

บทที่ 3

กฎหมายเกี่ยวกับการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย1. การซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในอดีตก่อนการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น การซื้อขายหุ้นของบริษัทหรือหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ในประเทศไทย เกิดขึ้นน้อยมาก เนื่องจากลักษณะของการลงทุนและการประกอบกิจการของภาคธุรกิจ ส่วนใหญ่เป็นกิจการที่มีการลงทุนในรูปของกิจการในครอบครัว ซึ่งในกรณีนี้จัดตั้งเป็นบริษัทก็ถือหุ้นกันในครอบครัว หากต้องการขยายกิจการก็อาจกู้ยืมเงินจากตลาดเงิน และที่สำคัญ คือ ไม่มีการแยกการจัดการออกจากความเป็นเจ้าของหุ้น ดังนั้นการซื้อขายหุ้นจึงมีโอกาสเกิดขึ้นน้อย และมีลักษณะเป็นการซื้อขายในระหว่างญาติมิตรหรือการโอนกิจการ การร่วมลงทุนภายใต้อำนาจการต่อรองที่เท่าเทียมกัน และเป็นการติดต่อกันโดยตรงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย ต่อมาในปี พ.ศ. 2496 เริ่มมีบริษัทต่างประเทศเข้ามาทำกิจการเป็นตัวกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ ในลักษณะของ Broker-Dealer Market ที่เป็นการหาผู้ซื้อผู้ขายเพื่อตกลงทำการซื้อขาย หรือการซื้อขายกับ บริษัท อันได้แก่ บริษัท Houseman & Co., Limited, Siam Securities Limited และ Z&R Investment and Consultants ซึ่งการซื้อขายมีน้อยมาก ราคาซื้อขายจึงมิได้มีอุปสงค์อุปทานโดยอิสระเป็นตัวกำหนด

ต่อมาในปี 2505 บรรดาผู้ประกอบการธุรกิจในการซื้อขายหลักทรัพย์เหล่านี้ และคนไทยบางส่วนได้ร่วมกันจัดตั้งตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศไทยขึ้นเป็นครั้งแรก โดยอ้างชื่อว่า

"ตลาดหุ้นกรุงเทพ (Bangkok Stock Exchange)" ในขั้นแรกได้จดทะเบียนเป็นห้างหุ้นส่วน จำกัด แต่ในปีต่อมาได้จดทะเบียนใหม่เป็นบริษัทจำกัดเพื่อความเหมาะสมกับธุรกิจ บริษัทมีทุนจดทะเบียน 250,000 บาท แบ่งเป็น 50 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 5,000 บาท มีผู้ถือหุ้น 50 ราย คือรายละ 1 หุ้น บริษัทต่าง ๆ นำหลักทรัพย์ของบริษัทมาจดทะเบียนซื้อขายกันในตลาดเพียง 35 หลักทรัพย์ และในการซื้อขายมีการประกาศราคาหลักทรัพย์ในหนังสือพิมพ์เพื่อเป็นข้อมูล โดย การซื้อขายจะต้องกระทำผ่านบริษัทที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น การซื้อขายไม่ได้ เป็นไปอย่างกว้างขวางนัก เพราะประชาชนยังให้ความสนใจน้อย ผู้ซื้อและผู้ขายจึงมักทำการ ติดต่อกันเองเสียเป็นส่วนมาก มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยปีละประมาณ 50 ล้านบาทเท่านั้น ปีที่มีการซื้อขายสูงสุดคือปี 2511 มีมูลค่าเท่ากับ 160 ล้านบาท ปี 2507 มีการซื้อขายต่ำสุด มีมูลค่าเท่ากับ 26 ล้านบาท การซื้อขายนั้นผู้ซื้อและผู้ขายต้องเสียค่าธรรมเนียมให้แก่บริษัท สมาชิกในอัตราต่าง ๆ กัน โดยหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ เสียค่าธรรมเนียมในอัตราร้อยละ 1.25 ของมูลค่าการซื้อขาย หุ้นกู้เสียค่าธรรมเนียมในอัตราร้อยละ 1 ของมูลค่าการซื้อขาย ส่วน พันธบัตรรัฐบาลเสียค่าธรรมเนียมในอัตราร้อยละ 0.75 ของมูลค่าการซื้อขาย¹

ต่อมาเมื่อประเทศไทยเริ่มพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมอย่างเป็นระบบ โดยรัฐได้เล็ง เห็นถึงความสำคัญของการระดมทุน เพื่อการพัฒนาประเทศโดยภาคเอกชนและเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง การระดมทุนจากระบบธนาคารพาณิชย์ มาสู่ระบบการระดมทุนโดยตรงจากประชาชนโดย ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดตั้งคณะกรรมการ เพื่อศึกษาในเรื่องดังกล่าวเพื่อกำหนดนโยบายและ แนวทางการปรับปรุงแก้ไขกฎหมายที่เป็นอุปสรรคต่าง ๆ โดยในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการได้พบว่า ปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายยังมืออยู่จำกัด และประชาชนยังขาดความสนใจ

1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหุ้นในประเทศไทย. (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ ที.พี. พรินท์, 2536), หน้า 3-4.

ที่ลงทุนในรูปของหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่มีการกระตุ้นจากภาครัฐ เช่น สิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีต่าง ๆ และจากรายงานดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้จัดให้มีการปรึกษาหารือในเรื่องดังกล่าวจากฝ่ายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ผู้แทนจากกระทรวงพาณิชย์ คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนเพื่อกิจการอุตสาหกรรม สมาชิกตลาดหุ้นกรุงเทพ ผู้แทนบริษัทค้าหลักทรัพย์ ผู้รับประกันการขายหลักทรัพย์ นายธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เป็นต้น

จากการปรึกษาหารือดังกล่าวสรุปได้ว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดควรรวมอยู่ที่แห่งเดียว เปิดโอกาสให้ประชาชนทั่วไปได้เห็นวิธีการประมูลและสามารถทราบราคาหลักทรัพย์ได้เสมอ พร้อมทั้งเสนอให้ภาครัฐบาลมีบทบาทริเริ่มและให้การสนับสนุนในการปรับรูปตลาดหุ้นที่มีอยู่แล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้เสนอให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังพิจารณาแต่งตั้ง "คณะกรรมการจัดตั้งตลาดหุ้น" ขึ้น ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจาก บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ตลาดหุ้นกรุงเทพ Houseman & Co., Ltd. Siamerican Securities Ltd. บริษัทค้าหลักทรัพย์ และลงทุน บริษัทกรุงเทพธนสาร และ บริษัทบางกอกธนุระ โดยมีเจ้าหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทยใน "คณะทำงานโครงการพัฒนาตลาดหุ้น" เป็นผู้ประสานงานและดำเนินการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้น เป็นรูปแบบการบริหารของตลาดหลักทรัพย์กำหนดค่าให้เอกชนเป็นผู้บริหาร ภาครัฐบาลเป็นเพียงผู้ดูแลกำกับให้เป็นไปตามตัวบทกฎหมาย

ในวันที่ 20 พฤษภาคม 2517 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจะจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อที่จะส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ สนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ ธุรกิจ และอุตสาหกรรมในประเทศ ตลอดจนให้ความคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีสภาพคล่องและในราคาที่สมเหตุผล เป็นไปอย่างมีระเบียบโดยตลาดหลักทรัพย์มีสภาพเป็นนิติบุคคล และเป็นสถาบันเอกชน ดำเนินการ

โดยไม่นำผลกำไรมาแบ่งปันกัน²

2. การซื้อขายหลักทรัพย์หลังการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เมื่อเปิดซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นใหม่อย่างเป็นทางการ ในวันที่ 30 เมษายน 2518 ในระยะ 2-3 ปีแรก ปริมาณการซื้อขาย และระดับราคาไม่สูงมากนัก กล่าวคือในปี 2518 ปริมาณการซื้อขายรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดมีมูลค่าเท่ากับ 1,522.92 ล้านบาท ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ มีจุดต่ำสุด เมื่อวันที่ 30 ธันวาคม 2518 เท่ากับ 84.08 จุดสูงสุดในวันที่ 23 กรกฎาคม 2518 เท่ากับ 100.12 ซึ่งจากการประเมินสภาพการซื้อขายเห็นว่าในระยะนี้ลักษณะการขึ้นลงของราคาหุ้นแสดงให้เห็นถึงโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ที่ประกอบด้วยนักลงทุนเป็นส่วนใหญ่ สังเกตได้จากพฤติกรรมกรรมการซื้อขายเป็นการซื้อขายหุ้นลงทุน เช่น หุ้นธนาคารกรุงเทพ บริษัท บูนซีเมนต์ไทย จำกัด บริษัท เสริมสุข จำกัด มากกว่าหุ้นอื่น ๆ โดยราคาหุ้นขึ้นลงไม่สูงนัก เช่น ธนาคารกรุงเทพราคาอยู่ระหว่าง 219-275 บาท (อัตราเงินปันผล 8-10.05%) บูนซีเมนต์ไทยอยู่ระหว่าง 99-142 บาท (อัตราเงินปันผล 11.17-16.16%) เป็นต้น ต่อมาในปี 2520 ภาวะการซื้อขายหุ้นทั้งปริมาณการซื้อขาย และระดับราคาเริ่มสูงขึ้น โดยตลอดเป็นครั้งแรกในตลาดหุ้นเมืองไทย โดยมีจุดเริ่มต้นในวันที่ 11 มกราคม 2520 และไปสิ้นสุดเมื่อต้นเดือนมกราคม 2522 โดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ฯ มีจุดต่ำสุดเมื่อวันที่ 4 มกราคม 2520 เท่ากับ 82.48 และมีจุดสูงสุดเท่ากับ 205.08 ในวันที่ 7 พฤศจิกายน 2520 ซึ่งการซื้อขายหลักทรัพย์เริ่มแพร่หลายเข้าสู่หมู่เกษตรกรทั่วไป มีการเก็งกำไรระยะสั้นกันเป็นส่วนใหญ่ จนรัฐบาลต้องประกาศจัดเก็บภาษีกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้แนวโน้มของตลาดที่กำลังจะดีขึ้นมีแนวโน้มต่ำลง ในระยะนี้หุ้นทุกชนิดไม่ว่าจะมีลักษณะเป็นหุ้นลงทุน หรือหุ้นเก็ง

² เรื่องเดียวกัน, หน้า 5-6.

กาไร (บางหุ้นอาจไม่มีการจ่ายเงินปันผลติดต่อกันมา 2 ปีด้วยซ้ำ) ได้รับความสนใจกันทั้งสิ้น ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นวันละสิบบาท หุ้นที่มีอัตราเงินปันผลสูงเริ่มมีอัตราเงินปันผลลดลงทุกวัน เพราะราคาหุ้นขยับขึ้นไม่หยุด สำหรับหุ้นที่อัตราเงินปันผลต่ำอัตราเงินปันผลก็ยิ่งลดต่ำลงไปอีก ในที่สุดหุ้นทั้งตลาดจึงกลายเป็นหุ้นเก็งกำไร หุ้นที่เคยเป็นหุ้นลงทุน เช่น ธนาคารกรุงเทพ มีราคาขึ้นไปถึง 447 บาท โดยอัตราผลตอบแทนลดลงเหลือ 5.37% ธนาคารกรุงศรีอยุธยาขึ้นไปถึง 419 บาท อัตราเงินปันผลตอบแทนเป็น 3.94% หุ้นธนาคารสีกาไทยมีราคาขึ้นไปถึง 608 บาท มีอัตราผลตอบแทนเพียง 3.62% หุ้นเสริมสุขมีราคาสูงสุด 835 บาท มีอัตราเงินปันผลเหลือ 5.99% ส่วนหุ้นเก็งกำไรอัตราผลตอบแทนต่ำมากจนเป็นศูนย์ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงทัศนคติในการลงทุนของนักลงทุนที่หวังรายรับจากส่วนต่าง ระหว่างราคาซื้อและราคาขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) แทนเงินปันผล ซึ่งทำให้กิจการสามารถนำเอากำไรสะสมกลับไปลงทุน (reinvest Earning) ได้แทนการเพิ่มทุนที่จะทำให้เกิด Dilution Effect และนำไปสู่การเก็งกำไรจากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์โดยไม่คำนึงถึงตัวบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์

การที่หุ้นทั้งตลาดมีราคาเพิ่มสูงขึ้นไปมากไม่สามารถจะอธิบายได้ ด้วยเหตุผลพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ความสัมพันธ์ระหว่างระดับราคาหุ้นและผลดำเนินงานของบริษัท ที่เป็นลักษณะเฉพาะของระยะแรกเปิดตลาดหุ้นได้หมดสิ้นไป และในช่วงนี้อัตราเงินปันผลตอบแทนและผลดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ เป็นเพียงตัวเลขอ้างอิง เพื่อที่จะปรับราคาหุ้นในแต่ละธุรกิจเท่านั้น หุ้นที่อยู่ันธุรกิจเดียวกันหากเงินปันผลต่างกันเล็กน้อยระดับราคาหุ้นจะใกล้เคียงกัน เช่น หุ้นธนาคารกรุงเทพ ธนาคารสีกาไทย ธนาคารกรุงศรีอยุธยา เคยมีช่วงระยะเวลาหนึ่งที่ระดับราคาใกล้เคียงกัน หุ้นของปูนซิเมนต์ทั้งสาม ระดับราคาจะแตกต่างกันไปตามภาพพจน์ที่ได้จากชื่อมากกว่าเหตุผลอื่น ๆ โดยระดับราคาของทั้ง 3 หุ้นห่างกันประมาณ 100 บาท เช่นในช่วงที่ราคาหุ้นทั่วไปมีระดับราคาสูงสุดประมาณเดือนพฤศจิกายน 2520 หุ้นปูนซิเมนต์ไทยขึ้นมาถึง 608 บาท ปูนซิเมนต์นครหลวงเป็น 512 บาท และชลประทานซิเมนต์มีระดับที่ 387 บาท (ทั้ง ๆ ที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลมาตั้งแต่ปี 2519)

การที่หุ้นราคาสูงเช่นนี้ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยเหตุผลทางเศรษฐกิจโดยทั่วไป โดยเฉพาะการพิจารณาอัตราเงินปันผลตอบแทนซึ่งอยู่ในระดับที่ต่ำมาก โดยลดลงเหลือโดยเฉลี่ยประมาณ 4% เริ่มตั้งแต่ต้นเดือนธันวาคม 2520 จนถึงต้นเดือนสิงหาคม 2521 หุ้นเริ่มมีราคาสูงขึ้นจากระดับราคาต่ำสุดที่ดัชนี 159.36 ในวันที่ 8 ธันวาคม 2520 จนถึงระดับสูงสุดในช่วงนี้ดัชนีเป็น 196.17 และในวันที่ 9 กุมภาพันธ์ 2521 ก่อนจะมีแนวโน้มระดับต่ำลงไปเรื่อย ๆ จนถึงระดับต่ำสุดของปี ดัชนี Book Club 156.23 ในต้นเดือนสิงหาคมปีเดียวกัน ระยะตั้งแต่ปลายเดือนมกราคมถึงกลางเดือนกุมภาพันธ์ 2521 ซึ่งเป็นช่วงที่มีระดับราคาสูงสุดในช่วงนี้ปริมาณการซื้อขายโดยเฉลี่ยต่อวันลดลงไปเหลือประมาณ 200 ล้านบาทเท่านั้น ระดับราคา และปริมาณการซื้อขายลดลง จึงแสดงให้เห็นถึงความลังเลใจและความกล้าเสี่ยงของนักลงทุนน้อยลงในตลาดหุ้น ปรากฏการณ์ที่สำคัญอีกอย่างหนึ่งคือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการขึ้นลงของหุ้นอื่น ๆ หรือเรียกว่าหุ้นนำตลาดก่อนหน้านี้ เช่น หุ้นธนาคารโดยเฉพาะหุ้นธนาคารกรุงเทพ และหุ้นปูนซิเมนต์ในช่วงนี้ได้ลดบทบาทลงอย่างมาก แต่หุ้นที่เข้ามามีบทบาทในตลาดแทนกลายเป็นหุ้นธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์และหุ้นซึ่งมีมูลค่าที่ตราไว้ต่ำ ซึ่งถือว่าระยะนี้เป็นยุคเริ่มต้นเฟื่องฟูของหุ้นบริษัทหลักทรัพย์เงินทุน และมีการปล่อยข่าวลือเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงมูลค่า (Split) หุ้น ทำให้ราคาซื้อขายก่อนหน้านี้อยู่ที่ระหว่าง 300-350 บาท มีราคาสูงขึ้นถึง 400 บาท ในวันที่ 18-19 มกราคม 2521 หลังจากไม่กี่วันราคาหุ้นบริษัทหลักทรัพย์พุ่งขึ้นไปติดเพดานหลายวันติดต่อกันจนถึงจุดสูงสุดที่ราคา 1,071 บาท ในวันที่ 3 กุมภาพันธ์ 2521 หุ้นราคาเงินทุนได้ขึ้นจากระดับราคา 400 บาท จนถึงระดับ 900 บาท ในวันที่ 2 กุมภาพันธ์ ปีเดียวกัน และผลของข่าวลือการเปลี่ยนแปลงมูลค่า (Split) หุ้น ทำให้ธุรกิจเงินทุนและเงินทุนหลักทรัพย์อื่น ๆ ในช่วงนี้มีระดับราคาสูงขึ้นไป แต่ก็อยู่ในอัตราที่ต่ำกว่า 2 หุ้นดังกล่าว

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

การที่ราคาซื้อขายหุ้นเพิ่มสูงขึ้นมากในช่วงนี้มีความสัมพันธ์กับการที่หุ้นมีราคาตกต่ำลงในช่วงเดือนธันวาคม 2520 เนื่องมาจากผลกระทบจากการเข้ามาตรการเก็บภาษีกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ซึ่งประกาศใช้เมื่อเดือนพฤศจิกายน 2520 ประกอบกับภาวะเงินในช่วงต้นปี

2521 ทำให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลงมาก ซึ่งรัฐบาลโดยธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นถึงความจำเป็นจะต้องกระตุ้นตลาด จึงได้เพิ่มอุปสงค์ให้แก่ตลาดหลักทรัพย์โดยประกาศกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ฯ ให้ลูกค้ากู้เงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Margin) ได้ในอัตราร้อยละ 70 ของราคาซื้อ และประกาศยกเลิกการจัดเก็บภาษีกำไรจากการขายหลักทรัพย์ในเดือนกรกฎาคม 2521 มีผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์เริ่มกระเตื้องขึ้น ประกอบการที่ภาคธุรกิจมีมาตรการกระตุ้นตลาด โดยให้บริษัทสมาชิกยอมรับภาษีการค้ำจากการขายหลักทรัพย์ร้อยละ 0.1 แทนลูกค้าโดยเรียกเก็บค่านายหน้าจากการขายในอัตราร้อยละ 0.5 เช่นเดิม ดังนั้นปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นเป็นลำดับในปี 2521

นับตั้งแต่เดือนสิงหาคม 2521 ถึงเดือน มกราคม 2522 ถือเป็นช่วงที่หุ้นมีระดับราคาขึ้นมาถึงจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยหุ้นส่วนใหญ่มีระดับราคาสูงขึ้นจากเดิมเป็นอย่างมาก เช่น หุ้นปูนซิเมนต์นครหลวง ขยับจากระดับ 500 บาท ขึ้นมาถึงระดับ 700 บาท ในระยะเวลา 4 วัน หุ้นราชวาทินขึ้นจากระดับ 778 บาทจากต้นเดือนสิงหาคม ถึงระดับ 648 บาท หุ้นรามาทาวเวอร์ ขึ้นจากระดับ 173 บาท จากต้นเดือนสิงหาคม ถึงระดับ 387 บาท ในวันที่ 1 พฤศจิกายน หุ้นสยามเครดิตซึ่งเริ่มเข้าตลาดในวันที่ 2 สิงหาคม 2521 ขึ้นจากระดับต่ำสุดในช่วงนั้น 226 บาทขึ้นถึง 510 บาทในเดือนตุลาคม³

อย่างไรก็ตาม ปี 2522 ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงถึง 22,533.12 ล้านบาท แต่ระดับราคาหุ้นตกต่ำลงอย่างรวดเร็วจากจุดสูงสุด เมื่อวันที่ 2 มกราคม 2522 ดัชนีราคาหุ้นเท่ากับ 259.82 โดยที่วิกฤตการณ์ต่าง ๆ ในตลาดหุ้นและตลาดเงินในประเทศไทย

³ ภาสกร ชูณหงษ์ไร, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหุ้นส่วนและบริษัท, (กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2531), หน้า 543-567.

