อมูลการทำธุรกรรมของลูกค้าถือเป็นข้อมูลอีกประเภทหนึ่งที่สามารถนำไปใช้ประโยชน์ซึ่งเป็นการเอาเปรียบลูกค้ารายดังกล่าวได้ กฎหมายจึงคุ้มครองด้วยการกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือธุรกิจจัดการกองทุน รวมทั้งพนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทดังกล่าว ที่นำข้อมูลคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของลูกค้าไปใช้ประโยชน์โดยการซื้อขายหลักทรัพย์ตัดหน้าลูกค้า หรือเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวให้แก่บุคคลอื่นซึ่งอาจอาศัยข้อมูลที่ได้มานั้นไปซื้อขายหลักทรัพย์ตัดหน้าลูกค้า หรือที่เรียกว่า Front-Running จะต้องมีความรับผิดชอบตามกฎหมาย

กลุ่มที่ 3 ความผิดเกี่ยวกับการสร้างราคาหลักทรัพย์ให้ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด กฎหมายได้แก้ไขการกระทำความผิดในกลุ่มนี้ ให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยได้แบ่งความผิด

เกี่ยวกับการสร้างราคาหลักทรัพย์ออกเป็น 2 ระดับ ได้แก่ การส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์อันทำให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ ในลักษณะต่อเนื่องเพื่อให้ราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

โดยทั่วไป การกระทำความผิดเกี่ยวกับการสร้างราคาหลักทรัพย์ มักมีการกระทำร่วมกันเป็นกลุ่ม หากพบว่ามีพฤติกรรมร่วมกันเกี่ยวกับการกระทำความผิดบางอย่างตามที่กฎหมายกำหนด ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าบุคคลดังกล่าวมีการกระทำความผิดร่วมกัน เช่น มีการเปิดบัญชีธนาคารร่วมกัน เพื่อใช้ในการชำระเงินเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ การยินยอมให้บุคคลอื่นใช้บัญชีธนาคารหรือบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของตน และการชำระเงินค่าซื้อขายหลักทรัพย์แทนกัน เป็นต้น

กลุ่มที่ 4 ความผิดที่มีผลกระทบต่อระบบซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากตลาดซื้อขายหลักทรัพย์เป็นกลไกที่สำคัญในตลาดทุนของประเทศ และ เป็นที่ซื้อขายหลักทรัพย์ของประชาชนผู้ลงทุนจำนวนมาก ระบบซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนสำคัญของตลาดซื้อขายจึงต้องมีความน่าเชื่อถือและพร้อมที่จะให้บริการซื้อขายอย่างต่อเนื่องและมีประสิทธิภาพ หากระบบซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเกิดการล่าช้าหรือหยุดชะงัก ไม่ว่าจะเกิดจากความตั้งใจ หรือความไม่ระมัดระวังของบุคคลใดในการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์เข้าไปในระบบจนเกิดเหตุดังกล่าว เช่น การใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ในการส่งคำสั่งซื้อขาย (Program Trading) หรือการซื้อขายในลักษณะที่มีความถี่สูง (High Frequency Trading) เป็นต้น กรณีดังกล่าวเมื่อเกิดขึ้นแล้วอาจทำให้ดัชนีหลักทรัพย์หรือราคาหลักทรัพย์ เกิดการผันผวนซึ่งมีผลกระทบต่อผู้ลงทุนโดยรวมและความเชื่อมั่นของตลาดทุนไทย กฎหมายจึงกำหนด ให้การกระทำดังกล่าวเป็นความผิด นอกจากนี้ กฎหมายยังกำหนดความผิดฐานใหม่ กรณีที่มีการใช้หรือยินยอมให้ใช้บัญชี Nominee ไม่ว่าจะ เป็นบัญชีธนาคารหรือบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการปกปิดตัวตนของผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับการกระทำอันไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์

4.1.2 การเพิ่มบทบัญญัติเกี่ยวกับมาตรการลงโทษทางแพ่ง (Civil Sanction)

1. มาตรการลงโทษทางแพ่งเป็นมาตรการลงโทษที่เพิ่มเติมขึ้นเพื่อให้รัฐสามารถบังคับใช้กฎหมายกับผู้กระทำความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกเหนือจาก การบังคับใช้กฎหมายผ่านกระบวนการลงโทษทางอาญา เนื่องจากกระบวนการทางแพ่งมีความรวดเร็วกว่า ประกอบกับกระบวนการพิจารณาพยานหลักฐานและการพิสูจน์ความผิดใช้มาตรฐานอย่างเดียวกับคดีแพ่ง ซึ่งจะทำให้เกิดประสิทธิผลที่ดีขึ้น โดยมาตรการลงโทษทางแพ่งแบ่งได้เป็น 5 มาตรการ ดังนี้

1) การกำหนดให้ผู้กระทำความผิดชำระค่าปรับทางแพ่ง (Monetary Penalty)

2) การกำหนดให้ผู้กระทำความผิดชดใช้เงินเท่ากับผลประโยชน์ที่ได้รับ จากการกระทำความผิด (Disgorgement)

3) การห้ามผู้กระทำความผิดเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ภายในระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งสูงสุดไม่เกิน 5 ปี

4) การห้ามผู้กระทำความผิดเป็นกรรมการหรือผู้บริหารในบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งสูงสุดไม่เกิน 10 ปี และมีการกำหนดให้ผู้กระทำความผิดชดใช้ค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบคืนให้ กับสำนักงาน ก.ล.ต. (Reimbursement of Investigation Cost) ด้วย

2. ความผิดประเภทที่สามารถบังคับใช้กฎหมายด้วยมาตรการลงโทษทางแพ่งได้ เป็นความผิดที่เมื่อเกิดขึ้นแล้ว อาจก่อให้เกิดผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อความน่าเชื่อถือและโปร่งใสของตลาดทุนไทย จึงเป็นบทบัญญัติที่ต้องการสัมฤทธิ์ผลของการบังคับใช้กฎหมายกับผู้กระทำความผิดในระดับสูง ซึ่งแบ่งความผิดได้เป็น 4 กลุ่ม ได้แก่

- 1) ความผิดเกี่ยวกับการกระทำอันไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์
- 2) ความผิดเกี่ยวกับการแสดงข้อความอันเป็นเท็จหรือปกปิดข้อความจริง ซึ่งควรบอกให้แจ้งในสาระสำคัญในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (Filing) ร่างหนังสือชี้ชวน รายงานฐานะทางการเงิน และเอกสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชน
- 3) ความผิดเกี่ยวกับการที่กรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนไม่ปฏิบัติ หน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ ความระมัดระวัง และความซื่อสัตย์สุจริต
- 4) ความผิดเกี่ยวกับการใช้หรือยอมให้ใช้บัญชี Nominee ในการกระทำ อันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์

ตามโครงสร้างของกฎหมายฉบับปี พ.ศ. 2535 เมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. พบว่ามีการกระทำความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ สำนักงาน ก.ล.ต. จะดำเนินการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน เพื่อพิจารณาดำเนินคดีอาญากับผู้กระทำความผิดต่อไป เว้นแต่ในกรณีที่เป็นความผิดที่ไม่ร้ายแรงหรือมีโทษจำคุกไม่เกิน 2 ปี กฎหมายฉบับปี พ.ศ. 2535 กำหนดให้เป็นความผิดที่เปรียบเทียบได้ หากผู้ถูกกล่าวหายินยอมเข้ารับ การเปรียบเทียบ การดำเนินคดีอาญากับผู้ถูกกล่าวหาเวลานั้นก็จะเป็นอันยุติ

กฎหมายฉบับปี พ.ศ. 2559 ทำให้รัฐมีเครื่องมือที่ใช้ในการลงโทษผู้กระทำความผิดเพิ่มขึ้น โดยสำนักงาน ก.ล.ต. จะพิจารณาว่าควรดำเนินมาตรการลงโทษทางแพ่งกับผู้กระทำความผิดหรือไม่ ซึ่งในการพิจารณาจะคำนึงถึงความร้ายแรงของการกระทำความผิด ผลกระทบต่อตลาดทุน พยานหลักฐานที่อาจนำมาใช้พิสูจน์ และความคุ้มค่าในการดำเนินมาตรการนั้น หากสำนักงาน ก.ล.ต. เห็นควรใช้มาตรการลงโทษทางแพ่ง สำนักงาน ก.ล.ต. จะเสนอคณะกรรมการพิจารณามาตรการ

ลงโทษทางแพ่งเพื่อขอให้พิจารณาให้ความเห็นชอบที่จะดำเนินมาตรการลงโทษทางแพ่งกับผู้กระทำความผิด ทั้งนี้ คณะกรรมการชุดดังกล่าวเป็นคณะกรรมการที่มีผู้ทรงคุณวุฒิจากด้านบังคับใช้กฎหมายและด้านตลาดเงินตลาดทุน ได้แก่ อัยการสูงสุด (เป็นประธาน) ปลัดกระทรวงการคลัง อธิบดีกรมสอบสวนคดีพิเศษ ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย และเลขาธิการสำนักงาน ก.ล.ต. หากคณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่งเห็นชอบด้วยที่จะดำเนินมาตรการลงโทษทางแพ่งกับผู้กระทำความผิด สำนักงาน ก.ล.ต. จะดำเนินการฟ้องผู้กระทำความผิดต่อศาลแพ่ง เพื่อใช้มาตรการลงโทษทางแพ่งต่อไป และเมื่อศาลตัดสินคดีแล้ว อาจมีการอุทธรณ์คำพิพากษาของศาลนั้น ต่อศาลอุทธรณ์ได้ โดยคำพิพากษาของศาลอุทธรณ์จะถือเป็นที่สุด ไม่สามารถฎีกาต่อไปได้

อย่างไรก็ดี หากผู้กระทำความผิดยินยอมปฏิบัติตามมาตรการลงโทษทางแพ่งตามที่คณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่ง (ค.ม.พ.) กำหนด ก็จะมีการทำบันทึกการยินยอมปฏิบัติตามมาตรการลงโทษทางแพ่ง และเมื่อชำระเงินครบถ้วนแล้ว คดีจะสิ้นสุดลงทั้งในส่วนมาตรการลงโทษทางแพ่งและทางอาญา

กฎหมายหลักทรัพย์ฉบับปี พ.ศ.2559 นั้นได้มีการปรับเปลี่ยนในเรื่องหลักอีก 2 เรื่อง คือ 1. เพิ่มความคุ้มครองผู้ลงทุน และ 2. ปรับปรุงโครงสร้างการดำเนินงานของ ก.ล.ต. โดยสรุปหลักการได้ดังนี้³⁵¹

1. เพิ่มความคุ้มครองผู้ลงทุน

ผู้ลงทุนจะได้รับความคุ้มครองที่ดีขึ้นจากการเพิ่มเติมข้อบังคับในส่วนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียน รวมถึงการเพิ่มเติมข้อปฏิบัติสำหรับผู้ทำหน้าที่กรรมการและผู้บริหารของบริษัทดังกล่าว เพื่อให้มั่นใจว่าเป็นบุคคลที่ผู้ถือหุ้นไว้วางใจได้ และเป็นผู้ที่มีความน่าเชื่อถือ นอกจากนี้ ยังมีการเพิ่มเติมสิทธิของผู้ถือหุ้นในการติดตามการทำงานของกรรมการและผู้บริหารของบริษัทให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น อันจะเป็นการช่วยรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม ดังนี้

1) ห้ามบุคคลที่มีลักษณะไม่เหมาะสมเข้ามาเป็นกรรมการและผู้บริหาร ซึ่งแยกเป็น 2 ลักษณะ คือ

(1) เมื่อมีหลักฐานชัดเจนแสดงถึงความไม่เหมาะสม ได้แก่ เป็นบุคคลล้มละลาย ไร้ความสามารถ ถูกทางการกล่าวโทษ หรือถูกศาลสั่งลงโทษให้จำคุก เป็นต้น และ

(2) เมื่อมีพฤติกรรมไม่เหมาะสมหรือเอาเปรียบผู้ลงทุน ตามที่จะมีการประกาศกำหนดต่อไป

³⁵¹ เรื่องเดียวกัน.

2) กำหนดหน้าที่ของกรรมการและผู้บริหารของบริษัทให้ชัดเจนขึ้น โดยนำหลักการมาจาก พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ให้กรรมการและผู้บริหารจะต้องยึดหลัก 3 ประการในการปฏิบัติหน้าที่ คือ รับผิดชอบ ซื่อสัตย์สุจริต และระมัดระวัง เพื่อรักษาประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวมกรรมการและผู้บริหารรายใดไม่ปฏิบัติตามนี้ก็อาจถูกปรับ และหากมีการกระทำทุจริตก็จะมีโทษอาญาที่เพิ่มขึ้นตามหลักการที่มีอยู่แล้วในกฎหมายอาญา

3) กำหนดว่าหากมีการทำธุรกิจระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง เช่น กรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นใหญ่ เป็นต้น จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นอย่างชัดเจนมากขึ้น เนื่องจากการทำธุรกิจเกี่ยวเนื่องดังกล่าวเป็นช่องทางให้ทรัพย์สินหรือประโยชน์ของบริษัทรั่วไหลได้ง่าย

4) เปิดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิฟ้องคดีแพ่งเพื่อเรียกร้องให้กรรมการและผู้บริหารที่ได้ยึดเอาประโยชน์ไปจากบริษัทโดยมิชอบ ต้องคืนประโยชน์นั้นให้แก่บริษัท โดยผู้ถือหุ้นมีสิทธิได้รับค่าใช้จ่ายในการดำเนินคดีคืนจากบริษัทด้วย นอกจากนี้ ยังกำหนดห้ามมิให้กรรมการหรือผู้บริหารที่กระทำความผิดทำการปกปิดตัวเองโดยใช้วิธีให้ที่ประชุมคณะกรรมการ หรือที่ประชุมผู้ถือหุ้น ลงมติภายหลังเหตุการณ์เพื่อให้สัตยาบรรณมาลบล้างการกระทำผิดของตน

5) เปิดให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิขอเพิ่มวาระในการประชุมผู้ถือหุ้นได้ หากคณะกรรมการบริษัทไม่เห็นด้วยก็ต้องชี้แจงเหตุผลต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นยังมีสิทธิที่จะร้องขอให้ศาลสั่งเพิกถอนมติการประชุมผู้ถือหุ้นกรณีที่คณะกรรมการบริษัทไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ได้อีกด้วย

6) เพิ่มบทบาทของผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน

(1) ผู้สอบบัญชี หากพบการกระทำผิดผู้สอบบัญชีจะต้องแจ้ง ก.ล.ต.

(2) พนักงาน ลูกจ้างของบริษัท หากรู้ถึงการกระทำผิดและนำข้อมูลมาแจ้งต่อ ก.ล.ต. พนักงานหรือลูกจ้างคนนั้นจะได้รับความคุ้มครองไม่ให้ถูกกลั่นแกล้งจากบริษัท และจะไม่ต้องรับผิดจากการที่นำข้อมูลหรือหลักฐานดังกล่าวมาเปิดเผยกับ ก.ล.ต. ด้วย

(3) ให้รางวัลหรือสินบนนำจับแก่ผู้ที่แจ้งข้อมูล หรือผู้นำจับผู้ที่กระทำผิด โดยจะได้รับเงินรางวัลนำจับไม่เกินร้อยละ 30 ของจำนวนเงินค่าปรับ ทั้งนี้ พนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่มีสิทธิรับเงินรางวัลนี้

7) กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนจะต้องมีศูนย์รวมเอกสารสำคัญอย่างเป็นระบบ รวมทั้งเป็นแหล่งเก็บข้อมูลเกี่ยวกับการมีส่วนได้เสียของกรรมการและผู้บริหาร ซึ่งจะทำให้สะดวกต่อการค้นหาและใช้อ้างอิง โดยมีเลขานุการบริษัทดูแลเรื่องดังกล่าว

2. ปรับปรุงโครงสร้างการดำเนินงานของ ก.ล.ต.ปรับปรุงภาพลักษณ์ของ ก.ล.ต. ให้มีความเป็นอิสระมากขึ้น โดยประธานกรรมการของคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะมีใช้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง แต่กำหนดให้ประธานกรรมการเป็นบุคคลอื่นที่แต่งตั้งโดยคณะรัฐมนตรีตามคำแนะนำของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง และเพื่อให้การทำงานของ ก.ล.ต. เป็นไปอย่างมี

ประสิทธิภาพมากขึ้น จะมีการแบ่งโครงสร้างคณะกรรมการออกเป็น 2 ระดับ คือ คณะกรรมการ ก.ล.ต. (คณะกรรมการใหญ่) ทำหน้าที่กำหนดนโยบายในการกำกับและพัฒนาตลาดทุนในภาพรวม และคณะกรรมการกำกับตลาดทุน (คณะกรรมการบริหาร) ทำหน้าที่ออกประกาศในเรื่องที่เกี่ยวกับการทำธุรกิจ ซึ่งจะช่วยให้องค์กร ก.ล.ต. โดยรวมสามารถทำหน้าที่ขับเคลื่อนตลาดทุนได้อย่างเต็มที่

เรื่องสำคัญมากอีกประการหนึ่ง ก็คือ เพื่อให้การทำงานของ ก.ล.ต. มีการตรวจสอบถ่วงดุล อย่างเต็มที่ รวมทั้งเพื่อให้แน่ใจว่ามีความเป็นอิสระในการทำงานอย่างแท้จริง จึงได้กำหนดให้มี คณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งประกอบด้วยผู้ทรงคุณวุฒิในคณะกรรมการ ก.ล.ต. หรือจาก บุคคลภายนอกเข้ามาตรวจสอบติดตามการทำงานของสำนักงาน ก.ล.ต. อีกชั้นหนึ่งด้วย

นอกจากนี้ เพื่อให้ระบบการอุทธรณ์คำสั่งของสำนักงาน และคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีความ เข้าใจง่าย และสะดวกขึ้น จึงได้ปรับปรุงให้ระบบการอุทธรณ์คำสั่งดังกล่าวในทุกเรื่อง เหลือเพียง ระบบเดียว คือ ให้ใช้วิธีการอุทธรณ์ตามกฎหมายกลาง ที่กำหนดวิธีการอุทธรณ์คำสั่งทางปกครองของ ทุกหน่วยงานไว้ (ปัจจุบันมีหลายระบบ โดยในบางเรื่องให้สามารถอุทธรณ์ต่อคณะกรรมการวินิจฉัย อุทธรณ์ตามกฎหมายหลักทรัพย์ได้อีกระบบหนึ่งด้วย ซึ่งที่ผ่านมาทำให้เกิดความสับสน)

4.1.3 กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (กฎหมายเดิม)

ได้กำหนดไว้ในมาตรา 243 และ มาตรา 244 ดังนี้

มาตรา 243 ในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือหลักทรัพย์ซื้อ ขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์

(1) ห้ามมิให้ผู้ใดทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยรู้เห็น หรือตกลงกับ บุคคลอื่น อันเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดไปว่า ขณะใดขณะหนึ่งหรือ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์นั้นได้มีการซื้อหรือขายกันมาก หรือราคาของ หลักทรัพย์นั้นได้เปลี่ยนแปลงไป หรือไม่มีการเปลี่ยนแปลง อันไม่ตรงต่อสภาพปกติ ของตลาด

(2) ห้ามมิให้บุคคลใด โดยตนเองหรือร่วมกับผู้อื่น ทำการซื้อขาย หลักทรัพย์ในลักษณะต่อเนื่องกัน อันเป็นผลทำให้การซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นผิด ไปจากสภาพปกติของตลาด และการกระทำได้กล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคล ทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่เป็นการกระทำโดยสุจริตเพื่อปกป้อง ผลประโยชน์อันชอบธรรมของตน

มาตรา 244 ในกรณีดังต่อไปนี้ ให้ถือว่าเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดตามมาตรา 243 (1) ด้วย

- (1) ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งในที่สุด บุคคลที่ได้รับประโยชน์จากการซื้อและขายหลักทรัพย์นั้น ยังคงเป็นบุคคลคนเดียวกัน
- (2) สั่งซื้อหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเอง หรือผู้ซึ่งร่วมกันได้สั่งขายหรือจะสั่งขายหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเดียวกัน หรือของโครงการจัดการกองทุนรวมเดียวกัน ประเภทและชนิดเดียวกัน ทั้งนี้ โดยมีจำนวนใกล้เคียงกันราคาใกล้เคียงกัน และภายในเวลาใกล้เคียงกัน

4.2 คดีความผิดเกี่ยวกับการกระทำความไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์

4.2.1 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น BBC

คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1766/2539³⁵²

คดีนี้โจทก์ฟ้องและนำสืบให้เห็นว่า จำเลยทั้ง 12 คน ร่วมกันซื้อหลักทรัพย์หุ้นธนาคารกรุงเทพฯ พาณิชยการ จำกัด (มหาชน) (BBC) โดยซื้อผ่านบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ 6 แห่ง รวม 119,599,700 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 43 ของการซื้อขายรวมของตลาดเป็นเงินค่าหุ้นรวม 2,771,597,075 บาท หรือร้อยละ 40.42 ของมูลค่ารวมของตลาด และเป็นการร่วมกันซื้อในลักษณะต่อเนื่องในปริมาณสูง เกือบทุกระดับราคาหลายวันติดต่อกัน เพื่อให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น และในบางครั้งเข้าซื้อหุ้นดังกล่าวเมื่อราคาหุ้นมีแนวโน้มต่ำลงเพื่อรักษาระดับราคาหุ้นไว้ เป็นผลให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นและราคาผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ซึ่งเป็นการร่วมกันซื้อโดยรู้เห็นและตกลงกัน อันเป็นการอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดว่าหุ้นที่จำเลยทั้ง 12 คน ร่วมกันซื้อ มีการซื้อขายกันมาก มีราคาเพิ่มสูงขึ้น และเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปเข้าซื้อขายหุ้นดังกล่าว ซึ่งมีบุคคลทั่วไปหลงผิดจากการชักจูงเข้าซื้อขายหุ้น บีบีซี ประมาณ 7,000 ราย หรือร้อยละ 57 ของปริมาณการซื้อขายรวมของตลาด ฯลฯ การกระทำของจำเลยทั้ง 12 คนดังกล่าว โจทก์เห็นว่าเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243, 246, 247, 296, 298 ประกอบประมวลกฎหมายอาญา มาตรา 83, 91

³⁵² วีระพงษ์ บุญโญภาส, *อาชญากรรมทางเศรษฐกิจ*, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพมหานคร: นิติธรรม, 2544), หน้า 72-86.

ศาลชั้นต้นพิพากษายกฟ้อง ศาลอุทธรณ์พิพากษายืน ศาลฎีกาพิพากษายืนให้ยกฟ้องจำเลย ทั้ง 12 คน โดยให้เหตุผลที่สำคัญ ๆ ยกมาเฉพาะกรณีการปันหุ้นว่า . . .