ทวีความรุนแรงมากขึ้นอย่างรวดเร็วจนถึงจุดสูงสุด เมื่อบริษัท ราชามาเงินทุน จำกัด ประสบปัญหาสภาพคล่อง และธนาคารแห่งประเทศไทยได้พยายามแก้ไขปัญหาดังกล่าวแต่ไม่สำเร็จและประกาศปิดถอนใบอนุญาตที่ประกอบธุรกิจเงินลงทุนและธุรกิจหลักทรัพย์ของบริษัท ราชามาเงินทุน จำกัด ในวันที่ 7 สิงหาคม 2522 จากผลของเหตุการณ์ดังกล่าว ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ตกลงขนาดหนักจนถึงจุดต่ำสุดคือระดับ 146.12 จุด ในวันที่ 12 พฤศจิกายน 2522 ซึ่งถือเป็นวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นครั้งแรก ยังผลให้ตลาดหลักทรัพย์อยู่ภาวะขบเซาอย่างต่อเนื่อง ถึง 8 ปี

และจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลัง ได้เข้าสอบสวนกรณีของบริษัท ราชามาเงินทุน จำกัด แล้วได้พบข้อเท็จจริงบางประการ ซึ่งอาจเป็นสาเหตุทางการของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น นั้นคือการพยายามแทรกแซงราคาหุ้นในตลาดเพื่อสร้างราคา ปรากฏตามข้อเท็จจริงดังต่อไปนี้

ข้อเท็จจริงบริษัท ราชามาเงินทุน จำกัด⁴

บริษัท ราชามาเงินทุน จำกัด จดทะเบียนหุ้นของตนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 19 กันยายน 2520 ด้วยทุนจดทะเบียน 40 ล้านบาท และต่อมาได้เพิ่มทุนจดทะเบียน อีกหลายครั้ง จนถึง 1,920 ล้านบาทในปี 2522

ในระหว่างปี 2520 - 2521 ปริมาณหลักทรัพย์และหนี้สินของบริษัทได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นมาก กล่าวคือ เพิ่มขึ้นเป็น 431.6 ล้านบาท และ 1,018.6 ล้านบาท เมื่อสิ้นปี 2520 และ

4 กระทรวงการคลัง, "ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับบริษัทราชามาเงินทุน", 2522 (ไม่ตีพิมพ์)

2521 ตามลำดับ แต่ธุรกิจที่เพิ่มขึ้นนี้ส่วนใหญ่เป็นการเพิ่มธุรกิจด้านหลักทรัพย์ ที่ประกอบด้วย การลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทต่าง ๆ การราห้กู้ยืมเงินแก่บริษัทานเครีอ ซึ่งงานตอนต้น ๆ เป็นการราห้กู้ยืมเพื่อซื้อหุ้นเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนานบริษัทจากัดอื่น ๆ แต่ต่อมาได้เป็นการราห้กู้ยืมเพื่อซื้อหุ้นของบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัดเองเกือบทั้งสิ้น นอกจากจะาห้บริษัทานเครีอกู้าซื้อหุ้นานบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัดเองดังกล่าวแล้ว ยังมีการราห้ลูก้าหลักทรัพย์กู้เงินโดยตรงจากบริษัทาซื้อหุ้นานบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัดเองอีกด้วย สรุปได้ว่าบริษัทา ได้ทูนเทก้าลังเงินของบริษัทาเพื่อการซื้อหุ้นานบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัดเองเป็นส่วนใหญ่ โดยกระทำทั้งผ่านบริษัทานเครีอ และลูก้าหลักทรัพย์ ส่วนการราห้กู้ยืมด้านธุรกิจเงินทูนซึ่งประกอบด้วยการราห้กู้ยืมโดยรับจ่านองอสังหาริมทรัพย์ การรับช่วงซื้อลดตัวเงิน การราห้เช่าซื้อรถยนต์เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยเมื่อสิ้นปี 2521 มียอดรวมกันทั้งสิ้นเพียงร้อยล้านบาทเศษ ซึ่งเท่ากับประมาณร้อยละ 5 ของสินทรัพย์ทั้งสิ้น ซึ่งมีปริมาณตามบัญชี 2,018.6 ล้านบาท นั้น

านการซื้อขายหุ้นของบริษัทานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครั้งแรกเมื่อวันที่ 23 กันยายน 2520 ราคาเปิด 275 บาท และหลังจากนั้นมีแนวโน้มสูงขึ้นตลอดมา และสูงขึ้นถึงระดับ 2,470 บาท เมื่อวันที่ 15 พฤศจิกายน 2521 สาเหตุที่ทาาห้หุ้นของราชอาณาจักรเงินทูนมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว นอกเหนือจากปัจจัยภายนอกที่รัฐบาลาให้สิทธิประโยชน์แก่การซื้อขายหลักทรัพย์านตลาดหลักทรัพย์แล้วยังปรากฏข้อเท็จจริง เกี่ยวกับการสร้างราคา กล่าวคือ านการคานินธุรกิจซื้อขายหุ้นบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัดนั้น บริษัทาได้าห้กู้ยืมเงินแก่บริษัทานเครีอ ลูก้าหลักทรัพย์ทัวไป กลุ่มผู้ร่วมลงทุนรวม 5 กลุ่ม และพนักงานของบริษัทาเอง การราห้กู้ยืมแก่บุคคลเหล่านี้ได้อย่างง่ายดาย โดยส่วนใหญ่ไม่ต้องมีหลักประกัน มีผลเป็นการเปิดทางาห้มีผู้เข้ามาร่วมานการซื้อขายหุ้นของบริษัทานมากขึ้นและ เมื่อหุ้นที่ซื้อขายโดยผ่านบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัดแห่งเดียวมีปริมาณเป็นส่วนมากของจ่านวนที่ซื้อขายทั้งหมดานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเป็นการง่ายที่ประธานกรรมการของบริษัทา ซึ่งเป็นผู้มีอำนาจานการสั่งซื้อสั่งขายหุ้นของบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัดานนามของบริษัทานเครีอทุกบริษัทที่ถือหุ้นบริษัท ราชอาณาจักรเงินทูน จากัด อยู่ด้วยตน

เองแต่ผู้เดียวจะสามารถเข้าแทรกแซงให้ราคากุ้งของบริษัทฯ เคลื่อนไหวไปในทางใดก็ได้ เมื่อพิจารณาจำนวนหุ้นที่ซื้อขายแต่ละวัน โดยแยกจำนวนหุ้นที่สั่งซื้อส่งขายในนามของบริษัทฯ เครือ ส่วนหนึ่ง กับที่สั่งซื้อส่งขายเพื่อลูกค้าทั้งหมดอีกส่วนหนึ่งแล้ว เทียบกันดู จะเห็นได้ชัดว่าได้อาศัย การสั่งซื้อส่งขายในนามของบริษัทฯ เครือเป็นเครื่องมือ สำหรับสร้างราคาในตลาดโดยอาศัย วิธีการดังกล่าวนี้ ประกอบกับการเพิ่มทุนของบริษัทฯ หลายครั้งหลายหนในระยะเวลาเพียงปีเศษ ๆ ซึ่งในระหว่างนั้นผู้เก็งกำไรจากการซื้อขายหุ้น เชื่อว่าการเพิ่มทุนจะทำให้ได้ลูกหุ้นในราคาต่ำ ซึ่ง ทำให้ได้กำไรส่วนทุน จึงทำให้เกิดการเก็งกำไรราคาหุ้นของบริษัทฯ ทำให้แนวรับของราคา สูงขึ้นเป็นลำดับ ส่งผลเป็นการสร้างความเชื่อถือแก่ผู้เก็งกำไรจากการซื้อขายหุ้นในวงกว้าง ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง

อย่างไรก็ดี เมื่อราคากุ้งของบริษัทฯ ขึ้นสูงจนถึงระดับ 2,000 บาท ในเดือน พฤศจิกายน 2521 ซึ่งเป็นจังหวะที่ภาวะการณ์เศรษฐกิจภายในประเทศและเศรษฐกิจของ ทั่วโลกตกต่ำ จากการที่ราคาน้ำมันในตลาดโลกเพิ่มสูงขึ้น ทำให้อัตราเงินเฟ้อในประเทศต่าง ๆ โดยเฉพาะประเทศอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น ทำให้ประเทศต่าง ๆ ใช้นโยบายทางการเงินเพื่อลด ภาวะเงินเฟ้อ เช่น การขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อลดปริมาณเงินหมุนเวียนในตลาด ซึ่งในขณะนั้น ประเทศไทยเองก็มีสภาพเงินเฟ้อตัวอยู่แล้ว เนื่องจากเงินฝั่มจำนวนหลายพันล้านบาทไปจมอยู่กับ การเพิ่มทุน ทำให้เงินที่หมุนเวียนในเศรษฐกิจมีน้อย ประกอบกับนักลงทุนในตลาดหุ้นเริ่มมองเห็น ความเสี่ยงจากการเล่นหุ้น จึงเริ่มออกจากตลาดหุ้น ทำให้เกิดภาวะขาดเงินหมุนเวียนในตลาด หุ้น เป็นผลให้ราคากุ้งตกลงไปเรื่อย ๆ และเมื่อสภาพเงินเฟ้อตัวหนักหน่วงมากขึ้น การกู้ยืมเงิน เพื่อซื้อหุ้นล้นามากมากขึ้น และต้องรับภาระดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ในส่วนของ บริษัท ราชฯ เงินทุน จำกัด ซึ่งราคากุ้งของบริษัทฯ ขึ้นสูงจนถึงระดับเกิน 2,000 บาท อันเป็นการเพิ่มโดยปราศจากเหตุผล ทางด้านปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นบริษัทหลักทรัพย์อื่น ๆ ต่างก็เริ่มระมัดระวังและไม่ยอมมาให้กู้ยืมเงินแก่ ลูกค้าเพื่อซื้อหุ้นของบริษัท ราชฯ เงินทุน จำกัดโดยวิธีเรียกหลักประกันเพียงร้อยละ 30 (Margin 70%) อีกต่อไป นอกจากนี้ยังมีการเรียกร้องให้ผู้ซื้อหุ้น บริษัท ราชฯ เงินทุน จำกัดต้องชำระเป็น

เงินสดเต็มราคาที่ซื้อ บัจจ่ายต่าง ๆ เหล่านี้ทำให้นักลงทุนแก้ปัญหาด้วยการเทขายหุ้นออกไป เมื่อหุ้นมีราคาตก ประกอบกับเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงทำให้ไม่มีนักเล่นหุ้นหน้าใหม่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ เพราะเห็นว่าการฝากเงินกับธนาคารได้ดอกเบี้ยสูงกว่า ดังนั้นหุ้นในตลาดจึงมีแต่คนที่ต้องการขาย แต่ไม่มีคนซื้อ ยิ่งทำให้ราคาหุ้นตกต่ำมากขึ้น

ดังนั้นแม้แต่ บริษัท ราชารัฐเงินกู้ จำกัด ที่มีเครือข่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มากที่สุดก็ยังไม่สามารถใช้วิธีการซื้อขาย เพื่อสร้างราคา เพื่อพยุงราคาหลักทรัพย์ต่อไปได้ จึงอาจสรุปได้ว่า บัจจ่ายภายในที่เป็นสาเหตุของการล้มของระบบสถาบันการเงินและความเชื่อถือ (Integrity) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ ส่วนหนึ่งมาจากการสร้างราคา (Manipulation) และการเก็งกำไรมากเกินไป (Excessive Speculation) ซึ่งผลกระทบจากเหตุการณ์ทำให้แผนการพัฒนาคาดการณ์ตลาดทุนของประเทศไทย ต้องชะงักลงเพราะนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในโลกของตลาด ซึ่งเป็นเหตุให้ราคาสินทรัพย์ตกต่ำว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น รัฐบาลจึงได้วางมาตรการแก้ไขเรื่องดังกล่าวโดย

1) จัดตั้งกองทุนพัฒนาตลาดทุน (Stabilization Fund) ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นแกนในการจัดตั้ง โดยได้รับความร่วมมือจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวม จำกัด สมาคมธนาคารไทย ธนาคารออมสิน กระทรวงการคลัง โดยใช้จ่ายเงิน 1,000 ล้านบาท เพื่อทำการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อราคาสินทรัพย์ตกต่ำกว่าระดับที่ควรเป็น และในระยะที่ตลาดซบเซา กองทุนจะเข้าทำการซื้อขายเพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนรายอื่นเกิดความมั่นใจ และเข้ามาซื้อขายมากขึ้น โดยจุดประสงค์หลักในการกระทำดังกล่าวคือ การสร้างความมั่นใจแก่ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อชักจูงให้มีการเข้าลงทุนและเกิดเสถียรภาพในราคาสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ในการดำเนินการของกองทุนจะต้องไม่หวังผลกำไร

2) จัดตั้งกองทุนเสริมสภาพคล่อง โดยให้บริษัทหลักทรัพย์ผู้ยืมเงินโดยมีหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นประกัน เรียกว่า กองทุน Pool I และ Pool II จำนวน 2,000 ล้านบาท

3) จัดตั้งกองทุนแก้ไขปัญหาธุรกิจหลักทรัพย์ จำนวน 3,000 ล้านบาท เพื่อช่วยเหลือ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทเงินทุน ด้วยการให้ธนาคารกรุงไทย จำกัด รับซื้อหลักทรัพย์จดทะเบียน และรับอนุญาตของลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทเงินทุนรับซื้อ หรือได้จากลูกค้าเนื่องจากการชำระหนี้ หรือบังคับชำระหนี้ตามกฎหมาย รวมทั้งหลักทรัพย์ในบัญชีของบริษัท ณ วันที่ 30 กันยายน 2522 ทั้งนี้ ธนาคารกรุงไทย จากัดได้ให้สิทธิผู้ขาย หรือบริษัทผู้ขายซื้อคืนได้ภายในเดือนพฤศจิกายน 2525 ในราคาที่รับซื้อไว้บวกด้วยค่าธรรมเนียมอัตราร้อยละ 9 ต่อปีของราคาที่รับซื้อไว้แล้ว ทั้งนี้หากในระหว่างระยะเวลาที่รับซื้อไว้ ธนาคารกรุงไทย จากัดได้รับประโยชน์สุทธิจากหลักทรัพย์ที่รับซื้อไว้เกินกว่าร้อยละ 9 ต่อปี ธนาคารกรุงไทย จากัดจะยกเว้นไม่เก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว แต่ถ้าได้รับประโยชน์สุทธิน้อยกว่าอัตราดังกล่าวก็จะเรียกเก็บเพิ่มเติมให้ครบร้อยละ 9 ต่อปี โดยธนาคารกรุงไทย จากัดได้ดำเนินการรับซื้อหลักทรัพย์ ตามโครงการตั้งแต่วันที่ 24 ธันวาคม 2522 จนถึงวันที่ 14 มีนาคม 2523 โดยได้รับซื้อหลักทรัพย์ต่าง ๆ ประมาณ 1,783 ล้านบาท ซึ่งเป็นการแก้ไขเฉพาะหน้าและแก้ไขปัญหาลักษณะเฉพาะ ส่วนแนวทางการแก้ปัญหาในระยะยาว กระทรวงการคลังได้จัดตั้งคณะกรรมการพิจารณามาตรการแก้ไขปัญหาลักษณะเฉพาะเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยผู้แทนจากกระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อพิจารณาหามาตรการ และแนวทางในการแก้ปัญหา และพัฒนาตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่ปี 2525 เป็นต้นมา ภาวะการซื้อขายและราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้กระเตื้องขึ้น และดำเนินต่อมาตามสภาพเศรษฐกิจ และ

ผลประกอบการเรื่อยมาจนกระทั่งปี 2527 จึงได้มีการออกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2527 ขึ้น ซึ่งได้มีการแก้ไขกฎหมายในส่วนที่เกี่ยวกับตลาดทุนหลายประการ เพื่อแก้ไขปัญหากฎหมายต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา อันได้แก่ การอนุญาตให้บริษัทจดทะเบียน บริษัทรับอนุญาต บริษัทที่อยู่ระหว่างการยื่นเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์มีสิทธิเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนได้ (มาตรา 19 ตริ) และหลักเกณฑ์ในการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน และบริษัทรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ โดยถือว่าหลักทรัพย์เป็นสิ่งกะมทรัพย์ (Fungible Asset) ประเภทหนึ่งซื้อขายกันในท้องตลาด (Sale in market overt) และเป็นครั้งแรกที่ได้มีการกำหนดลักษณะการกระทำความคิดเกี่ยวกับการฉ้อฉล และสร้างราคา (Fraud & Manipulation) และการซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลภายใน (Insider Trading) ขึ้นในประเทศไทย โดยได้บัญญัติลักษณะการกระทำที่เป็น การฉ้อฉลเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล (Fraud) ไว้ในมาตรา 42 และมาตรา 42 ทวิ ลักษณะการกระทำที่เป็นการสร้างราคา (Manipulation) ไว้ในมาตรา 42 จ. และมาตรา 42 ตริ และลักษณะการกระทำการซื้อขายโดยอาศัยข้อมูลภายใน (Insider Trading) ไว้ในมาตรา 42 เบญจ โดยกำหนดให้การกระทำเหล่านี้เป็นความผิดอาญามีโทษปรับและจำคุก ซึ่งเฉพาะ ความผิดตามมาตรา 42 เบญจเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูลภายใน และมาตรา 42 จ. เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเจตนาสร้างราคากำหนดให้พนักงานอัยการเท่านั้นที่มีอำนาจฟ้อง นอกจากนี้ยังกำหนดให้การกระทำความคิดตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้เป็นความผิดที่สามารถเปรียบเทียบปรับได้ โดยที่อำนาจรัฐมนตรีว่าการกระทรวง การคลังแต่งตั้งคณะกรรมการมีจำนวนสามคน คนหนึ่งต้องเป็นพนักงานสอบสวน ตามประมวล กฎหมายวิธีพิจารณาความอาญา และในกรณีผู้กระทำได้ชำระค่าปรับตามจำนวน และกำหนด เวลาที่คณะกรรมการกำหนดแล้ว ให้ถือว่าคดีนั้นเป็นอันเลิกกัน (มาตรา 44 จัตวา) ซึ่งรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังก็ได้ใช้อำนาจตามมาตราดังกล่าว ประกาศแต่งตั้งคณะกรรมการเปรียบเทียบขึ้นเมื่อวันที่ 26 สิงหาคม 2529 ประกอบด้วยผู้แทนจาก 3 หน่วยงานอันได้แก่

- 1) ผู้แทนกรมตำรวจ
- 2) ผู้แทนกระทรวงการคลัง
- 3) ผู้แทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นับตั้งแต่ได้มีการแต่งตั้ง คณะกรรมการดังกล่าวได้ทำหน้าที่ในการเปรียบเทียบกรณีการกระทำผิดตามกฎหมายตลาดหลักทรัพย์ที่ผู้ถูกกล่าวหายินยอมชำระค่าปรับหลายกรณีด้วยกัน แต่เนื่องจากมาตรา 44 ตี ๖ ได้บัญญัติให้เฉพาะแต่กรณีที่มีผู้กระทำความผิดที่ต้องลาศึกษาถึงที่สุดให้ลงโทษแล้ว เท่านั้นที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีอำนาจในการประกาศความผิด และชื่อผู้กระทำความผิดได้ กรณีการดำเนินคดีโดยการเปรียบเทียบปรับดังกล่าวจึงไม่มีข้อมูลรายละเอียดของการกระทำผิดต่าง ๆ ปรากฏต่อสาธารณชน

อย่างไรก็ดีนับตั้งแต่การแก้ไขพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ครั้งที่ 1 ปี 2527 นี้ ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ก็มีแนวโน้มดีขึ้นโดยตลอด ถึงแม้ว่าจะมีภาวะตกต่ำในบางส่วนซึ่งเป็นภาวะที่เกิดขึ้นทั่วโลก แต่ก็ฟื้นตัวกลับขึ้นมาได้โดยใช้เวลาไม่นานนัก จนกระทั่งในปี 2533 จึงได้มีการคิดเกี่ยวกับการกระทำผิดฐานซื้อขายเพื่อการสร้างราคา ตามมาตรา 42 จ. ขึ้นสู่การพิจารณาของศาลอาญา โดยเหตุการณ์ที่นำไปสู่การสืบสวนสอบสวนในกรณีดังกล่าว คือ ในวันที่ 9 มกราคม 2533 ก่อนเวลาปิดทำการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประมาณ 10 นาที มีการเทขายหุ้นจำนวนมากในตลาดหลักทรัพย์ในราคาตลาด (คำสั่งขาย MP, Market Price Order เป็นการขายทุกราคา) ในกลุ่มหุ้นที่เป็นหุ้นในตลาดทั้งหลายอื่น ได้แก่ ธนาคารแหลมทอง บริษัทเงินทุนเอกชนกิจ จำกัด บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ศรีมิตร จำกัด บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด บริษัท อีสต์เอเชียติก จำกัด บริษัทโรจรัม รือเรียลตี้ จำกัด บริษัท สวีเดนมอเตอร์ จำกัด บริษัท เขมิกอนคัลเตอร์เวนเจอร์ แคบิตดอล จำกัด บริษัท กรุงเทพบริดจิส จำกัด บริษัท ไทยอินดัสเตรียลแก๊ส จำกัด บริษัท บี เอส เอส อีเลคทริกซ์ จำกัด และบริษัท ไทยผลิตภัณฑ์ขี้บข้ม จำกัด พร้อมกับมีข่าว

สื่อเกี่ยวกับการลาออกของนายกรัฐมนตรี ชชาติชาย ชุณหะวัณ จึงทำให้เกิดการเทขายจากนัก
ลงทุนอื่น ๆ ทั้งนี้ และจากการตรวจสอบพบว่าเป็นการขายของบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด
ซึ่งเป็นخبปรคเกอรที่ให้บริการผ่านบริษัทสมาชิก 6 ราย คือ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์
นวนรณกิจ จำกัด (เบอร์ 4) บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ภัทรธรรณกิจ จำกัด (เบอร์ 6)
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ซี เอพ จำกัด (เบอร์ 20) บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ มิตรไทยยูร
พาร์ทเนอร์ จำกัด (เบอร์ 30) บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ นครหลวง จำกัด (เบอร์ 35)
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ นครหลวงเครดิต จำกัด (เบอร์ 33) นอกจากนี้ยังส่งขายผ่าน
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ไทยยูนิ จำกัด ซึ่งเป็นخبปรคเกอรที่ให้บริการผ่านบริษัทสมาชิกอีก
6 แห่ง ซึ่งส่วนหนึ่งซ้ำกับของบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด ทำให้เกิดแรงขายที่รุนแรง
สอดคล้องกับข่าวการลาออกของนายกรัฐมนตรี

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้สั่งห้ามบริษัทสมาชิกทั้งหมด (35 ราย)รับคำ
สั่งซือขายจากบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด และดำเนินการสืบสวนหาข้อเท็จจริงต่าง ๆ
และรายการซือขายต่าง ๆ ตลอดจนรายการการซือขาย การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์
ของบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด ซึ่งผลจากการห้ามดังกล่าวทำให้มูลค่าการซือขายใน
ตลาดหุ้นลดลงในทันทีเกือบหนึ่งพันล้านบาท สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าการซือขายของบริษัทหลักทรัพย์
ชาวไทย จำกัดในแต่ละวันที่มีจำนวนสูงมาก และมีอิทธิพลต่อทิศทางของตลาดหลักทรัพย์ และ
ผลที่เกิดขึ้นกับบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด โดยตรงคือ ไม่มีเงินหมุนมาชำระค่าซือหุ้น ทำ
าให้เชิคที่ได้จ่ายชำระบริษัทสมาชิกถูกธนาคารปฏิเสธการจ่ายเงินเป็นจำนวนเงินประมาณ 1,370
ล้านบาท ประกอบด้วยบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ นครหลวงเครดิต จำกัด ประมาณ 500 ล้านบาท
บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นวนรณกิจ จำกัด ประมาณ 350 ล้านบาท บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์มิตรไทย
ยูรพาร์ทเนอร์ จำกัด ประมาณ 251 ล้านบาท บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ นครหลวง จำกัด
ประมาณ 228 ล้านบาท และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ภัทรธรรณกิจ จำกัด ประมาณ 41
ล้านบาท และเมื่อข่าวดังกล่าวแพร่ออกไปส่งผลให้มีการเทขายหุ้นออกมา ในวันที่ 11 มกราคม

2533 เป็นผลทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลง ถึง 23.46 จุด ปิดที่ 888.72 จุด มีมูลค่าซื้อขาย 3,702.63 ล้านบาท แสดงถึงความตื่นตกใจของนักลงทุนถึงผลกระทบดังกล่าว สาเหตุที่บริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด ขายหุ้นออกมาในวันที่ 9 มกราคม และปล่อยให้เกิดการปฏิเสธการจ่ายเงินตามเช็คนั้นยังไม่เป็นที่แน่ชัด แต่สาเหตุประการหนึ่งที่ค่อนข้างมีเหตุผล และอธิบายถึงสิ่งที่เกิดขึ้น คือ การเล่นหุ้นในแบบบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด คือ การเพิ่มอำนาจอุปสงค์โดยอาศัยช่องว่างของระเบียบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกี่ยวกับการชำระเงินค่าซื้อขายและการส่งมอบหลักทรัพย์ กล่าวคือ ในกรณีที่ซื้อหลักทรัพย์จะชำระเงินค่าซื้อหลักทรัพย์ในวันที่ 5 นับแต่วันที่ซื้อ และในกรณีที่ขายหลักทรัพย์จะขอรับเช็ค เงินค่าขายหุ้นวันรุ่งขึ้น ด้วยวิธีการดังกล่าวทำให้เกิดกำลังซื้อแก่บริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด จากที่มีอยู่ขึ้นอย่างมาก สาเหตุที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เข้าตรวจสอบวิธีการซื้อขาย และชำระราคาของบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด นั้น เนื่องมาจากในช่วงปี 2532 มีอยู่ช่วงหนึ่งซึ่งนักเล่นหุ้นทำให้เกิดความสนใจต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ โดยไม่ได้พิจารณาปัจจัยพื้นฐานของหุ้นแต่ละตัวเป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนซื้อขาย จึงมีการทำรายการซื้อขายโดยตรง (Crossing) หุ้นของ บริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด และบริษัทผาแดง อินดัสทรี จำกัด ซึ่งเป็นหุ้นที่มีน้ำหนักในการคำนวณดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เพื่อชี้ดัชนีเป็นตัวชี้ว่าการซื้อขายหุ้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเข้ามาตรการเบื้องต้นโดยการขอร้องผ่านบริษัทสมาชิกให้ลดการซื้อขายโดยตรงลง อย่างไรก็ตามก็ยังมีการหลบเลี่ยงทำการ Crossing ในระหว่างช่วงเวลาการซื้อขาย (ในกระดานปกติ) ซึ่งได้รับการต่อต้านจากบรรดาบริษัทสมาชิกอย่างมาก จนในที่สุดบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด จึงหันไปเล่นหุ้นตัวอื่นแทนและกระจายไปยังหุ้นจำนวนมาก เพื่อไม่ให้ผิดสังเกต ทำให้หุ้นทั้งกระดานมีความผันผวนทางด้านราคาค่อนข้างมากด้วยอำนาจซื้อที่ถูกสร้างขึ้นจากเงื่อนไขในการชำระเงินค่าซื้อขายดังกล่าวซึ่งนำไปสู่การเก็งกำไรจากการราคาหลักทรัพย์โดยนักลงทุนส่วนใหญ่ กระทรวงการคลัง และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เห็นว่าลักษณะการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว เป็นการเก็งกำไรมากเกินไป ถึงกับจะนำมาตรการการเก็บภาษีจากกำไรส่วนทุนมาชี้ แต่ได้รับการต่อต้านอย่างมากจากวงการค้าหลักทรัพย์ เนื่องจาก เป็นการแก้ปัญหาไม่ถูกจุด จึงหัน

มาชำระค่าธรรมเนียมกดขันด้านการชำระเงินค่าซื้อขาย และการส่งมอบหลักทรัพย์แทน โดย
 ย้ำเตือนต่อบรรดาบริษัทสมาชิกถึงการห้ามนำเงินซื้อขายหลักทรัพย์มาหักกลมกลบกันแล้วจ่ายเฉพาะ
 ส่วนที่เป็นกำไรหรือเรียกเก็บเฉพาะส่วนที่ขาดทุน โดยในการจ่ายเงินค่าซื้อหุ้นเข้าที่กับลูกค้าจะ
 จ่ายได้ก็ต่อเมื่อเช็คที่ลูกค้าจ่ายค่าซื้อหุ้นตัวเดียวกันได้รับชำระเงินเรียบร้อยแล้ว

อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด ยังสามารถหยิบยืมอำนาจซื้อจาก
 ใบหุ้น และตราสารโอนหุ้นซึ่งสลักหลังลอยที่ เป็นประโยชน์ได้ โดยเมื่อมีการซื้อหุ้นผ่านบริษัท
 สมาชิกรายหนึ่งรายใดในวันนั้นก็จะขอตราสารโอนหุ้น และใบโอนหุ้นจากบริษัทสมาชิกรายนั้นในวัน
 นั้น เพื่อนำไปส่งมอบให้กับบริษัทสมาชิกอีกรายหนึ่งที่ได้ขายหุ้นผ่านเพื่อรับเช็คลงวันที่ล่วงหน้ามา
 และนำเช็คดังกล่าวไปขายลดเพื่อนำเงินมาเข้าบัญชีเพื่อรอการเรียกเก็บจากบริษัทสมาชิกรายที่ซื้อ
 ซึ่งวิธีการดังกล่าวทำให้สามารถทำการซื้อขายได้หลาย ๆ ครั้งในวัน

อย่างไรก็ดี กระบวนการทั้งหมดก็ได้อยู่ดีลงเมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออก
 ข้อบังคับเกี่ยวกับการกำกับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีราคา หรือปริมาณการซื้อขายเปลี่ยนแปลงไป
 จากสภาพปกติของการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นเมื่อวันที่ 13 ธันวาคม 2532 โดยการขึ้นเครื่องหมาย
 DS (Designated Securities) แก่หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ มีผลให้การซื้อหลักทรัพย์
 นั้นจะต้องเป็นการซื้อด้วยเงินสดทุกรายการ และการขายหลักทรัพย์นั้นต้องส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่
 บริษัทสมาชิกก่อนหรือขณะที่ส่งขาย และให้บริษัทสมาชิกรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวให้
 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทราบภายในเวลา 12.00 น. ของวันถัดไป ปรากฏว่าช่วงก่อน
 วันที่ 9 มกราคม 2533 ได้มีบริษัทจดทะเบียนถูกขึ้นป้าย DS เป็นจำนวนมาก ทำให้เกิดผล
 กระทบต่อการเล่นหุ้นของบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด อย่างมาก และเป็นแรงกดดันให้มีการ
 การเทขายหุ้นครั้งใหญ่ในวันที่ 9 มกราคม 2535 ดังกล่าว⁵

⁵ "บ.ล ชาวไทย หมายจนตรอก", ดอกเบี้ย, ปีที่ 8 ฉบับที่ 104 (กุมภาพันธ์
 2533), หน้า 55-60.

ในการสืบสวนสอบสวนกรณีของบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ใช้อำนาจตามมาตรา 33 ทวิ ตั้งหน่วยเฉพาะกิจอันประกอบด้วยตัวแทน 3 ฝ่าย คือ กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เข้าตรวจสอบหาข้อมูลเอกสารต่าง ๆ ของบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด เกี่ยวกับการสร้างราคา โดยแบ่งการตรวจสอบเป็น 2 กรณี คือ การตรวจสอบตัวบริษัท และตรวจสอบลูกค้าที่ซื้อขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด ซึ่งสรุปผลการตรวจสอบเห็นว่ามิใช่ข้อเท็จจริงที่ควรเชื่อว่าบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด กระทำการสร้างราคาตามมาตรา 42 จ. จริง จึงได้ทำการยื่นคำกล่าวโทษ โดยไม่เจาะจงรายชื่อ แต่ผู้ใดจะเป็นผู้กระทำผิดขึ้นอยู่กับผลการสอบสวนของเจ้าหน้าที่ตำรวจ เพื่อดำเนินคดีต่อผู้กระทำผิดตามมาตรา 42 จ. พร้อมทั้งส่งมอบหลักฐานที่ค่อนข้างชัดเจนในส่วนของกระทำการซื้อขายตรง (Crossing) ที่มีการชำระเงินให้แก่ผู้รับประโยชน์คนเดียวกัน หรือกลุ่มเดียวกัน (Washed Sale) และขณะนั้นคดีดังกล่าวยังอยู่ในระหว่างการพิจารณาของศาลชั้นต้น

ในการดำเนินการครั้งนี้แม้ว่ารัฐบาลจะมีกำหนดมาตรการใด ๆ เพื่อพยุงราคาหรือส่งเสริมตลาดเหมือนในครั้งวิกฤตการณ์บริษัทราชฯ เงินทุน จำกัด ภาวะการซื้อขายหุ้นก็กลับฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว จนถึงจุดสูงสุดที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในระดับ 1,143.78 จุด ในเดือนกรกฎาคมปีเดียวกัน หลังจากนั้นก็เกิดภาวะตกต่ำอีกครั้งหนึ่ง เนื่องจากวิกฤตการณ์อ่าวเปอร์เซียคาบเกี่ยวระหว่างปี 2533-2534 ติดตามด้วยปัญหาการเมืองภายในประเทศระหว่างปี 2534-2535 ทำให้ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ซบเซาอย่างต่อเนื่อง และเป็นภาวะที่ตลาดหลักทรัพย์เต็มไปด้วยข่าวลือในเรื่องต่าง ๆ ทั้งทางด้านการเมืองและเศรษฐกิจซึ่งส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์และราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย

อย่างไรก็ดีในวันที่ 16 มีนาคม 2535 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นกฎหมายที่ออกมาเพื่อแก้ไขโครงสร้างการกำกับดูแล

ตลาดทุนและตลาดหลักทรัพย์ตามที่เป็นอยู่ โดยจัดระบบการกำกับดูแลที่จัดกระจายอยู่หลายหน่วยงาน เช่น กระทรวงการคลัง กระทรวงพาณิชย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้รวมอยู่ที่หน่วยงานเดียว เพื่อให้การกำหนดนโยบายการกำกับดูแล และพัฒนาตลาดทุนที่มีความต่อเนื่อง และมีเอกภาพ โดยได้จัดตั้งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ขึ้นเพื่อกำกับดูแลในเรื่องดังกล่าว ตลอดจนการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ โดยในส่วนของกฎหมายเกี่ยวกับการจ่อผล และการสร้างราคาตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เดิมที่ได้นำมาบัญญัติไว้ ณ หมวด 8 การกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และการเข้าถือครองหลักทรัพย์ เพื่อครอบงำกิจการ ส่วนที่ 1 การป้องกันการทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ มาตรา 238 , มาตรา 239, มาตรา 240, มาตรา 241, มาตรา 242 และมาตรา 243 ซึ่งเนื้อหาส่วนใหญ่รับปรุงจากของเดิมที่ได้บัญญัติไว้ ณ พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอาศัยประสบการณ์ที่เกิดขึ้น