ทางพิจารณาโจทก์นำสืบว่า ตั้งแต่เดือนมกราคม 2535 ถึง 1 ตุลาคม 2535 มีการซื้อขายหุ้น BBC เฉลี่ยวันละ 1,900,000 หุ้น ราคาไม่เกินหุ้นละ 15.75 บาท ราคาเฉลี่ยหุ้นละ 11.92 บาท แต่ต่อมาตั้งแต่วันที่ 2 - 29 ตุลาคม 2535 มีการซื้อขายหุ้นดังกล่าวในปริมาณเพิ่มสูงขึ้นถึงเฉลี่ยวันละ 14,150,000 หุ้น ราคาปิดในวันที่ 29 ตุลาคม 2535 สูงถึงหุ้นละ 40.75 บาท ซึ่งเป็นการซื้อขายหุ้นที่มีปริมาณและราคาสูงขึ้นผิดปกติ จากการตรวจสอบของฝ่ายตรวจสอบสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. พบว่า ตั้งแต่วันที่ 2 - 29 ตุลาคม 2535 จำเลยทั้ง 12 มีความเกี่ยวข้องกันทางฐานส่วนตัว โดยจำเลยที่ 1 - 6 เป็นพี่น้องร่วมบิดามารดาเดียวกัน จำเลยที่ 7 และ 8 มีที่อยู่ในที่เดียวกับจำเลยที่ 1 ได้ร่วมกันใช้เงินสดและเงินกู้ยืมซื้อหุ้น BBC ผ่านบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ต่างๆ ทุกวันเว้นวันหยุดราชการ จำเลยทั้ง 12 ร่วมกันซื้อหุ้น BBC อย่างต่อเนื่องในปริมาณเพิ่มสูงขึ้น ฯลฯ ทั้ง ๆ ที่ไม่มีเหตุการณ์อะไรผิดปกติที่จะต้องซื้อหุ้นในปริมาณและราคาที่สูงมากเช่นนั้น และการซื้อหุ้นดังกล่าว จำเลยที่ 1 เป็นผู้แนะนำให้ จำเลยที่ 2 เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ กับบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ฯ ซื้อตัวสัญญาใช้เงินให้จำเลยอื่นนำไปประกันการซื้อขายหลักทรัพย์กับบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ดังกล่าว ทำหน้าที่เป็นผู้สั่งซื้อและสั่งขายหุ้นแทนจำเลยอื่นในบางครั้ง และจำเลยทั้ง 12 ยังโอนเงินให้แก่กัน ในระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว และใช้อาคารราชเทวีทาวเวอร์เป็นสถานที่ติดต่อซื้อขายหุ้นร่วมกัน . . . ฯลฯ

ประเด็นแรก กรณีการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรู้เห็น หรือตกลงกับบุคคลอื่น เป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดว่าขณะใดขณะหนึ่งหลักทรัพย์นั้นได้มีการซื้อขายกันมากหรือราคาของหลักทรัพย์นั้นได้เปลี่ยนแปลงไป หรือไม่มีการเปลี่ยนแปลง อันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด ตามมาตรา 243 (1) นั้น ศาลเห็นว่า ข้อความที่บัญญัติไว้ในมาตรา 243 (1) ดังกล่าว ย่อมหมายความว่า ห้ามมิให้ผู้ซื้อหรือผู้ขายหลักทรัพย์รู้เห็นหรือตกลงกับบุคคลอื่นปิดบังความจริงเพื่อบุคคลทั่วไปเข้าใจว่าหลักทรัพย์นั้น ได้ซื้อขายกันมากโดยที่ความเป็นจริงไม่ได้มีการซื้อขายกันมากหรือปิดบังความจริงเพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจว่าราคาของหลักทรัพย์นั้นเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นหรือลดลง โดยที่ความเป็นจริงราคาไม่ได้เปลี่ยนแปลง หรือปิดบังความจริงเพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจว่าราคาหลักทรัพย์นั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลงโดยที่

ความเป็นจริงราคาได้เปลี่ยนแปลงสูงขึ้นหรือลดลงหรือการซื้อขายหุ้นโดยอำพรางนั้น หมายถึงการที่ผู้ซื้อหรือผู้ขายไม่มีเจตนาซื้อขายหุ้นกันจริง แต่แก๊งส่งคำสั่งซื้อหรือคำสั่งขายไปตลาดหลักทรัพย์เพื่อหลอกลวงผู้อื่น แต่คดีนี้ข้อเท็จจริงรับฟังได้ว่า จำเลยทั้ง 12 คน ได้ซื้อหุ้น BBC จริง และซื้อกันตามราคาที่มีการซื้อขายกันจริงในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละวันที่จำเลยแต่ละคนซื้อ การซื้อหุ้น BBC ของจำเลยแต่ละคนดังกล่าว จึงเป็นการซื้อตามสภาพปกติของราคาหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มิใช่การซื้อโดยการอำพรางปริมาณหรือราคาหุ้นเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดแต่อย่างใด การกระทำของจำเลยทั้ง 12 คนดังกล่าวจึงไม่เป็นความผิดตามมาตรา 243 (1)

ประเด็นที่สอง กรณีซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะต่อเนื่องกันอันเป็นผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และการกระทำดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคลซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่ . . . ฯลฯ ตามมาตรา 243 (2) ศาลเห็นว่า ข้อความที่บัญญัติไว้ในมาตรา 243 (2) ดังกล่าว ต้องเป็นการกระทำที่มีเจตนาเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น ซึ่งโจทก์ได้กล่าวอ้างว่ามีบุคคลทั่วไปถูกชักจูงให้เข้าซื้อหุ้น BBC ประมาณ 7,000 ราย และได้นำผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และซื้อหุ้น BBC ด้วยมาเป็นเบิกความเป็นพยาน แต่ปรากฏว่า พยานโจทก์ดังกล่าวหลายคนได้ตอบคำถามค้านนายจำเลยที่ 1-6 และนายจำเลยที่ 10 ได้ความสอดคล้องกันสรุปได้ว่า “การซื้อหุ้น BBC ของพยานนั้น เกิดจากการคาดคะเนและการตัดสินใจของพยานเองว่าหุ้นจะมีราคาสูงขึ้นแล้วขายได้กำไร ไม่ได้ซื้อเพราะมีใครมาชักชวนหรือเลี่ยมสอนให้ซื้อ” บางคนตอบว่า “พยานซื้อหุ้น BBC เพราะต้องการกำไร การซื้อหุ้น BBC ของพยานนั้น พยานตัดสินใจเอง ไม่ได้ซื้อตามคนอื่น” บางคนก็ตอบว่า “การซื้อหุ้น BBC ของจำเลยที่ 1 กับพวกนั้น พยานไม่ได้รู้เห็นหรือเกี่ยวข้องด้วย การซื้อหุ้น BBC ของพยานเป็นการซื้อเองและขายไปเมื่อเห็นว่าได้กำไร” นอกจากนี้บางคนยังตอบว่า “การซื้อหุ้น BBC ของพยาน ไม่ได้นำข่าวของจำเลยที่ 1 กับพวกมาช่วยตัดสินใจ” แสดงให้เห็นว่า การซื้อหุ้น BBC ของพยานโจทก์ดังกล่าว เป็นการซื้อโดยการตัดสินใจของตนเองหรือปรึกษาหารือกันเองในระหว่างผู้ที่ซื้อหุ้น BBC ด้วยกัน เมื่อคาดหมายว่า นั้นของหลักทรัพย์ใดเมื่อซื้อแล้วมีแนวโน้มว่า ราคาจะสูงขึ้น หรือซื้อแล้วจะขายได้กำไรก็ตกลงซื้อ อันเป็นเรื่องปกติธรรมดาของบุคคลทั่วไปที่ซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ หาได้ซื้อหุ้น BBC เพราะเหตุจูงใจจากการที่จำเลยทั้ง 12 คน เข้าซื้อหุ้น BBC ไม่ ส่วนพยานโจทก์ปากอื่น ๆ นอกจากนี้ ก็ไม่ได้เบิกความถึงว่า ได้ซื้อ

หุ้น BBC โดยมีเหตุจูงใจจากการที่จำเลยทั้ง 12 คน เข้าซื้อหุ้น BBC หรือยืนยันว่า จำเลยทั้ง 12 คน ซื้อหุ้น BBC โดยมีเจตนาเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปเข้าทำการซื้อหุ้น BBC จึงรับฟังไม่ได้ว่า จำเลยทั้ง 12 คน ซื้อหุ้น BBC โดยมีเจตนาเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปเข้าทำการซื้อหุ้น BBC อันจะมีความผิดตามมาตรา 243 (2)

กรณีนี้ เป็นปัญหาความเข้าใจในการตีความตัวบทของศาลที่ว่า

ประเด็นแรก ปัญหาเรื่องการตีความคำว่า “อำพราง” โดยศาลตีความว่า หมายความว่าผู้ซื้อหรือผู้ขายไม่มีเจตนาซื้อขายหุ้นกันจริง โดยอันที่จริงแล้ว การอำพรางนั้นในสามารถทำได้หลายวิธี คือ กรณีแรกเป็นอย่างที่ศาลเข้าใจจริง ๆ ว่า ไม่มีเจตนาซื้อขายจริง คือ มีการทำคำสั่งซื้อหลอกเข้าไปและยกเลิกในเวลาต่อมา เพื่อเป็นการไล่ราคาขึ้นหรือลง อีกแบบหนึ่ง คือ การซื้อต่อเนื่อง โดยเป็นการซื้อจริงโดยเป็นการซื้อในกลุ่มเดียวกัน เพื่อดันราคาขึ้นหรือลง ซึ่งถือเป็นความผิดฐานปั่นหุ้นด้วย อย่างไรก็ตาม คำว่าอำพราง ยังมีการขยายความต่อใน มาตรา 244 (1) ว่าให้หมายถึงการซื้อขายซึ่งที่สุดแล้วผู้รับประโยชน์เป็นบุคคลเดียวกัน ซึ่งศาลไม่ได้กล่าวถึงบทนี้ แต่อย่างไรก็ตาม ในบทนี้ก็จะอาจจะเลี่ยงไปได้ดีกว่า ต้องเป็นบุคคลคนเดียวกันตามตัวบท ดังนั้น การซื้อ หรือโยนหุ้นในกลุ่ม ก็ไม่ใช่การซื้อขายเพื่อประโยชน์ของบุคคลเดียวกันอยู่ดี ซึ่งในการแก้ไขกฎหมายในปี พ.ศ.2559 ได้เพิ่มบทบัญญัติ เพื่อแก้ปัญหาในส่วนนี้ไว้แล้ว คือ การเพิ่มบทสันนิษฐานความผิดในมาตรา 244/3 ไว้ใน มาตรา 244/5 ในเรื่องการสันนิษฐานเรื่องการกระทำใดบ้างที่เป็นการกระทำที่ทำให้คนเข้าใจผิด และในมาตรา 244/6 เป็นเรื่องของบทสันนิษฐานเรื่องผู้กระทำการ ว่าใครที่ทำการกิจกรรมในลักษณะใด ถือเป็นความผิดบ้าง ซึ่งครอบคลุมรายละเอียด และแก้ไขจุดอ่อนนี้ไปได้

ประเด็นที่สอง ปัญหาเรื่องเจตนาเพื่อชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้น ตามความผิด มาตรา 243 (2) ซึ่งพิสูจน์ได้ยาก ว่าอะไรคือเจตนา ซึ่งเมื่อเรียกพยานมาสอบ ก็ได้คำตอบคล้ายกันว่า ไม่ได้ถูกชักจูงมาซื้อเองเพราะอยากได้กำไร อันที่จริงปัญหาเรื่องเจตนานี้ แท้จริง คือ เจตนาที่จะทำให้ราคามีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ตนเองได้ประโยชน์ และผิดไปจากความจริง ซึ่งผล ก็คือ นักลงทุนอาจหลงเชื่อได้ ว่าหุ้นตัวนี้กำกับดี เพราะมีราคาปรับขึ้นต่อเนื่อง แต่แท้จริงแล้ว ไม่ใช่ เป็นแค่การสร้างราคาของคนปั่นหุ้นที่มีเจตนาบิดเบือนราคา โดยในการแก้ไขกฎหมายปี พ.ศ. 2559 ได้ปรับแก้ตัวกฎหมายหลักในมาตรา 244/3 ไว้แล้ว โดยตัดคำว่าเพื่อชักจูงตามกฎหมายเดิมออกไป โดยเปลี่ยนเป็นใช้คำว่า อันทำให้บุคคลเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาและประมาณการซื้อขาย ซึ่งน่าจะตรงประเด็นมากกว่า

4.2.2 คดีรวมกันซื้อขายหุ้น SCIB

คดีหมายเลขแดงที่ 2008/2546 ของศาลอาญา³⁵³

คดีนี้โจทก์ฟ้องและนำสืบให้เห็นข้อเท็จจริงว่า ระหว่างวันที่ 17-25 มิถุนายน พ.ศ. 2535 จำเลยทั้งหกร่วมกันซื้อขายหลักทรัพย์ ธนาคารนครหลวงไทย จำกัด (มหาชน) (SCIB) โดยรู้เห็นและตกลงกันอำพรางบุคคลทั่วไปให้หลงผิดไปว่าหุ้น SCIB ในช่วงระยะเวลาเกิดเหตุมีปริมาณการซื้อขายและระดับราคาเพิ่มสูงขึ้น อันผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และร่วมกันซื้อขายหุ้นดังกล่าวในลักษณะต่อเนื่องกันในปริมาณมากเกือบทุกระดับราคาหลายวันติดต่อกัน เพื่อให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น และในบางครั้งได้เข้าทำการซื้อหุ้นดังกล่าวเมื่อราคาหุ้นมีแนวโน้มต่ำลง เพื่อรักษาระดับราคาต้นนั้นไว้เป็นผลให้ปริมาณการซื้อขายและราคาผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยจำเลยทั้งหกได้ร่วมกันซื้อหุ้น SCIB อย่างต่อเนื่องและอำพราง รวม 5,618,000 หุ้น 1,285,000 หุ้น และ 3,877,500 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 66.91, 6.78 และ 18.58 ของปริมาณรวมการซื้อขายในแต่ละวันซึ่งการกระทำดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหุ้นนั้น จนมีผู้หลงผิดเข้าทำการซื้อขายหุ้นดังกล่าวเป็นจำนวนมาก แล้วต่อมาจำเลยทั้งหกก็ได้ทยอยขายหุ้นดังกล่าว เพื่อทำกำไร อันเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243, 244, 296 ประมวลกฎหมายอาญา มาตรา 83 ฯลฯ

ศาลพิจารณาวินิจฉัยเป็นประเด็น ดังนี้

ประเด็นแรก กรณีความผิดฐานซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยรู้เห็นหรือตกลงกับบุคคลอื่นอันเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดฯ ตามมาตรา 243 (1) เห็นว่า การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ โดยรู้เห็นตกลงกับบุคคลอื่นอันเป็นการอำพรางตามบทบัญญัติมาตรา 243 (1) หมายถึง การซื้อโดยรู้เห็นตกลงกับผู้ขาย หรือการขายโดยรู้เห็นตกลงกับผู้ซื้อ แต่ปิดบังความจริงเกี่ยวกับการรู้เห็นตกลงกันดังกล่าว โดยการแสดงออกเหมือนว่าเป็นการซื้อขายกันตามสภาพปกติของตลาดโดยไม่ได้มีการรู้เห็นตกลงกับอีกฝ่ายหนึ่ง เพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดว่าหลักทรัพย์นั้นได้มีการซื้อขายกันมากโดยที่ความจริงไม่มีการซื้อขายกันมาก หรือเพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดว่าราคาของหลักทรัพย์นั้นเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นหรือลดลงโดยที่ความจริงราคาไม่ได้เปลี่ยนแปลงหรือเพื่อให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดว่าราคาของหลักทรัพย์นั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลง โดยที่ความจริงราคาได้เปลี่ยนแปลงสูงขึ้นหรือลดลง หาได้

³⁵³ สำนักงานอัยการสูงสุด, สถาบันกฎหมายอาญา, การพัฒนามาตรการทางเลือกเพื่อใช้บังคับแก่ผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์และการฉ้อฉลทุจริตในการบริหารจัดการนิติบุคคลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (กรุงเทพมหานคร: สถาบันกฎหมายอาญา สำนักงานอัยการสูงสุด, 2549), หน้า 10-15.

หมายถึงการซื้อขายโดยรู้เห็นตกลงกับฝ่ายผู้ซื้อด้วยกัน หรือการขายโดยรู้เห็นตกลงกับฝ่ายผู้ขายด้วยกัน แต่แสดงออกเหมือนว่าต่างคนต่างซื้อ หรือต่างคนต่างขายแต่อย่างใดไม่

ข้อเท็จจริงปรากฏว่า จำเลยที่ 2 ได้ซื้อและขายหุ้น SCIB จริง เป็นการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ตามราคาที่มีการซื้อขายกันจริงในขณะนั้น โดยไม่ทราบว่ามีผู้ขายและผู้ซื้ออีกฝ่ายหนึ่งเป็นใครบ้าง จึงไม่ใช่เป็นการซื้อขายโดยรู้เห็นตกลงกับผู้ขายหรือขายโดยรู้เห็นตกลงกับผู้ซื้อ อันเป็นการอำพรางปริมาณหรือราคาหุ้นเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด ส่วนจำเลยที่ 1 ขายหุ้น SCIB ในวันที่ 22 มิถุนายน พ.ศ. 2535 โดยวิธีขายตรงนั้น แม้จะทราบว่าผู้ที่มาติดต่อซื้อซื้อเป็นใคร แต่จำเลยที่ 1 ก็ขายไปในราคาที่มีการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ในขณะนั้น ไม่ปรากฏว่าได้มีการรู้เห็นหรือตกลงกับผู้ซื้ออันเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดในเรื่องราคาและปริมาณหุ้นแต่อย่างใด การกระทำของจำเลยทั้งหกจึงไม่เป็นความผิดตามมาตรา 243 (1)

ประเด็นที่สอง กรณีความผิดฐานซื้อหรือขายหลักทรัพย์ต่อเนื่องกันฯ เพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นฯ ตามมาตรา 243 (2)

ปัญหาที่ต้องพิจารณาประการแรกคือ การซื้อขายหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุผิดไปจาก สภาพปกติของตลาด หรือไม่ พยานโจทก์ที่เป็นผู้อำนวยการฝ่ายห้อยคำและกำกับหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หัวหน้าผู้ตรวจสอบ ฝ่ายตรวจสอบตลาดทุน สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ภัทรธนกิจ จำกัด ต่างเบิกความสอดคล้องกันว่า จากการพิจารณาการซื้อขายหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุ เปรียบเทียบกับการซื้อขายหุ้นดังกล่าวย้อนหลังไป 30, 60 และ 90 วัน พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงปริมาณเพิ่มสูงขึ้นจากปริมาณเฉลี่ย 4 – 42 เท่าตัว และราคาเพิ่มสูงขึ้นจากค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 41 เปรียบเทียบกับการซื้อขายหุ้นในกลุ่มธนาคาร ซึ่งมีปริมาณการเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นจากปริมาณเฉลี่ยของหุ้นในกลุ่มธนาคาร 7 – 21 เท่าตัว และราคาเปลี่ยนแปลงมากกว่าราคาเฉลี่ยของหุ้นในกลุ่มธนาคาร 8 เท่าตัว ถือเป็นการเปลี่ยนแปลงมากทั้งปริมาณและราคา สวนทางกับการซื้อขายหุ้นธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ จำกัด และธนาคารศรีนคร จำกัด ซึ่งเป็นธนาคารที่มีขนาดของทรัพย์สินใกล้เคียงกัน โดยไม่มีข้อเท็จจริงที่เป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลง ส่วนจำเลยที่ 1 และที่ 2 นำสืบหักล้างพยานโจทก์ว่า ในช่วงเกิดเหตุหุ้น SCIB มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นมากเนื่องจากนักลงทุนทราบถึงความชัดเจนที่หุ้นของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นครหลวงเครดิต จำกัด และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นครหลวง จำกัด หรือบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ SCF จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของธนาคารนครหลวงไทย จำกัด (มหาชน) จะได้รับอนุญาตให้เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้น เป็นการกล่าวอ้างลอย ๆ โดยไม่มีพยานหลักฐานใดมาสนับสนุน ข้อนำสืบของจำเลยที่ 1 และที่ 2 ไม่มีน้ำหนักที่จะหักล้างพยานหลักฐานโจทก์ได้ ดังนั้น จึงรับฟังได้ว่า การที่ปริมาณและระดับราคาหุ้น SCIB ที่ซื้อขายกันในช่วงเกิดเหตุมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มสูงขึ้นกว่าที่ควรจะเป็นหลายเท่าตัว โดยไม่มีข้อมูลที่เป็น

ข้อเท็จจริงใด ๆ มาสนับสนุนการเปลี่ยนแปลงเช่นนี้ ย่อมฟังได้ว่าเป็นการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

มีปัญหาที่จะต้องพิจารณาต่อไปว่า การซื้อขายหุ้น SCIB ที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดนั้น เกิดจากการซื้อขายของจำเลยที่ 2 หรือไม่ และเป็นการซื้อขายในลักษณะต่อเนื่องกันหรือไม่ พิจารณาแล้วเห็นว่าการซื้อขายหุ้น SCIB ที่มีสภาพผิดปกติในวันเกิดเหตุ ส่วนหนึ่งเกิดจากการซื้อของจำเลยที่ 2 เอง อีกส่วนหนึ่งแม้เกิดจากการซื้อของนักลงทุนทั่วไปแต่ก็มีผลสืบเนื่องมาจากการซื้อของจำเลยที่ 2 นอกจากนี้ การที่นักลงทุนทั่วไปยังเข้ามาซื้อขายหุ้น SCIB กันเป็นจำนวนมาก ทั้งที่วันนั้นไม่มีข้อมูลที่เป็นข้อเท็จจริงอื่นใดมาสนับสนุนให้หุ้น SCIB มีราคาสูงขึ้น จึงเชื่อว่ามีผลสืบเนื่องมาจากการซื้อขายหุ้น SCIB ใน วันก่อนนั้นประกอบกันกับการส่งคำสั่งซื้อเข้ามาตั้งรอไว้เป็นจำนวนมากของจำเลยที่ 2 นั้นเอง แสดงให้เห็นว่า การส่งคำสั่งซื้อหุ้น SCIB ของจำเลยที่ 2 มีผลต่อการตัดสินใจเข้าซื้อของนักลงทุนทั่วไป การที่นักลงทุนทั่วไป ซึ่งส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนรายย่อยเข้ามาซื้อขายหุ้น SCIB กันเป็นจำนวนมากในวันเกิดเหตุ นั้น โดยไม่มีข้อมูลที่เป็นข้อเท็จจริงอื่นใดมาสนับสนุนให้หุ้น SCIB มีราคาสูงขึ้น จึงเชื่อว่าเป็นผลสืบเนื่องมาจากการซื้อขายหุ้น SCIB ในสองวันก่อนนั้นประกอบกับการส่งคำสั่งซื้อจำนวนมากของจำเลยที่ 2 ในวันนั้นเอง ดังนั้น ข้อเท็จจริงจึงฟังได้ว่า การซื้อขายหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดเกิดจากการซื้อขายของจำเลยที่ 2 โดยจำเลยที่ 2 ได้ส่งคำสั่งซื้อเข้ามาหลายคำสั่งในเวลาต่อเนื่องกันเป็นช่วง ๆ เป็นเวลา 3 วันติดต่อกัน จึงเป็นการซื้อขายในลักษณะต่อเนื่องกันด้วย