ทว่าผู้ที่ได้รับผิดชอบในการป้องกัน และปราบปรามการกระทำการจ่อผลและสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยตรงขึ้นจากเดิมที่เป็นของกระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยร่วมกันมาเป็นคณะกรรมการ ก.ล.ต. กฎหมายมีผลใช้บังคับในวันที่ 16 พฤษภาคม 2535 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมที่ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ และการซื้อขายหลักทรัพย์ เริ่มคลี่คลายไปในทางที่ดี คู่ทางการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เริ่มแจ่มใสขึ้น มีการเก็งกำไรหุ้นกันอย่างค่อนข้างรุนแรงและมีลักษณะของการสร้างราคาหุ้นผสมอยู่ ซึ่งล้าหลังแต่การเก็งกำไรหุ้นนั้นไม่ผิดกฎหมาย หรือเป็นปัญหาต่อระบบตลาดหลักทรัพย์ เพราะในทางทฤษฎีเองก็ยอมรับว่าเป็นวิธีการที่ช่วยให้ตลาดมีสภาพคล่องอยู่ตลอดเวลา เพียงแต่ต้องมีการควบคุมบ้างที่มีมากเกินไป แต่ข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นในช่วงนี้ปริมาณการซื้อขายหุ้นในแต่ละวัน ส่วนใหญ่มาจากการซื้อขายหุ้นประเภทเก็งกำไร โดยมีผู้นำในการเก็งกำไรเป็นผู้ขึ้นราคา สามารถบอกได้ว่าหุ้นบริษัทไหนราคาจะไป

อยู่เท่าใด นอกจากนี้ยังอาจสั่งให้ราคาหุ้นติดเพดานเป็นเวลาถึงเก้าได้⁶ หุ้นที่จดทะเบียนในตลาดรวมแล้วประมาณ 300 บริษัท แต่มีการซื้อขายหนาแน่นเพียง 10-15 บริษัท และเป็นหุ้นเก็งกำไรแทบทั้งสิ้น ในขณะที่หุ้นพื้นฐานดี หรือบลูชิพกลับไม่มีใครสนใจลงทุนราคาไม่ขยับไปทางใด ซึ่งจะมีผลทำให้ นักลงทุนจริง ๆ ไม่ว่าจะจากต่างชาติหรือแม้แต่คนไทยเองไม่ให้ความสนใจ ผลที่ตามมาตลาดหลักทรัพย์จะเหลืออยู่แต่ นักเก็งกำไรกับหุ้นเท่านั้น ซึ่งเรียกว่า ภาวะที่ตลาดฯ นักลงทุนที่ได้กำไรจะไม่กลับเข้ามาเสี่ยงอีก⁷ ประกอบกับภาวะการกักทางเศรษฐกิจและการเมืองของทั้งใน และนอกประเทศ ทำให้ นักลงทุนจริง เริ่มชะลอการลงทุนลงด้วย ภาวะการณ์ดังกล่าวทำให้ทั้งตลาดหลักทรัพย์และ ก.ล.ต. พยายามที่จะเข้มงวดเกี่ยวกับการเก็งกำไรมากขึ้น โดยมี การขึ้นเครื่องหมาย DS หุ้นอีกหลายตัวที่มีการเก็งกำไร ตลอดจนห้ามไม่ให้บริษัทสมาชิกซื้อหุ้นที่ขึ้นเครื่องหมาย DS อยู่เข้าพอร์ตการลงทุนของบริษัท นอกจากนี้ยังหามาตรการเข้มงวดในการทำให้ผู้ยืมเงินเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการเรียกร้องจากหลาย ๆ ฝ่ายเพื่อป้องกันปัญหาที่อาจเกิดขึ้นในลักษณะเดียวกับบริษัท ราชานาเงินทุน จำกัดในอดีต ในระหว่างนั้น ก.ล.ต. ได้ออกมาประกาศถึงการตรวจสอบการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน และการดำเนินการของบริษัทสมาชิก และการดำเนินการกับการสร้างราคาขึ้นเด็ดขาด ทำให้มีกระแสข่าวลือในเรื่องดังกล่าวส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ทุกครั้ง จนกระทั่งกรรมการตลาดหลักทรัพย์บางท่านถึงกับออกข่าวขอร้องให้ ก.ล.ต. กำหนดแนวทางและบทบาทที่ชัดเจนในเรื่องนี้ เพราะข่าวดังกล่าวทำให้ปริมาณการซื้อขายลดลงเหลือไม่ถึง 3 พันล้าน⁸

6 "ระวิงราชา 2", ผู้จัดการรายวัน, (24 กันยายน 2535), หน้า 1,37.

7 เรื่องเดียวกัน

8 "บรมกเกอร์ร้องข่าวหุ้นทำเหตุ เทรดสองรอบไม่จลุล", กรุงเทพธุรกิจ

รายวัน, (7 กรกฎาคม 2535), หน้า 1.



และในวันที่ 18 พฤศจิกายน 2535 ก.ล.ต. ได้กล่าวโทษนายสอง วัชรศรีโรจน์ และพวกอีก 11 คนต่อเจ้าพนักงานตำรวจในข้อหากระทำการฝ่าฝืน มาตรา 243 มาตรา 246 และ มาตรา 247 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ประกอบกับ มาตรา 83 แห่งประมวลกฎหมายทางอาญา เนื่องจาก ก.ล.ต. ได้รับข้อมูลว่านายสอง วัชรศรีโรจน์ จะเดินทางออกนอกประเทศในวันที่ 18 พฤศจิกายน 2535 โดยระบุว่า พฤติกรรมการซื้อหุ้นของนายสอง วัชรศรีโรจน์ และพวกดังต่อไปนี้

1) ในการซื้อขายหุ้นของธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ จำกัด (บีบีซี) ของบุคคลทั้ง 11 ราย มีการนำเงินของตน และเงินที่ได้รับโอนมาจากบุคคลภายในกลุ่มมาใช้ในการชำระค่าซื้อหุ้น

2) ระหว่างนั้นเวลาเกิดเหตุนายสอง วัชรศรีโรจน์ และพวก ได้ร่วมกันซื้อหุ้น บีบีซี ในปริมาณมากอย่างต่อเนื่องเป็นจำนวน 118,070,700 หุ้น เพื่อทำให้ราคาหุ้น บีบีซี เพิ่มขึ้น และในบางครั้งได้เข้าซื้อหุ้น "บีบีซี" ทุกคราวที่เห็นว่าราคาหุ้นมีแนวโน้มต่ำลง เพื่อรักษาระดับราคาหุ้นไว้เป็นผลให้ปริมาณการซื้อขาย และราคาหุ้นของธนาคารดังกล่าวได้เพิ่มขึ้นมากอันผิดจากสภาพปกติของตลาด บปรากฏว่าตั้งแต่ต้นปี 2535 ถึง วันที่ 1 ตุลาคม 2535 ปริมาณการซื้อขายหุ้นของธนาคารดังกล่าว ได้มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก โดยมีปริมาณซื้อขายอยู่ระหว่าง 0.05 ล้านหุ้น ถึง 24.39 ล้านหุ้น หรือเฉลี่ยเพียงวันละ 1.7 ล้านหุ้น มีราคาหุ้นเคลื่อนไหวอยู่ระหว่างราคา 10 บาท ถึง 15.75 บาท หรือเฉลี่ย 11.92 บาท แต่ระหว่างเกิดเหตุปริมาณการซื้อขายหุ้นได้ปรับตัวสูงขึ้นมาก โดยมีปริมาณซื้อขายระหว่าง 4.74 ล้านหุ้น ถึง 46.77 ล้านหุ้น หรือเฉลี่ยวันละ 14.15 ล้านหุ้น มีราคาเพิ่มขึ้นเป็น 40.75 บาทในวันที่ 29 ตุลาคม 2535 ทั้งนี้ เพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไป เข้ามาซื้อหุ้น บีบีซี เป็นจำนวนมาก การกระทำของบุคคลทั้งหมดนี้ได้กระทำโดยใช้บุคคลจำนวนมากซื้อหุ้นธนาคาร ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์หลายแห่ง เพื่อทำให้

บุคคลทั่วไปเข้าใจว่า หุ่นดังกล่าวมีบุคคลสนใจจำนวนมากจากหลายแห่งเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดในปริมาณการซื้อขาย และราคาของหุ้น ปีปี้ซี อันไม่ตรงต่อสภาพกติกของตลาด

3) ในการซื้อหุ้น นายสอง วัชรศรีโรจน์ กับพรรคพวกรวม 11 รายได้ชำระราคาค่าซื้อหุ้นด้วยเงินของตนเองและเงินที่ได้รับโอนในระหว่างบุคคลในกลุ่ม

4) จากพฤติกรรมการซื้อหุ้น ปีปี้ซี ของกลุ่มบุคคลดังกล่าว ระหว่างเกิดเหตุสามารถคำนวณผลประโยชน์ที่คาดว่าจะกลุ่มบุคคลดังกล่าวได้รับมีมูลค่าสูงขึ้นเป็นจำนวนเงินประมาณ 2,125 ล้านบาท นอกจากนี้เมื่อวันที่ 12 ตุลาคม 2535 นายสอง วัชรศรีโรจน์ได้รายงานการได้มาซึ่งหุ้นดังกล่าวต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เมื่อมีจำนวนถึงร้อยละ 10.66 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดของธนาคารแต่จากข้อเท็จจริงปรากฏว่านายสอง วัชรศรีโรจน์ กับพวก ร่วมกันได้มาซึ่งหุ้นธนาคารในปริมาณถึงร้อยละ 37.03 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้โดยมิได้รายงานการได้มาซึ่งหุ้นธนาคารที่เพิ่มขึ้น ที่สำนักงานทราบทุกครั้งที่มีจำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นจากทุกร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดภายในวันทำการถัดจากวันที่ได้มา และได้จัดทำคำเสนอซื้อหุ้นเป็นการทั่วไปและปฏิบัติตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. เรื่องหลักทรัพย์เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ลงวันที่ 18 พฤษภาคม 2535 เมื่อได้หุ้นธนาคารเพิ่มขึ้นถึงร้อยละยี่สิบห้าขึ้นไปของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด การกระทำของนายสอง วัชรศรีโรจน์กับพวก เป็นการเข้าถือครองหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ และได้กระทำไปโดยฝ่าฝืนกฎหมาย⁹

⁹ "ตร.- คลัง - ก.ล.ต. ถล่มเสียสอง"ตัวการปั่นหุ้น"ท่า เศรษฐกิจทั้ง",

ประชาชาติธุรกิจ , (22-25 พฤศจิกายน 2535), หน้า 15.

และเพื่อเป็นการป้องกันผลกระทบต่อการซื้อขาย และระดับราคาสินค้าหลักทรัพย์ในตลาด
 มีให้ตกต่ำลงกว่าภาวะพื้นฐานจากการดำเนินการดังกล่าว และเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนัก
 ลงทุนทั่วไป กระทรวงการคลัง และหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทั้งภาครัฐและเอกชนได้ดำเนินการ
 ดังต่อไปนี้

1. ให้ธนาคารกรุงไทย จำกัด จำกัดตั้งกองทุน จำนวนทั้งสิ้น 5,000 ล้านบาท
 เพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีพื้นฐานดี กองทุนนี้จะเริ่มดำเนินการได้ตั้งแต่วันที่ 19 พฤศจิกายน
 2535 เป็นต้นไป โดยธนาคารแห่งประเทศไทยให้ความสนับสนุนทางการเงินอย่างเต็มที่

2. ให้ได้รับความร่วมมือ จากภาคเอกชน คือ สมาคมสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่จะ
 จัดตั้งกองทุนขึ้น ด้วยความร่วมมือของสมาชิก เพื่อวัตถุประสงค์เช่นเดียวกันอีก เป็นจำนวนเงิน
 10,000 ล้านบาท โดยกองทุนนี้จะเริ่มดำเนินการโดยเร็วที่สุด

3. อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินอื่น ๆ สามารถเข้ามาซื้อขายใน
 ตลาดซื้อคืนพันธบัตร และเข้ามาคู่ผ่านหน้าต่างเงินกู้ (Loan Window) ได้เกินกว่ากำหนด
 เวลาทำการ¹⁰

อย่างไรก็ตามการกระทำของทางราชการดังกล่าว ก็ก่อให้เกิดความตื่นตกใจแก่นัก
 ลงทุน ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงในช่วงเช้าถึง 57 จุด แต่ในช่วงบ่ายดัชนีก็ตีกลับขึ้น
 มาปิดที่ ลดลง 23.45 จุดจากวันก่อน และหุ้นก็มีความผันผวนแต่มีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ

¹⁰ "พลิกมุมแก้ปัญหาตลาดหุ้นยุค "ชวน 1" แรงสุด", ผู้จัดการรายวัน, (23
 พฤศจิกายน 2535), หน้า 1.

ต่อมาตลาดหลักทรัพย์และระบบการเงินของประเทศไทยก็ถูกกระทบกระเทือนอย่างรุนแรงอีกครั้งหนึ่ง ด้วยการที่บริษัทเงินทุน เมิสท์ จิตดี อินเวสต์मेंท์ จำกัด ประสบปัญหาสภาพคล่อง ภัยจากการหยุดจ่ายเงินที่มีหน้าที่ต้องชำระคืน ต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทย ตามมาตรา 26 ตี ของพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 ซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดจากการถอนเงินของผู้ฝากอย่างต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากข่าวลือที่ว่า ทางราชการจะเข้าดำเนินการต่อผู้บริหารในข้อหาบั่นทอนตามกฎหมายหลักทรัพย์ และอีกส่วนหนึ่งเกิดจากข่าวลือเรื่องปัญหาหนี้เสียจำนวนมากในช่วงระหว่างที่มีข่าวเกี่ยวกับการเจรจาให้ธนาคารกรุงเทพ จำกัด เข้าร่วมทุน ซึ่งปรากฏว่าเป็นความจริงในเวลาต่อมา

จากเหตุการณ์เกี่ยวกับการตั้งกำไรมาจนถึงการจับนายสอง วัชรศรีโรจน์ และการล้มของบริษัทเงินทุน เมิสท์ จิตดี อินเวสต์मेंท์ จำกัด สำหรับผู้ที่ติดตามข่าวสาร และทิศทางต่าง ๆ ของการลงทุน และตลาดหลักทรัพย์คงจะปฏิเสธไม่ได้ว่าสาเหตุของปัญหาเหล่านี้ส่วนหนึ่งและเป็นส่วนใหญ่ เกิดขึ้นจากการสร้างราคาซึ่งนำไปสู่การตั้งกำไรมากเกินไป ปัจจุบันผลร้ายต่าง ๆ เหล่านี้ปรากฏออกมาให้เห็น คือ สภาพที่เข้มเขากองตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่จะมีนักลงทุนบางส่วนคิดว่าสิ่งต่าง ๆ เหล่านี้เกิดขึ้นจากการกระทำของทางราชการ ซึ่งเกิดจากความไม่เข้าใจถึงสิ่งที่จะเกิดขึ้น หรือทัศนคติของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างจากที่ควรเป็น หากพิจารณาจากทางเดินของพัฒนาการของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย จะเห็นได้ว่าเหตุการณ์ครั้งนี้มีส่วนคล้ายคลึงกับเหตุการณ์ บริษัท ราชานี จำกัด ต่างกันตรงที่ประเทศไทยได้เคยมีประสบการณ์ในการดูแลปัญหาชนิดนี้มาก่อน แต่คงปฏิเสธไม่ได้ว่าการจับหรือการดำเนินคดีอาญาที่เกิดขึ้นเท่าที่ผ่านมานี้มีจำนวนน้อยไม่สามารถก่อให้เกิดผลอันแรงของการทำให้เกิดความเข้าใจในลักษณะของการกระทำผิดและความหวาดกลัว และยับยั้งการทำความผิดซึ่งจะทำให้กฎหมายศักดิ์สิทธิ์ และมีประสิทธิภาพในการป้องกันการกระทำที่ผิดและการสร้างราคาได้ ทั้ง ๆ ที่ประเทศไทยมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์มาแล้วเป็นเวลานาน

3. วิวัฒนาการของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ในระยะแรกของการจัดตั้ง และดำเนินการหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายที่ ความสำคัญกับการฉ้อฉลและการสร้างราคา ถึงแม้ว่าจะมีการนำหลักเกณฑ์ในเรื่องการเปิดเผย ข้อมูลมาซึ่งบังคับแล้ว ไม่ว่าในส่วนของการออกหนังสือชี้ชวนตามประมวลกฎหมายแพ่ง และพาณิชย์ หรือการเปิดเผยข้อมูลในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จนกระทั่ง การตราพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยฉบับที่ 2 ในปี 2527 ซึ่งได้เริ่มมีการนำเอาบทบัญญัติเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคา (Anti - Fraud Provision Anti-Manipulative Provision) ของต่างประเทศมาบัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ฉบับนี้ ซึ่งสามารถแบ่งวิวัฒนาการของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคาในประเทศไทย ได้เป็น 2 ระยะคือ

ระยะที่ 1 ก่อนการแก้ไขพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527

ในระยะนี้ กฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉลในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์ ยังไม่มีบทบัญญัติที่กำหนดขึ้นเป็นการทั่วไป ดังนั้นเมื่อเกิดกรณีการกระทำฉ้อฉลหลอกลวงเกี่ยวกับ ข้อมูลในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ผู้ที่ได้รับความเสียหายสามารถหาทางเยียวยาได้ทางแพ่ง ในฐานะละเมิด และผิดสัญญา ซึ่งค่อนข้างมีข้อจำกัดเมื่อนำมาใช้เกี่ยวกับการหลอกลวงเกี่ยวกับหลักทรัพย์ เนื่องจากลักษณะของกฎหมายละเมิดตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มีลักษณะ เป็นกฎหมายเอกชน ซึ่งเป็นการบัญญัติถึงสิทธิ และหน้าที่ระหว่างบุคคลที่ต้องอาศัยความสัมพันธ์ ระหว่างบุคคลและการกระทำระหว่างบุคคล ตลอดจนการพิสูจน์ความสัมพันธ์ระหว่างการกระทำ และผลที่ค่อนข้างจำกัด ในขณะที่การฉ้อฉลหลอกลวงในธุรกิจหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ระหว่าง ข้อมูลกับราคาหลักทรัพย์นั้นจำเป็นต้องอาศัยกฎหมายที่มีลักษณะที่เปิดกว้างอย่างไม่มีจำกัด ดังนั้นจะ

เห็นได้ว่า ไม่ปรากฏคำพิพากษาที่เกี่ยวกับการละเมิดโดยการจ้อลลลอกกลงเกี่ยวกับหลักทรัพย์

ในส่วนของความรับผิดทางอาญาที่เช่นกัน ไม่มีหลักกฎหมายที่บัญญัติเกี่ยวกับการจ้อลลและสร้างราคาหลักทรัพย์ไว้เป็นการทั่วไป เว้นแต่ตามมาตรา 21 เดิมซึ่งห้ามบริษัทสมาชิกแจ้งข้อความอันเป็นเท็จหรือปกปิดข้อความอันควรต้องแจ้งเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาต หรือราคาซื้อขายของหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต หรือกระทำการโดยมีเจตนาทุจริตในการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต ซึ่งใช้บังคับแต่เฉพาะในบรรดาสมาชิกตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ในส่วนของบุคคลอื่น ๆ ฐานความผิดที่ใกล้เคียง และพอเข้ากันได้ คือ ความผิดฐานล่อลวงตามประมวลกฎหมายทางอาญา มาตรา 341 ซึ่งบัญญัติว่า "ผู้ใดโดยทุจริต หลอกลวงผู้อื่นด้วยการแสดงข้อความอันเป็นเท็จหรือปกปิดข้อความจริงที่ควรบอกให้แจ้ง และโดยการหลอกลวงเช่นนั้นได้ไปซึ่งทรัพย์สินจากผู้ถูกหลอกลวง หรือบุคคลที่สาม หรือทำให้ผู้ถูกหลอกลวงหรือบุคคลที่สามทำหรือถอนทำลายเอกสารสิทธิ ผู้นั้นกระทำความผิดฐานล่อลวง ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสามปีหรือปรับไม่เกิน 6,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ" จะเห็นได้ว่า องค์ประกอบภายนอกในส่วนของการกระทำในส่วนแรกคือ การหลอกลวงผู้อื่นด้วยการแสดงข้อความเท็จหรือปกปิดข้อความจริงที่ควรบอกให้แจ้งนั้น เข้าลักษณะของการจ้อลลตามกฎหมายซึ่งเป็นรากฐานของกฎหมายการจ้อลลและสร้างราคาหลักทรัพย์ซึ่งตามแนวคำพิพากษาศาลฎีกา และคำอธิบายได้ให้คำจำกัดความการกระทำดังกล่าวไว้ คือ การหลอกลวง หมายถึง การทำให้ผู้อื่นหลงเชื่อผิดไปจากความจริง มิใช่เพียงการถือเอาประโยชน์จากความหลงผิดของผู้อื่นซึ่งตนเองมิได้เป็นผู้ก่อขึ้น¹¹ และการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

11 เข็มชัย ชูติวงศ์. "ความผิดฐานล่อลวง, ความผิดฐานโกงเข้าหนี้, ความผิดฐานยักยอก", กฎหมายอาญา 2: ภาคความคิด, (กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, 2526), หน้า 288.

หลอกลวงนั้นจะต้องเกิดจากการกระทำของผู้หลอกลวงโดยการแสดงข้อความอันเป็นเท็จ หรือ การปกปิดข้อเท็จจริงที่ควรบอกให้แจ้ง ซึ่งการกระทำดังกล่าวอาจอยู่ในรูปของการหาที่ถ้อยคำ หรือการแสดงออกต่าง ๆ ก็ได้ แต่อย่างไรก็ตามคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 384/2459 ได้วางบรรทัดฐานไว้ว่า สิ่งที่แสดงต้องมีลักษณะเป็นข้อเท็จจริงซึ่งไม่ตรงกับความเป็นจริง ดังนั้นจึงต้องเป็น เรื่องที่เกิดขึ้นในอดีตหรืออันปัจจุบันเท่านั้น เหตุการณ์ในอนาคตการทนายย่อมยังไม่เป็นจริงหรือเท็จได้เพราะ เหตุการณ์ยังไม่เกิดขึ้น

ในส่วนของการแสดงความคิดเห็น หรือการคาดคะเน หน้าที่การยืนยันข้อเท็จจริง จึงไม่เป็นการแสดงข้อความอันเป็นเท็จ เว้นแต่เป็นการแสดงความคิดเห็นที่มีการแสดงข้อเท็จจริงสนับสนุนเพื่อให้นำเชื่อถือ และข้อเท็จจริงนั้นเป็นเท็จก็อาจจะเข้าลักษณะฉ้อโกงได้ เช่น การกล่าวหาว่าหุ้นของธนาคาร ก จะต้องตีมากในปลายปี เพราะตอนนี้ราคาตลาดสูงถึงเดือนละ 11% แต่ความจริงที่ผ่านมาหุ้นของธนาคาร ก ราคาตกลงตลอด ดังนี้มิใช่เป็นเพียงการคาดคะเนแต่มีการแสดงข้อความที่เป็นเท็จประกอบ¹² แต่โดยเฉพาะการคาดคะเนหรือแสดงความคิดเห็นเพียงอย่างเดียวที่ไม่สามารถพิสูจน์จริงเท็จได้ย่อมไม่เข้าลักษณะการกระทำการฉ้อโกง

นอกจากนี้ความผิดฐานฉ้อโกงยังเป็นความคิดที่ต้องการผล คือการได้ไปซึ่งทรัพย์สินของผู้ถูกหลอกลวงหรือบุคคลที่สาม หรือ ทำให้ผู้ถูกหลอกลวงหรือบุคคลที่สามทำถอน ท้าลาย เอกสารสิทธิ ซึ่งจะเห็นว่าในลักษณะของการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นผลโดยตรงที่เกิดขึ้น คือ ความเสียหายที่เกิดจากการประเมินมูลค่า หรือราคาของหลักทรัพย์ผิด โดยที่ระหว่างผู้กระทำกับผู้ถูกกระทำอาจมิได้เกี่ยวข้องกัน หรืออาจไม่สามารถพิสูจน์ความสัมพันธ์ระหว่างการกระทำและผลได้ ดังนั้นองค์ประกอบทั้งในส่วนการกระทำและเจตนาที่ค่อนข้างมากทำให้เป็นข้อหาสำหรับการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์หลวมเสียงกฎหมายได้ง่าย

12 เรื่องเดียวกัน., หน้า 288-304.

ในส่วนของการสร้างราคา ถึงแม้ว่าการกระทำความคิดฐานล้อโกงจะไม่ได้จำกัดเฉพาะการพูดการเขียน แต่หมายความรวมถึงการแสดงออกโดยวิธีใด ๆ ก็ตาม แต่การแสดงออกโดยการซื้อขายเพื่อที่บุคคลอื่นเชื่อว่า ราคาดังกล่าวเป็นราคาที่แท้จริงนั้น การกระทำดังกล่าวถึงแม้จะเป็นการแสดงข้อเท็จจริงก็เป็นลักษณะของการคาดคะเน เนื่องจากไม่สามารถที่จะบอกได้ว่าราคาลักษณะที่เท่าใดเป็นราคาที่แท้จริงและถูกต้อง

นอกจากความคิดฐานล้อโกงตามมาตราหลัก 341 และเหตุเพิ่มโทษตามมาตรา 342 และมาตรา 343 แล้วยังมีความผิดลหุโทษตามมาตรา 384 ซึ่งบัญญัติว่า ผู้ได้แก่งบอกล่าความเท็จทำให้สิ่งของอันเป็นเหตุที่ประชาชนตื่นตกใจต้องระวางโทษ จำคุกไม่เกินหนึ่งเดือนและปรับไม่เกินหนึ่งพันบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ ซึ่งมีลักษณะของการล้อลอบอยู่ด้วย แต่เนื่องจากกระยะแรกของตลาดหลักทรัพย์ยังมีประชาชนที่ลงทุน และเกี่ยวข้องน้อย จนกระทั่งวิกฤตการณ์บริษัทราชาเงินทุน จำกัด ในช่วงปี 2522 และการล้มของสถาบันการเงิน ซึ่งก่อให้เกิดผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ และมีจำนวนประชาชนที่เกี่ยวข้องมากมาย ทำให้เห็นการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ในปี 2527 จึงได้มีการนำบทบัญญัติเกี่ยวกับการกระทำการล้อลอบมาระบุไว้ด้วย

พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ฉบับที่ 2 พ.ศ. 2527 นอกเหนือจากการแก้ไขในเรื่องหลักอัน ได้แก่ การแก้ไขหลักการโอนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ให้แตกต่างจากการโอนหุ้นตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แก้ไขให้บริษัทจำกัดสามารถจัดจำหน่ายหุ้นให้แก่ประชาชนได้แล้ว ยังได้มีการนำบทบัญญัติป้องกันการล้อลอบ (Anti-Fraud Provision) และป้องกันการสร้างราคา (Anti-Manipulative Provision) อันได้แก่ มาตรา 42, มาตรา 42 ตี และมาตรา 42 จ. ดังระบุต่อไปนี้ "มาตรา 42 ผู้ใดซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์และหรือการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แจ้งข้อความอันเป็นเท็จ หรือแจ้งข้อความโดยบิดเบือนข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทจด

ทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาต และราคาซื้อหรือขายของหลักทรัพย์จดทะเบียน หรือหลักทรัพย์รับอนุญาต ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสองแสนบาท

ในกรณีที่นิติบุคคลกระทำความคิดตามวรรคหนึ่ง กรรมการของนิติบุคคล หรือบุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคลนั้น ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินสองแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนในการกระทำความคิดนั้นด้วย

บริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาตใดกระทำความคิดตามวรรคหนึ่ง หรือปกปิดข้อความอันควรต้องแจ้งเกี่ยวกับฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาต และราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียน หรือหลักทรัพย์รับอนุญาตต้องระวางโทษปรับไม่เกินสี่แสนบาท

ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทรับอนุญาตกระทำความคิดตามวรรคสาม กรรมการของบริษัท หรือบุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของบริษัทนั้น ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสองปีหรือปรับไม่เกินสี่แสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่ จะพิสูจน์ได้ว่าตน มิได้มีส่วนในการกระทำความคิดครั้งนั้นด้วย

ในกรณีที่สมาชิกกระทำความคิดตามวรรคหนึ่ง สมาชิกต้องระวางโทษปรับไม่เกินสี่แสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนในการกระทำความคิดนั้นด้วย"

ข้อสังเกต

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

มาตรานี้แบ่งการกระทำออกเป็น 2 ชนิดตามประเภทของผู้กระทำ กล่าวคือ

1) ในกรณีที่อยู่กระทำ คือ ผู้ใดซึ่งเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ และหรือการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ กระทำการแจ้งข้อความอันเป็นเท็จ หรือแจ้งข้อความบิดเบือนข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาต และราคาซื้อขายของหลักทรัพย์จดทะเบียนและหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต

2) ในกรณีที่อยู่กระทำคือ บริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตนั้น นอกเหนือจากการกระทำข้างต้น ยังรวมถึงการปกปิดข้อเท็จจริงอันควรแจ้งเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน การปกปิดข้อเท็จจริงอันควรแจ้งเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทรับอนุญาต และราคาซื้อขายของหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต

โดยในส่วนอื่น ๆ ขององค์ประกอบเป็นข้อเท็จจริง ทางภาวะวิสัย อันจะทำให้ผู้กระทำต้องรับโทษหนักขึ้น และข้อสันนิษฐานความรับผิดชอบของผู้แทน และผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของนิติบุคคลในกรณีนิติบุคคลกระทำความคิด เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนรู้เห็นในการกระทำความคิด

"มาตรา 42 ตี ผู้ใดทำการซื้อหรือขายหรือเสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต เพื่อแสวงหาประโยชน์อันมิชอบของตนเอง หรือของผู้อื่น โดยกระทำการแพร่ข่าวว่าราคาหลักทรัพย์จะขึ้นหรือลง เพราะการกระทำของตนเองหรือผู้อื่นที่ได้กระทำหรือจะกระทำ เพื่อให้ราคาหลักทรัพย์นั้นขึ้นหรือลง ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสองแสนบาท

ในกรณีนิติบุคคลกระทำความคิดตามวรรคหนึ่ง กรรมการของนิติบุคคล หรือบุคคลอื่นรับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคลนั้น ต้องระวางโทษ จำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินสองแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่า ตนมิได้มีส่วนร่วมในการกระทำความคิดนั้นด้วย"

ข้อสังเกต

มาตรานี้ได้มาจาก หลักการมาตรา 9 ของ 1934 Act ซึ่งถือเป็นการป้องกันการใช้วิธีการแพร่ข่าวลือเพื่อสนับสนุนการสร้างราคา ซึ่งตัวการกระทำไม่มีลักษณะของความเท็จหรือเจตนาให้มีการสืบสนหลงผิดอยู่ แต่โดยลักษณะของข่าวสารดังกล่าวที่ทำการเผยแพร่ขัดต่อหลักการโดยตรงของตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ย่อมขึ้นลงตามอุปสงค์ และอุปทานที่แท้จริงและโดยอิสระ

มาตรา 42 จ ในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์

(1) ผู้ใดทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียน หรือหลักทรัพย์รับอนุญาต โดยรู้เห็นหรือตกลงกับบุคคลอื่นเป็นการอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงคิดไปว่าขณะใดขณะหนึ่งหรือช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์ใดมีการซื้อหรือขายกันมากหรือราคาของหลักทรัพย์ใดได้เปลี่ยนแปลงไปหรือไม่มี การเปลี่ยนแปลงอันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินสองแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

ฉากรณีดังต่อไปนี้ถือว่าเป็นการอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงคิดตาม (1) ด้วย

(ก) ทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ซึ่งงานที่สุดบุคคลที่ได้ประโยชน์จากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นยังคงเป็นบุคคลคนเดียวกัน

(ข) สั่งซื้อหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเอง หรือผู้มีประโยชน์ร่วมกันได้สั่งขายหรือจะสั่งขายหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเดียวกันหรือของโครงการลงทุนเดียวกัน ประเภทและชนิดเดียวกัน ทั้งนี้ โดยมีจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกันและภายในเวลาใกล้เคียงกัน

(ก) สิ่งขายหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเองหรือผู้มีประโยชน์ร่วมกันได้สั่งซื้อหรือจะสั่งซื้อหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเดียวกันหรือของโครงการลงทุนเดียวกัน ประเภทและชนิดเดียวกัน ทั้งนี้ โดยมีจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกันและภายในเวลาใกล้เคียงกัน

(ง) การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่มีการร่วมมือกันระหว่างบุคคลหลายคนเพื่อทำให้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อยู่ ณ ระดับราคาที่ไม่ได้มีส่วนกับสินทรัพย์ของนิติบุคคลหรือของโครงการลงทุน หรือไม่ได้มีส่วนกับผลกำไรที่เกิดจากหรือคาดว่าจะเกิดจากธุรกิจของนิติบุคคลหรือของโครงการลงทุน

(2) ผู้ใดโดยตนเอง หรือผู้มีประโยชน์ร่วมกันทำการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาตใด ลักษณะต่อเนื่องกันอันเป็นผลทำให้การซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้นเกิดไปจากสภาพปกติของตลาด และการกระทำดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น ถ้ามิได้กระทำโดยสุจริตและมิได้มีความมุ่งหมายเพื่อป้องกันประโยชน์อันชอบธรรมของตนเท่านั้นต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินสองแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ

"ผู้มีประโยชน์ร่วมกัน" ตาม (1) และ (2) ได้แก่บุคคลดังต่อไปนี้

(ก) นิติบุคคล ซึ่งถือหุ้นหรือเป็นหุ้นส่วนของผู้กระทำการเกินร้อยละสามสิบ

(ข) นิติบุคคล ซึ่งผู้กระทำการถือหุ้นหรือเป็นหุ้นส่วนเกินร้อยละสามสิบ ในกรณีนี้ให้คำนวณหุ้นหรือหุ้นส่วนของกลุ่มสมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะรวมเข้า เป็นหุ้นหรือหุ้นส่วนของผู้ทำการ

(ค) นิติบุคคล ซึ่งโดยปกติบุคคลดังกล่าวหรือผู้จัดการของนิติบุคคลดังกล่าวจะฟังหรือปฏิบัติตามผู้กระทำการเกี่ยวกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์

(ง) นิติบุคคล ซึ่งโดยปกติผู้กระทำการจะฟังหรือปฏิบัติตามนิติบุคคลดังกล่าวหรือผู้จัดการของนิติบุคคลดังกล่าวเกี่ยวกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์

(จ) บุคคลธรรมดา ซึ่งโดยปกติจะฟังหรือปฏิบัติตามผู้กระทำการเกี่ยวกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์

(ฉ) บุคคลธรรมดา ซึ่งโดยปกติผู้กระทำการจะฟังหรือปฏิบัติตามบุคคลดังกล่าวเกี่ยวกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์

(ช) ผู้สมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของผู้กระทำการ

ข้อสังเกต

มาตรานี้เป็นมาตราหลักของกฎหมายป้องกันการสร้างราคา (Anti-Manipulative Provision) หลักการส่วนใหญ่มาจากกฎหมาย มาตรา 9 ของ 1934 Act ตามที่ได้อธิบายไปแล้ว ตั้งแต่หลักการในเรื่องต่อไปนี้

1) การซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงผู้รับประโยชน์ (Washed Sale) ตาม (ก) และการซื้อขายแบบจับคู่ (Matching Order) ตาม (ข) และ (ค) เป็นการกระทำความผิดโดยตัวของมันเอง เนื่องจากกฎหมายบัญญัติว่า "กรณีดังต่อไปนี้ถือว่าเป็นการซื้อขายเพื่ออำพรางให้บุคคลหลงผิดตาม (1)" ซึ่งเป็นข้อสันนิษฐานเจตนาของผู้กระทำโดยเด็ดขาด ซึ่งผู้กระทำไม่สามารถพิสูจน์หักล้างได้เนื่องจากโดยลักษณะของการบัญญัติกฎหมายมิได้เปิดช่องไว้

2) ในอนุมาตรา 1 (ง) เป็นการซื้อขายโดยมุ่งประสงค์ต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้ระดับราคาไม่ได้มีส่วนกับสินทรัพย์ หรือไม่ได้รับส่วนกับผลกำไรที่เกิดจากหรือคาดว่าจะเกิดจากธุรกิจของนิติบุคคล หรือของโครงการลงทุน ซึ่งมีลักษณะที่น่าพิจารณาคือ สัดส่วนระหว่างราคากับสินทรัพย์ และระหว่างราคากับผลกำไรที่เกิดจาก หรือคาดว่าจะเกิดจากธุรกิจของนิติบุคคล หรือของโครงการลงทุน คือเท่าใด เพื่อจะได้พิสูจน์ต่อไปว่าราคาเท่าใดซึ่งผู้กระทำจะมีความผิด เพราะในแต่ละหมวดหลักทรัพย์ หรือแม้แต่หลักทรัพย์แต่ละตัวเองก็มีอัตราส่วนสินทรัพย์รวมต่อหุ้นต่อราคาหลักทรัพย์ หรือ กำไรต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันออกไป และผล

โดยอ้อมที่เกิดขึ้นคือ ทำให้ราคาหลักทรัพย์อาจไม่เป็นไปตามอุปสงค์อุปทานที่แท้จริงได้ เพราะมีการจำกัดานเรื่องนี้ไว้