มีปัญหาที่จะต้องพิจารณาต่อไปอีกว่า จำเลยที่ 2 กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหุ้น SCIB หรือไม่ เห็นว่า พฤติกรรมกรส่งคำสั่งซื้อหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุของจำเลยที่ 2 ที่ส่งคำสั่งซื้อเข้ามาจำนวนมากในราคาที่สูงขึ้นเรื่อย ๆ ทั้งที่คำสั่งซื้อเดิมยังเหลือตั้งรอซื้ออยู่ และไม่ได้มีนักลงทุนรายอื่นส่งคำสั่งซื้อเข้ามาในราคาที่สูงกว่านั้นอีก โดยไม่รอดูแนวโน้มการปรับตัวของราคาหุ้นก่อน แสดงให้เห็นว่าเป็นการตั้งใจที่จะซื้อเพื่อไล่ราคาให้สูงขึ้นเรื่อย ๆ มากกว่าที่ประสงค์จะหาโอกาสเข้ามาซื้อที่ราคาถูก อีกทั้งหากเป็นการซื้อเพื่อเก็งกำไร จำเลยที่ 2 ก็น่าจะเก็บหุ้นที่ซื้อไว้รอขายที่ราคาหุ้นละ 9 – 10 บาท ตามที่วิเคราะห์ไว้ แต่ข้อเท็จจริงปรากฏว่าหลังจากซื้อหุ้น SCIB มาเพียงวันเดียว จำเลยที่ 2 ก็ขายไปบางส่วนที่ราคาเพียงหุ้นละ 8.60 และหลังจากนั้นอีก 1 วัน ก็ขายไปบางส่วนอีกที่ราคาเพียงหุ้นละ 8.10 – 8.30 บาท การซื้อหุ้น SCIB ของจำเลยที่ 2 จึงมีลักษณะเป็นการซื้อเพื่อสร้างราคาให้สูงขึ้นเพื่อจะได้ขายทำกำไรมากกว่าที่จะซื้อเพื่อเก็งกำไรโดยการรอไว้ขายเมื่อราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นเองตามกลไกของตลาด นอกจากนี้ ข้อเท็จจริงยังฟังได้ว่า ในการซื้อขายหุ้น SCIB ในบัญชีของผู้มีชื่อที่ 1 และผู้มีชื่อที่ 2 นั้น จำเลยที่ 2 ได้ส่งคำสั่งซื้อในส่วนที่เป็นคำสั่งย่อยคำสั่งละ 10,000 หุ้น เข้าไปที่ตลาดหลักทรัพย์รวม 324 คำสั่ง ทั้งที่หากส่งเป็นคำสั่งละ 100,000 หุ้น ตามที่ปฏิบัติกันก็จะมีการส่งคำสั่งซื้อเข้าไปที่ตลาดหลักทรัพย์เพียง 33 คำสั่ง การส่งคำสั่งซื้อ

ในลักษณะเช่นนี้ทำให้จอคอมพิวเตอร์ที่นักลงทุนทั่วไปดูประกอบการตัดสินใจซื้อขายหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงของคำสั่งซื้อด้วยความถี่มากขึ้นกว่าที่ควรจะเป็นหลายเท่าตัว ย่อมส่งผลกระทบต่อนักลงทุนทั่วไปให้เข้าใจว่ามีนักลงทุนสนใจเข้ามาซื้อหุ้น SCIB เป็นจำนวนมาก อีกทั้ง ในการซื้อขายหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุของจำเลยที่ 2 ยังได้สั่งซื้อสั่งขายในบัญชีของบุคคลอื่นหลายคนหลายบัญชี มีลักษณะเป็นการปิดบังไม่ให้ทราบว่าเป็นการสั่งซื้อสั่งขายจากจำเลยที่ 2 เพียงผู้เดียว แม้ตลาดหลักทรัพย์จะไม่ได้ห้ามการซื้อขายหุ้นในบัญชีของบุคคลอื่น แต่การสั่งซื้อหุ้นจำนวนมากในบัญชีของบุคคลอื่นหลายคนหลายบัญชีโดยไม่มีเหตุผลอธิบายได้เช่นนี้น่าจะเป็นการตั้งใจที่จะปิดบังข้อเท็จจริงเพื่อไม่ให้ถูกตรวจสอบการซื้อขายที่มีลักษณะผิดปกติมากกว่าที่จะซื้อขายด้วยความสุจริตใจ

เมื่อนำพฤติกรรมในการซื้อขายหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุของจำเลยที่ 2 ที่มีลักษณะเป็นการสร้างราคา การส่งคำสั่งซื้อเป็นคำสั่งย่อยๆ และการสั่งซื้อขายในบัญชีของบุคคลอื่นหลายคนหลายบัญชี มาพิจารณาประกอบกันแล้ว ข้อเท็จจริงจึงได้ว่า จำเลยที่ 2 กระทำไปโดยมีเจตนาพิเศษ เพื่อชักจูงในบุคคลทั่วไปทำการซื้อขายหุ้น SCIB เมื่อไม่ปรากฏว่าเป็นการกระทำโดยสุจริตเพื่อปกป้องประโยชน์อันชอบธรรมของตน ก็ถือว่าเป็นการกระทำที่ครบองค์ประกอบความผิดตามบทบัญญัติมาตรา 243 (2) แล้ว ไม่ว่านักลงทุนทั่วไปจะหลงเชื่อและได้เข้าทำการซื้อขายหุ้น SCIB ตามที่จำเลยที่ 2 ชักจูงหรือไม่ ดังนั้น แม้โจทก์จะไม่ได้นำนักลงทุนทั่วไปเข้ามาเบิกความเป็นพยานยืนยันว่า ได้ทำการซื้อขายหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุเพราะเหตุที่ถูกจำเลยที่ 2 ชักจูง พยานหลักฐานโจทก์ที่นำสืบมาก็รับฟังลงโทษจำเลยที่ 2 ตามมาตรา 243 (2) ได้

ประเด็นที่สาม จำเลยที่ 1 และจำเลยที่ 3 – 6 ร่วมกระทำความผิดกับจำเลยที่ 2 หรือไม่ เห็นว่า จำเลยที่ 1 เป็นภรรยาของจำเลยที่ 2 และเป็นผู้ส่งจ่ายเช็คชำระค่าหุ้น SCIB ทั้งหมดที่จำเลยที่ 2 สั่งซื้อ เงินที่ได้จากการขายหุ้นดังกล่าวก็นำเข้าบัญชีเงินฝากของจำเลยที่ 1 ทั้งหมด ก่อนซื้อหุ้น SCIB ในช่วงเกิดเหตุจำเลยที่ 1 ก็มีส่วนร่วมในการวิเคราะห์และตัดสินใจด้วย อีกทั้งยังเป็นคนนำหุ้น SCIB ที่จำเลยที่ 2 ซื้อไปขายด้วยตนเองถึง 1,900,000 หุ้น ข้อเท็จจริงจึงฟังได้ว่าจำเลยที่ 1 เป็นตัวการร่วมกระทำความผิดกับจำเลยที่ 2

ส่วนจำเลยที่ 3 – 6 นั้น ได้ความจากทางนำสืบของโจทก์เพียงว่า จำเลยที่ 3 – 6 เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ให้จำเลยที่ 2 แต่หลังจากนั้น จำเลยที่ 2 เป็นผู้สั่งซื้อขายหุ้น SCIB ในบัญชีดังกล่าว โดยไม่ปรากฏว่าจำเลยที่ 3 – 6 ได้ร่วมรู้เห็นหรือได้รับผลประโยชน์ตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นในบัญชีที่เปิดให้แต่อย่างใด จึงยังรับฟังไม่ได้ว่าจำเลยที่ 3 – 6 ได้ร่วมกระทำความผิดกับจำเลยที่ 2

จำเลยที่ 1 และ 2 มีความผิดตาม พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (2) และ 296 ประกอบประมวลกฎหมายอาญา มาตรา 83 จำคุก คนละ 1 ปี และปรับคนละ 4,000,000 บาท ไม่ปรากฏว่าจำเลยที่ 1 และที่ 2 เคยต้องโทษจำคุกมาก่อน ประกอบกับจำเลยที่ 1 และที่ 2 เข้ามาซื้อขายหุ้น SCIB ในช่วงสั้น ๆ ผลประโยชน์ที่ได้รับมีไม่มากนัก หลักจากเลิกซื้อขายราคาหุ้น

ก็ปรับตัวลดลงไม่มากนัก หลังจากนั้น อีกไม่กี่เดือนราคาหุ้น SCIB ก็ปรับตัวสูงขึ้นเป็นลำดับ ยังไม่ชัดเจนว่าการกระทำของจำเลยที่ 1 และที่ 2 ก่อนให้เกิดความเสียหายอย่างร้ายแรงต่อนักลงทุนทั่วไปสมควรให้อีกาสจำเลยที่ 1 และที่ 2 กลับตัวสักครั้งหนึ่ง โทษจำคุกจึงให้รอการลงโทษ ไว้มีกำหนดคนละ 2 ปี ฯลฯ ส่วนที่โจทก์ขอให้สั่งห้ามจำเลยที่ 1 ประกอบอาชีพที่เกี่ยวข้องกับการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์มีกำหนด 5 ปี นับแต่วันพ้นโทษตามประมวลกฎหมายอาญา มาตรา 50 นั้น ปรากฏว่าคดีนี้ศาลรอการลงโทษจำคุกจำเลยที่ 1 จึงไม่อาจสั่งห้ามประกอบอาชีพตามที่โจทก์ขอได้ คำขอส่วนนี้และข้อหาอื่นให้ยก และยกฟ้องจำเลยที่ 3 ถึงที่ 6

สรุปคำวิเคราะห์ผลคำพิพากษา ทั้ง 2 คดี ซึ่งจากผลการดำเนินคดีทั้ง 2 คดีดังกล่าว มีประเด็นน่าสนใจวิเคราะห์ได้ว่า

ประการแรก การสร้างมาตรฐานการพิจารณาพิพากษาคดีความผิดเกี่ยวกับการกระทำอันไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์จากแนวคำพิพากษาศาลฎีกาของไทยยังมีน้อยมาก เมื่อเปรียบเทียบกับของต่างประเทศ โดยเฉพาะอังกฤษและสหรัฐอเมริกา และในคดีฟ้องนายสอง วัชรศิริโรจน์ กับพวก ที่ศาลฎีกายกฟ้องถือเป็นแนวทางในการตีความได้หรือไม่เพียงใด ตกผลึกทางความคิดหรือเป็นแนวคำตัดสินที่หนึ่งเป็นที่ยอมรับในระดับหนึ่งแล้วหรือไม่เพียงใด ซึ่งคดีนี้ใช้ระยะเวลาดำเนินคดี ตั้งแต่ปี 2538 – 2546 รวม 8 ปี แต่หากนับตั้งแต่ส่งเรื่องดำเนินคดีแล้วไม่ต่ำกว่า 10 ปี

ประการที่สอง คำวินิจฉัยของศาลในคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น SCIB เป็นเพียงคำวินิจฉัยของศาลชั้นต้น จึงยังไม่อาจถือว่าเป็นแนวทางที่จะนำไปใช้อ้างอิงได้ แต่เห็นว่าคำวินิจฉัยในคดีนี้ตีความบทบัญญัติของกฎหมายมาตรานี้ได้อย่างสอดคล้องกับเจตนารมณ์

ประการที่สาม แม้จำเลยที่ 3 ถึงที่ 6 ในคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น SCIB จะไม่ได้ร่วมรู้เห็นหรือได้รับผลประโยชน์ตอบแทนจากการซื้อขายหุ้นในบัญชีที่เปิดแต่อย่างใดนั้น ขณะเปิดบัญชีจำเลยที่ 3 ถึงที่ 6 รู้หรือไม่ว่าเปิดบัญชีเพื่ออะไร ตามคำสั่งของใคร หรือเปิดเองเพื่อช่วยเหลือ หรืออำนวยความสะดวกให้ใคร จะเป็นการสนับสนุนการกระทำความผิดหรือไม่

ประการสุดท้าย การที่ในคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น SCIB ศาลเห็นว่าไม่จำเป็นต้องฟังพยานบุคคลที่เป็นนักลงทุนทั่วไป ซึ่งเบิกความยืนยันว่าได้ซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเกิดเหตุเพราะจำเลยที่ 2 ชักงุนั้น เท่ากับว่าศาลพิจารณาที่ตัวการกระทำของจำเลยเป็นสำคัญเท่านั้น ว่ามีผลทำให้สภาพการซื้อขายในตลาดผิดปกติหรือไม่ โดยไม่คำนึงว่านักลงทุนได้ถูกจำเลยสร้างภาพจูงใจให้ซื้อหลักทรัพย์เช่นนี้ใช่หรือไม่

ผลกระทบจากคำวินิจฉัยชี้ขาดคดีทั้ง 2 ดังกล่าว

จากแนวคิดคำวินิจฉัยของศาลฎีกาในคดีที่ยกฟ้องจำเลยในคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น BBC ที่ศาลเห็นว่า การซื้อหุ้นของจำเลยแต่ละคนดังกล่าว จึงเป็นการซื้อขายตามสภาพปกติของราคาหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มิใช่การซื้อขายโดยอำพรางปริมาณหรือราคาหุ้นเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด

แต่อย่างไรก็ตาม นอกจากนั้น การซื้อหุ้นของพยานโจทก์ดังกล่าว เป็นการซื้อโดยการตัดสินใจของตนเอง เมื่อคาดหมายว่าหุ้นนั้นมีแนวโน้มว่าจะสูงขึ้นแล้วขายได้กำไร อันเป็นเรื่องปกติธรรมดาของบุคคลทั่วไปที่ซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ หากได้ซื้อหุ้นเพราะเหตุจูงใจจากจำเลยทั้ง 12 แต่อย่างไรก็ตาม นี้เอง ต่อมาพนักงานสอบสวนและอัยการจึงนำแนววินิจฉัยดังกล่าวมาเป็นแนวทางการวินิจฉัยสำคดีโดยมี คำสั่งไม่ฟ้องคดีเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกหลายคดี เช่น กรณีกล่าวหาการซื้อขายหุ้นของ บริษัท เฟิร์สซิตี อินเวสเมนต์ จำกัด (มหาชน) (“FCI”) ในลักษณะอำพราง ต่อเนื่อง ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 243 (1) และกรณี กล่าวหา ร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัทรัตนการเคหะจำกัด (มหาชน) (“RR”) ในลักษณะอำพราง และต่อเนื่องตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 243 (1) (2) ผลคดีทั้งสองยุติในชั้นพนักงานอัยการเมื่อปี พ.ศ. 2540 อธิบดีกรมตำรวจเห็นชอบด้วยตามความเห็นคำสั่งไม่ฟ้องของอัยการคดีถึงที่สุด ฯลฯ

4.2.3 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท เงินทุน เฟิร์สซิตี อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI)

เป็นคดีที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2536 ในลักษณะอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด และร่วมกันซื้อขายหุ้นดังกล่าวในลักษณะต่อเนื่อง อันเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (1) (2)³⁵⁴

4.2.4 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท รัตนการเคหะ จำกัด (RR)

เป็นคดีที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2536 ในลักษณะอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด และร่วมกันซื้อขายหุ้นดังกล่าวในลักษณะต่อเนื่อง อันเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ตามมาตรา 243 (1) (2)³⁵⁵

ทั้งสองคดีนี้ พนักงานสอบสวนมีความเห็นเสนออัยการว่า ควรสั่งฟ้องทั้งสองคดี ส่งสำนวนให้พนักงานอัยการ ต่อมาสำนักงานอัยการสูงสุดได้ตั้งคณะทำงานขึ้นมาหนึ่งคณะเพื่อพิจารณาคำสั่งคดีทั้งสอง ปรากฏว่าพนักงานอัยการมีความเห็นสั่งไม่ฟ้องทั้งสองคดีด้วยเหตุผลในทำนองเดียวกัน และอธิบดีกรมตำรวจเห็นชอบในคำสั่งไม่ฟ้องของอัยการ เมื่อปี พ.ศ. 2540

³⁵⁴ เรื่องเดียวกัน, หน้า 15-18.

³⁵⁵ เรื่องเดียวกัน, หน้า 15-18.

ความเห็นของพนักงานอัยการในคดีทั้งสองสรุปใจความสำคัญได้ ดังนี้³⁵⁶

ประเด็นแรก กรณีกล่าวหาว่า ร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท เงินทุน เฟิร์สชิตี้ อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI) และหุ้นบริษัท รัตนการเคหะ จำกัด (RR) ในลักษณะอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด อันเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (1)

ในกลุ่มของผู้ต้องหาที่ 11 คดีแรก และเป็นผู้ต้องหาที่ 12 คดีที่สองนั้น ข้อเท็จจริงปรากฏว่าการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ของผู้ต้องหาที่ 11 ที่ได้ร่วมกับ ผู้ต้องหาที่ 14 และบุคคลในกลุ่มนี้ เป็นการซื้อขายกับบุคคลอื่นตามราคาที่มีการซื้อขายกันจริงในตลาดหลักทรัพย์ มิใช่แกล้งส่งคำสั่งซื้อหรือขายไปยังตลาดเพื่อหลอกลวงผู้อื่น หรือเป็นการซื้อขายกันเองเพื่ออำพรางปริมาณหรือราคาของหุ้น FCI และหุ้น RR การกระทำของผู้ต้องหาทั้งสอง จึงไม่เป็นความผิดตามมาตรา 243 (1) ดังแนวทางที่ศาลฎีกาได้วินิจฉัยไว้แล้วในคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1766/2539 คดีกล่าวหานายสอง วัชรศรีโรจน์ กับพวก ร่วมกันซื้อขายหุ้น BBC

ส่วนในกลุ่มของผู้ต้องหาที่ 1 ในคดีทั้งสองนั้น ถึงแม้ข้อเท็จจริงจะปรากฏว่ามีบางคนเป็นญาติพี่น้องกัน หรือมีสถานที่อยู่เดียวกัน ใช้สถานที่ติดต่อซื้อขายหลักทรัพย์กับบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่เดียวกัน ตลอดจนมีการใช้หมายเลขโทรศัพท์ติดต่อหมายเลขเดียวกันก็ดี เมื่อไม่มีพฤติการณ์อื่น ๆ ประกอบ ก็ยังไม่อาจบ่งชี้ได้ว่า ผู้ต้องหาและผู้เกี่ยวข้องต่าง ๆ เหล่านี้ร่วมกันหรือรู้เห็นหรือตกลงกันในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ แต่กลับมีข้อเท็จจริงที่ชี้ให้เห็นว่า ผู้ต้องหาและผู้เกี่ยวข้องได้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบัญชีของตนเองที่เปิดไว้กับบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ โดยไม่ปรากฏว่ามีบุคคลใดใช้บัญชีชื่อของผู้อื่นในการซื้อขายหลักทรัพย์ จึงยังไม่อาจรับฟังได้ว่าผู้ต้องหาและผู้เกี่ยวข้องในกลุ่มของผู้ต้องหาที่ 1 ร่วมกันหรือรู้เห็นหรือตกลงกันในการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR (ตามแนวคำพิพากษาของศาลอาญา คดีหมายเลขแดงที่ 3292/2537)

สำหรับความสัมพันธ์ในเรื่องการโอนหุ้นระหว่างกันนั้นปรากฏว่ามีปริมาณน้อยมาก และมีการโอนและรับโอนหุ้นกัน ตลอดระยะเวลาที่เกิดเหตุคดีนี้เพียงครั้งเดียวเท่านั้น เมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ที่แต่ละคนทำการซื้อขายตลอดระยะเวลาที่เกิดเหตุคดีนี้ ซึ่งมีจำนวนมากว่าหลายเท่าตัว จะเห็นได้ว่า พฤติการณ์ในการโอนหุ้น และรับโอนหุ้นดังกล่าว ไม่มีผลต่อปริมาณและราคาของการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ตามสภาพปกติของตลาด จึงรับฟังไม่ได้ว่าบุคคลในกลุ่มผู้ต้องหาดังกล่าว ร่วมกันหรือรู้เห็นหรือตกลงกันในการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ในคดีนี้

สำหรับความสัมพันธ์ในเรื่องการโอนและรับโอนเงินระหว่างกันนั้น ถึงแม้จะรับฟังได้ว่า มีการโอนเงินเพื่อชำระค่าซื้อขายหุ้นกันด้วยก็ตาม แต่ก็ยังรับฟังไม่ได้ว่า เป็นไปโดยร่วมกันหรือรู้เห็นหรือ

³⁵⁶ เรื่องเดียวกัน.

ตกลงกันในการซื้อขายหุ้น ทั้งนี้ เนื่องจากไม่มีพยานหลักฐานใดชี้ให้เห็นว่าพฤติการณ์ในการโอนเงินในกลุ่มผู้ต้องหาดังกล่าวมีลักษณะของการมีเจตนาร่วมกันหรือรู้เห็นหรือตกลงกันในการซื้อขายหุ้น ไม่ว่าจะเป็นการแบ่งหน้าที่กันทำการซื้อขายหุ้น โดยมุ่งหมายที่จะเป็นแบ่งปันผลกำไรซึ่งกันและกัน หรือการที่แต่ละคนต่างรู้ว่าบุคคลอีกคนหนึ่งจะทำการซื้อขายหุ้นของบุคคลอื่นเป็นเครื่องประกอบการตัดสินใจ โดยบุคคลอีกคนหนึ่งนั้นก็ได้รู้เห็นด้วย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง ก็คือ การซื้อการขายหุ้นของบุคคลหนึ่งจะสอดคล้องกลมกลืนกับลักษณะของการซื้อขายหุ้นของอีกบุคคลหนึ่ง ซึ่งในคดีนี้ไม่ปรากฏข้อเท็จจริงอย่างใดอย่างหนึ่งดังกล่าว

ส่วนในเรื่องการโอนเงินและการโอนหุ้นระหว่างบุคคลในกลุ่มผู้ต้องหาทั้งสองกลุ่มนั้น ปรากฏข้อเท็จจริงว่า การโอนเงินและการโอนหุ้นดังกล่าวเกิดขึ้นเป็นปริมาณและจำนวนครั้งที่น้อยมาก เมื่อพิจารณาถึงช่วงเวลาที่เกิดเหตุในคดีนี้ซึ่งครอบคลุมวันซื้อขายหุ้นถึงกว่า 200 วัน เมื่อไม่ปรากฏว่ามีพฤติการณ์อื่นใดประกอบ จึงยังรับฟังไม่ได้ว่า บุคคลทั้งสองกลุ่มดังกล่าวในคดีนี้มีการโอนเงินและโอนหุ้นข้ามกลุ่มกันไปมา โดยมีเจตนาร่วมรู้เห็นหรือตกลงกันในการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ในคดีนี้

เมื่อข้อเท็จจริงรับฟังเป็นยุติได้ว่าผู้ต้องหาและผู้เกี่ยวข้องแต่ละคนต่างทำการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ในช่วงเวลาเกิดเหตุคดีนี้ด้วยตนเอง แต่ละคนไม่เกี่ยวข้องกัน การกระทำของผู้ต้องหาและผู้เกี่ยวข้องดังกล่าวจึงไม่ครอบคลุมประกอบความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (1) การกระทำของผู้ต้องหาและบุคคลผู้เกี่ยวข้องทั้งสองกลุ่มจึงไม่เป็นความผิดตามข้อกล่าวหา

ประเด็นที่สอง กรณีกล่าวหาร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัทเงินทุน เฟิสท์ซิตี อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI) และหุ้นบริษัทรัตนการเคหะ จำกัด (RR) ในลักษณะต่อเนื่อง อันเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (2)

ในกลุ่มผู้ต้องหาที่ 11 ถึงแม้ข้อเท็จจริงจะรับฟังได้ว่า การซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ในขณะเกิดเหตุคดีนี้ได้ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด โดยมีการซื้อขายในปริมาณที่มาก เพื่อให้ราคาหุ้นทั้งสองในช่วงเวลาเกิดเหตุเพิ่มสูงขึ้น เป็นผลให้นักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งขณะเกิดเหตุ โดยมาเป็นนักเก็งกำไรระยะสั้นเข้าซื้อหุ้น FCI และหุ้น RR ก็ตามแต่ ข้อเท็จจริงไม่ปรากฏชัดเจนว่า การซื้อขายหุ้นทั้งสองดังกล่าวของกลุ่มผู้ต้องหา กับพวกมีลักษณะที่เป็นการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง (อันเป็นผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และการกระทำดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงใจให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น) ทั้งนี้ เนื่องจาก “การซื้อขายในลักษณะต่อเนื่อง” นั้น ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มิได้ให้นิยามไว้ และยังไม่เคยมีคำพิพากษาของศาลได้วินิจฉัยแปลความหมายไว้เป็นบรรทัดฐาน จึงต้องพิจารณาถึงเจตนารมณ์แห่งบทบัญญัติของกฎหมายดังกล่าว ซึ่งน่าจะหมายถึง “การที่ผู้ซื้อขายหลักทรัพย์ได้ส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ไปยังตลาดหลักทรัพย์ เพื่อก่อให้เกิดผลเป็น

นิติกรรมซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ๆ ตามระบบของตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง โดยมีเจตนาเพื่อควบคุมทิศทางการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ๆ ให้เป็นไปตามที่ตนต้องการ” แต่ก็ไม่ปรากฏข้อเท็จจริงว่า กลุ่มของผู้ต้องหา กับพวกมีการซื้อขายหุ้นทั้งสองดังกล่าวในลักษณะต่อเนื่องกันเพื่อควบคุมทิศทางการซื้อขายหุ้นทั้งสองดังกล่าว และไม่ปรากฏว่าการซื้อขายหุ้นทั้งสองดังกล่าวส่งผลให้การซื้อขายหุ้นทั้งสองดังกล่าวในช่วงเวลาเกิดเหตุคดีนี้ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดหรือไม่ จึงรับฟังไม่ได้ว่ากลุ่มผู้ต้องหาที่ 11 กับพวกได้กระทำความผิดตามข้อกล่าวหานี้

ส่วนในกลุ่มของผู้ต้องหาที่ 11 แม้ข้อเท็จจริงจะรับฟังได้ว่า สภาพการซื้อขายหุ้น FCI และหุ้น RR ในช่วงระยะเวลาเกิดเหตุคดีนี้ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดก็ตาม แต่ปรากฏว่าจำนวนหุ้นทั้งสองที่ผู้ต้องหาและผู้เกี่ยวข้องในกลุ่มนี้แต่ละคนทำการซื้อขายโดยลำพังในแต่ละวันมีปริมาณน้อยเกินกว่าที่จะส่งผลให้การซื้อขายหุ้นทั้งสองดังกล่าวในช่วงระยะเวลาเกิดเหตุคดีนี้ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดเป็นผลมาจากการซื้อขายหุ้นของผู้ต้องหาและผู้เกี่ยวข้องคนใดในกลุ่มนี้ การกระทำของผู้ต้องหาจึงไม่ครบองค์ประกอบความผิด จึงไม่เป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (2) ตามข้อกล่าวหา

คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น TPIPL³⁵⁷

เมื่อปี พ.ศ. 2548 ผู้ต้องหาที่ 1 และผู้ต้องหาที่ 2 ถูกกล่าวหาว่าร่วมกันซื้อขายหุ้น TPIPL ในลักษณะต่อเนื่องกันอันเป็นผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และการกระทำความผิดดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ซึ่งเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (2)

พนักงานสอบสวนได้ส่งสำนวนมายังพนักงานอัยการ พนักงานอัยการพิจารณาแล้วมีความเห็นสั่งไม่ฟ้องผู้ต้องหาทั้งสอง ทั้งนี้ เนื่องจากพนักงานอัยการเห็นว่า ถึงแม้ผู้ต้องหาทั้งสองสั่งซื้อหุ้น TPIPL เป็นจำนวนมาก อย่างต่อเนื่อง อันเป็นผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวผิดไปจากสภาพปกติของตลาดก็ตาม แต่ก็ไม่มีผลเป็นการชักจูงใจ ให้บุคคลทั่วไปเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ TPIPL แต่อย่างใด

คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น TCOAT³⁵⁸

เมื่อปี พ.ศ. 2537 จำเลยถูกกล่าวหาว่า ร่วมกับพวกซื้อขายหุ้นบริษัทอุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกไทย จำกัด (มหาชน) TCOAT ในลักษณะรู้เห็นตกลงกันอันเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด และร่วมกันซื้อขายหุ้น TCOAT ในลักษณะต่อเนื่องกันอันเป็นผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และการกระทำความผิดดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคล

³⁵⁷ เรื่องเดียวกัน, หน้า 18-19.

³⁵⁸ เรื่องเดียวกัน, หน้า 19-20.

ทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น ซึ่งเป็นความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (1) (2), 244, 296 ประมวลกฎหมายอาญามาตรา 83

คดีนี้ พนักงานอัยการสั่งฟ้อง ศาลอาญากรุงเทพใต้พิพากษาเป็นคดีหมายเลขแดงที่ 2649/2548 เมื่อวันที่ 24 มิถุนายน พ.ศ. 2548 สรุปได้ว่า เมื่อระหว่างวันที่ 11 สิงหาคม พ.ศ. 2537 ถึงวันที่ 27 กันยายน 2537 จำเลยกับพวกได้ร่วมกันซื้อขายหลักทรัพย์ คือหุ้น TCOAT โดยจำเลยกับพวกได้ให้บุคคลหลายคนที่รู้เห็นตกลงร่วมมือกันเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ไว้เพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นนายหน้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวม 5 แห่ง ซึ่งกลุ่มบุคคลที่มีชื่อเป็นเจ้าของบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวล้วนแต่มีความเกี่ยวพันใกล้ชิดกับจำเลยและพวก ซึ่งปรากฏหลักฐานว่าในช่วงก่อนเกิดเหตุกลุ่มของจำเลยกับพวกซื้อหุ้น TCOAT เฉลี่ยเพียง 21,023 หุ้นต่อวัน และขายเฉลี่ย 17,077 หุ้นต่อวัน เท่านั้น แต่ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุดังกล่าว จำเลยกับพวกได้ทำการซื้อขายหุ้น TCOAT ในปริมาณเฉลี่ยถึง 157,112 หุ้นต่อวัน ขายเฉลี่ย 136,160 หุ้นต่อวันเมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายหุ้น TCOAT ทั้งตลาดแล้ว ช่วงก่อนเกิดเหตุจำเลยกับพวก ซื้อหุ้น TCOAT เฉลี่ยร้อยละ 17.37 ขายเฉลี่ยร้อยละ 14.11 ส่วนในช่วงเกิดเหตุจำเลยกับพวกซื้อหุ้น TCOAT เฉลี่ยร้อยละ 58.56 ขายเฉลี่ยร้อยละ 50.75

สำหรับพฤติกรรมในการซื้อขายหุ้นของจำเลยกับพวกนั้น ปรากฏข้อเท็จจริงว่า จำเลยกับพวกจะใช้วิธีการหลายรูปแบบ ได้แก่

1. การเสนอขายหุ้นก่อนปิดตลาดในระดับราคาที่สูงกว่าราคาปิดของวันก่อน เมื่อเปิดตลาดจำเลยกับพวกจะทำการซื้อขายหุ้นในราคาที่เสนอขายข้างต้นทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น
2. การจับคู่ซื้อขายระหว่างกันเอง
3. การส่งคำสั่งซื้อเพื่อกระตุ้นตลาด โดยการแตกคำสั่งซื้อออกเป็นคำสั่งย่อย ๆ หลายคำสั่ง และ
4. การทำราคาปิด

แสดงให้เห็นว่า พฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของจำเลยกับพวกดังกล่าวเป็นการร่วมกันซื้อขายหุ้น TCOAT อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งการที่ปริมาณการซื้อขายหุ้น TCOAT เพิ่มขึ้นในช่วงเวลากระทำความผิดเกิดจากการซื้อขายหุ้นผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของจำเลยกับพวกที่สูงถึงกว่าร้อยละ 50 จนทำให้คนทั่วไปหลงผิดว่าในช่วงเวลาผิดปกตินั้น มีการซื้อขายหุ้น TCOAT กันมาก และราคาหุ้น TCOAT ได้เปลี่ยนแปลงปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับดัชนีหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสภาพการซื้อขายปกติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในขณะนั้น อีกทั้งยังไม่ปรากฏว่ามีปัจจัยอื่นใดที่ส่งผลให้หุ้น TCOAT มีปริมาณการซื้อขายและราคาเพิ่มสูงขึ้นอย่างผิดปกติเช่นนี้ นอกจากนี้ ยังปรากฏหลักฐานด้วยว่า แหล่งที่มาของเงินที่ใช้ซื้อหุ้น TCOAT โดยผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์

ของจำเลยกับพวกดังกล่าว นั้น มีที่มาจากแหล่งเงินของกลุ่มเดียวกัน การที่จำเลยเป็นผู้ดำเนินการสั่งซื้อขายหุ้น TCOAT โดยอาศัยบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลดังกล่าวหลายบัญชีเช่นนี้ ก็เพียงพอต่อการอำพรางให้บุคคลอื่นเห็นว่า การที่หุ้น TCOAT มีการซื้อขายกันมากจนกระทั่งปรับตัวสูงขึ้นนั้น เกิดจากการซื้อขายหุ้นของบุคคลที่ไม่เกี่ยวข้องกันซึ่งความจริงแล้ว การซื้อขายหุ้น TCOAT เกิดจากการกระทำของจำเลยกับพวกที่รู้เห็นตกลงกันทั้งสิ้น อีกทั้งการที่จะเลยซื้อขายหลักทรัพย์โดยอำพรางเช่นนั้น ก็แสดงให้เห็นถึงเจตนาอันไม่สุจริตของจำเลยในการซื้อขายหลักทรัพย์

พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของจำเลยกับพวกเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์โดยรู้เห็นหรือตกลงกับพวกของตน อันเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดว่าช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งหลักทรัพย์นั้นมีการซื้อขายกันมาก และราคาของหลักทรัพย์นั้น ได้เปลี่ยนแปลงสูงขึ้นอันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด และในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ซึ่งในที่สุดบุคคลที่ได้รับประโยชน์จากการซื้อและขายหลักทรัพย์นั้น ยังเป็นบุคคลเดียวกัน คือ จำเลยกับพวก และเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะต่อเนื่องกันกัน เป็นผลให้การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด เพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหุ้น TCOAT และไม่ปรากฏว่าการกระทำของจำเลยเป็นการกระทำโดยสุจริตเพื่อปกป้องประโยชน์อันชอบธรรมของตน และผลประโยชน์สุทธิที่จำเลยกับพวกได้รับมีจำนวน 13,979,039.75 บาท ถือว่าเป็นผลประโยชน์ที่จำเลยกับพวกได้รับ เพราะการกระทำความผิด การกระทำของจำเลยกับพวกมีความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2535 มาตรา 243 (1) (2), 244, 296 ประมวลกฎหมายอาญามาตรา 83 จำคุกจำเลย 2 ปี และปรับเป็นสองเท่าของผลประโยชน์ที่จำเลยได้รับเป็นเงิน 27,958,079.50 บาท ฯลฯ

จากการศึกษาคำวินิจฉัยของศาลชั้นต้นในคดีนี้ เห็นว่าเป็นการวางหลักกฎหมายที่ดี มีการวินิจฉัยที่เป็นไปตามหลักของกฎหมายหลักทรัพย์

4.3 การวิเคราะห์ตัวของไทย

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ฉบับที่ 6 เฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้น

มาตรา 244/3 ห้ามมิให้บุคคลใดกระทำการ ดังต่อไปนี้

(1) ส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ อันเป็นการทำให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์

(2) ส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ในลักษณะต่อเนื่องกัน โดยมีมุ่งหมาย ให้ราคาหลักทรัพย์หรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

มาตรา 244/4 มิให้นำมาตรา 244/3 มาใช้บังคับแก่กรณี ดังต่อไปนี้

(1) การซื้อหรือขายหลักทรัพย์เพื่อทำหน้าที่รักษาระดับราคาตามข้อตกลงในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้กับบริษัทหลักทรัพย์ โดยได้ปฏิบัติตามประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ออกตามพระราชบัญญัตินี้

(2) การซื้อหุ้นคืน หรือการจำหน่ายหุ้นที่ซื้อคืนในโครงการซื้อหุ้นคืน โดยได้ปฏิบัติตามประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่ออกตามพระราชบัญญัตินี้

(3) การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศ กำหนด

มาตรา 244/5 ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าการกระทำได้ต่อไปนี้ เป็นการกระทำที่ทำให้บุคคลทั่วไป เข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ตามมาตรา 244/3 (1) หรือเป็นการกระทำที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์หรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ตามมาตรา 244/3 (2) แล้วแต่กรณี

(1) ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ซึ่งในที่สุดบุคคลที่ได้ประโยชน์จากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ยังคง เป็นบุคคลคนเดียวกัน

(2) ส่งคำสั่งซื้อหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเองหรือบุคคลซึ่งร่วมกันกระทำการ ได้สั่งขาย หรือจะสั่งขายหลักทรัพย์เดียวกัน ในจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกัน และภายในเวลาใกล้เคียงกัน

(3) ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเองหรือบุคคลซึ่งร่วมกันกระทำการ ได้สั่งซื้อ หรือจะสั่งซื้อหลักทรัพย์เดียวกัน ในจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกัน และภายในเวลาใกล้เคียงกัน

(4) ส่ง แก้วไข หรือยกเลิกคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในช่วงก่อนเปิดหรือช่วงก่อนปิดตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ แล้วแต่กรณี โดยมีมุ่งหมายให้ราคาเปิดหรือราคาปิดของหลักทรัพย์นั้นสูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

(5) ส่ง แก้วไข หรือยกเลิกคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการขัดขวางการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบุคคลอื่น ซึ่งมีผลทำให้บุคคลอื่นต้องส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงกว่า หรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

มาตรา 244/6 ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าผู้กระทำการดังต่อไปนี้ เป็นตัวการในการกระทำความผิดตามมาตรา 244/3

(1) เปิดบัญชีธนาคารร่วมกันเพื่อการชำระเงินหรือรับชำระเงินที่เกี่ยวกับหรือเนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์

(2) ยอมให้บุคคลอื่นใช้ประโยชน์จากบัญชีธนาคารของตนเพื่อการชำระเงินหรือรับชำระเงินที่เกี่ยวกับหรือเนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์

(3) ยอมให้บุคคลอื่นใช้บัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของตน

(4) ชำระเงินหรือรับชำระเงินค่าซื้อขายหลักทรัพย์แทนกัน

(5) นำเงินหรือทรัพย์สินอื่นมาวางเป็นประกันในการซื้อขายหลักทรัพย์แทนกัน

(6) ยอมให้บุคคลอื่นรับประโยชน์หรือรับผิดชอบในการชำระเงินที่เกี่ยวกับหรือเนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของตน หรือ

(7) โอนหรือรับโอนหลักทรัพย์ระหว่างกัน

มาตรา 244/7 ห้ามมิให้บุคคลใดส่ง แก่ไข หรือยกเลิกคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์เข้าไปในระบบซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ โดยรู้หรือควรรู้ว่าการกระทำความดังกล่าวจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ หรือประมาณการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดและเป็นเหตุให้ระบบซื้อขายหลักทรัพย์ล่าช้าหรือหยุดชะงัก

ตารางที่ 4.1 สรุปลักษณะของกฎหมาย: ประเทศไทย

	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex Post	-
2	แนวคิด/Conceptual	-	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
3	หน้าที่/Functional	-	อำนาจดุลพินิจน้อย
4	การแสดงออก/Representation	-	ทำอย่างไร (กระบวนการ)
5	องค์ความรู้/Knowledge Need	-	ใช้ความรู้น้อย
6	ข้อยกเว้น/Exception Handling	มีได้ /ยกเลิกเพิกถอนได้	-
7	วิธีแก้ปัญหา/Conflict Resolution	ใช้การเจรจาได้	-

การวิเคราะห์ Dimension

1. ลักษณะ/Temporal ตัวบทมีลักษณะเป็น Ex Post เนื่องจากเป็นการเขียนที่มีเจตนาของการตรวจสอบความผิดที่ต้องตรวจสอบภายหลัง เช่น สภาพปกติของตลาด, การทำให้บุคคลเข้าใจผิด, ราคาหลักทรัพย์สูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

2. แนวคิด/Conceptual มีลักษณะค่อนข้างระบุชัดเจน เช่น ในข้อสันนิษฐานทั้งการกระทำและตัวผู้กระทำ มีการระบุไว้ล่วงหน้าค่อนข้างชัดเจน โดยมีการลงรายละเอียดบอกลักษณะการกระทำและกิจกรรมของผู้กระทำที่ถูกตั้งข้อสังเกตไว้ก่อนว่าเข้าข่ายการกระทำความผิด
3. หน้าที่/Functional มีลักษณะไม่ต้องใช้ดุลพินิจมาก เนื่องจาก ในข้อสันนิษฐานมีการระบุตัวอย่างไว้อย่างชัดเจน ทั้งการกระทำและห้ามมิให้บุคคลกระทำอะไรบ้าง นอกจากนี้ยังมีการแยกกิจกรรมการซื้อการขายไว้ในแต่ละข้อย่อยอย่างชัดเจน
4. การแสดงออก/Representation มีลักษณะของเนื้อความที่เป็นกระบวนการ
5. องค์ความรู้/Knowledge Needed มีลักษณะไม่ต้องใช้ความรู้มากนักในการตีความหรือทำความเข้าใจ เพราะมีการขยายความในเกือบทุกบทที่มีบทบัญญัติไว้ อย่างเช่น บทสันนิษฐานที่ช่วยให้เป็น Guide line ได้อย่างดี
6. ข้อยกเว้น/Exception Handling มีลักษณะไปในทาง Principles เพราะมีการระบุลักษณะข้อยกเว้นไว้ในมาตรา 244/4 ก็คือ ข้อยกเว้นที่มาจากการกระทำใน มาตรา 244/3 นั้นเอง
7. วิธีแก้ปัญหาคความขัดแย้ง/Conflict Resolution มีลักษณะเป็น Principles เนื่องจากใน มาตรา 244/4 โดยข้อยกเว้นต่าง ๆ นั้น ได้ให้อำนาจให้เป็นไปตามประกาศของคณะกรรมการต่าง ๆ ซึ่งสามารถออกเพิ่มเติมในภายหลังได้

โดยสรุป กฎหมายหลักทรัพย์ของไทยมีลักษณะเป็นลูกผสมพอสมควรระหว่าง Rules-Based กับ Principles-Based แต่เนื่องจากการปรับแก้ไขกฎหมายในส่วนการปันหุ้นใหม่ในปี พ.ศ.2559 ซึ่งได้ปรับเพิ่มบทบัญญัติต่าง ๆ ให้มีความละเอียด และสอดคล้องกับเทคนิคต่าง ๆ ในการปันหุ้นได้ดีขึ้น รวมถึงการเพิ่มบทสันนิษฐานไว้ว่า การกระทำใด บุคคลห้ามทำอะไร ที่อาจเป็นความผิดได้ไว้ในตัวบทเลย ทำให้ผู้ปฏิบัติเกี่ยวกับการดำเนินคดีสามารถนำไปปรับใช้ได้ง่ายขึ้น รวมทั้งศาลเองก็จะได้มีแนวทางไว้เป็นบรรทัดฐานได้ดีขึ้นกว่ากฎหมายเดิม ซึ่งเป็นการลอกแบบการเขียนมาจากสหรัฐอเมริกาซึ่งมีลักษณะเป็น Principles-Based ในส่วนของตัวบทค่อนข้างมาก และที่ผ่านมาได้ประสบปัญหาการไม่สามารถดำเนินคดี หรือศาลยกฟ้องคดีไปจำนวนมาก เนื่องจากความไม่ชัดเจนของตัวบทในกฎหมายหลักทรัพย์

ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า การปรับแก้กฎหมายในปี พ.ศ. 2559 ที่ผ่านมานั้น ได้ทำให้กฎหมายหลักทรัพย์ไทยมีลักษณะเป็น Rules-Based มากขึ้น เพื่อแก้ปัญหาเกี่ยวกับความชัดเจนในกระบวนการยุติธรรม

4.4 ผลของการปรับแก้กฎหมายในปี พ.ศ. 2559

กฎหมายดังกล่าวเริ่มมีผลบังคับใช้จริงตอนต้นปี พ.ศ. 2560 นี้เอง ดังนั้น ในปัจจุบัน จึงยังไม่มีคดีไหนถึงที่สุดมีคำพิพากษาออกมาเลย จึงยังไม่สามารถประเมินได้ชัดเจนว่า การแก้กฎหมายที่ผ่านมานั้นได้ผลมาน้อยเพียงใด แต่เท่าที่มีการเก็บข้อมูลที่ผ่านมาพบว่า เฉพาะในส่วนของการปันหุ้นนั้น การกล่าวโทษและเปรียบเทียบปรับทางอาญาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 มา ยังไม่มีเลยสักราย ทั้งๆที่ก่อนหน้านี้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2559 ซึ่งยังใช้กฎหมายเกาอยู่นั้น มีการฟ้องคดีอาญาในส่วนนี้ รวมทั้งเปรียบเทียบปรับตลอดทุกปีปีละนับสิบคดี จึงยังไม่อาจกล่าวได้ว่า กฎหมายใหม่ทำให้การฟ้องคดีอาญายากขึ้น หรือคนกลัวกฎหมายมากขึ้น จึงไม่กล้าเข้ามาปันหุ้นกัน