3) การกำหนดนิยามของผู้มีประโยชน์ร่วมกันตาม (1) และ (2) ซึ่งจำกัดเฉพาะบุคคลดังที่ระบุเท่านั้น เพื่อประโยชน์ในการพิสูจน์การร่วมกันกระทำความคิด โดยแบ่งบุคคลดังกล่าวได้ 2 ลักษณะ คือ ผู้มีประโยชน์ร่วมกันโดยคุณสมบัติ อันได้แก่ (ก) (ข) (ข) และผู้มีประโยชน์ร่วมโดยพฤติกรรม คือ (ค) (ง) (จ) (ฉ) ทั้งนี้เพื่อแก้ไขปัญหาคำวินิจฉัยการพิสูจน์ตัวการร่วมตามมาตรา 83 ซึ่งต้องพิสูจน์เจตนาของผู้กระทำโดยเห็นว่าบุคคลเหล่านี้มีความใกล้ชิดต่อผู้กระทำในลักษณะที่อาจจะมีประโยชน์ร่วมกัน ดังนั้นโอกาสที่จะเป็นผู้ร่วมกันกระทำความคิดพลาคมีมาก

บทบัญญัติเหล่านี้เป็นการกำหนดโทษทางอาญาแก่ผู้กระทำ โดยขั้นตอนในการบังคับใช้กฎหมายเมื่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในฐานะองค์กรที่ดูแลบริษัทสมาชิก ซึ่งเป็นผู้ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ตรวจสอบข้อเท็จจริงปรากฏว่ามีการกระทำผิดขึ้น และเมื่อดูลักษณะการกระทำนั้นว่ามีการละเมิดกฎหมายในระดับใด และมีพยานหลักฐานเพียงพอที่จะดำเนินคดีอาญาหรือไม่ หากเป็นการละเมิดกฎหมายอย่างชัดเจน ปรากฏหลักฐานที่เพียงพอที่จะกล่าวโทษแก่เจ้าพนักงานสอบสวน เพื่อดำเนินคดีอาญาแก่ผู้กระทำผิด แต่หากโดยลักษณะการกระทำผิดเป็นการกระทำผิดที่ยังไม่ชัดเจนนักว่าผู้กระทำมีเจตนาหรือไม่ และมีพยานหลักฐานมุ่งชี้พ้อหรือไม่ ตลาดหลักทรัพย์จะดำเนินการแจ้งให้คณะกรรมการเปรียบเทียบปรับ ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจากสามฝ่าย อันได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง และกรมตำรวจ ที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังแต่งตั้ง ทำการเปรียบเทียบตามมาตรา 44 จัตวา ซึ่งหากผู้ต้องหายินยอมชำระค่าปรับตามค่าเปรียบเทียบภายในระยะเวลาที่คณะกรรมการกำหนดแล้ว ให้คดีนั้นเป็นอันเลิกกัน

ต่อมาในปี 2535 ได้มีการจัดระบบระเบียบเกี่ยวกับการกำกับดูแลตลาดทุนทั้งงานตลาดแรก และในตลาดรอง โดยยกเลิกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด และเข้าจากกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้องหลายฉบับอัน ได้แก่ พระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด และประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และตราพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยในส่วนที่เกี่ยวกับการกระทำผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ได้มีการแก้ไข เนื่องจากเห็นว่าข้อกำหนดตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ในปัจจุบันยังมีจุดอ่อนไม่สามารถติดตามลงโทษผู้กระทำผิดอันมีลักษณะ เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างใหม่ เป็นธรรมได้¹³ และได้มีเพิ่มเติมกฎหมายเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ โดยที่ในส่วนที่เกี่ยวกับการฉ้อฉลและการสร้างราคาได้มีการแก้ไขปรับปรุงและนํามาบัญญัติไว้ในมาตรา 238 มาตรา 239 มาตรา 240 มาตรา 243 และมาตรา 244 โดยที่หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการฉ้อฉลโดยทั่วไปในมาตรา 42 นํามาบัญญัติไว้ในมาตรา 238 ส่วนหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการห้ามการเปิดเผยข้อมูลในลักษณะที่เกื้อหนุนแก่การสร้างราคาตามมาตรา 42 ตี 1 ได้นํามาบัญญัติไว้ในมาตรา 239 และมาตรา 240 โดยมีการแก้ไขในเนื้อหาของกฎหมายค่อนข้างมาก ซึ่งจะกล่าวต่อไปในบทที่ 4 และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการห้ามการซื้อขายในลักษณะการสร้างราคาตามมาตรา 42 ฉ ได้นํามาแยกและบัญญัติไว้ในมาตรา 238 และมาตรา 239 โดยตัดทอนบทบัญญัติเกี่ยวกับการซื้อขาย โดยการอำพรางในลักษณะที่เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการร่วมมือกันระหว่างบุคคลหลายบุคคล เพื่อให้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อยู่ ณ ระดับราคาที่ไม่ได้มีส่วนกับสินทรัพย์ หรือผลกำไรที่เกิดหรือคาดว่าจะเกิดจากกิจการและหลักเกณฑ์ในเรื่องของผู้มีประโยชน์ร่วมกันทั้งหมดออก

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ในส่วนของการบังคับใช้กฎหมาย ได้มีการแก้ไขโดยเพิ่มอำนาจในการสอบสวนเบื้องต้น โดยกำหนดคำพิพากษาเจ้าหน้าที่ของสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นพนักงานเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายอาญา เพื่อให้ได้รับสิทธิและความคุ้มครองตามกฎหมายโดยใช้อำนาจแก่พนักงาน

เข้าหน้าที่ ตามมาตรา 264 ดังต่อไปนี้

(1) เข้าไปในสถานที่ประกอบธุรกิจ หรือสถานที่ตั้งของบริษัทหลักทรัพย์ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ผู้รับฝากทรัพย์สิน ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ หรือสถานที่ซึ่งรวบรวมหรือประมวลข้อมูลของบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันดังกล่าวด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์ หรือด้วยเครื่องมืออื่นใดในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตก หรือในเวลาทำการของสถานที่นั้น เพื่อตรวจสอบกิจการ สินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันดังกล่าว รวมทั้งเอกสาร หลักฐาน หรือข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันดังกล่าว

(2) เข้าไปในสถานที่ประกอบธุรกิจของผู้เริ่มจัดตั้งบริษัท มหาชน จำกัด บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ หรือเจ้าของหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน หรือบุคคลใด ๆ หรือสถานที่ซึ่งรวบรวมหรือประมวลข้อมูลของบุคคลดังกล่าวด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์ หรือด้วยเครื่องมืออื่นใด ในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตก หรือในเวลาทำการของสถานที่นั้น เพื่อตรวจสอบสมุดบัญชีหรือเอกสารหลักฐานอื่นที่เกี่ยวข้อง

(3) เข้าไปในธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงิน หรือสถานที่ใดในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตก หรือในเวลาทำการของสถานที่นั้น เพื่อทำการตรวจสอบสมุดบัญชี เอกสาร หรือหลักฐานที่อาจเกี่ยวข้องกับการกระทำอันเป็นความผิดตามพระราชบัญญัตินี้

(4) ยึดหรืออายัดเอกสาร หรือหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับการกระทำความคิดตามพระราชบัญญัตินี้ เพื่อประโยชน์ในการตรวจสอบหรือดำเนินคดี

(5) สั่งให้กรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง หรือผู้สอบบัญชีของบริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ผู้รับฝากทรัพย์สิน ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ สำนักหักบัญชี ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ และผู้รวบรวมหรือประมวลข้อมูลของบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันดังกล่าวด้วย เครื่องคอมพิวเตอร์ หรือเครื่องมืออื่นใดมาให้อ่านหรือส่งสำเนา หรือแสดงสมุดบัญชี เอกสาร ดวงตรา หรือหลักฐานอื่นเกี่ยวกับกิจการ การดำเนินงาน สิทธิ และหนี้สินของบริษัทหลักทรัพย์หรือสถาบันดังกล่าว

(6) สั่งให้บุคคลใด ๆ ที่ซื้อหรือขายหลักทรัพย์กับหรือผ่านบริษัทหลักทรัพย์ หรือสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์มาให้อ่านหรือส่งสำเนา หรือแสดงสมุดบัญชี เอกสาร และหลักฐานอื่นเกี่ยวกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์

(7) สั่งให้บุคคลใด ๆ ที่จะปฏิบัติตามหน้าที่ของพนักงานเจ้าหน้าที่ที่มาให้อ่านหรือส่งสำเนาหรือแสดงสมุดบัญชี เอกสาร หลักฐาน หรือวัตถุใดที่เกี่ยวข้องหรือจำเป็นแก่การปฏิบัติหน้าที่ของพนักงานเจ้าหน้าที่

(8) เข้าไปตรวจสอบฐานะ หรือการดำเนินงานในสถานที่ประกอบธุรกิจของลูกหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์ ในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตก หรือในเวลาทำการของสถานที่นั้น

โดยที่การใช้อำนาจในการเข้าตรวจสอบนอกสถานที่ของพนักงานเจ้าหน้าที่ตาม (1) (2) (3) หรือ (8) ข้างต้น เมื่อได้เข้าไปแล้วและลงมือทำการแล้ว ไม่ว่าเสร็จสามารถกระทำต่อไปในเวลากลางคืนหรือนอกเวลาทำการของสถานที่นั้นได้ ส่วนการใช้อำนาจตาม (6) (7) และ (8) จะต้องเป็นการที่กระทำต่อบุคคลที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับเรื่องที่กำลังดำเนินการตรวจสอบ

และต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานก่อน และการยื่นข้ออ้างตาม (6) และ (8) จะต้องใช้เวลาพอสมควรที่จะให้บุคคลดังกล่าวสามารถปฏิบัติตามได้ด้วย เนื่องจากการยื่นข้ออ้างตาม (6) (7) และ (8) เป็นการยื่นข้ออ้างต่อบุคคลภายนอกที่ไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. หรือ SROs (Self Regulatory Organization) ใด ๆ จึงจำเป็นต้องผ่านการกลั่นกรองก่อนการยื่นข้ออ้าง

นอกจากอำนาจของพนักงานเจ้าหน้าที่ตามที่ระบุไว้ในมาตรา 264 แล้ว คณะกรรมการ ก.ล.ต. ยังมีอำนาจในการปิดหรืออายัดทรัพย์สินของบุคคลที่ปรากฏหลักฐานว่ากระทำความผิดตามกฎหมายนี้ ที่มีลักษณะอันอาจก่อให้เกิดความเสียหายแก่ประชาชนไปประชาชน และมีเหตุอันควรเชื่อว่าผู้กระทำความผิดจะยักยอก หรือจากลายทรัพย์สินของตน ให้สำนักงานโดยความเห็นชอบของคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจสั่งยึดหรืออายัดทรัพย์สินของบุคคลนั้น หรือทรัพย์สินที่มีหลักฐานอันควรเชื่อได้ว่าเป็นของบุคคลนั้นได้ เป็นเวลา 180 วัน เว้นแต่ในกรณีที่มีการฟ้องคดีต่อศาลให้คำสั่งยึดหรืออายัดดังกล่าวยังคงมีผลต่อไปจนกว่าศาลจะสั่งเป็นอย่างอื่น และในกรณีเหตุจำเป็นไม่สามรถฟ้องคดีได้ภายใน 180 วัน ศาลที่มีเขตอำนาจจะสั่งขยายระยะเวลาออกไปอีกตามคำขอของสำนักงานก็ได้ แต่จะขยายเวลาอีกเกิน 180 วันมิได้ โดยหลักเกณฑ์ในการปิดและอายัดดังกล่าวให้ห้ามหน่วยงานแห่งประมวลรัษฎากร มาบังคับใช้โดยอนุโลม

นอกเหนือจากอำนาจของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ข้างต้น ยังมีการยื่นข้ออ้างแก่ศาลอาญาที่มีอำนาจสั่งห้ามมิให้บุคคลที่ปรากฏหลักฐานว่ากระทำความผิดตามกฎหมายนี้ ที่มีลักษณะอันอาจก่อให้เกิดความเสียหายแก่ประชาชนของประชาชนดังกล่าว และมีเหตุอันควรสงสัยว่าบุคคลดังกล่าวจะหลบหนีออกนอกราชอาณาจักร เมื่อสำนักงานร้องขอ ให้ศาลอาญามีอำนาจสั่งห้ามมิให้บุคคลนั้นออกนอกราชอาณาจักรไว้ก่อนได้ และในกรณีฉุกเฉินที่มีความจำเป็นรีบด่วน ให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีคำสั่งห้ามมิให้บุคคลนั้นออกนอกราชอาณาจักรไว้ก่อนเป็นการชั่วคราวได้ เป็นเวลาไม่เกิน 15 วันจนกว่าศาลอาญาจะมีคำสั่งเป็นอย่างอื่น

นอกจากนี้ยังได้เพิ่มบทกำหนดโทษของการกระทำความผิด และการสร้างราคา จากเดิมเป็น โทษจำคุกไม่เกินสองปี หรือปรับไม่เกินสองเท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้น ๆ ได้รับ ไว้ หรือพึงจะได้รับ เพราะการฝ่าฝืนดังกล่าว แต่ทั้งนี้ค่าปรับดังกล่าวต้องไม่น้อยกว่าห้าแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ โดยที่การกระทำความผิดตามมาตรา 238, มาตรา 239, มาตรา 240 และ มาตรา 243 เป็นความผิดที่สามารถให้มีการเปรียบเทียบปรับ โดยคณะกรรมการเปรียบเทียบได้ นอกเหนือจากดำเนินการตามกระบวนการในการดำเนินคดีอาญา ซึ่งเป็นหลักการเดิมของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 (แก้ไขเพิ่มเติม 2527)

4. ลักษณะการกระทำที่อยู่ในขอบเขตของการฉ้อฉลและการสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย

4.1 การเผยแพร่ข้อมูลอันเป็นการฉ้อฉลและสร้างราคา

การกระทำอันเกี่ยวข้องกับการเผยแพร่ หรือแจ้งข้อมูลที่เป็นการฉ้อฉล และสร้างราคาตามกฎหมายไทย ได้แก่ การกระทำที่ระบุตามมาตรา 238 มาตรา 239 และมาตรา 243 ซึ่งแบ่งโดยลักษณะของผู้กระทำได้เป็น 2 กรณี คือ

4.1.1. การกระทำความผิดที่จำกัดตัวผู้กระทำ อันได้แก่ มาตรา 238 และ มาตรา 239 ซึ่งจำกัดตัวผู้กระทำไว้เฉพาะบุคคลดังต่อไปนี้

- (1) บริษัทหลักทรัพย์
- (2) ผู้ซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินการของบริษัทหลักทรัพย์
- (3) ผู้ซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินการของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์
- (4) ผู้มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์

โดยลักษณะของการกระทำของบุคคลดังกล่าวข้างต้น แบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ คือ

1. การบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ หรือข้อความใดโดยเจตนาให้ผู้อื่นสำคัญคิด
 านข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานหรือราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือ
 นิติบุคคลที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือหลักทรัพย์ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์
 ตามมาตรา 238 ซึ่งแยกองค์ประกอบได้ดังต่อไปนี้

องค์ประกอบภายนอก (การกระทำ)

การบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ หรือข้อความใด

องค์ประกอบภายใน (เจตนา)

1. เจตนาธรรมดาอันได้แก่ การกระทำโดยรู้สำนึกและรู้ข้อเท็จจริงอันเป็นองค์
 ประกอบของความผิด ซึ่งในกรณีของการบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ หมายถึง รู้ถึงความเท็จของ
 ข้อความ ส่วนในกรณีของการบอกกล่าวข้อความใดนั้น เพียงแต่ผู้กระทำกระทำไปโดยรู้สำนึก
 ของการกระทำ และมีเจตนาพิเศษตามที่ระบุข้างล่างนี้

2. เจตนาพิเศษ กล่าวคือ ทั้งการบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จและข้อความใด
 ดังกล่าวจะต้องเป็นการกระทำโดยเจตนาที่บุคคลอื่นสำคัญคิด านข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะทาง
 การเงิน ผลการดำเนินงาน หรือราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือนิติบุคคลที่มีหลักทรัพย์
 จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ นอกเหนือจากที่ผู้
 กระทำจะต้องมีเจตนาธรรมดา กล่าวคือ กระทำโดยรู้สำนึกถึงการกระทำของตนที่เข้าตามองค์
 ประกอบความผิดผู้กระทำยังต้องมีเจตนาอันอื่นที่จะทำให้นิติบุคคลอื่นสำคัญคิด ซึ่งเจตนาดังกล่าวเป็น
 เรื่องภายในจิตใจของผู้กระทำ และในกรณีที่ผู้กระทำไม่รับสารภาพจะต้องหาพยานหลักฐานที่
 บราจกฏว่าผู้กระทำมีเจตนาดังกล่าว เพราะข้อความที่ผู้กระทำออกกล่าวนั้นมิใช่ความเท็จ กรณีจึง

อาจอยู่ในลักษณะของการพูดเท็จจริงเท็จ ซึ่งงานการพิสูจน์อย่างน้อยจะต้องมีพยานหลักฐาน
 แวดล้อมชวนาให้เห็นว่ามิลักษณะดังกล่าว เช่นผู้กระทำรู้ข้อเท็จจริงทั้งหมดแต่จงใจปิดบังข้อเท็จ
 จริงในด้านที่ว่ามีดี โดยเปิดเผยแต่เฉพาะในแง่ที่ดี หรือการแสดงความเห็นต่าง ๆ ซึ่งงานการ
 พิสูจน์ก็ยังคงต้องพิสูจน์ถึงความรู้และความไม่รู้ของผู้กระทำ แต่ทำไต่ยากกว่ากรณีของการบอก
 กล่าวข้อความอันเป็นเท็จข้างต้น ซึ่งพิสูจน์เพียงผู้กระทำได้พูดข้อความเท็จเพราะความเท็จจริง
 ของข้อความเป็นเรื่องทางภาววิสัยที่พิสูจน์ได้ง่ายกว่า เจตนาพิเศษ ที่เป็นเรื่องทางอัตวิสัย

ข้อสังเกต

1) การกระทำความคิดตามมาตรานี้ ต้องเป็นการกระทำที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์
 ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ และศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตลาดรอง
 (Secondary Market) เท่านั้น

2) จะเห็นได้ว่า มาตรา 42 ของพระราชบัญญัติ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 พ.ศ. 2517 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2527) ซึ่งบัญญัติหลักเกณฑ์ในเรื่องทานเองเดียวกันนี้
 ได้กำหนดองค์ประกอบการกระทำไว้ว่า "แจ้งข้อความอันเป็นเท็จหรือแจ้งข้อความโดยบิดเบือน
 ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน ฯ....." ซึ่งเป็นเรื่องขององค์ประกอบภายนอก
 โดยผู้กระทำไม่จำเป็นต้องมีเจตนาที่บุคคลอื่นสำคัญผิดแต่อย่างใด แต่เมื่อนำมาแก้ไขและบัญญัติ
 ไว้ว่ามาตรา 238 นี้ ได้มีการเพิ่มองค์ประกอบภายนอกว่า การบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ
 หรือข้อความใดนั้น จะต้องกระทำโดยเจตนาที่บุคคลอื่นสำคัญผิดในข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะ
 ทางการเงิน ฯ....." นอกเหนือจากการกำหนดตัวบุคคลที่ต้องรับผิดชอบมาตรานี้ที่แน่นอน
 ขึ้นซึ่งการแก้ไขโดยเพิ่มเจตนาพิเศษในองค์ประกอบภายนอกข้างต้นนี้ เป็นการเพิ่มภาระพิสูจน์ให้แก่ผู้
 กล่าวหา กล่าวคือ ถึงแม้จะพิสูจน์ได้ว่า ผู้กระทำได้บอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จโดยผู้กระทำ