อย่างไรก็ดี พอมาดูโทษทางแพ่ง ซึ่งถือเป็นเรื่องเพิ่มเข้ามาใหม่ในการแก้กฎหมายปี พ.ศ. 2559 และ ปี พ.ศ. 2560 ยังไม่มีการฟ้องคดีแพ่ง แต่มีการทำบันทึกยินยอมกับคณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่ง (ค.ม.พ.) ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบปรับทางแพ่งจำนวน 1 คดี และตัวเลขนี้ได้สูงขึ้นในปี 2561 เป็น 3 คดีในส่วนของ ค.ม.พ. แต่เริ่มมีการฟ้องคดีแพ่งเป็นครั้งแรกในปีนั้นจำนวน 7 คดี โดยมีรายละเอียดในกลุ่มหลัก ดังนี้

ก.ล.ต. ได้รับข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) จึงตรวจสอบเพิ่มเติมพบว่า ในช่วงระหว่างวันที่ 12 ธ.ค. 2556 - 24 มี.ค. 2558 มีบุคคลรวม 25 ราย รู้เห็นและ/หรือตกลงร่วมกันในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยสลับกันเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ทั้ง 6 ตัว ในลักษณะอำพรางและ/หรือต่อเนื่อง ทำให้ราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด เพื่อชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อหรือขายหลักทรัพย์ดังกล่าว โดยมีรายละเอียดผู้กระทำความผิด ดังนี้³⁵⁹

1. กรณีสร้างราคาหุ้น บริษัท นิวส์ เน็ตเวิร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ NEWS (ขณะเกิดเหตุซื้อบริษัท โซลูชั่น คอนเนออร์ (1998) จำกัด (มหาชน) หรือ SLC) มีผู้กระทำความผิด 23 ราย ในช่วงระหว่างวันที่ 12 ธันวาคม 2556 - 27 พฤศจิกายน 2557 ได้แก่ (1) นายยรรยงค์ อินทรสงเคราะห์ (2) นายระวีโรจน์ เขียนนิลศิริ (3) นายเอกวิษณุ กมลเทพา (4) นายศิริวิสิษฐ์ สายน้ำผึ้ง (5) นางวรรณัน เลิศกุลธรรม (6) นายภาณุรักษ์ แสงอร่าม (7) นางสาวพรเพ็ญ นิธิเกษม (8) นางสาวกรรณิดา ตั้งกิจตรงเจริญ (9) นายกรวิช อัสวกุล (10) นายภควันต์ วงษ์โอภาสี (11) นายสุวิทย์ พิพัฒน์วิไลกุล (12) นายพิสิษฐ์ พิพัฒน์วิไลกุล (13) นายสงกรานต์ ต้นศิริ (14) นายปรีชา ต้นดิวัฒน์วัลลภ (15) นายวิรัตน์ ต้นสวัสดิ์ (16) นายอมร พรหมดีราช (17) นางสุวรรณ รัตนวัน (18) นายกำพล วีระเทพ

³⁵⁹ สำนักข่าวอินโฟเควสท์, “ก.ล.ต. ใช้มาตรการลงโทษทางแพ่งผู้กระทำความผิด 5 ราย กรณีสร้างราคาหุ้น AIRA เรียกค่าปรับ 5.59 ลบ.,” RYT9 (22 ตุลาคม 2559), ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก <https://www.ryt9.com/s/iq05/3057757>

สุภรณ์ (19) นายธนพล วีระเทพสุภรณ์ (20) นายตรีชนิษฐ์ มากรักษา (21) นายธิตพัฒน์ ธิตพัฒน์ (22) นายธีระชัย รัตนกมลพร และ (23) นายนิรันดร์ เทตระกุล

2. กรณีสร้างราคาหุ้น บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน) หรือ MILL มีผู้กระทำผิด 6 ราย ระหว่างวันที่ 21 มีนาคม 2557 - 3 มิถุนายน 2557 ได้แก่ (1) นายยรรยงค์ (2) นายระวีโรจน์ (3) นายเอกวิทย์ (4) นายศิริวิษฐ์ (5) นางวรรณ และ (6) นายภาณุรักษ์

3. กรณีสร้างราคาหุ้น บริษัท โพลาริส แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) หรือ POLAR (ขณะเกิดเหตุซื้อบริษัท วรณ แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) หรือ WAT) มีผู้กระทำผิด 17 ราย ระหว่างวันที่ 23 มิถุนายน 2557 - 9 มกราคม 2558 ได้แก่ (1) นายยรรยงค์ (2) นายระวีโรจน์ (3) นายเอกวิทย์ (4) นายศิริวิษฐ์ (5) นางวรรณ (6) นายภาณุรักษ์ (7) นางสาวกรรณิดา (8) นายกรวิช (9) นายภควันต์ (10) นายสุวิทย์ (11) นายพิสิษฐ์ (12) นางสาวพัชรา มาสอน (13) นางสาวพรพรรณ สาระบุญมา (14) นายกำพล (15) นายตรีชนิษฐ์ (16) นายธิตพัฒน์ และ (17) นายธีระชัย

4. กรณีสร้างราคาหุ้น บริษัท เนชั่น บรอดแคสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ NBC มีผู้กระทำผิด 11 ราย ระหว่างวันที่ 26 พฤศจิกายน 2557 - 13 กุมภาพันธ์ 2558 ได้แก่ (1) นายยรรยงค์ (2) นายระวีโรจน์ (3) นายเอกวิทย์ (4) นายศิริวิษฐ์ (5) นางวรรณ (6) นายภาณุรักษ์ (7) นางสาวกรรณิดา (8) นายกรวิช (9) นายภควันต์ (10) นายสุวิทย์ และ (11) นายพิสิษฐ์

5. กรณีสร้างราคาหุ้น บริษัท เนชั่น อินเตอร์เนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) หรือ NINE มีผู้กระทำผิด 12 ราย ระหว่างวันที่ 19 ธันวาคม 2557 - 24 มีนาคม 2558 ได้แก่ (1) นายยรรยงค์ (2) นายระวีโรจน์ (3) นายเอกวิทย์ (4) นายศิริวิษฐ์ (5) นางวรรณ (6) นายภาณุรักษ์ (7) นางสาวพรเพ็ญ (8) นางสาวกรรณิดา (9) นายกรวิช (10) นายภควันต์ (11) นายสุวิทย์ และ (12) นายพิสิษฐ์

6. กรณีสร้างราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญ บริษัท เนชั่น อินเตอร์เนชั่นแนล เอ็ดดูเทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) หรือ NINE-W1 มีผู้กระทำผิด 5 ราย ระหว่างวันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2558 ถึงวันที่ 2 มีนาคม 2558 ได้แก่ (1) นายระวีโรจน์ (2) นายเอกวิทย์ (3) นายภาณุรักษ์ (4) นายสุวิทย์ และ (5) นายพิสิษฐ์

การกระทำของบุคคลทั้ง 25 รายข้างต้นเป็นการดำเนินการอย่างเป็นกระบวนการ โดยสามารถเชื่อมโยงความสัมพันธ์ทั้งทางการเงินและความสัมพันธ์ส่วนบุคคล รวมทั้งวิธีส่งคำสั่งซื้อขายในลักษณะที่เป็นการผลักดันราคา และ/หรือพยุงบราคาอย่างต่อเนื่องในหลายช่วงเวลาต่างกัน ตลอดจนเป็นการกระทำโดยมีการปิดบังหรือปกปิดความสัมพันธ์และการส่งคำสั่งซื้อขายดังกล่าว จึงเป็นการฝ่าฝืนมาตรา 243 (1) ประกอบมาตรา 244 และมาตรา 243 (2) และมีระวางโทษตามมาตรา 296 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งปัจจุบันยังคงเป็นความผิดตามมาตรา 244/3 และมีบทกำหนดโทษตามมาตรา 296 มาตรา 296/1 และมาตรา 296/2 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2559

ประกอบมาตรา 83 แห่งประมวลกฎหมายอาญา ปรับอัตราสูงสุดกว่า 890 ล้านบาท-ขาดคุณสมบัติ นั่งบอร์ดหรือผู้บริหาร คณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่ง (ค.ม.พ.) นำมาตรการลงโทษทางแพ่งมาใช้บังคับ โดยการปรับทางแพ่งกับผู้กระทำผิด

อย่างไรก็ดี ผู้กระทำผิดทั้ง 25 ราย ได้แก่ (1) นายยรรยงค์ (2) นายระวีโรจน์ (3) นายเอกวิชัย (4) นายศิริวิษฐ์ (5) นางวรรณ (6) นายภาณุรักษ์ (7) นางสาวพรเพ็ญ (8) นางสาวกรรณิศา (9) นายกรวิช (10) นายภควันต์ (11) นายสุวิทย์ (12) นายพิสิษฐ์ (13) นายสงกรานต์ (14) นายปรีชา (15) นายวิรัตน์ (16) นายอมร (17) นางสุวรรณ (18) นางสาวพัชรา (19) นางสาวพรพรรณ (20) นายกำพล (21) นายชนพล (22) นายตรีชนิษฐ์ (23) นายนิติพัฒน์ (24) นายธีระชัย และ (25) นายนิรันดร์ ไม่ยินยอมปฏิบัติตามมาตรการลงโทษทางแพ่งที่ ค.ม.พ. กำหนด

ก.ล.ต. จึงมีหนังสือขอให้พนักงานอัยการดำเนินการฟ้องเป็นคดีต่อศาลแพ่ง เพื่อขอให้ชำระค่าปรับทางแพ่งตามอัตราสูงสุดที่กฎหมายกำหนด จำนวน 890,789,424 บาท ทั้งนี้ การที่ ค.ม.พ. ให้ปรับทางแพ่งกับผู้กระทำผิด มีผลทำให้ผู้กระทำผิดทั้งหมดเป็นผู้มีลักษณะขาดความน่าไว้วางใจในการเป็นกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และบริษัทจดทะเบียน

นอกจากนี้ ก.ล.ต. ยังได้รายงานการดำเนินการดังกล่าวต่อสำนักงานป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (ปปง.) เนื่องจากความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นความผิดมูลฐานตามพระราชบัญญัติป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน พ.ศ. 2542

นอกจากนี้ ในปี พ.ศ.2561 นี้ เกิดขึ้นล่าสุดในวันที่ 18 มกราคม พ.ศ. 2562 ก.ล.ต. สั่งลงโทษทางแพ่ง 3 ราย ได้แก่ ปราเสริฐ ปราสาททองโอสถ, ปรมารณ ปราสาททองโอสถ และนฤมล ใจหนักแน่น กรณีปั่นหุ้น บมจ.การบินกรุงเทพ (BA) ให้ชำระค่าปรับทางแพ่งรวม 499.45 ล้านบาท โดยทั้ง 3 รายร่วมกันสร้างราคาหุ้น BA ระหว่างวันที่ 13 พ.ย.58-12 ม.ค.59 จากราคาหุ้น 20.50 บาท ขึ้นไปเป็น 25 บาท หรือเพิ่มขึ้น 22% โดยมีราคาสูงสุดที่ 25.50 บาท ซึ่งได้ชำระค่าปรับเรียบร้อยแล้ว และทั้งสามรายถูกสั่งให้พ้นสภาพการเป็นผู้บริหารและกรรมการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทันที

กล่าวโดยสรุป คือ การปรับเปลี่ยนกฎหมายในปี 2559 นั้น เริ่มมีผลชัดเจนขึ้นในเรื่องการดำเนินการทางแพ่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งผ่านทาง ค.ม.พ. ซึ่งดำเนินการได้ค่อนข้างรวดเร็ว ทันเวลา นอกจากนี้ ยังเริ่มมีการฟ้องคดีแพ่งกับผู้ต้องสงสัยกระทำความผิด ซึ่งต่างจากการฟ้องคดีอาญา โดยที่ผ่านมาหลังจากปรับกฎหมายใหม่ กลับไม่มีการฟ้องคดีอาญาเลย ก็อาจจะเป็นไปได้ว่า การออกแบบกฎหมายใหม่นี้ เป็นการออกแบบเพื่อให้สามารถดำเนินคดีทางแพ่งได้ง่ายและรวดเร็วกว่าคดีอาญา จึงเหมือนกับการปิดการกระทำความผิดให้เข้าทางช่องทางแพ่งมากกว่าอาญา เพราะสามารถจับได้ที่ ค.ม.พ. เลย ซึ่งก็เป็นการปราบปรามเบื้องต้นให้กับผู้ที่คิดปั่นหุ้นได้ เช่น กรณีของ Bangkok Airways ผู้บริหารต้องจ่ายเงินถึงเกือบ 500 ล้านบาท ซึ่งนับเป็นยอดเงินที่สูงทีเดียว ก็อาจจะถือว่าเป็นการเริ่มต้นของการปราบปรามผู้กระทำผิดโดยผ่านช่องทางนี้ได้มีประสิทธิภาพอีกทางหนึ่งได้ด้วย

4.5 การวิเคราะห์เปรียบเทียบ

ผลที่ได้จากบทที่ 3 ในส่วนของตัวบทกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 4 ประเทศ ดังนี้

ตารางที่ 4.2 วิเคราะห์เปรียบเทียบตัวบทกฎหมายของประเทศ อังกฤษ สหรัฐอเมริกา เยอรมัน
ฮ่องกง

ประเทศ	PRINCIPLES-BASED	RULES-BASED
สหรัฐอเมริกา	X	
อังกฤษ	X	
เยอรมัน		X
ฮ่องกง		X

1. สหรัฐอเมริกา

มีการพูดถึงมากว่าเป็นรูปแบบของ Rules-Based แต่เมื่อได้นำตัวบทมาทำการวิเคราะห์แล้ว ปรากฏว่ามีลักษณะเป็น Principles-Based ชัดเจน ทั้งในมาตรา 9A และมาตรา 10B และกฎ 10B-5 ล้วนมีการร่างไว้เป็นหลักการทั้งสิ้น โดยมีลักษณะกว้างให้สามารถปรับใช้และครอบคลุมได้มาก ซึ่งได้ผ่านการใช้งานมาเป็นเวลาหลายสิบปีแล้ว โดยไม่มีการแก้ไข ใดๆก็ตาม เนื่องจากกระบวนการทั้งหมดไม่ได้มีเพียงตัวบทบัญญัติกฎหมายเท่านั้น ต้องดูที่กระบวนการฟ้องคดี (Enforcement) และ ดูที่คำวินิจฉัยหรือพิพากษาของศาลด้วย (Adjudication) โดยเมื่อดูไปที่ Case Law ของสหรัฐฯแล้ว พบว่า ส่วนใหญ่ ศาลจะเป็นผู้ตัดสินโดยใช้ดุลพินิจได้เอง ในลักษณะของการตีความตามเจตนารมณ์กฎหมาย และบริบทความเป็นไปในตลาดหลักทรัพย์ด้วย

2. อังกฤษ

ตัวบทเป็นแบบ Principles-Based ชัดเจนมากกว่าทุกประเทศ โดยในตัวบทจะเน้นไปที่ “พฤติกรรม” ว่าได้ทำพฤติกรรมอะไรบ้าง ซึ่งค่อนข้างเป็นนามธรรมมาก แต่ในที่สุดก็ขึ้นอยู่กับศาล ซึ่งมีลักษณะเหมือนสหรัฐฯตรงที่ว่าสามารถทำคำพิพากษาได้เอง โดยสามารถดูตัวอย่างคดีที่เกิดขึ้นก่อนหน้า หรือสามารถวินิจฉัย ตีความได้เองตามเจตนารมณ์กฎหมาย ใดๆก็ตาม การร่างกฎหมายแบบกว้าง ๆ ไว้ของอังกฤษ ก็ได้พิสูจน์ให้เห็นว่ามีประสิทธิภาพเช่นกัน อย่างในกรณี Case Law ที่ผู้กระทำผิดได้ทำการปั่นหุ้นโดยใช้เทคนิค Layering ซึ่งเป็นการทำคำสั่งซื้อขายปลอมโดยใช้ผ่าน AI ที่มี

ลักษณะเหมือนหุ่นยนต์ เป็นโปรแกรมที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อให้ทำงานได้เอง ศาลก็ตัดสินว่า คนทำโปรแกรมมีความผิด ซึ่งถ้าตีความตามตัวบทแล้ว ก็ไม่แน่ใจว่า ระบบนี้ถือว่าเป็นบุคคลหรือไม่

3. เยอรมัน

ดังที่กล่าวมาแล้วว่า กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของเยอรมันไม่ได้มีการบัญญัติไว้เฉพาะ แต่เป็นการใช้ร่วมกันกับกฎหมายอื่น ๆ ด้วย เช่น กฎหมายเกี่ยวกับละเมิดทางแพ่ง เพราะกฎหมายหลักทรัพย์เยอรมันมีพื้นฐานมาจากหลักกฎหมายแพ่ง ซึ่งตัวบทก็มีลักษณะค่อนข้างไปทาง Rules-Based มากกว่า แต่ก็มีลักษณะผสมกับ Principles พอสมควร

4. ฮองกง

กฎหมายหลักทรัพย์ของฮองกงมีลักษณะเป็นกฎหมายเทคนิค กล่าวคือ มีการนำเทคนิควิธีการปั่นหุ้นหลัก ๆ ใส่เข้าไปอยู่ในตัวบทเลย เช่น Insider Dealing, False Trading, Price Rigging, Disclosure, Stock Manipulation นอกจากนี้ ยังมีการแยกรายละเอียดค่อนข้างชัดเจนถึงทุกกระบวนการไม่ว่าจะเป็นซื้อหรือขาย โดยมีเป้าหมายว่าให้ราคาเพิ่มขึ้น, ลดลง หรือคงที่ มีการแยกเป็นรายข้อในมาตราเลย ลักษณะพิเศษอีกอย่างของกฎหมายหลักทรัพย์ฮองกงคือ เป็นประเทศเดียวที่กำหนดการกระทำความผิดไว้นอกเหนือจากในเขตแดนตนเองไว้ด้วย คือ แม้ไปกระทำความผิดที่อื่น หากมีความเกี่ยวข้องกับตลาดฮองกง ก็ถือว่ามีความผิด ซึ่งเป็นการเขียนกฎหมายที่มีลักษณะเป็น International มาก

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างของกระบวนการยุติธรรมในกฎหมายหลักทรัพย์ ของประเทศ อังกฤษ สหรัฐอเมริกา เยอรมัน ฮองกง และไทย

ประเทศ	บทบัญญัติ (Legislative)	การฟ้องคดี (Enforcement)	คำพิพากษา (Adjudication)
อังกฤษ	Principles-Based	Principles-Based	Principles-Based
สหรัฐอเมริกา	Principles-Based	Rules-Based	Principles-Based
เยอรมัน	Rules-Based	Rules-Based	Rules-Based
ฮองกง	Rules-Based	Rules-Based	Principles-Based
ไทย	Rules-Based	Rules-Based	Rules-Based

หมายเหตุ: ในส่วนของการฟ้องคดีและคำพิพากษานั้น เป็นการวิเคราะห์เบื้องต้นจากการได้ข้อมูลจากการทำวิจัยฉบับนี้ ยังไม่ได้ผ่านการศึกษาโดยละเอียด

ตารางนี้ทำให้เห็นถึงกระบวนการทั้งหมดตั้งแต่ต้นทาง ระหว่างทาง จนถึงปลายทาง ซึ่งทำให้พอเห็นภาพในการทำความเข้าใจกระบวนการเพื่อจะได้นำ วิธีการวางแนวของ Rules-Based กับ Principles-Based เพื่อให้ทราบปัญหาและวิธีการในการดำเนินการแก้ปัญหากับการป้อนหุ้นทั้งระบบได้ โดยอังกฤษเองเป็นต้นแบบของ Principles-Based ซึ่งก็มีกระบวนการตั้งแต่ตัวบท การฟ้องคดี และคำพิพากษา เป็นแนวแบบ Principles-Based ทั้งหมด โดยเฉพาะอย่างยิ่งความต่างของการฟ้องคดีหรือกระบวนการกำกับของอังกฤษ กล่าวคือ อังกฤษไม่นิยมการ Enforcement แต่ชอบใช้ Compliance มากกว่า สำหรับสหรัฐอเมริกาซึ่งมีตัวบทเป็นแบบ Principles-Based เหมือนกัน แต่กระบวนการโดย SEC ค่อนข้างจะเข้มงวด มีกฎระเบียบจำนวนมากต้องดำเนินการ แต่ในที่สุดระบบศาลก็เป็นแบบ Principles-Based ซึ่งก็เอื้อประโยชน์ให้ศาลสามารถตีความได้เอง เยอรมันเป็นประเทศ Civil Law ประเทศเดียวนอกจากไทยในการนำมาเปรียบเทียบนี้ ก็ใช้แบบ Rules-Based ทั้งหมด ทุกกระบวนการ เพราะเนื่องจากเยอรมันมีการใช้กฎหมายหลายฉบับมาผสมในการดำเนินการเกี่ยวกับคดีทางหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากเยอรมันเองไม่ค่อยมีคดีเกี่ยวกับการป้อนหุ้นมากนัก เพราะส่วนมากนักลงทุนรายย่อยจะไม่ค่อยได้ลงทุนในตลาดหุ้นเท่าใดนัก ความผิดในลักษณะนี้จึงมีน้อยมาก ส่วนมากมักจะเป็นในลักษณะความผิด Insider Trading มากกว่า

ฮ่องกงเป็นประเทศ Common Law ที่ใช้การร่างกฎหมายแบบ Rules-Based เข้มข้นมาก ตัวบทมีลักษณะทางเทคนิคสูง เนื่องจากฮ่องกงเป็นประเทศเปิด (Freeport) ต้องรับนักลงทุนจากทั่วโลก การทำกฎระเบียบให้ชัดเจน จึงมีความสำคัญมาก อย่างไรก็ตาม ศาลของฮ่องกงก็ยังเป็นแบบ Principles-Based คือเป็นแบบ Judge Made Law ได้ ทำให้สะดวกในการจัดการกับความไม่แน่นอนในการตีความในกฎหมายหลักทรัพย์ได้ดี

ประเทศไทยมีลักษณะของ Rules-Based ชัดเจนทั้งการร่างกฎหมาย (โดยเฉพาะกฎหมายที่แก้ไขใน พ.ศ. 2559) ก.ล.ต. เองก็มีกฎที่เข้มงวด และศาลไทยก็ตัดสินคดีแบบตามตัวบทแบบชัดเจน ดังนั้น ปัญหาหลักของไทยในการดำเนินการเกี่ยวกับความผิดทางหลักทรัพย์นี้ ปัญหาหลักอาจจะไม่ใช่ว่าเรื่องการแก้กฎหมาย แต่เป็นการตัดสินคดีที่ศาลมากกว่า อย่างไรก็ตาม ปฏิเสธไม่ได้ว่า การร่างกฎหมายเป็นต้นทาง หากต้นทางทำได้ดีแล้ว ระหว่างทางและปลายทางก็จะทำงานได้ง่ายขึ้น ดังนั้น การแก้กฎหมายในปี พ.ศ. 2559 นี้ จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่น่าจะทำให้กระบวนการยุติธรรมเกี่ยวกับความผิดป้อนหุ้นดีขึ้น เพราะมีการเพิ่มเติมความชัดเจนในลักษณะความผิด และผู้กระทำผิด รวมถึงช่องโหว่ต่างๆที่เคยเกิดกับในคดีเสียสอง ให้สามารถตีความได้ง่ายขึ้น เนื่องจากเราไม่สามารถแก้ไขปลายทางคือศาลให้เปลี่ยนวิธีคิด ตีความ ตามตัวบท (ที่มีลักษณะเป็น Rules-Based) ได้ สิ่งที่ได้ก็คือการแก้ไขต้นทางคือการร่างกฎหมายให้ชัดเจนขึ้น

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

การศึกษาวิจัยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เริ่มต้นจากการพยายามหาวิธีการที่ถูกต้องเหมาะสมในการแก้ไขปัญหาการปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นปัญหายาวนานมาตั้งแต่เริ่มใช้กฎหมาย พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปี พ.ศ.2535 และนับเป็นปัญหาที่ก่อให้เกิดผลกระทบอย่างมากต่อตัวระบบตลาดหลักทรัพย์เองและนักลงทุนทั่วไป ในประเด็นความเชื่อมั่นในระบบการซื้อขายและการควบคุมการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ และความไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหุ้นของนักลงทุน อันเนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และการเบี่ยงเบนข้อมูลของบริษัทที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กรณีการปั่นหุ้น ธนาкар BBC ของกลุ่มเสียสอง ซึ่งภายหลังจากผ่านการพิจารณาคดีเป็นเวลายาวนาน ศาลฎีกาก็ได้มีคำพิพากษายกฟ้อง (คำพิพากษาศาลฎีกา 1766/2539) ซึ่งเป็นการสร้างบรรทัดฐานให้กับคดีต่อ ๆ มา ในเรื่องของความไม่ชัดเจนในการตีความตัวบท ซึ่งก็ได้มีการแก้ไขมาเป็นเวลานาน จนถึงเมื่อปี พ.ศ.2559 นี้เอง จึงได้มีการแก้ไขกฎหมายในส่วนเกี่ยวกับการปั่นหุ้นที่มีความชัดเจนมากขึ้น โดยมีการเพิ่ม 1. บทบัญญัติเกี่ยวกับมาตรการลงโทษทางแพ่ง (Civil Sanction) 2. ความคุ้มครองผู้ลงทุนโดยเพิ่มเติมข้อบังคับในส่วนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ และบริษัทจดทะเบียน 3. ปรับปรุงโครงสร้างการดำเนินงานของ กลต.

ในเรื่องของการแก้ไขปัญหาการปั่นหุ้นนั้น มิได้มีเพียงประเทศไทยเท่านั้นที่พยายามหาวิธีแก้ไข เนื่องจากการปั่นหุ้น ถือเป็นปัญหามานานาชาติ กล่าวคือ มีการกระทำความผิดกันในหลายประเทศ ซึ่งที่ผ่านมาก็ได้มีความพยายามในการหาวิธีการต่าง ๆ ในการแก้ไขปัญหานี้ โดยในช่วงปี ค.ศ. 2001 ได้เกิดแนวคิดเกี่ยวกับการนำหลัก Principles-Based มาใช้ในการแก้ไขปัญหาในการปั่นหุ้น³⁶⁰ โดยตัวลักษณะของ Principles นั้นจะเป็นการเน้นที่หลักการ หรือผลลัพธ์มากกว่า กฎ หรือวิธีการ ซึ่งหน่วยงานกำกับในประเทศอังกฤษได้นำไปใช้ และอ้างว่าได้ผลดี จึงเป็นที่มาของความ

³⁶⁰John Tiner, Principles-Based Regulation: The EU Context.

สนใจว่า ถ้าหากนำแนวคิด Principles-Based มาปรับใช้ในประเทศไทย ซึ่งในเบื้องต้นนั้น สันนิษฐานว่าเป็นแบบ Rules-Based น่าจะช่วยให้เกิดการแก้ปัญหาการป่นปื้นได้ เพื่อเป็นการช่วยพัฒนาตลาดทุนไทยได้อีกด้วย

ในบทที่ 1 จะเป็นการพูดถึงปัญหาและผลกระทบของการป่นปื้นในประเทศไทย รวมถึงการอธิบายถึงกระบวนการ วิธีการศึกษาของรายงานนี้, Research Question, สมมติฐานการศึกษา เพื่อให้เป็นตัวตั้งต้นในการศึกษา โดยมีขอบเขตชัดเจนว่า จะศึกษาเฉพาะบทบัญญัติในกฎหมายหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการป่นปื้นเท่านั้น ว่าของไทย และแต่ละประเทศเป็นแบบใด

สมมติฐานหลักในบทที่ 1 มีว่า ตัวบทกฎหมายไทยมีลักษณะ Rules-Based ทำให้ไม่สามารถแก้ปัญหาการป่นปื้นได้ จึงควรนำหลัก Principles-Based มาปรับใช้กับตัวบทของไทย โดยแนวความคิดนี้อยู่บนพื้นฐานของข้อเขียนทั่วไปที่ว่า อังกฤษเป็นแบบ Principles-Based และสหรัฐอเมริกาเป็นแบบ Rules-Based โดยยังมีได้มีใครทำการวิจัยชี้ชัดไปว่าประเทศไหนเป็นแบบไหนจริง

บทที่ 2 จะเป็นการปูพื้นความรู้เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ว่ามีความเป็นมาอย่างไร ใครเป็นผู้กำกับดูแล และกำกับดูแลทำไม รวมถึงกฎหมายหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ยังได้ศึกษาทำความเข้าใจในภาคทฤษฎี ว่าอะไรคือ Rules-Based อะไรคือ Principles-Based โดย การกำกับแบบใช้หลักการ (principles-based) หมายถึง การไม่พึ่งพารายละเอียดของกฎที่กำหนดและใช้แนวทางเพิ่มเติมในการมองในระดับสูงในกฎที่ระบุไว้อย่างกว้าง ๆ หรือหลักการในการกำหนดมาตรฐาน มีแนวโน้มที่จะใช้วิธีการกำกับที่มุ่งเน้นผลลัพธ์เป็นหลัก (Outcome-oriented Approach) ไม่ได้มุ่งเน้นที่กระบวนการ หมายความว่า ผู้ร่างกฎหมายจะมุ่งเน้นไปที่ผลของการบังคับใช้กฎหมายและมีวิธีการยืดหยุ่นในการตีความหลักการเหล่านี้ การกำกับแบบใช้กฎ (Rules-based Regulation) คือ กระบวนการทางกฎหมายที่พยายามทำให้คำพิพากษาเกือบทั้งหมดภายใต้บทบัญญัติทางกฎหมายมีสภาพเหมือนการบังคับล่วงหน้าก่อนกรณีที่เกิดขึ้นจริง กฎมีลักษณะเหมือนสูตรในการตัดสินใจ เมื่อได้พบว่ามีข้อเท็จจริงตามที่กำหนดไว้ก็จะพร้อมนำมาใช้งานได้เลย ดังนั้นกฎระเบียบจึงทำให้เกิดความเท่าเทียมกันและลดความเด็ดขาดและความลำเอียงของผู้มีอำนาจตัดสินใจ ระบบการกำกับดูแลสำหรับ Rules-based มีแนวโน้มที่จะใช้แนวทางที่มุ่งเน้นกระบวนการ (Process-oriented Approach) เป็นหลัก โดยวิธีการที่มุ่งเน้นกระบวนการจะส่งเสริมการปฏิบัติตามขั้นตอน ศึกษาการร่างกฎหมายเป็นอย่างไร มีข้อดีข้อเสียเป็นอย่างไร และมีทฤษฎีอะไรที่เกี่ยวข้องบ้าง โดยมีการเปรียบเทียบการใช้หลัก Rules-Based กับ Principles-Based ในเรื่องอื่น ๆ ด้วย เช่นในเรื่องเกี่ยวกับการจัดเก็บและกฎหมายภาษีอากร, การกำกับมาตรฐานทางบัญชี อย่างไรก็ตามหลังจากที่ได้ศึกษาทั้งความเป็นมารวมถึงแนวคิดทฤษฎีต่างๆแล้ว พบว่า การกำกับและกฎหมายโดยทั่วไปแล้ว จะประกอบด้วยส่วนผสมของทั้ง Principles และ Rules เสมอ โดยถ้าต้องการให้มี

ลักษณะเป็น Principles มากขึ้นก็เพิ่มลักษณะของ Principles ให้มากขึ้น เช่น กำหนดข้อยกเว้นไว้ แต่ถ้าอยากให้เป็น Rules มากขึ้น ก็อาจเพิ่มลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งของ Rules ได้เช่นกัน เช่น อาจเพิ่มลักษณะของตัวอย่างที่ดีในการปฏิบัติหรือองค์ประกอบที่ต้องมี Cunningham ได้ให้ทฤษฎีทางกฎหมายไว้ในการอธิบายลักษณะของ Rules และ Principles ไว้เป็น 3 ลักษณะคือ ตามลักษณะแนวคิด และ หน้าที่

1. เรื่องตามลักษณะ (Temporal Dimension) Rules กำหนดไว้ให้มีลักษณะของเขตเป็น ex ante คือเป็นการกำหนดขอบเขตก่อนนำมาใช้ ส่วน Principles มีลักษณะเป็น ex post คือเป็นขั้นตอนการตรวจสอบหลังจากทำไปแล้ว ดังนั้น Rules จึงต้องการทำงานมากกว่าจากผู้กำกับ (Regulators) เพราะรายละเอียดกฎต่างๆต้องกำหนดล่วงหน้า ส่วนเรื่องของแนวคิด ก็เป็นเรื่องระหว่างเรื่องทั่วไป กับเรื่องที่เฉพาะเจาะจง ส่วนเรื่องการใช้ดุลพินิจนั้น Rules จะให้อำนาจกับหน่วยงานกำกับ ส่วน Principles จะเป็นการตีความร่วมกันของผู้ตรวจสอบและผู้ถูกตรวจสอบ

2. แนวคิด (The conceptual dimension) เป็นการแยกแนวคิดออกว่ามีลักษณะอย่างไร โดย Principles จะมีลักษณะทั่วไป, กว้าง และบางครั้งเป็นนามธรรม ส่วน Rules จะมีลักษณะระบุชัดเจน, เฉพาะเจาะจง, แน่นนอน

3. การใช้อำนาจหน้าที่ (The functional dimension) เป็นการพิจารณาอำนาจที่ใช้ในการกำกับหรือตีความกฎหมาย โดย Rules จะใช้อำนาจดุลพินิจน้อย และส่วนใหญ่ผู้กำกับจะเป็นผู้ใช้อำนาจ ส่วน Principles จะเกี่ยวข้องกับการใช้อำนาจดุลพินิจมาก แต่มักจะเป็นการตีความทั้งจากผู้กำกับและผู้ถูกกำกับ

นอกเหนือจากหลักสามข้อนี้แล้ว ยังมีข้อ 4-5 ที่เป็นแนวคิดเรื่องการแยกระหว่าง Rules กับ Principles ที่ได้มาจากแนวคิดในการวิเคราะห์แบบปัญญาประดิษฐ์ (Artificial intelligence and formal reasoning) โดยแบ่งออกเป็นลักษณะที่แสดงออก และการใช้องค์ความรู้ คือ

4. ลักษณะที่แสดงออก (A declarative representation) ว่าอะไร (What) คือสถานการณ์ที่ต้องการ ส่วนจะสำเร็จได้อย่างไรนั้น ขึ้นอยู่กับผู้ปฏิบัติ ซึ่งจะเป็นลักษณะของ Principles หรืออาจจะกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า เป็นลักษณะของการกำหนดเป้าหมายก็ได้ (Outcome-based) คือดูที่ผลลัพธ์ ส่วนของ Rules นั้นจะเน้นไปที่กระบวนการ ว่าต้องมีกิจกรรมใดบ้างเพื่อให้สำเร็จ หรืออาจจะเรียกได้ว่าเป็นแบบที่เน้นขั้นตอน รายละเอียดของกระบวนการ (Process-based)

5. ระดับของการใช้ความรู้ (Knowledge needed) การใช้ Rules นั้นไม่จำเป็นที่จะต้องใช้ความรู้มากนัก เนื่องจากเป็นการดำเนินการตามข้อกำหนด ส่วน Principles ต้องการระดับความรู้มากกว่า

ส่วนอีกสองข้อที่เหลือคือ 6-7 นั้น เป็นหลักของ Dworkin คือในเรื่องของ ข้อยกเว้นและวิธีการแก้ปัญหา โดย Rules จะมีลักษณะ all-or-nothing คือถ้าไม่ครบองค์ประกอบก็ไม่ผิด และมักจะไม่ให้มีการเจรจามากนัก ส่วน Principles นั้นจะมีลักษณะที่ยืดหยุ่นกว่า โดยจะมีการตั้งข้อยกเว้น หรือเพิกถอนได้ และสามารถใช้ในการเจรจาในการแก้ปัญหาได้

6. วิธีการจัดการกับข้อยกเว้น (Exception handling) ใน Principles สามารถยกเลิก เพิกถอนได้ แต่ถ้าเป็นแบบ Rules จะเป็นแบบเข้มงวด และไม่สามารถเพิกถอนได้

7. การแก้ไขปัญหาคัดแย้ง (Conflict resolution) ในข้อยกเว้นต่างๆ อาจต้องการการจัดลำดับความสำคัญหรือวิเคราะห์น้ำหนักความคุ้มค่าในการให้มีข้อยกเว้น กล่าวคือ Principles ยังสามารถมีกลไกในการแก้ปัญหาโดยใช้การวิเคราะห์พิจารณา (Trade off) ได้ แต่ถ้าเป็นในลักษณะ Rules จะไม่สามารถดำเนินการได้

ตารางที่ 5.1 สรุปลักษณะของ Principles และ Rules

	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex post	Ex ante
2	แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป, กว้าง, เป็นนามธรรม	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
3	หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	อำนาจดุลพินิจน้อย
4	การแสดงออก/ Representation	คืออะไร	ทำอย่างไร (กระบวนการ)
5	องค์ความรู้/ Knowledge need	ต้องใช้ความรู้มาก	ใช้รู้น้อย
6	ข้อยกเว้น/ Exception handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
7	วิธีแก้ปัญหา/ Conflict resolution	ใช้การเจรจาได้	ไม่สามารถมีข้อโต้แย้ง ได้

บทที่ 3 เป็นการนำหลักในการพิจารณาที่ได้จากบทที่ 2 ว่าอะไรเป็น Rules หรือ Principles มาใช้ในการพิจารณากฎหมายที่เกี่ยวข้องประเทศต่าง ๆ 4 ประเทศ คือ สหรัฐอเมริกา, อังกฤษ, เยอรมัน และฮ่องกง

ผลที่ได้จากการศึกษาพบว่าสหรัฐอเมริกามีตัวบทที่มีลักษณะ Principles Based ในขณะที่คนส่วนมากเชื่อว่าเป็นผู้นำของ Rules-Based อังกฤษมีลักษณะเป็น Principles-Based เยอรมันและฮ่องกงเป็น Rules-Based

ตารางที่ 5.2 สรุปกฎหมายหลักทรัพย์ของทั้ง 4 ประเทศ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้น (Market Manipulation)

ประเทศ	PRINCIPLES-BASED	RULES-BASED
สหรัฐอเมริกา	X	
อังกฤษ	X	
เยอรมัน		X
ฮ่องกง		X

แหล่งที่มาของตาราง: สังเคราะห์โดยผู้เขียนจากกฎหมายหลักทรัพย์ของทั้ง 4 ประเทศ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้น (Market Manipulation)

บทที่ 4 เป็นการวิเคราะห์กฎหมายหลักทรัพย์ในส่วนของการปั่นหุ้น ซึ่งเดิมสันนิษฐานว่าเป็น Rules-Based และจากการวิเคราะห์แล้ว พบว่าของไทย มีลักษณะเป็น Rules-Based เช่นเดียวกัน (เป็นการใช้กฎหมายใหม่ซึ่งแก้ไขในปี พ.ศ. 2559) การแก้ปัญหาโดยใช้หลัก Principles มาปรับใช้ในตัวบทกฎหมายอย่างเดียว ไม่เพียงพอ โดยจะต้องนำหลายปัจจัยมาพิจารณาด้วย คือ เรื่องบริบทของแต่ละประเทศ ซึ่งชัดเจนแล้วว่า ไทยไม่สามารถนำ Principles มาใช้ได้ เพราะติดขัดปัญหาหลายประการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งระบบศาลไทย ซึ่งต้องการ การตีความที่ชัดเจน ซึ่งแตกต่างจากระบบศาลในประเทศ common law นอกจากนี้ การแก้ไขปัญหาก็จะต้องทำเป็นระบบ โดยดูปัจจัยแวดล้อมทั้งตัวบทกฎหมาย, กระบวนการฟ้องคดี และการตัดสินคดี จะต้องสอดคล้องกันทั้งหมด เพื่อให้การบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ สามารถทำได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุดในการป้องกันการปั่นหุ้น

ตารางที่ 5.3 ตารางประกอบการพิจารณาลักษณะของกฎหมายและกระบวนการยุติธรรมของกฎหมายหลักทรัพย์

ประเทศ	บทบัญญัติ (Legislative)	การฟ้องคดี (Enforcement)	คำพิพากษา (Adjudication)
อังกฤษ	Principles-Based	Principles-Based	Principles-Based
สหรัฐอเมริกา	Principles-Based	Rules-Based	Principles-Based
เยอรมัน	Rules-Based	Rules-Based	Rules-Based
ฮ่องกง	Rules-Based	Rules-Based	Principles-Based
ไทย	Rules-Based	Rules-Based	Rules-Based

แหล่งที่มาของตาราง: สังเคราะห์โดยผู้เขียนจากการวิเคราะห์และรวบรวมข้อมูลที่ได้จากการทำวิทยานิพนธ์นี้ในบทที่ 2 และ 3

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากตารางวิเคราะห์ในบทที่ 4 ทำให้เห็นแล้วว่า ประเทศไทยมีลักษณะเป็น Rules-Based ในทุกองค์ประกอบ ดังนั้นหากต้องการนำ Principles-Based มาใช้จะต้องดูก่อนว่า บริบทของไทยเองจะสามารถนำมาใช้ได้หรือไม่ และถ้านำมาใช้จะให้ผลดีต่อตลาดหลักทรัพย์ไทยหรือไม่ ซึ่งสามารถสรุปข้อเสนอแนะได้ว่า

1. บทบัญญัติควรเป็น Rules-Based

จากคำพิพากษาศาลฎีกา 1766/2539 คดีเสียสองแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนแล้วว่า กระบวนการพิจารณาคดีและบังคับคดีของไทยมีความจำเป็นที่จะต้องได้รับความชัดเจนในตัวบทของกฎหมายไม่เช่นนั้นแล้วการตัดสินคดีโดยเคร่งครัดโดยพิจารณาตามตัวอักษรของศาลไทย คงต้องมีการยกฟ้องคดีหลักทรัพย์อีกเป็นจำนวนมากแน่นอน ดังนั้น การจะนำหลัก Principles-Based มาใช้ในการร่างกฎหมายหลักทรัพย์ไทย จึงเป็นเรื่องที่ยิ่งทำให้การบังคับใช้กฎหมายทำได้ยากยิ่งขึ้น

2. การฟ้องคดีควรเป็น Rules-Based

เนื่องจากมีความต้องการที่ชัดเจนว่ากระบวนการฟ้องคดี และการกำกับตลาดหลักทรัพย์ต้องการความชัดเจนอย่างมากให้การกำกับ ซึ่งในส่วนของ Principles-Based ของอังกฤษนั้น จะเน้นไปที่การเจรจา ทำความเข้าใจ หรือ Compliance มากกว่า Enforcement ซึ่งหากนำมาใช้ในไทย

จะทำให้ไม่สามารถดำเนินคดีได้อย่างคล่องตัวและผู้กระทำผิดจะรู้ตัวก่อน ซึ่งทำให้การดำเนินคดียิ่งยากขึ้นไปอีก

3. กระบวนการพิจารณาคดีและบังคับคดีควรเป็น Principles-Based

กระบวนการพิจารณาคดีและบังคับคดีควรเป็น Principles-Based เนื่องจาก คดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นดูเจตนาในการประกอบความผิดได้ยาก หากใช้ Principles-Based ศาลจะสามารถเขียนคำพิพากษาได้ง่ายกว่าและครอบคลุมกว่า แต่ทั้งนี้ในบริบทของไทย ไม่สามารถทำได้เนื่องจากศาลไทยต้องเคร่งครัดต่อตัวบท โดยการตีความต้องตีความโดยเคร่งครัด และศาลไทยไม่ได้มีลักษณะเหมือนศาลในระบบ Common Law ซึ่งศาลสามารถสร้างกฎหมายได้เอง หรือตีความได้เอง

อย่างไรก็ตาม มีปัจจัยอื่นที่ต้องคำนึงถึงระหว่างหากต้องการนำ Principles-Based แบบอังกฤษ, หรือ Rules-Based แบบสหรัฐอเมริกา มาปรับใช้กับแบบไทย สรุปได้เป็นตาราง ดังนี้

ตารางที่ 5.4 ปัจจัยที่ต้องคำนึงถึงระหว่างการใช้ Principles-Based แบบอังกฤษ, Rules-Based แบบสหรัฐอเมริกา และแบบไทย

บริบท	อังกฤษ	สหรัฐอเมริกา	ไทย
1. กลุ่มลูกค้า	สถาบัน	สถาบัน & รายย่อย	สถาบัน & รายย่อย
2. ผู้ฟ้องคดี	FCA	SEC และ รายย่อย	ก.ล.ต.
3. การกำกับ	Compliance	Enforcement	Enforcement
4. จำนวนสมาชิกในตลาด (สถาบันและ บมจ.)	30,000 ราย	15,000 ราย	ไม่ถึงพันราย
5. ขนาดของตลาด	ขนาดใหญ่	ขนาดใหญ่	ขนาดเล็ก
6. การดึงดูดนักลงทุน	เป็นศูนย์กลางการเงิน	เป็นศูนย์กลางการเงิน	ยังไม่มากนัก
7. Market Entry	เข้ายาก	เข้าง่าย	เข้าง่าย

แหล่งที่มาของตาราง: สังเคราะห์โดยผู้เขียนจากการวิเคราะห์และรวบรวมข้อมูลที่ได้จากการทำวิทยานิพนธ์นี้ในบทที่ 2, 3 และ 4