ได้รู้อยู่ในขณะกระทำว่าข้อความดังกล่าวนั้น เป็นเท็จ (การรู้หรือไม่รู้ในความจริงของข้อความของผู้กระทำ เป็นสาระสำคัญที่จะทำให้ผู้กระทำผิดหรือไม่ตามมาตรา 62 ของประมวลกฎหมายอาญา) ผู้กล่าวหาจะต้องพิสูจน์ต่อไปอีกว่า การบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จนั้นผู้กระทำได้กระทำไปเพื่อให้เกิดผลอื่นสำคัญผิดในข้อเท็จจริงเกี่ยวกับ ฯลฯ ด้วยจึงจะครบองค์ประกอบ ดังนั้นในการพิสูจน์ผู้กล่าวหาว่าจะเลือกพิสูจน์การกระทำว่าผู้กระทำ "บอกกล่าวข้อความผิด" ซึ่งไม่ว่าข้อความนั้นจะเป็นเท็จหรือจริงก็ถือเป็นการกระทำตามมาตราที่ ระบุว่าจะพิสูจน์แต่เพียงว่าผู้กระทำกระทำโดยเจตนาให้เกิดผลอื่นสำคัญผิดเท่านั้น ดังนั้นองค์ประกอบภายนอกในส่วนที่เกี่ยวกับความจริงของข้อความจึงเป็นส่วนที่ไม่จำเป็นต้องมีอยู่ตัว เพราะความหมายของการบอกกล่าวข้อความผิดก็หมายความรวมถึง การบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จอยู่แล้ว ดังนั้นหากจะตีความว่าองค์ประกอบของการกระทำในส่วนของการบอกกล่าว ข้อความอันเป็นเท็จนี้ที่มีประโยชน์ อาจต้องตีความโดยแยกองค์ประกอบของมาตรานี้ออกเป็น 2 กรณี กล่าวคือการบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ ซึ่งในกรณีนี้ผู้กระทำไม่จำเป็นต้องมีเจตนาให้เกิดผลอื่นสำคัญผิดก็เป็นความผิดกับการบอกกล่าวข้อความผิด ซึ่งในกรณีนี้จะต้องพิสูจน์ด้วยว่าผู้กระทำกระทำโดยมีเจตนาให้เกิดผลอื่นสำคัญผิด ในลักษณะเช่นเดียวกับมาตรา 42 ของพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2517 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2527) ซึ่งแบ่งการกระทำออกเป็น 2 กรณี คือ การบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ และการบอกกล่าวข้อความรัศมีผิดเป็นข้อเท็จจริง ซึ่งทั้งสองกรณีสามารถแสดงถึงเจตนาจูงใจหลอกลวงของผู้กระทำได้

2. การแพร่ข่าวเกี่ยวกับข้อเท็จจริงใด ๆ อันอาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ราคาจะสูงขึ้น หรือลดลง เว้นแต่จะเป็นการแพร่ข่าวในข้อเท็จจริงที่ได้แจ้งไว้กับตลาดหลักทรัพย์แล้ว ตามมาตรา 239 ซึ่งแยกองค์ประกอบได้ดังต่อไปนี้

มาตรา 239

องค์ประกอบภายนอก (การกระทำ)

แพร่ข่าวเกี่ยวกับข้อเท็จจริงใด ๆ อันอาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้น หรือลดลง ซึ่งแตกต่างจากการกระทำตามมาตรา 238 ซึ่งเป็นเพียงการบอกกล่าวในกรณีต้องเป็นการแพร่ กล่าวคือ ทำให้กระจายออกไป ดังนั้นการบอกแก่บุคคลใดบุคคลหนึ่งไม่น่าจะถือได้ว่าเป็นการแพร่ข่าว และข่าวที่แพร่ออกไปนั้นจะต้องเป็นข่าวที่อาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลงด้วย

องค์ประกอบภายใน (เจตนา)

เจตนาธรรมดา ในลักษณะเช่นเดียวกับองค์ประกอบภายในของมาตรา 238 โดยมีข้อที่น่าพิจารณาคือ ในกรณีนี้แม้ว่า ข่าวหรือข้อเท็จจริงที่เผยแพร่จะเป็นความจริงก็เป็นความคิด

ข้อยกเว้น

เว้นแต่จะเป็นข้อเท็จจริงที่ได้แจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ไว้แล้ว การแพร่ข่าวดังกล่าวจึงไม่เป็นความคิด

ข้อสังเกต

1) ข่าวที่แพร่ออกไปดังกล่าวต้องเป็นข่าวที่อาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่า หลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลงแต่ไม่จำเป็นต้องเป็นข้อเท็จจริงตามมาตรา 238 นอกจากนี้ยังไม่มีลักษณะของการล้อล อันได้แก่ การแสดงเท็จ หรือหลอกลวงทำให้บุคคลหลงผิดทั้งสิ้น กล่าวคือ

เมื่อเผยแพร่ข้อเท็จจริงนั้นไปแล้ว แม้ว่าข้อเท็จจริงดังกล่าวจะเป็นความจริง และผู้กระทำมิได้มีเจตนาให้บุคคลอื่นเข้าใจผิดก็ตามผู้กระทำก็อาจมีความผิดได้ เว้นแต่ข้อเท็จจริงนั้นจะได้แจ้งไว้ต่อตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น

2) ในส่วนของหลักทรัพย์ตามมาตรา ๓ ซึ่งมิได้กำหนดว่า ต้องเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือ หลักทรัพย์ที่ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ เช่นที่กำหนดไว้ในมาตรา 238 ซึ่งคำว่า "หลักทรัพย์" ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 มาตรา 4 หมายถึง

- (1) ตัวเงินคลัง
- (2) พันธบัตร
- (3) ตัวเงิน
- (4) หุ้น
- (5) หุ้นกู้
- (6) หน่วยลงทุน อันได้แก่ หลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุนรวม
- (7) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
- (8) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้
- (9) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุน

ดังนั้น มาตรา ๓ จึงสามารถนำมาใช้ได้ทั้งตลาดแรก (Primary Market) และตลาดรอง (Secondary Market) และทั้งหุ้นของบริษัทมหาชนและบริษัทจำกัด ซึ่งกว้างขวางมาก ในขณะที่ข้อยกเว้นมีเพียงการแจ้งข่าวหรือข้อเท็จจริงดังกล่าวแก่ตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นเพียงตลาดรอง (Secondary Market) ประเภทหนึ่งเท่านั้น

4.1.2. การกระทำความคิดที่ไม่จำกัดตัวผู้กระทำ อันได้แก่ มาตรา 240 ซึ่งไม่จำกัดว่าผู้ใดจะเป็นผู้กระทำความคิด โดยลักษณะการกระทำ คือ การแพร่ข่าวอันเป็นเท็จให้เลื่องลือ จนอาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่า หลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้น หรือลดลงซึ่งแยกองค์ประกอบได้ดังนี้

องค์ประกอบภายนอก (การกระทำ)

การกระทำคือ การแพร่ข่าวอันเป็นเท็จให้เลื่องลือ จนอาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่า หลักทรัพย์ใด จะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลง

องค์ประกอบภายใน (เจตนา)

เจตนาธรรมดาเช่นเดียวกับมาตรา 238 คือ ฐานความเท็จของข้อเท็จจริงดังกล่าว และรู้สำนึกในการกระทำของตน

ข้อสังเกต

1) การกระทำไม่จำกัดว่าต้องเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดหลักทรัพย์

2) สิ่งที่ทำการเผยแพร่ คือ ข่าว หรือข้อเท็จจริงใด ๆ โดยไม่จำเป็นต้องมีความเกี่ยวข้องสัมพันธ์กับหลักทรัพย์ เช่นในกรณีตามมาตรา 238 ซึ่งจำกัดแต่เฉพาะข้อเท็จจริงที่เกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท หรือนิติบุคคลที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์นอกตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น แต่จะเป็นข้อเท็จจริงใดก็ตามที่เป็นเท็จ

3) การพิสูจน์เจตนาในการฉ้อฉล หลอกลวงของผู้กระทำ พิสูจน์จากความรู้หรือไม่รู้ ว่าชาวเช่นว่าเป็นเท็จ หากรู้แต่ยังทำการเผยแพร่ออกไป ถึงแม้จะมีเจตนาที่จะทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ιάดจะมีราคาสูงขึ้น หรือลดลงก็ตาม ก็เป็นความคิดเนื่องจากองค์ประกอบภายนอกของการกระทำ ใด้แก่

(1) การเผยแพร่ข่าวเท็จให้ลือลือ

(2) ข่าวเท็จดังกล่าว หรือความลือลือของข่าวเท็จดังกล่าวอาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ιάดจะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลง

4.2 การซื้อขายที่อยู่ในขอบเขตของการฉ้อฉลและสร้างราคา

การซื้อขายที่อยู่ในข่ายการฉ้อฉลและการสร้างราคาตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นั้น หลักเกณฑ์ต่าง ๆ ส่วนใหญ่ไม่แตกต่างจากที่บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เดิมเท่าใดนัก โดยเป็นการกระทำที่ไม่จำกัดตัวผู้กระทำ ความคิดว่าต้องเป็นบุคคลใด ซึ่งสามารถแยกลักษณะการกระทำออกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ

4.2.1. การซื้อขายโดยอำพรางให้บุคคลหลงผิด

คือ การซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ โดยรู้เห็นหรือตกลงกับบุคคลอื่น อันเป็นการอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดว่าขณะใดขณะหนึ่ง หรือช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์ιάได้มีการซื้อขายกันมาก หรือราคาหลักทรัพย์ιάได้เปลี่ยนแปลงไป หรือไม่มีการเปลี่ยนแปลง อันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด

โดยที่ในการกระทำตามที่ระบุในมาตรา 244 (1)(2) และ (3) ใด้ถือว่าเป็นการกระทำเพื่ออำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดตามที่ระบุข้างต้น คือ

(1) ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งงานที่สุดบุคคลที่ได้ประโยชน์จากการซื้อขายหลักทรัพย์
ยังเป็นบุคคลคนเดียวกัน หรือที่รู้จักกันว่า Washed Sale ตามมาตรา 244(1)

(2) ซื้อหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเอง หรือผู้ซึ่งร่วมกันได้ส่งขาย หรือจะส่งขาย
หรือส่งขายหลักทรัพย์โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเอง หรือผู้ซึ่งร่วมกันได้ซื้อหลักทรัพย์ของนิติบุคคล
เดียวกัน หรือของโครงการจัดการกองทุนรวมเดียวกัน ประเภท และชนิดเดียวกัน ทั้งนี้โดย
มีจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกัน และภายในเวลาใกล้เคียงกัน หรือเรียกว่า Matching
Order ตามมาตรา 244(2) และ(3)

การกระทำการซื้อขายที่เป็นการฉ้อฉล และสร้างราคาในลักษณะนี้เพื่อจะแบ่งแยกองค์
ประกอบตามมาตราได้ดังนี้

มาตรา 243 (1) ซึ่งเป็นมาตราหลักของการกระทำในลักษณะนี้ มีองค์ประ
กอบความคิดดังนี้

องค์ประกอบภายนอก

การซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ซื้อ
ขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ โดยรู้เห็นหรือตกลงกับบุคคลอื่น อันเป็นการอำพราง และเกิดผล
ของการกระทำคือ ทำให้เกิดสภาพที่ผิดปกติของตลาด

องค์ประกอบภายใน

1) เจตนาธรรมดา อันได้แก่ การรู้สำนึกในการกระทำอันเป็นองค์ประกอบ

ของความคิดนั้นคือ เจตนาในการซื้อขายโดยรู้เห็น หรือตกลงกันเพื่อวัตถุประสงค์ตามที่ระบุใน
เจตนาพิเศษนั้นคือ เพื่อทำให้บุคคลอื่นหลงคิด

2) เจตนาพิเศษ การกระทำดังกล่าวต้องกระทำไปเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงคิดไป
ว่าขณะใดขณะหนึ่ง หรือช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์ได้มีการซื้อขายกันมากหรือราคา
หลักทรัพย์ได้เปลี่ยนแปลงหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันไม่ตรงกับสภาพปกติของตลาด

ข้อสังเกต

1. การอำพราง ตามมาตรานี้ จะเห็นได้ว่าการกระทำคือ เป็นการทำการซื้อ
ขายโดยรู้เห็น หรือตกลงกับบุคคลอื่นอันเป็นการอำพราง ดังนั้นการอำพรางจึงขยายการรู้เห็น
หรือตกลงกับบุคคลอื่น ซึ่งหมายถึงการปกปิดการรู้เห็น หรือข้อตกลงโดยแสดงออกเสมือนหนึ่งว่า
ผู้ร่วมกระทำความคิดแต่ละคน ต่างคนต่างร่วมกันซื้อขาย โดยมีได้รู้เห็นเป็นใจ ซึ่งกันและกัน

2. เจตนาพิเศษตามมาตรานี้ คือ การกระทำนั้นต้องเป็นการกระทำเพื่อให้
บุคคลทั่วไปหลงคิดไปว่าขณะใดขณะหนึ่ง หรือช่วงเวลาใดช่วงเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์ได้มีการซื้อขาย
กันมากหรือราคาของหลักทรัพย์นั้นได้เปลี่ยนแปลงไปหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจะเห็นได้ว่า
องค์ประกอบเกี่ยวกับการอำพรางตามที่ได้ตั้งข้อสังเกตไว้ข้างต้น สามารถแสดงให้เห็นเจตนาของ
ผู้กระทำได้ว่าผู้กระทำมีเจตนาในการกระทำเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงคิด ดังนั้นเมื่อเกิดสภาพที่
ผิดปกติของตลาดขึ้น จึงเป็นไปได้ว่า ในการพิสูจน์ผู้กล่าวหาอาจไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ถึงเจตนาพิเศษ
ดังกล่าวก็ได้ หากข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการอำพรางสามารถบ่งชี้ถึงเจตนาในการทำให้บุคคลอื่น
หลงคิดนั้นได้

3. การกระทำผิดตามมาตรา นี้ อาจตีความได้ว่า เป็นการกระทำผิดที่ต้องการผล นั้นคือ สภาพที่ผิดปกติของตลาด การที่จะทราบสภาพตลาดผิดไปจากปกติหรือไม่ จำเป็นจะ ต้องพิจารณาสภาพของตลาดใน 2 ด้านคือ

(ก) สภาพปกติของตลาด ปริมาณการซื้อขาย หรือราคาหุ้น (ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์ การกระทำผิด) มีแนวทางที่ควรอยู่ในระดับใด (ถ้าไม่มีการกระทำผิดของผู้กระทำผิด)

(ข) สภาพที่ผิดปกติของตลาด (ที่เนื่องมาจากการกระทำผิดของผู้กระทำผิด) เป็นอย่างไร ทั้งนี้ อาจพิจารณาจากสภาพของตลาดเช่น

- การเคลื่อนไหวของอัตราส่วนราคาหุ้น เทียบกับกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio)
- ปริมาณการซื้อขาย และราคาหุ้น
- ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) และของกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง (Industrial Index) ที่เคลื่อนไหวในช่วงระยะเวลาที่เกี่ยวข้อง
- การเปรียบเทียบ ทั้งหุ้นที่เป็นปัญหา หุ้นที่อยู่ในสภาพเดียวกับหุ้นที่เป็น ปัญหา และหุ้นตัวอื่น ๆ ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันนั้นที่เป็นหุ้นที่เคลื่อนไหวตามปกติ

อย่างไรก็ดี หากพิจารณาถึงข้อความที่ว่า "เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงคิดว่าขณะใด ขณะหนึ่ง หรือช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์นั้นได้มีการซื้อหรือขายกันมากหรือราคาหลักทรัพย์ นั้นได้เปลี่ยนแปลงไปหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด" นั้น อาจตีความ ได้ว่าสภาพปกติของตลาดนั้นหมายความถึง ปริมาณการซื้อขายและราคาซึ่งขยายความเจตนาพิเศษ ของผู้กระทำ ที่ผู้กระทำต้องการให้บุคคลทั่วไปหลงคิดในเรื่องดังกล่าว เพราะหากผู้กระทำทำการ ซื้อขายหลักทรัพย์โดยรู้เห็นและตกลงกันโดยอำพรางการรู้เห็นนั้นแล้วรับสารภาพว่ามีเจตนาจะทำ ให้บุคคลอื่นหลงคิดในปริมาณการซื้อขายและราคา แต่มีเงินไม่พอ จึงไม่สามารถทำให้เกิดสภาพ ตลาดที่ผิดปกติขึ้นอาจเกิดปัญหาว่า ผู้กระทำจะต้องรับผิดชอบพยายามกระทำผิด หรือเป็นความผิด

สำเร็จแล้ว ซึ่งหากตีความในเรื่องสภาพปกติของตลาดนี้เป็นส่วนหนึ่งของเจตนาพิเศษ ผู้กระทำ จะต้องรับผิดชอบที่เพราะการกระทำความคิดได้สำเร็จแล้ว กล่าวคือ ครอบงำประกอบทั้งภายนอก และภายในที่กำหนดในมาตรานี้แล้ว แต่ตีความว่าเป็นผลของการกระทำตามที่กล่าวข้างต้น กรณีเช่นนี้เป็นการพยายามกระทำความคิดเพราะผลของการกระทำมิได้เกิดขึ้น ซึ่งโดยความเห็น ส่วนตัวของผู้เขียนเห็นว่า ประโยคที่ว่า "เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงคิดไปว่า ขณะใดขณะหนึ่งหรือ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์นั้นได้มีการซื้อขายกันมากหรือราคาหลักทรัพย์นั้นได้เปลี่ยนแปลง ไปอันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด" ควรจะอ่านรวมกัน ดังนั้นจึงน่าจะเป็นเรื่องของเจตนา พิเศษของผู้กระทำมิใช่ผลของการกระทำ ซึ่งถึงแม้ว่าจะยังไม่เกิดสภาวะที่ผิดปกติไม่ว่าด้วย เหตุผลอันใด การกระทำย่อมครอบงำประกอบความคิดแล้ว ทั้งนี้เพราะหากกฎหมายประสงค์จะ ให้สภาพที่ผิดปกติของตลาดเป็นผลของการกระทำ น่าจะบัญญัติในลักษณะเช่นเดียวกับมาตรา 243 (2) เกี่ยวกับการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง "อันเป็นผลทำให้การซื้อขายนั้นคิดไปจาก สภาพปกติของตลาด" ซึ่งการใช้ถ้อยคำความหมายและรูปประโยคในการกำหนดองค์ประกอบ ความคิดแตกต่างกันค่อนข้างมาก