จากตารางที่ 5.4 สรุปได้ดังนี้

1. กลุ่มลูกค้าในอังกฤษ จะเป็นสถาบันเป็นส่วนใหญ่ ส่วนในสหรัฐและไทยจะเป็นสถาบัน และรายย่อยอีกเป็นจำนวนมาก การมีลูกค้าเป็นสถาบัน จะทำให้การใช้ Principles-Based มาใช้จะทำให้ทำงานได้ง่ายขึ้น เพราะเป็นผู้ที่มีความรู้เกี่ยวกับตลาด การซื้อขายที่อยู่แล้ว (Sophisticate Investors) ส่วนรายย่อยนั้น ต้องการความชัดเจน และไม่ต้องตีความมากนัก
2. ผู้ฟ้องคดี ในอังกฤษและไทยจะเป็นหน่วยงานที่กำกับกับผู้ฟ้องคดีเป็นหลัก คือ FCA และ ก.ล.ต. ต่างจากในสหรัฐ ซึ่งผู้ฟ้องคดีเป็นทั้ง SEC และเอกชน ซึ่งการฟ้องคดีโดยเอกชนนั้น ต้องการความชัดเจนในส่วนของการกระบวนการฟ้องคดีที่ต้องการความชัดเจนมาก (Enforcement) และรูปแบบของการฟ้องคดีโดยเอกชนกับเอกชน เป็นความตั้งใจของสหรัฐฯเองที่ต้องการให้มีมาตรการคุ้มครองผู้บริโภคที่ครบทุกด้าน ทั้งการป้องกัน ปรามปราม และการให้เอกชนฟ้องคดีได้เอง ด้วย ซึ่งในไทยและอังกฤษ แทบไม่มีเอกชนฟ้องเองเลย
3. การกำกับ อังกฤษใช้แบบประนีประนอม หรือแบบ Compliance ส่วนไทยกับสหรัฐใช้แบบ Enforcement
4. จำนวนสมาชิกในตลาด ของอังกฤษมีเป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นอีกเหตุผลหนึ่งที่ใช้ Principles-Based จะสะดวกกว่า และคุ้มค่ากว่าในแง่ของ Cost Benefits Analysis โดย FCA เอง ทำหน้าที่คล้าย ๆ กับผู้ตรวจการแผ่นดิน (Ombudsman) คือ รอรับคำร้องเรียนก่อน เข้าไปสอบสวนอีกครั้ง ส่วนของอเมริกาก็มีขนาดน้อยลงกว่ามาก ประกอบกับการฟ้องคดีเป็นจำนวนมากนับเป็นหมื่นคดีในหนึ่งปี ทำให้การใช้ Rules-Based ในการ Enforcement จะชัดเจนและสะดวกกว่า ในประเทศไทยนั้น จำนวนสมาชิกมีจำนวนน้อย จึงสามารถดูแลได้ใกล้ชิด ไม่จำเป็นต้องใช้ Cost Benefits มาเทียบแบบอังกฤษ
5. ขนาดของตลาด อังกฤษและสหรัฐามีขนาดโดยรวมของตลาดใหญ่มาก เมื่อเทียบกับขนาดของไทย ซึ่งมีขนาดเล็กกว่ามาก ขนาดตลาดที่เล็กจะดึงดูดผู้ที่เข้ามาปั่นหุ้น เนื่องจากสามารถควบคุมตลาดได้ด้วยเงินทุนจำนวนไม่มากนัก เมื่อเทียบกับการต้องไปปั่นหุ้นในตลาด LSE หรือ NYSE ซึ่งต้องใช้เงินทุนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหุ้นของบริษัทเล็ก หรือหุ้นที่มีราคาต่อหุ้นต่ำ ๆ (Penny Stock) การใช้ Rules-Based ในการ Enforcement จึงจำเป็น เพราะต้องการความชัดเจนและเด็ดขาดในการจัดการกับนักปั่นหุ้น ไม่เหมือนระบบ Principles-Based ที่ให้น้ำหนักกับการเจรจา Compliance มากกว่า
6. การดึงดูดนักลงทุน อังกฤษพยายามใช้วิธีการดึงดูดนักลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่ง Hedge Funds ต่างมีฐานหรือซื้อขายในตลาดลอนดอนเป็นจำนวนมาก เนื่องจากกฎกติกา ค่อนข้างผ่อนคลาย และใช้ Compliance ซึ่งเหมาะสมอย่างยิ่งกับการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ที่มีความซับซ้อนมาก

สหรัฐอเมริกายังคงให้ความสำคัญกับนักลงทุนรายย่อยด้วย จึงยังเน้นการ Enforcement แบบ Rules-Based มากกว่า ส่วนของไทยเองมีลักษณะแปลก กล่าวคือ ในนโยบายการกำกับตลาดหลักทรัพย์ เราได้ประกาศเจตนารมณ์เพื่อคุ้มครองนักลงทุนรายย่อยด้วย แต่กลับทำให้การฟ้องคดีของรายย่อยทำได้ยาก และไม่ชัดเจน นอกจากนี้การฟ้องคดีของ ก.ล.ต. เองเมื่อชนะคดี หรือได้ค่าปรับมา ก็ไม่ได้มีการแบ่งให้กับผู้เสียหาย คือ นักลงทุนด้วย เลยยังไม่แน่ใจในบริบทนี้ของไทยมากนัก

7. Market Entry ในตลาดที่มีลักษณะ Principles-Based แบบอังกฤษ บริษัทใหม่จะเข้าตลาดจะทำได้ยากกว่าแบบ Rules-Based เนื่องจากความไม่ชัดเจนของกฎระเบียบต่าง ๆ

การแก้ไขปัญหการปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทย จะอาศัยการแก้ไขปัญหาโดยวิเคราะห์จากบทบัญญัติของกฎหมายอย่างเดียวไม่พอ แม้จะใช้เครื่องมือในการวิเคราะห์โดยใช้หลัก Rules-Based หรือ Principles-Based มาแก้ไขปัญหานี้แล้วก็ตาม แต่เนื่องจากการปั่นหุ้นนี้มีลักษณะเป็นอาชญากรรมทางเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงวิธีอยู่ตลอดเวลา การแก้ไขด้วยทฤษฎีอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอ จึงต้องมีการดูกระบวนการทั้งระบบด้วย เพื่อหารูปแบบที่เหมาะสมกับบริบทของแต่ละประเทศต่อไป ในส่วนของประเทศไทย มีลักษณะเป็น Rules-Based ชัดเจน ซึ่งก็ไม่ใช่อุปสรรคในการแก้ปัญหการปั่นหุ้น หรือเพื่อทำให้ตลาดทุนมีการพัฒนาต่อไปได้ ถ้าหากว่าไทยไม่ใช่บริบทที่มีศาลเป็นแนว Principles-Based หรือแบบแนวของประเทศ Common Law จากบทความของ Mark. J. Roe ในเรื่อง Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets ได้ทำการศึกษาว่า ระบบกฎหมายระหว่าง Common Law กับ Civil Law จะมีผลทำให้การพัฒนาตลาดทุนต่างกันหรือไม่ ผลการทำสอบโดยใช้ตัวอย่างจากประเทศใน OECD ปรากฏว่า ไม่มีผล กล่าวคือ ระบบกฎหมายใดก็ทำให้ตลาดทุนพัฒนาได้เหมือนกัน กลายเป็นนโยบายทางการเมืองกลับมีผลต่อตลาดทุนมากกว่า

จากผลของการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สรุปแล้วเห็นควรดำเนินการดังต่อไปนี้

1. ควรนำหลัก Rules-Based แบบฮ่องกงมาใช้ โดยมีลักษณะของความละเอียดในทุกขั้นตอน และมีลักษณะเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับเทคนิคเยอะ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนที่เกี่ยวข้องกับเทคนิคทางด้านหลักทรัพย์ และการเงิน

2. การนำหลัก Prudential Systems จาก Principles-Based ของอังกฤษมาใช้ โดยเป็นการใช้ระบบความร่วมมือระหว่างหน่วยงานกำกับกับผู้ถูกกำกับ ให้มีการแลกเปลี่ยนข้อมูล และปัญหาระหว่างกันอย่างสม่ำเสมอ เพื่อป้องกันการเข้าใจผิด และปฏิบัติผิดกฎ โดยในส่วนนี้สามารถไปเขียนอยู่ในระเบียบข้อบังคับของทาง ก.ล.ต. ได้ ว่ากำหนดให้มีการประชุมระหว่างกันในเรื่องนี้ทุกเดือน

3. กำหนดให้เพิ่มเติมตัวบทบางข้อ เพื่อให้ทางกระบวนการบังคับใช้กฎหมาย (Enforcement) และการทำงานของศาลในแง่ของการตีความกฎหมายทำได้ง่ายขึ้น กล่าวคือ

3.1 การเพิ่มคำจำกัดความที่ชัดเจนในตัวบท เช่น การซื้อขายแบบต่อเนื่องคืออะไร, สภาพปกติของตลาดคืออะไร

3.2 ในมาตรา 244/3 ห้ามมิให้บุคคลกระทำการ ควรจะเพิ่มเป็นบุคคลและหรืออุปกรณ์ใด ๆ ที่บุคคลใช้ เนื่องจากต่อไปอาจจะมีปัญหามากขึ้นจากการใช้ระบบการซื้อขาย แบบใช้โปรแกรมอัจฉริยะอัตโนมัติ หรือ AI หรือโปรแกรมรูปแบบต่าง ๆ ซึ่งอาจยังไม่สามารถระบุได้ชัดเจนในอนาคต

3.3 ควรมีการอธิบายให้ชัดเจนเรื่องการแพร่ข่าว เพราะขณะนี้มีการแพร่ทางสื่อออนไลน์ด้วย เช่น Facebook, Line, Twitter, Instagram และสื่ออื่นอีก ซึ่งมีลักษณะต่าง ๆ กันออกไป ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความสับสนในการตีความได้

4. เนื่องจากกระบวนการพิจารณาคดีและบังคับคดีของไทยมีลักษณะเป็นแบบ Rules-Based การจะนำหลัก Principles-Based มาใช้ในกระบวนการนี้จึงเป็นไปได้ยาก อย่างไรก็ตามเนื่องจากกระบวนการนี้เป็นเรื่องสำคัญ เพราะเป็นขั้นตอนของการชี้ขาดในคดีว่าจะมีความผิดหรือไม่อย่างไรก็ตาม หากเป็นไปได้ อาจต้องมีการตั้งศาลชำนาญการเฉพาะสำหรับคดีเกี่ยวกับการกระทำความผิดเกี่ยวกับกฎหมายหลักทรัพย์ โดยการกำหนดให้นำหลัก Principles-Based มาปรับใช้ในกระบวนการพิจารณาคดีและบังคับคดีด้วย

บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์**. พิมพ์ครั้งที่ 14. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556.
- ธีรรา สุมาวงศ์. **สำนักกฎหมาย สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง**. ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก <https://www.dailynews.co.th/article/195370>
- ประสาร ไตรรัตน์วรกุล. การห้ามปั่นหุ้นและปัญหาในการดำเนินคดีปั่นหุ้น. **วารสารตุลพาห**. 1, 42 (มกราคม-มีนาคม 2538).
- ปริญ เตชะมวไลวิทย์. พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ฉบับที่ 5 ตอน รู้เท่าทันการปั่นหุ้น. **โพสต์ทูเดย์** (4 กันยายน 2560).
- พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535. **ราชกิจจานุเบกษา**. 109, 22 (16 มีนาคม 2535).
- พิเศษ เสตเสถียร. **กฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์**. กรุงเทพมหานคร: นิติธรรม, 2537.
- มติชนออนไลน์. ก.ล.ต. ชงดีเอสไอฟันเครือข่ายแก๊งปั่นตลาดหุ้น100 คน ฟาดกำไร 5 พันล้าน-ชาวนวณ นักธุรกิจตระกูลดังร่วม (23 กรกฎาคม 2552). ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก http://www.matichon.co.th/news_detail.php?newsid=1248268546&grpId=00
- วีระพงษ์ บุญญธาส. **อาชญากรรมทางเศรษฐกิจ**. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพมหานคร: นิติธรรม, 2544.
- ศุภชัย ศรีสุชาติ. **ตลาดหุ้นในประเทศไทย**. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547.
- สฤณี อาชวานันทน์. **ค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์**. ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก https://tdri.or.th/wp-content/uploads/2013/05/A151_Chapter8.pdf
- สำนักข่าวอินโฟเควสท์. ก.ล.ต. ใช้มาตรการลงโทษทางแพ่งผู้กระทำความผิด 5 ราย กรณีสร้างราคาหุ้น AIRA เรียกค่าปรับ 5.59 ลบ. **RYT9** (22 ตุลาคม 2559). ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก <https://www.ryt9.com/s/iq05/3057757>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. ก.ล.ต. เปิดเผย พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ เพิ่มประสิทธิภาพการบังคับใช้กฎหมาย ผ่านการพิจารณาของ สนช. แล้ว. **RYT9** (16 กันยายน 2559). ค้นวันที่ 22 ตุลาคม 2559 จาก <https://www.ryt9.com/s/prg/2511214>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. สถิติการบังคับใช้กฎหมาย. ค้น
วันที่ 22 ตุลาคม 2562 จาก [https://www.sec.or.th/TH/Pages/MarketData/
Yearly.aspx](https://www.sec.or.th/TH/Pages/MarketData/Yearly.aspx)

สำนักงานอัยการสูงสุด, สถาบันกฎหมายอาญา. การพัฒนามาตรการทางเลือกเพื่อใช้บังคับแก่
ผู้กระทำความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์และ
การฉ้อฉลทุจริตในการบริหารจัดการนิติบุคคลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และ
ตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535. กรุงเทพมหานคร: สถาบันกฎหมายอาญา สำนักงาน
อัยการสูงสุด, 2549.

สิทธิ จิรโรจน์. อาชญากรรมทางเศรษฐกิจ: อุปสรรคและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับประสิทธิภาพของการ
บังคับใช้กฎหมาย. ใน เอกสารสรุปการอภิปรายเรื่อง อาชญากรรมทางเศรษฐกิจ.
กรุงเทพมหานคร: คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2530.

สุรเชษฐ ชีรวินิจ. ปัญหาเกี่ยวกับความหมายของคำว่า “ผู้เกี่ยวข้องๆ” ตามมาตรา 241 แห่ง
พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535. วิทยานิพนธ์ปริญญา
มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539.

Acemoglu, D. and Zilibotti, F. Was Prometheus Unbounded by Chance? Risk
Diversification and Growth. **Journal of Political Economy**. 105, 4
(August 1997): 709-751.

Adjasi, Charles K. D. and Biekpe, Nicholas B. Stock Market Development and
Economic Growth: The Case of Selected African Countries. **African
Development Review**. 18, 1 (2006): 144-161.

Agandona, Antonio. **Conflicts of Interest: The Ethical Viewpoint**. Working Paper
The Chair of Economics and Ethics, IESE Business School, University of
Navarra, University of Navarra, 2004.

Alexander, Kern. Principles v. Rules in Financial Regulation: Re-assessing the Balance
in the Credit Crisis Symposium at Cambridge University, 10-11 April 2008.
European Business Organization Law Review. 10 (2009): 169-173.

Alexander, Larry and Sherwin, Emily. **The Rule of Rules: Morality, Rules and the
Dilemmas of Law**. Durham, NC: Duke University Press, 2001.

Amar, Gill; Jamie, Allen; Charles, Yonts and Irina, Bavza. **Dark Shades of the Grey:
Corporate Governance and Sustainability in Asia**. CG watch 2014.
Hongkong: Asian Corporate Governance Association, 2014.

- Amar, Gill; Jamie, Allen; Charles, Yonts and Irina, Bavza. **Dark Shades of the Grey: Corporate Governance and Sustainability in Asia.** CG watch 2018.
Hongkong: Asian Corporate Governance Association, 2018.
- Arestis, P.; Demetriades, P. and Luintel, K. Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. **Journal of Money, Credit and Banking.** 33 (2001): 16-41.
- Ariely, Dan; Bracha, Anat and Meier, Stephan. Doing Good or Doing Well? Image Motivation and Monetary Incentives in Behaving Prosocially. **American Economic Review.** 99, 1 (March 2009): 544-555.
- Atje, R. and Jovanovic, B. Stock Markets and Development. **European Economic Review.** 37 (1993): 632-640.
- Aversa, Jeannine. Fed Chief: We're Looking into Firms Betting on Greek default USA Today. **USA Today** (25 February 2010). Retrieved October 22, 2018 from http://www.usatoday.com/money/economy/2010-02-25-bernanke-fed-greece_N.htm
- Ayres, Ian and Braithwaite, John. **Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate.** New York: Oxford University Press, 1992.
- Bagheri, Mahmood and Nakajima, Chizu. Competition and Integration among Stock Exchanges: The Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies. **Oxford Journal of Legal Studies.** 24 (2004): 69-97.
- Bajpai, Shri G. N. **Significance of Securities Market in the Growth of an Economy: An Indian Context.** Retrieved October 22, 2018 from <http://www.sebi.gov.in/chairmanspeech/chsp4.pdf>
- Bakan, Joel. **The Corporation: The Pathological Pursuit of Profit and Power.** New York: Simon & Schuster, 2004.
- Baldwin, Robert. **Rules and Government.** Oxford: Clarendon, 1997.
- Baldwin, Robert and Black, Julia. Really Responsive Regulation. **The Modern Law Review.** 71, 1 (2008): 59-94.
- Bekaert, G.; Harvey, C. R. and Lundblad, C. Does Financial Liberalization Spur Growth?. **Journal of Financial Economics.** 77 (2005): 3-55.

Benabou, Roland and Jean, Tirole. Belief in a Just World and Redistributive Politics.

The Quarterly Journal of Economics. 121, 2 (May 2006): 699-746.

Black, Julia. **Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation.** Retrieved

October 22, 2018 from [http://www.lse.ac.uk/law/working-paper-series/2007-08/WPS 2008-13-Black.pdf](http://www.lse.ac.uk/law/working-paper-series/2007-08/WPS%2008-13-Black.pdf)

Black, Julia. Making a Success of Principle-Based Regulation. **Law and Financial**

Markets Review. 1, 3 (2007): 192-206.

Black, Julia. **The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation.** Retrieved

October 22, 2018 from <http://ssrn.com/abstract=1712862.2010>

Bldwin, Robert and Black, Julia. Really Responsive Regulation. **The Modern Law**

Review. 71, 1 (2008): 59-94.

Braithwaite, John. Rules and Principles: A Theory of Legal Certainty. **Australian**

Journal of Legal Philosophy. 27 (2002): 47-82.

Braithwaite, John and Makkai, Toni. Testing an Expected Utility Model of Corporate

Deterrence. **Law & Society Review.** 25, 1 (1991): 7-40.

Briault, Clive. **The Rationale for a Single National Financial Services Regulator.**

Retrieved October 22, 2018 from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.468.6859&rep=rep1&type=pdf>

British Columbai Securities Commission. Retrieved October 22, 2018 from [http://](http://www.bcsc.bc.ca)

www.bcsc.bc.ca

British Columbia Securities Commission. **Expert Panel on Securities Regulation,**

Submission of the British Columbia Securities Commission, July 15,

2008. Retrieved October 22, 2018 from [https://www.yumpu.com/en/](https://www.yumpu.com/en/document/read/19645398/expert-panel-on-securities-regulation-submission-of-the-british-)

[document/read/19645398/expert-panel-on-securities-regulation-](https://www.yumpu.com/en/document/read/19645398/expert-panel-on-securities-regulation-submission-of-the-british-)

[submission-of-the-british-](https://www.yumpu.com/en/document/read/19645398/expert-panel-on-securities-regulation-submission-of-the-british-)

Brown, Daniel J. and King, Jonathan B. Small Business Ethics: Influences and

Perceptions. **Journal of Small Business Management.** 20, 1 (January

1982): 11-18.

- Burgemeestre, C. B.; Hulstijn, J. and Tan, Y. H. Rule-Based Versus Principle-Based Regulatory Compliance. In **Frontiers in Artificial Intelligence and Applications (JURIX 2009)**. G. Governatori, ed. Amsterdam: IOS Press, 2009.
- Carvajal, Ana and Elliott, Jennifer. **Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis**. Retrieved October 22, 2018 from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Strengths-and-Weaknesses-in-Securities-Market-Regulation-A-Global-Analysis-21428>
- Charltons Law. **Market Misconduct under the Securities and Futures Ordinance**. Retrieved October 22, 2018 from <https://www.charltonslaw.com/legal/compliance/Market-misconduct-under-the-SFO-in-Hong-Kong.pdf>
- Chau, Lewis Long-fung and Siu, Wai-Sum. Ethical Decision-Making in Corporate Entrepreneurial Organizations. **Journal of Business Ethics**. 23, 4 (February 2000): 365-375.
- Cheu, Ter Kim. **From 'Fussy' to 'Fuzzy': The Principles-Based Approach to Legislative Drafting**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.agc.gov.my/agc/agc/rev/agcjc/2nd/pdf/session3/Singapore.pdf>
- China Banking Regulatory Commission**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.cbrc.gov.cn/english/home/jsp/index.jsp>
- China Securities Regulatory Commission**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n4001948>
- Coffee, John C., Jr. and Seligman, Joel. **Securities Regulation: Cases and Materials**. New York, NY.: Foundation Press, 2007.
- Coglianesi, Cary and Lazer, David. Management-Based Regulation: Prescribing Private Management to Achieve Public Goals. **Law & Society Review**. 37, 4 (December 2003): 691-730
- Condon, Mary and Puri, Poonam. The Role of Compliance in Securities Regulatory Enforcement. In **Commissioned Reports, Studies and Public Policy Documents**. Retrieved October 22, 2018 from <https://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/reports/117>

- Cuccia, Andrew D.; Hackenbrack, Karl and Nelson, Mark W. The Ability of Professional Standards to Mitigate Aggressive Reporting. **The Accounting Review**. 70, 2 (April 1995): 227-248.
- Cunningham, Lawrence A. A Prescription to Retire the Rhetoric of “Principles-Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting. **Vanderbilt Law Review**. 60 (2007): 1411-1419
- Diver, Colin S. The Optimal Precision of Administrative Rules. **Yale Law Journal**. 93, 65 (1984): 67-79.
- Djankov, Simeon. The Law and Economics of Self-Dealing. **Journal of Financial Economics**. 88 (2008): 430-465.
- Dolar, Veronika and Meh, Césaire. **Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2002/wp02-24.pdf>
- Dombalagian, Onnig H. Demythologizing the Stock Exchange: Reconciling Self-Regulation and the National Market System. **University of Richmond Law Review**. 39, 4 (2005): 1069-1154.
- Dombalagian, Onnig H. Self and Self-Regulation: Resolving the SRO Identity Crisis **Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law**. 1 (2007): 317-353.
- Douglas, William O. Democracy and Finance. **Harvard Law Review**. 54 (1941): 905.
- Dow, James and Gorton, Gary. Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is there a Connection?. **Journal of Finance**. 52, 3 (1997): 1087-1129.
- Dworkin, R. **Taking Rights Seriously**. London: Duckworth, 1977.
- Easterbrook, Frank H. and Fischel, Daniel R. Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. **Virginia Law Review**. 70, 4 (May 1984): 669-715.
- Edwards, Paul; Ram, Monder; Gupta, Sukanya Sen and Tsai, Chin-Ju. The Structuring of Working Relationships in Small Firms: Towards a Formal Framework. **Organization**. 13, 5 (2006): 702-724.
- Ellinghaus, Fred and Wright, Ted. The Common Law of Contracts: Are Broad Principles Better than Detailed Ones? An Empirical Investigation. **Texas Wesleyan Law Review**. 11, 2 (2005).

- European Banks. **Sovereign Debt Exposure Financial Times**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.ft.com/indepth/euro-in-crisis>
- Fairman, Robyn and Yapp, Charlotte. Enforced Self-Regulation, Prescription, and Conceptions of Compliance within Small Businesses: The Impact of Enforcement. **Law & Policy**. 27, 4 (October 2005). Retrieved October 22, 2018 from <https://ssrn.com/abstract=796348>
- Federal Financial Supervisory Authority. **Market Manipulation, Swiss FE Group AG and Others, Annual Report 2016**. Retrieved October 22, 2018 from https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Jahresbericht/Jahresbericht2016/Kapitel5/Kapitel5_2/Kapitel5_2_2/kapitel5_2_2_node_en.html
- Feld, Lars P. and Frey, Bruno S. Tax Compliance as the Result of a Psychological Tax Contract: The Role of Incentives and Responsive Regulation. **Law & Policy**. 29, 1 (January 2007): 102-120. Retrieved <https://ssrn.com/abstract=955581> or <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-9930.2007.00248.x>
- Feldman, Martha S. Managing the Organization of the Future. **Public Administration Review**. 70, s1 (December 2010).
- Financial Accounting Standards Board. **Proposal for a Principles-Based Approach to Entities**. S.L.: Financial Accounting Standards Board, 2002.
- Financial Services Advisory. **Enforcement Regulatory Guide Instrument 2007**. London: Financial Services Advisory, 2007.
- Ford, Cristie. New Governance in the Teeth of Human Frailty: Lessons from Financial Regulation. **Wisconsin Law Review**. 2 (2010): 411-417.
- Ford, Cristie. **Principles-Based Securities Regulation**. Retrieved October 22, 2018 from http://www.rotman.utoronto.ca/-/media/Files/Programs-and-Areas/CMI/2009-papers/Principles-Based-Securities-Regulation---Ford_English.pdf?la=en
- Ford, Cristie. **Principles-Based Securities Regulation: A Research Study Prepared for the Expert Securities Regulation**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.expertpanel.ca>
- Ford, Cristie. Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis. **McGill Law Journal**. 55 (2010): 1-50.

- Ford, Cristie and Hess, David. Corporate Monitorships and New Governance Regulation: In Theory, in Practice and in Context. **Law & Policy**. 33, 4 (August 2011): 509-541.
- Ford, Cristie L. New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation. **American Business Law Journal**. 45, 1 (Spring 2008): 1-60.
- Fraiberg, Jeremy D. and Trebilcock, Michael J. Risk Regulation: Technocratic and Democratic Tools for Regulatory Reform. **McGill Law Journal**. 43 (1998): 835-857.
- Frey, Bruno S. and Jegen, Reto. Motivation Crowding Theory: A Survey of Empirical Evidence. **Journal of Economic Surveys**. 15, 5 (2002): 596.
- Frost, Carol Ann. **Federation of Exchanges Disclosure Survey**. London: World Federation of Exchanges, 2003.
- Fuller, L. L. and Randall, J. D. Professional Responsibility: Report of the Joint Conference. **American Bar Association Journal**. (1958).
- Fuller, Ted and Yumiao, Tian. Social and Symbolic Capital and Responsible Entrepreneurship: An Empirical Investigation of SME Narratives. **Journal of Business Ethics**. 67, 3 (2006): 287-304.
- Gadinis, Stavros and Jackson, Howell E. Markets as Regulators: A Survey. **Southern California Law Review**. 80 (2007): 1239.
- Gill, Roger. Change Management – or Change Leadership?. **Journal of Change Management**. 3, 4 (December 2002): 307-318.
- Goodhart, C. A. E.; Hartmann, P.; Llewellyn, D. T.; Rojas-Suarez, L. and Weisbrod, S. **Financial Regulation**. London; New York: Routledge, 1998.
- Gordon, J. and Kornhauser, L. Efficient Markets, Costly Information and Securities Research. **New York University Law Review**. 60 (1985): 761-849.
- Grant, Jeremy and Guha, Krishna. Paulson Seeks British-Style Flexibility in Capital Markets. **Financial Times**. 21 (November 2006).
- Grasmick, Harold H. and Bursick, Robert J. Conscience, Significant Others, and Rational Choice: Extending the Deterrence Model. **Law & Society Review**. 24, 3 (1990): 837-861.

- Gray, S. J. Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally. **Abacus**. 24, 1 (March 1988): 1-15.
- Gray, Wayne B. and Scholz, John T. Analyzing the Equity and Efficiency of OSHA Enforcement. **Law & Policy**. 13, 3 (June 2008): 185-214.
- A Greek Tragedy or There's a Sucker Born Every Minute Wordpress**. Retrieved October 22, 2018 from <http://afunnythinghappenedonthewaytotheoffice.wordpress.com/2010/02/24/a-greek-tragedy-or-theres-a-sucker-born-every-minute/>
- Greenwood, J. and Smith, B. Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets. **Journal of Economic Dynamics and Control**. 21 (1996): 145-181.
- Gunningham, Neil A. and Kagan, Robert A. Regulation and Business Behavior. **Law and Policy**. 27 (April 2005): 213-218.
- Gunningham, Neil and Sinclair, Darren. **Leaders & Laggards: Next-Generation Environmental Regulation**. Sheffield: Greenleaf, 2002.
- Hagland, Gary. A Critical Evaluation of the Compliance Administrative Control System Within Albert E Sharp and its Motivational Impact Upon Those It is Supposed to Control. **Journal of Financial Regulation and Compliance**. 3 (1994): 28-33.
- Harris, R. D. F. Stock Markets and Development: A Reassessment. **European Economic Review**. 41 (1997): 139-146.
- Harrison, Graeme L. and McKinnon, Jill L. Culture and Accounting Change: A New Perspective on Corporate Reporting Regulation and Accounting Policy Formulation. **Accounting, Organizations and Society**. 11, 3 (1986): 233-252.
- Hawkins, Keith. Compliance Strategy, Prosecution Policy, and Aunt Sally: A Comment on Pearce and Tombs. **British Journal of Criminology**. 30, 4 (1990): 444-466.
- Hazen, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 4th ed. S.L.: West Group, 2002.
- Healy, Judith and Braithwaite, John. Designing Safer Health Care through Responsive Regulation. **Medical Journal of Australia**. 184, 40 (2006): 56-59.

- Herbert, Smith. **Principles-based Regulation in Principle and in Practice.**
Retrieved October 22, 2018 from <http://www.herbertsmith.com/NR/rdonlyres/1EA2E1A0-B64C-4F20-87197-DA072C0AE28/3731/5924PBRBrochureD3.pdf>
- Huertas, Thomas. **Counting on Compliance: The Implications of More Principles-Based Regulation.** Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0131_th.shtml
- Hutter, Bridge M. Understanding the New Regulatory Governance: Business Perspectives. **Law & Policy.** (October 2011): 459-476.
- International Financial Services London. **Securities Dealing.** Retrieved October 22, 2018 from http://www.ifsl.org.uk/pdf_handler.cfm?file=CBS_Securities_Dealing_2003&CFID=831901&CFToken=61327085
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). **Objectives and Principles of Securities Regulation.** Retrieved October 22, 2018 from <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>
- IOSCO Technical Committee. **International Organization of Securities Commissions Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization.** Retrieved October 22, 2018 from <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD112.pdf>
- Kahan, Dan. Trust, Collective Action, and Law. **Boston University Law Review.** 81 (2001): 333-346.
- Kaplow, Louis. Rules Versus Principles: An Economic Analysis. **Duke Law Journal.** 42 (1992): 557-629.
- Keasey, Steve Thompson and Wright, Mike, eds. **Corporate Governance: Economic and Financial Issues.** Oxford: Oxford University Press, 1997.
- Kennedy, Duncan. Form and Substance in Private Law Adjudication. **Harvard Law Review.** 89, 8 (June 1976): 1685-1778.
- Kershaw, David. Evading Enron: Taking Principles too Seriously in Accounting Regulation. **The Modern Law Review.** 68, 4 (July 2005): 594-625.
- Korobkin, Russell. Behavioral Analysis and Legal Form: Rules vs. Standards Revised. **Oregon Law Review.** 79, 23 (2000): 24-25.

- Lalor, Dan. **Greece Trades should have been Less Opaque: Goldman Reuters (10 August 1908)**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.reuters.com/article/idUSTRE61L49F20100222>
- LaPorta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**. 52, 3 (1997): 1131-1150.
- Laurence, Henry. Spawning the SEC. **Indiana Journal of Global Legal Studies**. 6 (1999): 647-683.
- Lederman, Leandra. The Interplay Between Norms and Enforcement in Tax Compliance. **Ohio State Law Journal**. 64, 6 (2003): 1453-1514.
- Lepoutre, Jan and Heene, Aime. Investigating the Impact of /Firm Size on Small Business Social Responsibility: A Critical Review. **Journal of Business Ethics**. 67, 3 (September 2006): 257-273.
- Levene, Tony and Inman, Phillip. **How Can This Still Happen? The Guardian**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.guardian.co.uk/money/2003/jan/18/consumernews.isas>
- Levine, Ross. Financial Development and Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic Literature**. XXXV (June 1997): 688-726.
- Logue, Kyle D. **Optimal Tax Compliance and Penalties When the Law is Uncertain**. Retrieved October 22, 2018 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=950379
- MacNeil, Iain G. **An Introduction to the Law on Financial Investment**. Oxford: Hart, 2005.
- MacNeil, Iain G. and O'Brien, Justin. **The Future of Financial Regulation**. Oxford: Oregon, 2010.
- Marsh, Paul. Market Assessment of Company Performance. In **Capital Markets and Corporate Governance**. Nicholas Dimsdale and Martha Prevezer, eds. Oxford: Oxford University Press, 1994.
- Mayer, Colin. Regulatory Principles and the Financial Services and Markets Act 2000. In **Regulation Financial Services and Markets in the Twenty First Century**. Eilis Ferran and Charles A. E. Goodhart, eds. Oxford: Hart, 2001.

- Mayer, Colin. Stock-Markets, Financial Institutions, and Corporate Performance. In **Capital Markets and Corporate Governance**. Nicholas Dimsdale and Martha Prevezer, eds. Oxford: Oxford University Press, 1994.
- McBarnet, Doreen. Corporate Social Responsibility Beyond Law, Through Law, for Law: The New Corporate Accountability. In **The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and The Law**. D. McBarnet, A. Voiculescu and T. Campbell, eds. Cambridge: Cambridge University Press, 2007.
- Melville, Lewis. **The South Sea Bubble**. London: D. O'Connor, 1921.
- Michael, Hopkins. **Corporate Social Responsibility and International Development: Is Business the Solution?**. London: Earthscan, 2007.
- Moore, Geoff and Spence, Laura. Editorial: Responsibility and Small Business. **Journal of Business Ethics**. 67 (2006): 219-226.
- Nelson, Mark. Behavioral Evidence on the Effects of Principles and Rules Based Standards. **Accounting Horizons**. 17, 1 (March 2003).
- Nelson, Mark W. and Kinney, William R. Jr. The Effect of Ambiguity on Loss Contingency Reporting Judgments. **The Accounting Review**. 72, 2 (April 1997): 257-274.
- O'Sullivan, Pauline. Governance by Exit: An Analysis of the Market for Corporate Control. In **Corporate Governance: Economic and Financial Issues**. Kevin Keasey, Steve Thompson and Mike Wright, eds. London: Oxford University Press, 1977.
- Oakes, Gary. Report Notes Major Decline in Environment Enforcement in B.C. **The Lawyers Weekly**. (2 November 2007).
- Obstfeld, Maurice. Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. **American Economic Review**. 84 (1994): 1310-1329.
- Ogus, Anthony. Corruption and Regulatory Structures. **Law & Policy**. (July-October 2004): 334.
- Parker, Christine. The Compliance Trap - The Moral Message in Responsive Regulatory Enforcement. **Law & Society Review**. 40, 3 (2006): 591-622.

- Parker, Christine. Meta Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility. In **The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2007.
- Parker, Christine; Ainsworth, Paul and Stepanenko, Natalie. **The Impact of ACCC Enforcement Activity in Cartel Cases**. Canberra ACT, Australia: Regulatory Institutions Network (RegNet) Research School of Social Science The Australian National University, 2004.
- Parker, Christine and Gilad, Sharon. Internal Corporate Compliance Management Systems : Structure, Culture and Agency. In **Explaining Compliance: Business Responses to Regulation**. Christine Parker and Vibeke Nielsen, eds. Cheltenham: Edward Elgar, 2011.
- Paulson, Henry M. **Remarks by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Blueprint for Regulatory Reform**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp897.htm>
- Pearce, Frank and Tombs, Steve. Ideology, Hegemony, and Empiricism. **The British Journal of Criminology**. 30, 4 (1990): 423-443.
- Pearce, Frank and Tombs, Steve. Policing Corporate 'Skid Rows': A Reply to Keith Hawkins 1990. **The British Journal of Criminology**. 31, 4 (1990): 415-426.
- Pecora, Ferdinand. **Wall Street under Oath: The Story of Our Modern Money Changers**. New York: Augustus M. Kelley, 1968.
- Perryman, Emily. **FSA should not Monitor Compliance Process**. Retrieved October 22, 2018 from http://www.ifaonline.co.uk/public/showPage.html?page=ifa2006_articleimport&tempPageName=340752
- Petts, Judith; Herd, Andrew; Gerrard, Simon and Horne, Chris. The Climate and Culture of Environmental Compliance within SMEs. **Business Strategy and the Environment**. 8, 1 (April 1999): 14-30.
- Picciotto, Sol. Constructing Compliance: Game Playing, Tax Law, and the Regulatory State. **Law & Policy**. 29, 1 (January 2007): 11-30.
- Plumley, Alan H. **The Determinants of Individual Income Tax Compliance: Estimating the Impacts of Tax Policy, Enforcement, and IRS Responsiveness**. Washington, DC.: Internal Revenue Service, 1996.

- Powell, Douglas. Risk-Based Regulatory Responses in Global Food Trade: A Case Study of Guatemalan Raspberry Imports into the United States and Canada, 1996-1998. In **Risky Business. Canada's Changing Science-Based Policy and Regulatory**. Regime G. Bruce Doern and Ted Reed, eds. Toronto: University of Toronto Press, 2000. Pp. 137-138.
- Puri, Poonam. Sentencing the Criminal Corporation. **Osgoode Hall Law Journal**. 39 (2001): 611-653. Retrieved October 22, 2018 from <https://ssrn.com/abstract=1427826>
- Rankin, Clyde E., III. Unites States Corporate Governance: Implications for Foreign Issuers. In **Trends and Developments in Corporate Governance: The Comparative Law Yearbook of International Business Special Issue 286**. Dennis Campbell and Susan Woodley, eds. London: Kluwer Law International, 2003.
- Rechberger, Silvia; Hartner, Martina; Kirchler, Erich and Hammerle, Franziska. Tax Amnesties, Justice Perseptins, and Filing Behavior: A Simulation Study. **Law & Policy**. (April 2010): 215.
- Roh, Lars and Beckmann, Martin. **The Securities Litigation Review – Edition 5, Germany**. Retrieved October 22, 2018 from <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-securities-litigation-review-edition-5/1194745/germany>
- Romano, Simon A. and Grewal, Ramandeep K. **Comments on Proposed National Instrument 52-107 Acceptable Accounting Principles and Auditing Standards**. S.L.: Ontario Securities Commission, 2009.
- Rousseau, P. L. and Wachtel, P. Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes 1980-1995. **Journal of Banking and Finance**. 24, 12 (2000): 1933-1957.
- Rummel, Amy and Feinberg, Richard. Cognitive Evaluation Theory: A Meta-Analytic Review of the Literature. **Social Behavior and Personality**. 16, 2 (1998): 147-164.
- Sanderson, Catherine and Darley, John. I am Moral but you are Deterred: Differential Attributions about Why People Obey the Law. **Journal of Applied Psychology**. 32, 2 (2002): 375-405.

- Sara, Janis. **Proportionate Securities Regulation: The Potential for Scaled Treatment of Junior Issuers.** A Research Study for the Expert Panel on Securities Regulation, 2008.
- Savitt, William and Yavitz, Noah B. **The Securities Litigation Review – Edition 5, United States.** Retrieved October 22, 2018 from <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-securities-litigation-review-edition-5/1194763/united-states>
- Schauer, Frederick. The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards. **Journal of Contemporary Legal Issues.** 14 (2005): 803-861.
- Scholz, John T. Enforcement Policy and Corporate Misconduct: The Changing Perspective of Deterrence Theory. **Law and Contemporary Problems.** 60 (Summer 1997): 253-268. Retrieved October 22, 2018 from <https://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol60/iss3/14>
- Securities and Futures Commission. **Four Jailed in Hong Kong's Largest Market Manipulation Case.** Retrieved October 22, 2018 from <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=09PR167>
- Securities Exchange Commission. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.sec.gov/>
- Sheng, Andrew. **Securities Regulation versus Prudential Regulation.** Retrieved October 22, 2018 from http://www.iosco.org/library/speeches/pdf/securities_regulation_vs_prudential_regulation_may05_as.pdf
- Shleifer, A. and Vishny, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance.** 52, 2 (1997): 737-783.
- So, Thomas and Fung, Wilson Fung. **The Securities Litigation Review – Edition 3.** Hong Kong: s.l., 2017.
- Stout, Lynn A. The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation. **Michigan Law Review.** 87, 3 (1988): 613-709.
- Sullivan, Kathleen M. and Amar, Akhil Reed. The Supreme Court, 1991 Term, Foreward, The Justices of Rules and Standards. **Harvard Law Review.** 106, 1 (November 1992): 62.

- Sunstein, Cass R. **Infotopia/How Many Minds Produce Knowledge**. (Oxford: Oxford University Press, 2006.
- Sutinen, Jon G. A Socio-Economic Theory of Regulatory Compliance. **International Journal of Social Economics**. 26, 1/2/3 (1999): 174-193.
- Taylor, M. **Peak Practice: How to Reform the UK's Regulatory System**. London: Centre for the Study of Financial Innovation, 1996.
- Taylor, M. **"Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century**. London: Centre for the Study of Financial Innovation, 1995.
- Thornton, Dorothy; Gunningham, Neil A. and Kagan, Robert A. General Deterrence and Corporate Environment Behavior. **Law & Policy**. 27, 2 (April 2005): 262-288.
- Tiner, John. **Principles-Based Regulation: The EU Context**. Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1013_jt.shtml
- Tiner, John. **Speech before APCIMS Annual Conference (Oct. 13, 2006)**. Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1013_jt.shtml
- Tom, Tyler. **Why do people Obey the Law**. Princeton, NJ.: Princeton University Press, 2006.
- Trivedi, Umashanker; Shehata, Mohamed and Mestelman, Stuart. **Attitudes, Incentives, and Tax Compliance**. Hamilton, Ontario: McMaster University, 2004
- U.K., Financial Services Authority. **Estimation of the FSA Administrative Burdens**. Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Admin_Burdens_Report_20060621.pdf
- U.K., Financial Services Authority. **FSA Fines Citigroup 13.9 Million Pounds for Eurobond Trades**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2005/072.shtml>
- U.K., Financial Services Authority. **FSA Requirements on Your Firm's Liquidity Risk Management**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/13jan2010.pdf>

- U.K., Financial Services Authority. **The FSA's Risk-Assessment Framework**. London: U.K. Financial Service Authority, 2006.
- U.K., Financial Services Authority. **Internal Audit Division, The Supervision of Northern Rock: Lessons Learned Review**. Retrieved October 22, 2018 from http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/nr_report.pdf
- U.K., Financial Services Authority. **Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes That Matter**. London: U.K. Financial Services Authority, 2007.
- U.K., Financial Services Authority. **The Full Handbook**. London: U.K. Financial Services Authority, 2010. Retrieved October 22, 2018 from <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1>
- United States Treasury. **Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure**. Retrieved October 22, 2018 from <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>
- Vickers, Ian; James, Philips, Smallbone, David and Owen, Baldock. Understanding Small Firm Responses to Regulation. **Journal Policy Studies**. 26, 2 (2005): 149-169.
- Wahl, Ingrid; Kastlunger, Barbara and Kirchler, Erich. Trust in Authorities and Power to Enforce Tax Compliance: An Empirical Analysis of the 'Slippery Slope Framework'. **Law & Policy**. 32, 4 (October 2010): 383-406.
- The Wall Street Journal**. Goldman Opens Up to Mollify Its Critics Wall Street Journal (11 January 2011). Retrieved October 22, 2018 from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703779704576074360288635474.html>
- Wallison, Peter J. Fad or Reform: Can Principles-Based Regulation Work in the United States. **Financial Services Outlook** (2007). Retrieved October 22, 2018 from <http://www.aei.org/outlook/29285>
- Walsh, John. Institution-Based Financial Regulation: A Third Paradigm. **Harvard International Law Journal**. 49 (2008): 381-412.
- Weatherill, Stephen. **Better Regulation**. Oxford: Hart, 2007.
- Wei, Yuwa. The Development of the Securities Market and Regulation in China. **Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review**. 27 (2005): 479-514.

Williams, Paul F. **Commentary on “Principles Versus Rules-based Accounting Standards and the Concept of Substance over form: The Case of Enron Corp.”**. Retrieved October 22, 2018 from [http://www.uc3m.es/uc3m/dpto.EMP/noved/williams on baker\(2\).pdf](http://www.uc3m.es/uc3m/dpto.EMP/noved/williams%20on%20baker(2).pdf)

Wolf, Christina. **Strong and Efficient Investor Protection, Dealers and Advisers under the BC Model - A Regulatory Impact Analysis**. Retrieved October 22, 2018 from https://www.bcsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/PolicyBCN/PDF/RIA_Dealers_and_Advisers/

Wood, Robert E. Task Complexity: Definition of the Construct. **Organizational Behavior and Human Decision Making Processes**. 37 (1986): 60-82.

Zervos, Sara and Levine, Ross Eric. **Stock Market Development and Long Run Growth**. Washington, DC.: World Bank, 1999. Retrieved October 22, 2018 from <http://ssrn.com/abstract=614946>

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ ชื่อสกุล

นายเอก วรรณประทีป

ประวัติการศึกษา

รัฐศาสตรบัณฑิต (สาขาบริหารรัฐกิจ)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2533

Master of Sciences (Finance)
University of Baltimore
Maryland USA in 1996

นิติศาสตรบัณฑิต
มหาวิทยาลัยรามคำแหง
ปีที่สำเร็จการศึกษา พ.ศ. 2550

Master of Laws
University of London
(Queens Mary) in 2009

ประสบการณ์ทำงาน

ปัจจุบัน
รองผู้อำนวยการ
สถาบันบริหารจัดการธนาคารที่ดิน (องค์การมหาชน)

บรรษัทบริหารสินทรัพย์ไทย
ธนาคารโนวา-สโกเทีย จำกัด
ธนาคารยูโอบี รัตนสิน จำกัด (มหาชน)
ธนาคารโตเกียว-มิตซูบิชิ จำกัด
ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)