มาตรา 244 ทั้ง 3 อนุมาตราสามารถแบ่งองค์ประกอบความคิดได้ดังนี้

องค์ประกอบภายนอกของมาตรา 244 (1)

การทำการซื้อขาย โดยในที่สุดบุคคลที่ได้ประโยชน์จากการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็น บุคคลคนเดียวกัน โปรดสังเกตว่า ความหมายของบุคคลคนเดียวกันนี้สามารถนำเอาหลักตัวการ ร่วมตามมาตรา 83 ของประมวลกฎหมายอาญามาใช้ได้โดยอาจหมายถึงบุคคลเดียวกัน หรือ กลุ่มเดียวกันก็ได้

องค์ประกอบภายใน

เจตนาธรรมดา โดยกระทำการซื้อและขายโดยบุคคลคนเดียวกันหรือกลุ่มเดียวกัน ตามที่กล่าวแล้ว ซึ่งหมายความว่าผู้กระทำต้องรู้ข้อเท็จจริงอันเป็นองค์ประกอบความผิด ดังนั้นในกรณีที่เป็นการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ผู้กระทำต้องประสงค์ต่อผลของการกระทำที่ว่า ในที่สุดบุคคลที่ได้ประโยชน์จากการซื้อขายหลักทรัพย์จะเป็นตนเองหรือกลุ่มของตนเอง

องค์ประกอบภายนอกของมาตรา 244 (2) และ (3)

การสั่งซื้อ โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเองหรือผู้ซึ่งร่วมกันได้สั่งขายหลักทรัพย์ หรือการสั่งขายหลักทรัพย์ โดยรู้อยู่แล้วว่าตนเองหรือผู้ซึ่งร่วมกันได้สั่งซื้อ ชื่อหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเดียวกัน หรือของโครงการจัดการลงทุนเดียวกันประเภทและชนิดเดียวกัน ทั้งนี้โดยมีจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกัน และภายในเวลาใกล้เคียงกัน

องค์ประกอบภายใน

เจตนาธรรมดา กล่าวคือ ความรู้ในองค์ประกอบการกระทำว่า ซึ่งการกระทำตามมาตรานี้ต้องเป็นการกระทำโดยการสั่งซื้อและสั่งขายโดยตนเองหรือผู้ซึ่งร่วมกันในลักษณะของการรู้เห็นเป็นใจหรือตกลงกันตามที่ระบุในมาตรา 243 (1) ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับการกระทำการตามมาตรา 244 (1) เพียงแต่ในกรณีนี้ไม่จำกัดเฉพาะการกระทำกันตนเองแต่รวมถึงการกระทำร่วมกับบุคคลอื่นก็เป็นความผิด นอกจากนี้ผู้กระทำจะต้องรู้ถึงข้อเท็จจริงอื่น ๆ ตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายอันได้แก่ ตนเองหรือผู้ซึ่งร่วมกันได้สั่งซื้อหรือสั่งขายหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเดียวกัน หรือของโครงการลงทุนเดียวกัน ในจำนวนใกล้เคียงกัน ราคาใกล้เคียงกันและภายในเวลาใกล้เคียงกัน กล่าวคือ นอกจากผู้กระทำต้องร่วมกันกระทำแล้ว ในขณะที่กระทำความคิดผู้กระทำยังต้องรู้ด้วยว่า ผู้ที่ร่วมกับตนนั้น ได้สั่งซื้อหรือสั่งขายหลักทรัพย์ในลักษณะเช่นว่าด้วย

ข้อสังเกต

1) การกระทำตามมาตรา 244 (1)(2) และ (3) ข้างต้นนี้ ถือเป็นกรกระทำที่ปรากฏข้อเท็จจริง ซึ่งกฎหมายสันนิษฐานว่าผู้กระทำกระทำการซื้อขายอันเป็นการอำพรางโดยเจตนาให้บุคคลทั่วไปหลงผิด ซึ่งหากตีความว่าความคิดตามมาตรานี้เป็นความคิดที่ต้องการผลเมื่อปรากฏข้อเท็จจริงว่าผู้กระทำได้กระทำการตามองค์ประกอบที่ปรากฏในมาตรา 244 (1)(2) และ (3) นี้ แต่ไม่ก่อให้เกิดสภาพตลาดที่ผิดปกติ ต้องถือว่า ผู้กระทำมีความคิดฐานพยายามกระทำความผิด เนื่องจากการกระทำครบองค์ประกอบตามมาตรา 243 ประกอบกับมาตรา 244 แล้ว แต่ไม่เกิดผลของการกระทำขึ้น

2) การกระทำตามมาตรา 244 (1) (2) และ (3) ผู้กระทำไม่สามารถพิสูจน์หักล้างข้อสันนิษฐานของกฎหมายได้ เนื่องจากลักษณะการบัญญัติกฎหมายเป็นข้อสันนิษฐานแบบเด็ดขาด ซึ่งเมื่อปรากฏการกระทำดังกล่าว แม้ผู้กระทำจะได้พิสูจน์ว่า ตนมิได้มีเจตนาที่จะอำพรางเพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด ก็ไม่ทำให้อันผิดได้

4.2.2. การซื้อขายเพื่อชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อขาย

คือ การซื้อขายโดยตนเองหรือร่วมกับผู้อื่นในลักษณะต่อเนื่อง อันเป็นผลทำให้การซื้อขายหรือขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด และการกระทำดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่จะเป็นการกระทำโดยสุจริตเพื่อปกป้องประโยชน์อันชอบธรรมของตน ตามมาตรา 243 (2) ซึ่งแยกองค์ประกอบความคิดตามมาตรานี้ได้ ดังนี้

องค์ประกอบภายนอก (การกระทำ)

1) การกระทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยตนเอง หรือร่วมกับผู้อื่นในลักษณะต่อเนื่อง กล่าวคือเป็นการซื้อขายหลายครั้งติดต่อกัน ส่วนจะเป็นกี่ครั้งนั้นยังไม่เคยมีแนวทางการพิจารณาในเรื่องนี้ที่ชัดเจน ซึ่งในกรณีเดียวกันนี้ตามแนวทางของกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา คือ การซื้อขาย หรือสั่งซื้อหรือสั่งขายสองครั้งขึ้นไป

2) จากการกระทำดังกล่าว เป็นผลให้การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด

องค์ประกอบภายใน

1) เจตนาธรรมดา คือ เจตนาในการเข้าซื้อขายอย่างต่อเนื่อง กล่าวคือ ต้องเป็นการซื้อขายมากกว่าหนึ่งครั้ง ซึ่งในกรณีที่ความต่อเนื่องของการซื้อขายเกิดขึ้นจากการแตกคำสั่งที่สั่งเพียงคำสั่งเดียวของบริษัท หลักทรัพย์ จะมีปัญหาได้ว่ากรณีดังกล่าว เป็นการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง หรือไม่

2) เจตนาพิเศษ คือ การกระทำดังกล่าว ต้องเป็นการกระทำเพื่อชักจูงให้บุคคลอื่นเข้าซื้อหรือขายหลักทรัพย์ นั้น

ข้อยกเว้น

ในกรณีที่การกระทำความคิดข้างต้นเป็นการกระทำโดยสุจริต เพื่อปกป้องประโยชน์ชอบธรรมของตนเองย่อมไม่มีความผิด

ข้อสังเกต

- 1) การกระทำความคิดในลักษณะนี้ บุคคลเพียงคนเดียวก็สามารถกระทำความคิดได้
- 2) ผลของการกระทำ คือ ทำให้ภาวะการซื้อขายนั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ผู้กระทำไม่จำเป็นต้องมีเจตนาให้เกิดขึ้น
- 3) เป็นการซื้อขายที่มีเจตนาเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อขาย ถึงแม้ว่าผู้กระทำ จะทำการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง และมีผลทำให้ภาวะการซื้อขายผิดไปจากสภาพปกติของตลาดก็ตาม จะต้องปรากฏว่าการกระทำดังกล่าวได้กระทำไปเพื่อชักจูงให้บุคคลทั่วไปทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ด้วย
- 4) ข้อยกเว้นของการกระทำดังกล่าว คือ ถ้าเป็นการกระทำโดยสุจริต เพื่อปกป้องประโยชน์อันชอบธรรมของตนเอง ย่อมทำให้การกระทำความคิด ซึ่งหมายความว่า หากมีข้อเท็จจริง เช่นว่า แม้การกระทำ และเจตนาจะครอบคลุมประกอบความคิด ก็ไม่ถือว่าเป็นความคิด ผลที่น่าสังเกตประการหนึ่ง คือ ในกรณีดังกล่าวกฎหมายเห็นว่า ประโยชน์ส่วนบุคคลอยู่เหนือจากประโยชน์ของผู้ลงทุนส่วนใหญ่

5. ปัญหาเกี่ยวกับการบังคับใช้กฎหมายป้องกันการฉ้อฉล และสร้างราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย

จากประวัติการจัดตั้ง และดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย จะเห็นว่าการบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล และการสร้างราคาในแต่ละครั้ง จะเกิดผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก ไม่ว่าจะเป็นคดี บริษัทหลักทรัพย์ ราชารัฐเงินกู้ จำกัด

คดีบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด หรือคดี นายสอง วัชรศรีโรจน์ โดยเฉพาะคดีบริษัท ราช
 เงินทุน จำกัด ถือเป็นจุดเริ่มต้นของการกระทำการสร้างราคาซึ่งในขณะนั้นตลาดหลักทรัพย์ยังเป็น
 ของใหม่ และเริ่มมีการเก็งกำไรจากราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงโดยไม่มีค่าหนึ่งถึงปัจจัยพื้นฐาน
 ต่าง ๆ มีค่อนข้างสูงประกอบกับการซื้อขายเพื่อขึ้นราคา ซึ่งผลเสียหายของการกระทำดังกล่าว
 ค่อนข้างรุนแรงจะเห็นจากการล้มของระบบสถาบันการเงินในประเทศไทย หรือในคดีนายสอง
 วัชรศรีโรจน์ ซึ่งถือเป็นจุดเริ่มต้นที่มีการจัดตั้งองค์กรที่บังคับใช้กฎหมาย เป็นผู้กำกับดูแลโดยตรง
 ซึ่งถึงแม้จะมีการวางแผนเพื่อป้องกันผลกระทบไว้ตามสมควรก็ตาม แต่สิ่งที่เกิดขึ้นตามมาคล้ายกับ
 เหตุการณ์ในครั้งบริษัท ราชเงินทุน กล่าวคือ การล้มของสถาบันการเงิน ที่ทำให้เกิดความ
 เสียหายแก่ประชาชน การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ความเชื่อถือนในระบบสถาบันการเงิน และ
 เศรษฐกิจของประเทศในระดับหนึ่ง หากพิจารณาจากสถิติการค้า เน้นคดีกับระยะเวลาที่มีการจัดตั้ง
 ตลาดหลักทรัพย์ประกอบกับข่าวสารต่าง ๆ ที่ปรากฏ มีการดำเนินคดีต่อการกระทำความคิดสั้น
 ช้างน้อย และเป็นทักษะของทางราชการเพียงอย่างเดียวอัน อาจก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับความ
 ขอบธรรมของกฎหมาย เพราะจะเห็นได้ว่าหากเปรียบเทียบทักษะของนักลงทุนรายย่อยซึ่งเป็น
 ผู้ที่กฎหมายต้องการจะคุ้มครอง กลับไม่พอใจกับการบังคับใช้กฎหมายของทางราชการเท่าใดนัก
 สิ่งต่าง ๆ เหล่านี้สะท้อนให้เห็นว่า การฉ้อฉลและสร้างราคายังคงมีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์โดยได้
 รับการส่งเสริมโดยตรงจากนักลงทุน ไม่ว่าจะด้วยความเข้าใจ หรือไม่เข้าใจก็ตาม ทั้ง ๆ ที่
 หลักกฎหมายต่าง ๆ ในเรื่องนี้ที่รับมาจากหลักกฎหมายต่างประเทศได้มีการบัญญัติไว้ในกฎหมาย
 ไทยมานานแล้ว เช่นเดียวกับหลักกฎหมายเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลปัญหาของการบังคับใช้
 กฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล และสร้างราคาในประเทศไทย ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากการไม่บังคับใช้
 กฎหมายต่อกรณีที่เกิดขึ้น หรือความไม่ชัดเจนของการกระทำที่แบ่งแยกระหว่างการกระทำที่ถูก
 กฎหมายกับการกระทำในทางธุรกิจที่ถูกกฎหมาย การบังคับใช้กฎหมายซึ่งผู้เขียนได้จำแนกสาเหตุ
 ตามความเห็นส่วนโดยพิจารณาจากข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ที่ได้ศึกษา ได้ดังต่อไปนี้

1. ประชาชนขาดความเข้าใจอย่างถ่องแท้ในตัวบทกฎหมายที่ได้นำหลักการ และ

เนื้อหาจากกฎหมายต่างประเทศมาซึ่งบังคับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการแบ่งแยกว่าการกระทำใด เป็นความคิดเกี่ยวกับการฉ้อฉลและสร้างราคา และการกระทำใดเป็นการกระทำในทางธุรกิจที่กฎหมายอนุญาตให้กระทำได้ โดยเฉพาะประเด็นความแตกต่างระหว่างการตั้งกำไรกับการสร้างราคา ดังนั้นในการบังคับใช้กฎหมายจึงทำให้เกิดภาพที่ค่อนข้างไม่ชัดเจนว่ารัฐกำลังจะลงโทษใคร ในการกระทำอะไร ซึ่งก่อให้เกิดผลเสียหายในวงกลับแก่ประชาชน กล่าวคือ ประชาชน หรือนักลงทุนไม่สามารถจะเข้าใจได้ว่า การกระทำเช่นไรคือความคิดเพื่อจะได้ไม่กระทำ และเมื่อไม่มีการดำเนินคดีไม่มีการบังคับใช้จึงไม่ปรากฏแนวทางใด ๆ ให้นักลงทุน และเมื่อมีการดำเนินคดี ก็ทำให้นักลงทุนชะลอการลงทุนลง เพื่อที่สิ่งต่าง ๆ ชัดเจนขึ้น และทำให้เกิดการชะลอการลงทุนมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจ และทำให้เกิดความลังเลใจในการใช้มาตรการทางกฎหมายบังคับเข้าขั้นแต่ละครั้ง

2. มาตรการทางกฎหมายในการป้องกัน และปราบปรามการกระทำความคิดเกี่ยวกับการฉ้อฉล และสร้างราคาของประเทศไทยนั้น มีเพียงการดำเนินคดีอาญาเพียงอย่างเดียว ซึ่งโทษในทางอาญาย่อมกระทบกระเทือนต่อสิทธิเสรีภาพของตัวบุคคล ดังนั้นในการจะดำเนินคดีอาญาแต่ละครั้ง จึงต้องปรากฏข้อเท็จจริง พยานหลักฐานที่ชัดเจน และความเสียหายในจำนวนที่มากพอจะทำให้การบังคับใช้นั้นมีความชอบธรรม นอกจากนี้การบังคับเข้าขั้นทางอาญามีขั้นตอน และกระบวนการพิจารณา ตลอดจนภาระพิสูจน์ของผู้กล่าวหาค่อนข้างมาก และเคร่งครัด ดังนั้นการกำหนดโทษในทางอาญาที่ค่อนข้างรุนแรง จึงจำเป็นต้องมีการกลั่นกรองค่อนข้างมาก และปรากฏว่ามีความคิดบางฐานที่มีการลงโทษที่ค่อนข้างรุนแรงเกินไป หากเทียบกับลักษณะการกระทำ จนเชื่อว่าหากใช้บังคับทุกกรณีโดยไม่เลือกปฏิบัติจะก่อให้เกิดปัญหาค่อนข้างมากอันได้แก่ มาตรา 239 และ มาตรา 240

3. จากสาเหตุที่กล่าวมาข้างต้น มีความสัมพันธ์โดยตรงกับตัวบทกฎหมายที่มีอยู่ซึ่งยังไม่สมบูรณ์เพียงพอที่จะเอื้ออำนวยให้แก่การบังคับใช้กฎหมายให้มีประสิทธิภาพ ถึงแม้จะมี

การกำหนดโทษไว้ค่อนข้างสูง เพื่อผลในการยับยั้ง (Deterrence) หรือให้เกิดความเกรงกลัวอันได้แก่

3.1 บทบัญญัติของกฎหมายในบางลักษณะยังมีช่องว่างทำให้หลีกเลี่ยงกฎหมายได้ง่าย เช่น ตัวบทที่จำกัดตัวผู้กระทำความผิดไว้เป็นการเฉพาะว่าใครเป็นผู้กระทำความผิด ทำให้ผู้กระทำสามารถหลีกเลี่ยงโดยอาศัยบุคคลภายนอกเป็นผู้กระทำแทน

3.2 หากเปรียบเทียบระดับความรับผิดชอบเกี่ยวกับการฉ้อฉล และสร้างราคาของบุคคลทั่วไปกับบุคคลที่ประกอบอาชีพโดยตรงเกี่ยวกับหลักทรัพย์แล้วจะเห็นว่า ความแตกต่างกันส่วนนี้ไม่ชัดเจน ทั้ง ๆ ที่ผู้ประกอบอาชีพโดยตรงเกี่ยวกับหลักทรัพย์ควรจะมีจรรยาบรรณและความรับผิดชอบในเรื่องดังกล่าวมากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางของกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ที่มุ่งประสงค์จะทำให้เกิดความเท่าเทียมกันในอนาคตต่อรอง โดยกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบให้แก่ผู้ประกอบอาชีพโดยตรง ที่ค่อนข้างมากกว่าบุคคลทั่วไป

3.3 ในบทบัญญัติเกี่ยวกับการสร้างราคา ซึ่งสิ่งที่กฎหมายเห็นว่าเป็นความคิดคือเจตนาของผู้กระทำที่จะหลอกลวงผู้อื่นนั้น ยังมีข้อสันนิษฐานของกฎหมายเกี่ยวกับเจตนาที่ยังไม่ถูกต้องครบถ้วนนัก และเป็นอุปสรรคประการหนึ่งในการบังคับใช้กฎหมาย เพราะไม่ว่าจะเป็นคดีบริษัทหลักทรัพย์ ชาวไทย จำกัด หรือ คดีนายสอง วัชรศรีโรจน์ ในการกล่าวหาหมักจะเป็นการกล่าวหาเกี่ยวกับการ "рынหุ้น" ซึ่งมีลักษณะเป็นการซื้อขายแบบจับคู่โดยรู้เห็นเป็นใจกัน ซึ่งเป็นเพียงสิ่งที่ใช้เป็นเครื่องมือในการกระทำเท่านั้น มิใช่สิ่งที่กฎหมายเห็นว่าเป็นการกระทำความคิด

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย