



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12
The 12th STOU National Research Conference

ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการบังคับใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

พุทธศักราช 2535 : ศึกษากรณีการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์

Legal problem on the Enforcement of the Securities and Exchange Act B.E. 2535 :

Case study on Market Price Manipulation

จักรกฤษ สีตาน้อย (Jakkrit Seedanoi)¹ ลาวัณย์ ถนัดศิลปกุล (Lawan Thanadsillapakuli)² สิริพันธ์ พลรบ (Siriphan Polrob)³

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาความเป็นมาและหลักแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ (2) ศึกษาพฤติกรรมการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์จากคำพิพากษา (3) ศึกษากฎหมายหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ประเทศอังกฤษ ประเทศญี่ปุ่น (4) เสนอแนะแนวทางแก้ไขปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาทางกฎหมายโดยการวิจัยเชิงคุณภาพ ผลการศึกษาพบว่า (1) การปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์สามารถกระทำได้โดยผู้ที่มีความทุจริตในตลาด (2) กฎหมายไทยมีบทบัญญัติเกี่ยวกับการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์มีลักษณะแนวคิดทฤษฎีแบบใช้กฎ Rules-Based มากกว่าลักษณะทฤษฎีแบบ Principle-Based (3) กฎหมายในต่างประเทศมีลักษณะแตกต่างจากประเทศไทย (4) สมควรแก้ไขกฎหมายในมาตรา 244/3 มาตรา 244/5 และมาตรา 244/6 ให้มีความชัดเจน

คำสำคัญ การปั่นหุ้น การสร้างราคาหลักทรัพย์ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

Abstract

The objectives of this research are: (1) to study the background concepts ,and theories related to stock manipulation in creating securities prices; (2) to study the behavior of stock manipulation to create securities prices from judgments; (3) to study securities laws of the United States of America, England, Japan; and (4) to suggest solutions to legal problems related to stock manipulation. This is a legal study through qualitative research. The results of the study have shown that (1) the manipulation of stocks to create securities prices can be done by those who have corrupted the market. (2) the Thai law has provisions regarding the creation of securities prices; the rule-based theory concept is applied rather than the principle-based theory; (3) the laws in foreign countries have different characteristics than Thailand; and (4) it is expedient to amend the law article 244/3 article 244/5 and article 244/6 to make it clearer and provide.

Keywords: Stock manipulation, Securities price formation, Securities and Exchange Act

¹ นักศึกษานิติศาสตรมหาบัณฑิต สาขานิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช jakkrit.s.lawyer@gmail.com

² รองศาสตราจารย์ประจำสาขานิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช lawan.tha.2499@gmail.com

³ รองศาสตราจารย์ประจำสาขานิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช tum505@yahoo.com



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

บทนำ

จากการจัดตั้งตลาดก่อให้เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์ขึ้นและราคาที่ขึ้นลงของหลักทรัพย์นั้น ย่อมเป็นไปตามระดับความต้องการของนักลงทุนในตลาดที่แตกต่างกันออกไป อันเป็นภาพสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นๆ (Intrinsic Value) รวมถึงผลจากพฤติกรรมดังกล่าวทำให้เกิดการระดมทุนที่เป็นไปอย่างมีระบบ ระเบียบ และมีประสิทธิภาพ เป็นประโยชน์ต่อการส่งเสริมการลงทุนตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 12 อีกทั้ง การหมุนเวียนของเม็ดเงินจากแรงซื้อที่มาจากหุ้นส่งผลต่อการขยายตัวและการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GPD) ทำให้เกิดการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์การลงทุนว่าในปี พุทธศักราช 2565 ปริมาณการเติบโตจะอยู่ที่ 3.5-4.5%

และหากกล่าวถึงรูปแบบการลงทุนที่เกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์นั้น มี 2 ชนิด คือ 1.การลงทุนทางตรง และ 2.การลงทุนทางอ้อม กล่าวคือ การลงทุนทางตรง คือ เจ้าของเงิน เอาเงินไปซื้อหุ้น หมายความว่า เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ที่เรียกว่าทางตรง คือ จะมีอำนาจในการบริหารจัดการเงินทุนของตนเองในรูปที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น (Direct investment) หรือ อีกชื่อหนึ่งเรียกว่า ตลาดแรก ส่วนตลาดรอง คือ บริษัทนี้ไปเข้าตลาดหลักทรัพย์แล้ว หุ้นของบริษัทนอกจากผู้ถือหุ้นเป็นผู้ลงทุนทางตรงแล้ว หุ้นของบริษัทดังกล่าวนี้อาจจะมีการโอนเปลี่ยนมือในตลาดหลักทรัพย์ เพราะฉะนั้น ผู้ถือหุ้นในบริษัทนี้ไม่ได้คาดหมายเกี่ยวกับเงินปันผลจากการประกอบการ แต่บริษัทคาดหวังส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขายของหุ้น ผู้ที่เข้าไปซื้อขายหุ้นในตลาดที่ไม่หวังจะลงทุนในระยะยาว จึงเรียกว่า นักเก็งกำไร (speculators) และหุ้นที่ผู้เข้าไปซื้อดังกล่าวจะพิจารณาศักยภาพสูงหรือไม่เพียงใด เพื่อพิจารณาว่าควรซื้อไว้ในระยะยาว หรือ ระยะสั้น หรือ อยู่ในสภาวะการรับซื้อรับขาย โดยกระบวนการของการซื้อขายในตลาดนั้นจะมี นายหน้า (Broker) ที่อยู่ในตลาด ทำหน้าที่เป็นตัวกลางและเมื่อหุ้นที่ซื้อแล้ว ก็จะอยู่ใน Portfolio ซึ่ง Portfolio ทำหน้าที่ถือหุ้นไว้แทน จนกว่าผู้ถือหุ้นคนสุดท้ายอยากเปลี่ยนมือมาเป็นผู้ลงทุนระยะยาว ก็จะไปจดทะเบียนต่อนายทะเบียนของบริษัทเพื่อเป็นผู้ถือหุ้น แล้วก็จะรอเงินปันผลต่อไป อาจเรียกสรุปพฤติกรรมดังกล่าวได้ว่า ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากเงินปันผล

แต่ผู้ลงทุนในตลาดรองจะได้รับผลประโยชน์จากการซื้อขายหุ้นโดยได้กำไรส่วนต่างนั่นเอง เช่น ซื้อหุ้นมาในราคา 10 บาท แต่ต่อมาหุ้นขึ้นเป็น 20 บาท แต่หากปรากฏว่าบริษัทนี้มีผลประกอบการดีมากมีคนจำนวนมากอยากจะซื้อหุ้นระดับ Demanded มากกว่า Supplies จึงทำให้ราคาของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ก็จะขึ้นมาเป็น 30 บาท ผู้ที่ถือหุ้น 20 บาท เห็นได้ว่า หากขายตอนนี้สามารถทำกำไรได้ 10 บาท และหากว่าบุคคลนั้นถือหุ้นไว้ 1,000,000 หุ้น จะขาย แต่หลังจากที่ขายเสร็จก็มีผู้ถือหุ้นเทขายหุ้นจำนวนมาก เพราะว่าหุ้นมีราคาสูง Supplied ก็มีมากตาม หากราคาหุ้นตกบุคคลอื่นก็เข้าไปซื้อขึ้นแล้วก็ขาย และมันไม่ได้ซื้อขายเพียงแค่บริษัทเดียว หรือ ตลาดเดียว แต่อาจจะเป็นการซื้อขายหลายบริษัทด้วยกัน และเนื่องจากต้องติดตามหุ้นทุกช่วงเวลา กลุ่มผู้ซื้อขายหุ้นเหล่านี้ก็จะใช้เวลาให้กับการซื้อขายในหุ้นเป็นส่วนใหญ่กว่าได้

อย่างไรก็ตาม การปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ ถือเป็นปัญหาที่ยาวนานสำหรับประเทศไทยและสร้างความวิตกกังวล อันอาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจทั้ง ก.ล.ต. และนักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีอำนาจต่อรองจากการกระทำดังกล่าว ตั้งแต่จัดตั้งตลาดมาจนถึงปัจจุบันยังพบว่า ความผิดการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ยังคงเป็นปัญหาทั้งในตลาดและในชั้นศาลและปัญหาส่วนใหญ่ที่เกิดขึ้น เป็นเรื่องเดิมๆ ซ้ำๆ กล่าวคือ ที่ผ่าน ก.ล.ต. ไม่สามารถเอาผิดต่อผู้กระทำความผิดดังกล่าวได้เท่าที่ควร และยังไม่ประสบความสำเร็จในการป้องปรามยับยั้งไม่ให้เกิดการกระทำความผิดดังกล่าวขึ้น แต่ที่เห็นได้ชัดคือ คดีเสียสอง จากคำพิพากษาศาลฎีกา 1766/2539 ศาลพิพากษายกฟ้องตั้งแต่ศาลชั้นต้นไปจนถึงชั้นศาลฎีกา ไม่เพียงแต่เท่านั้น ทั้งยังมีแนวโน้มของการกระทำความผิดสูงขึ้นเรื่อยๆ จากข้อมูลการกล่าวโทษของผู้กระทำความผิดตาม



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พุทธศักราช 2535 ระหว่างปี พุทธศักราช 2535 ถึง 2555 มีถึง 459 ราย สามารถที่จะนำคดีฟ้องศาลและมีการลงโทษได้เพียงอัตราร้อยละ 16 เท่านั้น และคดียังค้างอยู่ในชั้นพิจารณาของพนักงานสอบสวนและอัยการอีกร้อยละ 48 และคดีขาดอายุความและหลบหนีอีกร้อยละ 13 และอัยการสั่งไม่ฟ้องอีกร้อยละ 18 และศาลพิพากษายกฟ้องอีกร้อยละ 5 ซึ่งน่าจะเพียงพอที่กล่าวว่า ปัญหาดังกล่าวยังคงเป็นปัญหาต่อการดำเนินคดีอาผิดกับผู้กระทำความผิดอยู่เสมอจนถึงปัจจุบัน

สภาพปัญหาข้างต้นสามารถกล่าวได้ว่าในตลาดจะมีกลุ่มบุคคลจำพวกหนึ่งที่มาทำการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ (Manipulated) จากการกระทำของบุคคลเหล่านั้น ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ให้ราคาสูงขึ้น หรือ ต่ำลง อย่างไม่เป็นไปตามภาวะปกติของตลาด การกระทำเหล่านี้จึงถือเป็นการกระทำอันไม่เป็นธรรม (Unfair Trade Practice) และพฤติกรรมปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ ถือเป็นพฤติกรรมอย่างหนึ่งที่เป็นความผิด ซึ่งจำแนกการกระทำอันไม่เป็นธรรมนี้ ออกเป็น 3 ลักษณะใหญ่ๆ คือ 1. การบอกกล่าวข้อความ หรือ เท็จการแพร่ข่าวอันไม่เป็นความจริง 2. การสร้างราคา และ 3. การใช้ข้อมูลภายใน หรือ Insider trading. เป็นต้น

การกระทำความผิดใน 3 ลักษณะดังกล่าวโดยเฉพาะการสร้างราคาหลักทรัพย์นั้นมีวัตถุประสงค์ เพื่อต้องการเข้าไปควบคุมหุ้นและทิศทางราคาของหุ้นดังกล่าวในตลาด โดยจะค่อยๆ กระทำการไปอย่างช้าๆ และเงียบๆ เพื่อให้ไปถึงเป้าหมาย โดยพฤติกรรมหลักๆ คือ นักลงทุนรายใหญ่จะเข้าไปเลือกซื้อหุ้นจากที่มีราคาต่ำ มีจำนวนหุ้นหมุนเวียนน้อยควบคุมง่าย โดยมีการหาบัญชีตัวแทน บุคคลที่รู้จัก ที่เกี่ยวข้องจากนั้นจะทำการเปิดบัญชีหลายๆ บัญชีให้ได้มากที่สุด มีนายหน้า (Broker) หลายๆ ที่ทำให้มีความพัวพันซับซ้อนยากต่อการตรวจสอบ จากนั้นก็ทำการกดราคานักลงทุนรายย่อยเพื่อเก็บหุ้น และทำการปั่นหุ้นสร้างราคา สร้างความมั่นใจให้นักลงทุนรายย่อยแย่งกันซื้อหุ้นดังกล่าว จึงทำให้ราคาหุ้นนั้นสูงขึ้นเรื่อยๆ โดยตั้งราคาไว้ที่นายหน้า (Broker) ที่หนึ่งและสั่งซื้อจากนายหน้า (Broker) อีกที่หนึ่งนั่นเอง

ในระหว่างนั้นต่อไปจะมีการเชิญนักวิเคราะห์ นักวิชาการมาทำการวิเคราะห์ เพื่อไล่ราคาหุ้นขึ้นไปเรื่อยๆ ให้มีความสอดคล้องกันกับราคาหุ้นนั้น สร้างเรื่องราวปล่อยข่าวลือในทางที่ดีของหุ้นนั้นเรื่อยๆ พอข่าวถูกแพร่ออกไป นักลงทุนรายย่อยก็จะเข้ามาร่วมลงทุนเพราะมีความต้องการที่ว่า “ลงทุนไปแล้วได้ผลตอบแทนสูงและรวดเร็ว” เพื่อตอบสนองต่อกระแสดังกล่าว ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนรายใหญ่ก็ยังคงเก็บหุ้นไว้ให้ราคาไต่ไปถึงระดับที่ตั้งเป้าเอาไว้ ระยะเวลาดังกล่าวนี้อาจใช้เวลาประมาณ 2-3 ปี แล้วแต่กรณี เพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยติดกับดัก แล้วจากนั้นก็ทำการกระชากราคาหุ้นให้ราคาหุ้นนั้นสูงขึ้นขึ้นไปอีก เพื่อทำให้กระแสตอบรับดีขึ้นไปตามลำดับ

เพราะหากเป็นเช่นนั้น การใช้การซื้อหุ้นของนักลงทุนรายย่อยที่ซื้อหุ้นโดยไม่ทราบมูลความจริงเกี่ยวกับหุ้นนั้น ย่อมทำให้แรงซื้อดังกล่าวมาปั่นราคาหลักทรัพย์ให้เกิดอุปสงค์อุปทานเทียมที่สูงขึ้นไปอีก สิ่งนี้ก็คือเป็นอีกวิธีการหนึ่งเช่นเดียวกัน จากลักษณะแบบนี้ทำให้เห็นว่าการขึ้นลง หรือ การซื้อขายของราคาหุ้นนั้นไม่ได้เป็นไปตามสภาพปกติของตลาดเลย ไม่ได้มาจากอุปสงค์อุปทานในตลาดอย่างแท้จริง ล้วนแต่เกิดจากการเตรียมการในการสร้างอุปสงค์อุปทานเทียม การซื้อขายเทียม สร้างพฤติกรรมการซื้อขายเทียมเอาไว้แล้ว ทำให้เกิดความปั่นป่วนในตลาด เพื่อหวังเก็งกำไรจากหุ้นดังกล่าวที่ได้มูลค่าหุ้นสูงขึ้นหลายเท่าโดยไม่ต้องมีผลจากประกอบการที่แท้จริงแต่อย่างใด

หลังจากนั้นก็ตั้งปริมาณหุ้นสูงแต่ตั้งราคาเคาะขายต่ำ แต่ยั้ให้นักลงทุนรายย่อยซื้อเท่าไร ราคาหุ้นก็ไม่ขึ้นแต่กลับมากเท่าเดิมและลดลง ซื้อเท่าไรก็ไม่หมด จนนักลงทุนรายใหญ่เทขายหุ้นกับนักลงทุนรายย่อย หลังจากนั้นก็จะปล่อยหุ้นไว้อย่างนั้นและเทขายในระยะเวลาอันสั้นเพื่อไม่ให้ให้นักลงทุนรายย่อยเกิดการตั้งรับไว้ได้ ซึ่งหากนักลงทุนรายย่อยเผลอตัวไม่ทันก็จะ



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

ขาดทุนไปเรื่อยๆ จนเกิดมูลค่าความเสียหายอย่างมหาศาลอาจประเมินค่าไม่ได้ เกิดความเสียหายที่ส่งผลกระทบต่อตลาดในเวลาต่อมาและถ้าหากนักลงทุนรายย่อยไม่ขาย ยอมขาดทุนก็จะติดราคาอยู่อย่างนั้นตลอดไป ซึ่งวิธีการดังกล่าวคือพฤติกรรมหลักของนักปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ที่นิยมใช้กันมาโดยตลอด

ความเสียหายจากพฤติกรรมการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว เกิดขึ้นแก่นักลงทุนรายย่อยอย่างมหาศาลและเป็นการกระทำที่เอาเปรียบเทียบนักลงทุนรายย่อย อีกทั้ง ยังเป็นการกระทำที่ไม่เป็นธรรมอย่างยิ่ง เพราะถือเป็นการเอาเปรียบนักลงทุนรายย่อยโดยตรง เพราะนักลงทุนรายย่อยต่างประสบปัญหาจากพฤติกรรมดังกล่าว และการลงทุนในปัจจุบันยังพบว่าสัดส่วนของนักลงทุนประเภทสถาบันมีน้อยหากเทียบกับนักลงทุนประเภทบุคคลากร กรอบกับนักลงทุนประเภทบุคคลหรือนักลงทุนรายย่อย “ยังมีพฤติกรรมส่วนใหญ่ทางด้านการเก็งกำไรมากกว่าการลงทุนระยะยาว” และหากเกิดเหตุการณ์ข้างต้นขึ้น ย่อมส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและเสถียรภาพในตลาดทั้งตลาดแรกและตลาดรองด้วย ซึ่งหากการเปลี่ยนมือจากนักลงทุนรายย่อยไปลงทุนในระยะยาวย่อมเป็นไปได้ยากแล้ว สิ่งเหล่านี้จะนำไปสู่การขาดเสถียรในตลาดทุน และผลกระทบต่อเรื่องเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศในระยะเวลาต่อมา ยิ่งกว่านั้นอาจทำให้ความน่าเชื่อถือในตลาดไทยหมดลงตามลำดับด้วย สถาบันการเงินก็จะมีปัญหาตามมารวมถึงส่งผลต่อการผันผวนของค่าเงินบาทและมีผลกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศนั่นเอง

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อนักลงทุนรายย่อยเป็นอย่างมากและต่อการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจด้วย จึงมีความจำเป็นต้องพัฒนากลไกการกำกับ ดูแล ควบคุมอย่างมีประสิทธิภาพ เพราะภาพเหล่านี้จะสะท้อนต่อความน่าเชื่อถือและเสถียรภาพการลงทุนในตลาด กรอบกับปัญหาการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ ถือเป็นปัญหาที่ยาวนานถึงปัจจุบัน แม้จะมีการปรับแก้พระราชบัญญัติดังกล่าว ตั้งแต่อดีตถึงปัจจุบันเป็นฉบับที่ 6 เมื่อปีพุทธศักราช 2562 แล้วก็ตามแต่บทบัญญัติในมาตรา 244/3 มาตรา 244/5 และมาตรา 244/6 ก็ยังไม่ถือว่าครอบคลุมพฤติกรรมการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่ว่าหลักเกณฑ์ทางกฎหมายมีความจำกัดและไม่ทำให้กฎหมายสามารถปรับใช้ในสังคมปัจจุบันได้อย่างมีประสิทธิภาพเพราะว่าพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พุทธศักราช 2535 เป็นกฎหมายที่มีลักษณะพิเศษเพราะเป็นการบัญญัติหลักเกณฑ์ทางสารบัญญัติและวิธีสารบัญญัติของกฎหมายเข้าด้วยกันรวมถึงองค์ประกอบและหลักความผิดทางอาญา ทางแพ่ง และทางปกครองผสมผสานในกฎหมายดังกล่าวจึงไม่มีลักษณะเหมือนกับกฎหมายทั่วไป จึงต้องศึกษาและเข้าใจลักษณะของตลาดและสภาพปัญหาโดยเฉพาะพฤติกรรมการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ เพื่อหาบทสรุปที่เหมาะสมให้สอดคล้องกันกับสถานการณ์ปัจจุบัน

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความเป็นมาและหลักแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์
2. เพื่อศึกษาพฤติกรรมการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์จากคำพิพากษา
3. เพื่อศึกษากฎหมายหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ประเทศอังกฤษ ประเทศญี่ปุ่น
4. เสนอแนะแนวทางแก้ไขปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12
The 12th STOU National Research Conference

ระเบียบวิธีวิจัย

ใช้การวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative study) การศึกษาเอกสารเชิงพรรณนาและวิเคราะห์ (Descriptive and Analytical method) และการศึกษาเชิงเปรียบเทียบ (Comparative study) โดยผู้วิจัยค้นคว้าและรวบรวมข้อเท็จจริง ข้อกฎหมาย คำพิพากษา หนังสือคำอธิบายเอกสารประกอบการสัมมนา เอกสารการวิจัย บทความนักกฎหมาย ข่าวสารหน่วยงาน ก.ล.ต. เป็นต้น เมื่อทำการรวบรวมและเรียบเรียงเอกสารดังกล่าวทั้งหมดแล้ว จึงทำการวิจัยโดยใช้วิธีการเขียนเชิงพรรณนาและวิเคราะห์ ตลอดจนประเด็นที่เป็นปัญหา พร้อมทั้งเสนอความเห็นและข้อเสนอแนะแนวทางแก้ไขเพิ่มเติมที่เป็นประโยชน์ในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้น

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ประการแรก ผลการเปรียบเทียบกฎหมายจากการศึกษากฎหมายหลักทรัพย์ในประเทศไทยและกฎหมายหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ซึ่งปรากฏในตาราง ดังนี้

ประเทศไทย	ประเทศอเมริกา	ประเทศอังกฤษ	ประเทศญี่ปุ่น	ข้อเสนอแนะที่ต่างกัน
แก้ไขบทบัญญัติทางกฎหมายดังกล่าวที่เกี่ยวข้องและกำหนดพฤติกรรมดังกล่าวในบทนิยามเพื่อให้ครอบคลุมต่อการกระทำความผิดดังกล่าว	นำบทบัญญัติและหลักเกณฑ์ทางกฎหมายมาพิจารณาปรับแก้ไขให้เข้ากับบริบทกฎหมายไทยโดยเฉพาะลักษณะอำนาจที่กฎหมายบัญญัติไว้	นำบทบัญญัติและหลักเกณฑ์ทางกฎหมายมาพิจารณาปรับแก้ไขให้เข้ากับบริบทกฎหมายไทยโดยเฉพาะบทบัญญัติการกระทำความผิด	นำบทบัญญัติและหลักเกณฑ์ทางกฎหมายมาพิจารณาปรับแก้ไขให้เข้ากับบริบทกฎหมายไทย โดยเฉพาะการสามารถเอาผิดผู้กระทำความผิดในต่างประเทศได้	การเสนอแนะหลักกฎหมายที่มีลักษณะเฉพาะในการพิจารณาแต่ละประเด็น เช่น บทบัญญัติลักษณะอำนาจของสหรัฐอเมริกา มาตรา 9(a) และ มาตรา 10b และกฎ 10b-5 บทบัญญัติที่สามารถเอาผิดผู้กระทำ ความผิดโดยใช้โปรแกรม ปัญญาประดิษฐ์เป็นเครื่องมือ ตามมาตรา 118 บทบัญญัติที่สามารถเอาผิดผู้กระทำความผิด
	นำหลักการสำคัญของมาตรการเชิงลงโทษไม่ว่าทางแพ่ง หรือ ทางอาญามาปรับแก้ไขในบริบทกฎหมายไทย	นำหลักการสำคัญของมาตรการเชิงลงโทษไม่ว่าทางแพ่ง หรือ ทางอาญามาปรับแก้ไขในบริบทกฎหมายไทย	นำหลักการสำคัญของมาตรการเชิงลงโทษไม่ว่าทางแพ่ง หรือ ทางอาญามาปรับแก้ไขในบริบทกฎหมายไทย	
	นำอำนาจหน้าที่ของ ก.ล.ต. มาปรับใช้เชิงบูรณาการ	นำอำนาจหน้าที่ของ ก.ล.ต. มาปรับใช้เชิงบูรณาการ	นำอำนาจหน้าที่ของ ก.ล.ต. มาปรับใช้เชิงบูรณาการ	
	นำบรรทัดฐานที่เป็นสาระสำคัญของคดีมาประกอบการพิจารณาปรับแก้กับบริบทไทย	นำบรรทัดฐานที่เป็นสาระสำคัญของคดีมาประกอบการพิจารณาปรับแก้กับบริบทไทย	นำอำนาจหน้าที่ของ ก.ล.ต. มาปรับใช้เชิงบูรณาการ	



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

นำบรรทัดฐานที่	ในต่างประเทศได้ตาม
เป็นสาระสำคัญของ	มาตรา 159(2)(i)(a)-
คดีมาประกอบการ	(c)(i)(ii)
พิจารณาปรับแก้กับ	อัตราโทษปรับทาง
บริบทไทย	แพ่งและทางอาญาอันมี
	สาระสำคัญในแต่ละ
	ประเด็น เช่น ดุลพินิจ
	การปรับทางแพ่งใน
	มาตรา 206 ของ
	ประเทศอังกฤษและ
	มาตรการทางแพ่งและ
	ทางอาญาของประเทศ
	อเมริกา ในมาตรา
	32(a) และมาตรา 21A
	รวมถึงหลักเกณฑ์ใน
	มาตร 197(1)(i)
	207(1)(i) ของประเทศ
	ญี่ปุ่นด้วย ฯลฯ

ที่มา : จากการศึกษาเปรียบเทียบโดยผู้วิจัย

ประการที่สอง การกำหนดนิยามจากการวิเคราะห์พฤติกรรมในคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัทเงินทุน เพิร์สซิดี อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI) คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท รัตนการเคหะจำกัด (RR) ความเห็นสั่งไม่ฟ้องของพนักงานอัยการต่อคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัทเงินทุน เพิร์สซิดี อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI) และคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท รัตนการเคหะจำกัด (RR) คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น TCOAT คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น BBC ที่ศาลยกฟ้อง คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1766/2539 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น SCIB คดีหมายเลขแดงที่ 2008/2546 ของศาลอาญา ความเห็นสั่งไม่ฟ้องของพนักงานอัยการต่อคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น TPIPL การบังคับใช้มาตรการลงโทษทางแพ่งกับผู้กระทำความผิด 24 ราย กรณีปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ MILL กรณีสร้างราคาหุ้น PICO คดีหมายเลขดำที่ 1330/2563 คดีหมายเลขแดงที่ 13462/2563 เช่น พฤติกรรม การเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ ลักษณะอำพราง การบิดเบือนความจริงของหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด การซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะต่อเนื่อง การทำให้บุคคลทั่วไปหลงผิด ผู้ที่เกี่ยวข้องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ร่วมกันซื้อขายหลักทรัพย์ การควบคุมอุปสงค์อุปทานของหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นกลุ่ม การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพวยราคาไว้ การซื้อขายเพื่อกระตุ้นราคาหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างกันเอง การทำราคาปิด การซื้อขายหลักทรัพย์แบบไม่เปลี่ยนแปลงเจ้าของ การจับคู่ซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างกันเอง การให้ข่าวในเชิงบวกขณะปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

การปกปิดความเคลื่อนไหวทางการเงิน การทำคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์หลายๆ คำสั่ง และการตั้งคำสั่งซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์เอาไว้ล่วงหน้า เป็นต้น

จากการศึกษาวิจัยดังกล่าวพบว่า การปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ที่สามารถกระทำโดยผู้ที่มีความทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ได้นั้น เพราะกฎหมายไทยในปัจจุบันไม่ครอบคลุมต่อพฤติกรรมที่เกิดขึ้น ขาดความแน่นอน ชัดเจน มีบทบัญญัติที่เคร่งครัดจนเกินไป ขาดความยืดหยุ่นจึงยากต่อการเอาผิดผู้กระทำความผิดในตลาด เมื่อเทียบกับกฎหมายที่มีความสลับซับซ้อนกับข้อเท็จจริง ยากต่อการตรวจสอบและรวบรวมพยานหลักฐาน จึงไม่สามารถทำให้การดำเนินคดีเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพเท่าที่ควร เพราะบทนิยามไม่เพียงพอ พฤติกรรมที่เกิดขึ้นยังไม่มีกฎหมายกำหนดให้เป็นความผิด กลไกในการกำกับดูแลไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอต่อการปรับใช้กลไกเชิงลงโทษทั้งทางแพ่งและอาญา จึงทำให้บทกำหนดโทษไม่เหมาะสม ฯลฯ ซึ่งเป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งเอาไว้ จากการศึกษาวิเคราะห์พฤติกรรมการณ์ปั่นหุ้นสร้างราคาจากคำพิพากษาและคดีความที่เกิดขึ้น และทำการจำแนกกลุ่ม จากการกระทำดังกล่าวโดยนำมาพิจารณาประกอบกับหลักกฎหมายว่าด้วยการปั่นหุ้นสร้างราคาในมาตรา 244/3 มาตรา 244/5 และมาตรา 244/6 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พุทธศักราช 2535 แล้วนั้น จึงสามารถสรุปและอภิปรายผลการวิจัยที่ค้นพบสาระสำคัญ ดังนี้

ประการแรก หลักความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมในตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้น พบว่า สามารถแบ่งกลุ่มออกเป็น 4 กลุ่ม ด้วยกัน ได้แก่ กลุ่มที่ 1 ความผิดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่อาจทำให้ผู้ลงทุนและตลาดทุนเสียหาย (มาตรา 240 และมาตรา 241) กลุ่มที่ 2 ความผิดเกี่ยวกับการเอาเปรียบผู้ลงทุนโดยการใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่ล่วงรู้มา (มาตรา 242 มาตรา 243 มาตรา 244/1 มาตรา 244/2) กลุ่มที่ 3 ความผิดเกี่ยวกับการสร้างราคาหลักทรัพย์ (มาตรา 244/3 ถึง มาตรา 244/6) กลุ่มที่ 4 ความผิดเกี่ยวกับกรณีอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง (มาตรา 246/7) เป็นต้น

ประการที่สอง จากการวิเคราะห์ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับความผิดการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ (มาตรา 244/3 ถึง 244/6) นั้น พบปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับมาตรา 244/3 ในประเด็นของการตีความเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์อันเป็นการทำให้บุคคลทั่วไปเข้าใจผิด ที่บทบัญญัติดังกล่าวไม่ครอบคลุมถึงพฤติกรรมที่เกิดขึ้นในตลาด อีกทั้งยังพบปัญหาการตีความเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดด้วย รวมทั้งปัญหาเกี่ยวกับข้อยกเว้นทางกฎหมายในมาตรา 244/4 ด้วย ไม่ว่าจะเป็นการปฏิบัติตามข้อตกลงในการซื้อ หรือ ขายเพื่อรักษาระดับ การซื้อ หรือ ขายหุ้นคืนในโครงการซื้อหุ้นคืน การซื้อ หรือ การขายหลักทรัพย์ที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข วิธีการของ ก.ล.ต. และปัญหาในมาตรา 244/5 ในประเด็นที่ผู้ได้รับประโยชน์จากการซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์เป็นบุคคลคนเดียวกันเกี่ยวกับข้อสันนิษฐานดังกล่าวไม่ครอบคลุมถึงการมีสถานที่อยู่เดียวกัน การใช้สถานที่ในการติดต่อซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกัน การใช้หมายเลขโทรศัพท์ในการติดต่อซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์ในทำนองเดียวกันนี้ บทบัญญัตินี้ดังกล่าวไม่ครอบคลุมถึงพฤติกรรมที่เกิดขึ้นในตลาด และปัญหาการร่วมส่งคำสั่งซื้อ ได้สั่งขาย หรือ จะขายหลักทรัพย์เดียวกันในเวลาใกล้เคียงกันนั้น ไม่ปรากฏว่ามีองค์ประกอบอื่นประกอบการพิจารณา ไม่ว่าจะเป็นปริมาณ ว่าต้องมีปริมาณเพียงใดในช่วงเวลาดังกล่าว และเวลาใกล้เคียงกันมีความหลากหลายที่หมายถึงเวลาเดียวกันหรือไม่อย่างไร และปัญหาการร่วมส่งคำสั่งขาย หรือ ได้ซื้อ หรือ จะซื้อหลักทรัพย์เดียวกันในเวลาใกล้เคียงกันก็พบว่าไม่มีปัญหาในทำนองเดียวกันด้วย นอกจากนี้ยังพบปัญหาของบทบัญญัติดังกล่าวเกี่ยวกับการส่งแก้ไข หรือ ยกเลิกคำสั่งซื้อ หรือ ขายในช่วงก่อนเปิด หรือ ช่วงก่อนปิดตลาดให้ราคาหลักทรัพย์นี้สูง หรือ ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ปัญหาการส่งแก้ไข หรือ ยกเลิกคำสั่งซื้อ หรือ ขายในลักษณะขัดขวางซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์ของบุคคลอื่น ทำให้บุคคลอื่นต้องส่งคำสั่งซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์ในราคาต่ำ หรือ สูงกว่าที่ควรจะเป็น และยังพบปัญหาในมาตรา 244/6 อีกด้วย ไม่ว่าจะเป็น



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

ปัญหาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกันในการร่วมกันปันหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ ปัญหาเกี่ยวกับการกระทำการแทนกันในการปันหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

ประการที่สาม จากการวิเคราะห์พฤติกรรมการปันหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์จากคำพิพากษาและการตีความของศาลไทยในคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัทเงินทุน เพิร์สซิดี อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI) คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท รัตนการเคหะจำกัด (RR) ความเห็นสั่งไม่ฟ้องของพนักงานอัยการต่อคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัทเงินทุน เพิร์สซิดี อินเวสเมนต์ จำกัด (FCI) และคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท รัตนการเคหะจำกัด (RR) คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น TCOAT คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น BBC ที่ศาลยกฟ้องคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1766/2539 คดีร่วมกันซื้อขายหุ้น SCIB คดีหมายเลขแดงที่ 2008/2546 ของศาลอาญา ความเห็นสั่งไม่ฟ้องของพนักงานอัยการต่อคดีร่วมกันซื้อขายหุ้น TPIPL การบังคับใช้มาตรการลงโทษทางแพ่งกับผู้กระทำความผิด 24 ราย กรณีปันหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ MILL กรณีสร้างราคาหุ้น PICO คดีหมายเลขดำที่ 1330/2563 คดีหมายเลขแดงที่ 13462/2563 เป็นต้น พบว่า ปัญหาส่วนใหญ่มาจากบทบัญญัติที่ไม่ครอบคลุม ขาดความชัดเจน จึงทำให้ไม่สามารถเอาผิดผู้กระทำความผิดได้ รวมถึงยังค้นพบพฤติกรรมที่เกิดขึ้นจากการกระทำความผิดในตลาดที่บทบัญญัติไม่ครอบคลุมอีกด้วย จากการศึกษาดังกล่าวยังพบว่ามีปัญหาเรื่องการตีความเกี่ยวกับการกำหนดความผิดการซื้อขายหุ้นในลักษณะอำพราง ปัญหาความสัมพันธ์ในเรื่องหุ้นระหว่างกัน ปัญหาความสัมพันธ์ในเรื่องการโอนและรับเงินระหว่างกัน ปัญหาความสัมพันธ์ในเรื่องการโอนเงินและการโอนหุ้นระหว่างบุคคลในกลุ่ม ปัญหาการตีความกำหนดความผิดการซื้อขายในลักษณะต่อเนื่อง ปัญหาพฤติการณ์การซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ปัญหาเรื่องไม่มีบทนิยามกำหนด ลักษณะการซื้อขายในลักษณะต่อเนื่อง ปัญหาเรื่องการกำหนดความผิดเพราะบทบัญญัติขาดความชัดเจน ปัญหาเรื่องการพิสูจน์ความผิดและระยะเวลาในการดำเนินคดี นอกจากนี้จากคำพิพากษาแต่ละคดียังพบพฤติกรรมที่ถือว่าการซื้อขายที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาดและพฤติกรรมอื่นที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นพฤติกรรมการควบคุมอุปสงค์อุปทานของหุ้น การซื้อขายเป็นกลุ่ม การซื้อขายแบบต่อเนื่อง การจับคู่ซื้อขายระหว่างกันเอง การทำราคาปิด การซื้อขายแบบไม่เปลี่ยนแปลงเจ้าของ การซื้อขายเพื่อพองราคาไว้การบิดเบือนความจริงเรื่องราคาซื้อขายหุ้น การรู้เห็นร่วมมือกันในการซื้อขายหุ้น ความสัมพันธ์ในเรื่องการเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ การชักจูงใจเพื่อให้ผู้อื่นทำการซื้อขายหุ้น ข้อยกเว้นความผิด “ลักษณะอำพราง” จากการตีความของศาล อีกทั้งยังได้ทำการวิเคราะห์การตีความพฤติกรรมการซื้อขายหุ้น “ในลักษณะอำพราง” ของศาลด้วย นอกจากนี้ยังพบลักษณะการเปลี่ยนแปลงของปริมาณและราคาหุ้นที่สูงขึ้น การทำคำสั่งซื้อหลายๆ คำสั่ง การตั้งคำสั่งซื้อ หรือ ขายไว้ล่วงหน้า จากการศึกษาดังกล่าวทำให้พิเคราะห์ถึงความเห็นไม่สั่งฟ้อง และคดีที่ศาลฎีกายกฟ้องด้วยเช่นเดียวกัน ว่ามีมูลเหตุอย่างไรอันเป็นเหตุเช่นนั้น ในคดี อีกทั้งยังพบว่า การตีความของพนักงานสอบสวน พนักงานอัยการ และศาลตีความแคบและจำกัด หรือ อาจกล่าวได้ว่าเป็นการตีความที่เคร่งครัดจนเกินไป จึงทำให้ไม่สามารถเห็นว่าการกระทำความผิดดังกล่าวเป็นความผิดได้ รวมถึงผู้กระทำความผิดสามารถใช้ช่องว่างดังกล่าวต่อสู้ทางคดีจนตนเองเป็นฝ่ายชนะ เป็นต้น

ประการที่สี่ จากการวิเคราะห์ปัญหาเกี่ยวกับมาตรการเชิงลงโทษทางแพ่งและอาญาเกี่ยวกับความผิดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้น พบว่า มีช่องทางการดำเนินคดีในทางปกครอง ทางแพ่ง ทางอาญา และการดำเนินคดีแบบกลุ่ม นอกจากนี้ยังพบปัญหาเกี่ยวกับมาตรการเชิงลงโทษทางแพ่งเกี่ยวกับความผิดการปันหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ด้วย ไม่ว่าจะเป็นปัญหาเกี่ยวกับการพิจารณาดำเนินการบังคับใช้กฎหมายของ ก.ล.ด. ปัญหาเกี่ยวกับการพิจารณามาตรการลงโทษของคณะกรรมการพิจารณามาตรการลงโทษทางแพ่ง (ค.ม.พ.) ปัญหาเกี่ยวกับการเข้าทำบันทึกตกลงกับผู้กระทำความผิด ปัญหาการฟ้องร้องคดีในกรณีที่ผู้กระทำความผิดไม่ตกลงทำตามบันทึกยินยอม ปัญหาความเคร่งครัดของการดำเนินคดีแพ่งตามวิธี



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

พิจารณาความแฟ่ง เป็นต้น ส่วนปัญหาเกี่ยวกับมาตรการเชิงลงโทษทางอาญาเกี่ยวกับความผิดการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ พบปัญหาเรื่องการกำหนดความผิดและการรวบรวมพยานหลักฐาน ปัญหาเรื่องการพิสูจน์เจตนาของผู้กระทำความผิด ปัญหาเรื่องความยุ่งยากซับซ้อนในการดำเนินคดีทางอาญา ปัญหาเรื่องการตีความของศาลเกี่ยวกับการกระทำความผิด เป็นต้น

และเมื่อศึกษาเปรียบเทียบกฎหมายในต่างประเทศแล้ว พบว่า จากการเปรียบเทียบลักษณะของกฎหมายและ มาตรการทางกฎหมายในประเทศต่างๆ กับประเทศไทยมีความแตกต่างกันทั้งในบทบัญญัติ มาตรการเชิงลงโทษ และคำพิพากษา เมื่อนำไปเปรียบเทียบและพิจารณาในแต่ละประเด็น ไม่ว่าหลักเกณฑ์ทางกฎหมาย มาตรการเชิงลงโทษ อำนาจหน้าที่ของ ก.ล.ต. และการบังคับใช้กฎหมาย และการวิเคราะห์พฤติกรรมจากคดีความและคำพิพากษาแล้ว สรุปได้ ดังนี้

ประการแรก เมื่อเปรียบเทียบกฎหมายไทยและต่างประเทศแล้วพบแนวทางที่สามารถลดข้อจำกัดในเรื่องของการ กำหนดความผิดว่าด้วยการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์กฎหมายในประเทศไทยได้ กล่าวคือ

สหรัฐอเมริกา มีหลักเกณฑ์ทางกฎหมายเกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาปรากฏใน The Securities Exchange Act of 1934 มาตรา 9(a) และ มาตรา 10b และกฎ 10b-5 มีลักษณะการกระทำความผิดออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ เช่น ห้ามให้บุคคลกระทำการใดอันเป็นการกระทำความผิดดังกล่าวไม่ว่าโดยตรง หรือ ทางอ้อม นั้น และวาง หลักเกณฑ์ในลักษณะการซื้อขายหลักทรัพย์โดยมีเจตนาในลักษณะปกปิดอำพราง หรือ ทำให้บุคคลหลงเชื่อทำให้เกิดความ เข้าใจผิด ในลักษณะหลอกลวง จากการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น และมีมาตรการเชิงลงโทษที่ครอบคลุมและละเอียดกว่าประเทศ ไทย รวมถึงอำนาจหน้าที่ของ ก.ล.ต. ในการบังคับใช้กฎหมายค่อนข้างหลากหลายและครอบคลุมมากกว่าประเทศไทย รวมถึง พฤติกรรมจากคำพิพากษา มีการวางบรรทัดฐานเกี่ยวกับเจตนาของการกระทำความผิด วางบรรทัดฐานผู้ที่เกี่ยวข้อง และการ เอาผิดบุคคลภายนอก รวมถึงขยายลักษณะของพฤติกรรมลักษณะอำพราง การเอาผิดบุคคลที่สาม และการใช้เครื่องมือในการ อำนาจความสะดวกต่อการกระทำความผิด การเอาผิดบุคคลภายใน นายหน้า เจ้าหน้าที่ที่ให้ความช่วยเหลือในการกระทำ ความผิด เป็นต้น

ส่วนประเทศอังกฤษ มีหลักเกณฑ์ทางกฎหมายที่ปรากฏใน The Financial Services and Market Act 2000 มาตรา 118 แห่งมีการบัญญัติพฤติกรรม หรือ ลักษณะความผิดเอาไว้ซึ่งสามารถจำแนกออกเป็น 7 พฤติกรรมด้วยกัน เช่น โดยการเข้าไปจัดการข้อมูลภายใน เปิดเผยข้อมูลภายใน ขยายความในเรื่องข้อมูลและการปฏิบัติหน้าที่ ครอบคลุมถึงเจ้าหน้าที่ ที่ปฏิบัติหน้าที่ การฝ่าฝืนต่อการปฏิบัติหน้าที่ และการละเลยโดยการเปิดเผยข้อมูล การทำให้เกิดความเข้าใจผิดต่อการ แสดงผลของหลักทรัพย์ และการใช้โปรแกรมปัญญาประดิษฐ์ในการออกชุดคำสั่งในการกระทำความผิด ฯลฯ ที่แตกต่างและ ดีกว่าประเทศไทย รวมถึงกฎหมายให้อำนาจและดุลพินิจของ ก.ล.ต. มากกว่าประเทศไทย และอำนาจหน้าที่ของ ก.ล.ต. และการบังคับใช้กฎหมาย กฎหมายให้อำนาจมากกว่าประเทศไทยในการตรวจสอบ สอดส่อง ดูแล บังคับปรามตลาด รวมถึง พฤติกรรมจากคำพิพากษา พบว่าในประเทศอังกฤษสามารถเอาผิดผู้กระทำความผิด หรือ สนับสนุน และพบพฤติกรรมของ การแจ้งข้อมูลที่ไม่ถูกต้องเกี่ยวกับการปั่นหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบ การดำเนินคดีกับกลุ่มผู้ค้าที่มีการซื้อขาย หนาแน่น เป็นการวางบรรทัดฐานในการดำเนินคดีกับผู้กระทำความผิดโดยใช้ชุดโปรแกรมคำสั่งปัญญาประดิษฐ์มาเป็น เครื่องมือในการกระทำความผิด เป็นต้น

และประเทศญี่ปุ่น มีหลักเกณฑ์ทางกฎหมายปรากฏใน The Financial Instruments and Exchange Act 2006 มาตรา 159(2)(i)(a)-(c)(i)(ii) เป็นบทบัญญัติในกรณีการปั่นหุ้นสร้างราคาโดยเฉพาะ บทบัญญัติดังกล่าวมีหลักกฎหมายเกี่ยวกับ



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

พฤติกรรมกรรมการทำความผิดไว้ 2 กลุ่มด้วยกัน คือ กลุ่มที่ 1 พฤติกรรมการกระทำโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อหลอกลวงบุคคลอื่นให้เกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับสภาพของหลักทรัพย์ และ กลุ่มที่ 2 พฤติกรรมการกระตุ้นปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ให้เกิดความเข้าใจผิดในปริมาณการซื้อขาย หรือ ขายหลักทรัพย์ ฯลฯ ซึ่งมีลักษณะแตกต่างและดีกว่าประเทศไทย รวมถึงมาตรการเชิงลงโทษที่มีความรุนแรงและชัดเจน มีการแบ่งกลุ่มเหมือนกันสหรัฐอเมริกา และก.ล.ต. มีอำนาจมากกว่าประเทศไทยและมีวิธีการบังคับใช้กฎหมายที่หลากหลายและครอบคลุมกว่า เช่น มีอำนาจการสอบสวนทางอาญา สืบสวนข้อกล่าวหาว่ามีความร้ายแรงเพียงใด พิจารณาว่าควรจะยื่นเรื่องดังกล่าวให้อัยการสั่งฟ้อง มีอำนาจการพิจารณาตรวจสอบบทลงโทษมาตรการปรับทางปกครองของฝ่ายบริหาร ตรวจสอบการประพฤติมิชอบของตลาดที่อาจเกิดขึ้นได้ เช่น การซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน ฯลฯ เพื่อพิจารณาค่าปรับทางปกครอง การตรวจสอบ ชี้แจงและเปิดเผยข้อมูลต่างๆ เป็นต้น และพฤติกรรมจากคำพิพากษา พบว่าประเทศญี่ปุ่นสามารถดำเนินคดีกับผู้กระทำความผิดที่อยู่ต่างประเทศโดยกระทำละเมิด หรือ กระทำความผิดต่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่นโดยได้ตัดสินใจทำการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว จากแรงจูงใจที่ได้ทราบข้อมูลอันเป็นสาระสำหรับเกี่ยวกับหลักทรัพย์ภายในหน่วยงานดังกล่าว จึงถือเป็นการกระทำความผิดต่อบทบัญญัติดังกล่าว โดยการรับรู้ข้อมูลภายในนั้น ประกอบการตัดสินใจ ได้ด้วยซึ่งไม่ปรากฏพบในกรณีของประเทศไทยเหมือนกับกรณีดังกล่าวมาข้างต้น

ประการที่สอง เมื่อเปรียบเทียบลักษณะกฎหมายและมาตรการทางกฎหมายระหว่างประเทศกับประเทศไทย โดยมีหลักเกณฑ์ของทฤษฎีแบบ Principle-Based และทฤษฎีแบบ Rules-Based ได้ข้อสรุป ดังนี้

ประเทศ	บทบัญญัติ	มาตรการเชิงลงโทษ	คำพิพากษา
สหรัฐอเมริกา	Principle-Based	Principle-Based	Principle-Based
อังกฤษ	Principle-Based	Principle-Based	Principle-Based
ญี่ปุ่น	Principle-Based	Principle-Based	Principle-Based
ไทย	Rules-Based	Rules-Based	Rules-Based

ที่มา : จากการศึกษาเปรียบเทียบโดยผู้วิจัย

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการกำกับดูแลหลักทรัพย์นั้น มี 2 ทฤษฎี คือ แนวคิดและหลักทรัพย์ทฤษฎีแบบ Principle-Based แนวคิดและหลักทรัพย์ทฤษฎีแบบใช้กฎ (Rules-Based) ซึ่งทั้งสองแนวคิดและทฤษฎีดังกล่าวมีความแตกต่างกัน อาจกล่าวได้ คือ

ลักษณะของแนวคิดทฤษฎีแบบ Principle-Based มีลักษณะที่เป็นทางการในแง่ที่มีหลักการตราไว้ในตัวบทรวมถึงหลักกฎหมายและแนวการปฏิบัติอื่นๆ โดยมีองค์ประกอบหลัก 3 องค์ประกอบที่เป็นเอกลักษณ์ของหลักแนวคิดดังกล่าว ดังนี้ 1.การกำกับที่มุ่งเน้นไปที่การปฏิบัติเป็นหลักตั้งแต่มาตรฐานทั่วไปไปจนถึงแนวทางการปฏิบัติ 2.มุ่งเน้นไปที่ผลลัพธ์ในการดำเนินการซึ่งอาจกล่าวได้ว่าเน้นไปที่การบังคับใช้กฎหมายดังกล่าวเป็นหลักนั่นเอง และ 3.การพัฒนาสภาพตลาดให้อยู่ในระดับที่น่าเชื่อถือพอสมควรเพื่อสามารถตัดสินใจต่อการปฏิบัติตามข้อกำหนดได้อย่างชัดเจน ถูกต้องและตรงจุด และเป็นการวางหลักกฎหมายไว้ในลักษณะภาพกว้างเพื่อสามารถเลือกปฏิบัติให้ได้ผลลัพธ์ที่สมบูรณ์ที่สุดนั่นเอง



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

ส่วนลักษณะของแนวคิดทฤษฎีแบบใช้กฎ (Rules-Based) จะตรงกันข้ามกับหลักดังกล่าวคือ แนวคิดทฤษฎีใช้กฎ (Rules-Based) เป็นกระบวนการทางกฎหมายที่พยายามทำให้คำพิพากษาเกือบทั้งหมดอยู่ภายใต้บทบัญญัติทางกฎหมาย เพื่อให้มีสภาพเหมือนการวางหลักเกณฑ์เอาไว้แล้วล่วงหน้าต่อเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้น เป็นการคาดการณ์ต่อสภาวะดังกล่าวจากเหตุการณ์หนึ่งสู่เหตุการณ์หนึ่งว่าแนวโน้มจะเป็นไปอย่างนั้นเป็นการกำหนดเอาไว้แล้วล่วงหน้า โดยจุดสำคัญของแนวคิดดังกล่าวอยู่ที่กระบวนการร่างกฎหมาย เพื่อเป็นสูตรสำเร็จพร้อมต่อการปรับใช้ตัดสินใจในการปฏิบัติตามกฎดังกล่าวจากข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้น

นอกจากนั้นยังเป็นการวางหลักเกณฑ์เอาไว้อย่างเท่าเทียมเพื่อป้องกันและเอื้อต่อผู้บังคับใช้ดุลพินิจง่ายต่อการตัดสินใจอย่างตรงไปตรงมารวมถึงระบุมารับผิดชอบไว้อย่างชัดเจน ซึ่งเป็นการเน้นไปที่กระบวนการการบังคับใช้มากกว่าผลลัพธ์ในทางปฏิบัติ

กล่าวได้ว่าทั้ง 2 หลักแนวคิดทฤษฎีมีความแตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง และมีจุดโฟกัสคนละแบบกัน ไม่ขัดแย้งกันแต่มีเอกลักษณ์แตกต่างกัน อาจมีข้อดีข้อเสียไม่เหมือนกัน ทั้งนี้การนำหลักแนวคิดทฤษฎีดังกล่าวมาใช้ย่อมขึ้นอยู่กับบริบทของระบบตลาด และระบบกฎหมายของประเทศนั้นๆ โดยปัจจัยสำคัญอยู่ที่พฤติกรรมของบุคคลในตลาดมีลักษณะแบบใดอย่างไร

และแม้ประเทศไทยจะมีลักษณะแบบ Rules-Based แต่หากสามารถปรับแก้ลักษณะบทบัญญัติทางกฎหมายให้ครอบคลุมและชัดเจนแล้วการมีบทบัญญัติแบบ Rules-Based ก็จะสามารถบังคับใช้มาตรการเชิงลงโทษและศาลสามารถพิพากษาลงโทษผู้กระทำความผิดได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และการนำเอาหลักทฤษฎีแบบ Principle-Based ที่ปรากฏในบทบัญญัติ มาตรการเชิงลงโทษและคำพิพากษาในต่างประเทศมาปรับใช้ในบริบทของประเทศไทยเชิงบูรณาการก็จะยิ่งทำให้เกิดประสิทธิภาพมากขึ้นในทุกส่วน ทั้งนี้ หลักทฤษฎีแบบ Principle-Based และทฤษฎีแบบ Rules-Based จะไม่ขัดหรือแย้งกันนั่นเอง

ข้อเสนอแนะ

จากบทสรุปดังกล่าวแล้วข้างต้นจึงนำมาสู่ข้อเสนอแนะแนวทางการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในส่วนการปันหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ มาตรา 244/3 ถึง 244/6 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์พหุศักราช 2535 ดังนี้

กำหนดนิยามในกฎหมาย เช่น พฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ ลักษณะอำพราง การบิดเบือนความจริงของหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดไปจากสภาพปกติของตลาด การซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะต่อเนื่อง การทำให้บุคคลทั่วไปหลงผิด ผู้ที่เกี่ยวข้องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ร่วมกันซื้อขายหลักทรัพย์ การควบคุมอุปสงค์อุปทานของหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นกลุ่ม การซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อพองราคาไว้ การซื้อขายเพื่อกระตุ้นราคาหลักทรัพย์ การซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างกันเอง การทำราคาปิด การซื้อขายหลักทรัพย์แบบไม่เปลี่ยนแปลงเจ้าของ การจับคู่ซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างกันเอง การให้ข่าวในเชิงบวกขณะปันหุ้นสร้างราคาหลักทรัพย์ การปกปิดความเคลื่อนไหวทางการเงิน การทำคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์หลายๆ คำสั่ง และการตั้งคำสั่งซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์เอาไว้ล่วงหน้า เป็นต้น

แก้ไขเพิ่มเติม มาตรา 244/3 เป็น “ห้ามมิให้บุคคลเดียว หรือ สองคนขึ้นไปร่วมกันกระทำการใดอันเป็นเหตุทำให้หลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปในลักษณะอำพราง โดยใช้พฤติกรรม หรือ วิธีการใด ในการส่งคำสั่งซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์ อันถือเป็นการสร้างราคาหลักทรัพย์ ต่อไปนี้ (1) การบิดเบือนความจริงของหลักทรัพย์ (2) การซื้อขายให้หลักทรัพย์ผิดไปจาก



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12
The 12th STOU National Research Conference

สภาพปกติของตลาด (3) การซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะต่อเนื่อง (4) การทำให้บุคคลทั่วไปหลงผิด จนถึง... (18) ไม่ว่าจะการกระทำดังกล่าวนี้จะเกิดขึ้นใน หรือ นอกราชอาณาจักร แต่หากกระทำต่อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย ถือเป็นการกระทำต่อราชอาณาจักรไทย เป็นต้น”

แก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 244/4 (4) ถึง (6) ดังนี้ “(4) กรณีบุคคลที่ได้เข้าไปซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวโดยปราศจากเจตนากระทำความ หรือ ร่วมกันตามมาตรา 244/3 ที่เกิดจากความเข้าใจผิดจากการสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือ ผลจากการซื้อขายดังกล่าว ต่อปริมาณและราคาหลักทรัพย์นั้น (5) กรณีการซื้อขายตามมาตรา 244/3 แต่ผู้ซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์อีกฝ่ายหนึ่งไม่ทราบว่าเป็นบุคคลผู้ซื้อ หรือ ขายหลักทรัพย์อีกฝ่ายหนึ่งเป็นใคร (6) แม้รู้ว่าอีกฝ่ายหนึ่งเป็นใคร แต่มีลักษณะซื้อขายหลักทรัพย์กันตามสภาพปกติของตลาด แต่ไม่ปรากฏว่ารู้เห็น หรือ ตกลงกับอีกฝ่ายหนึ่งตามมาตรา 244/3 เป็นต้น”

แก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 244/5 เป็น “ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าการกระทำความดังต่อไปนี้ เป็นการกระทำในลักษณะอำพรางตามมาตรา 244/3 แล้วแต่กรณี..... เป็นต้น”

แก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 244/6 เป็น “ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าการกระทำความดังต่อไปนี้ เป็นการกระทำในลักษณะอำพรางตามมาตรา 244/3 แล้วแต่กรณี..... เป็นต้น”

เอกสารอ้างอิง

คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1766/2539 (คดีรวมกันซื้อขายหุ้น BBC), คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2008/2546 (คดีรวมกันซื้อขายหุ้น SCIB).
งามเนตร สกลสุด. แนวทางในการพัฒนากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการยุติธรรมในตลาดทุน. ความรู้เกี่ยวกับตลาดทุน
ไทย. 5 มิถุนายน พุทธศักราช 2557 ณ โรงแรม ระยอง แมริออท รีสอร์ท แอนด์ สปา ระยอง.

ณัฐพงศ์ พันธุ์ไทย. (2564). ค่าเงินบาทกับระบบเศรษฐกิจไทย. 20 พฤศจิกายน 2564. สืบค้นจาก [ewt_dl_link.php
\(parliament.go.th\)](http://ewt_dl_link.php(parliament.go.th)).

ประกาศ ก.ล.ต. ฉบับที่ 241/2563.

แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 12 พุทธศักราช 2560-2564.

พิเศษ เสตเสถียร. (2562). กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (พิมพ์ครั้งที่ 4) กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติ
ธรรม.

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พุทธศักราช 2517.

สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. (2564). เศรษฐกิจไทยไตรมาสที่สองของปี 2564 และแนวโน้มปี 2564.
กรุงเทพมหานคร: สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ.

สยามรัฐออนไลน์. (2564). หุ้นยื่นตลอดวัน รับปัจจัย GDP 3/64 ออกมาดี คาดศก.กลับภาวะปกติ ดันปี +5.28 จุด วอลุ่ม
8.6 หมื่นล้าน. 16 พฤศจิกายน 2564. สืบค้นจาก หุ้นยื่นตลอดวัน รับปัจจัย GDP 3/64 ออกมาดี คาดศก.กลับภาวะ
ปกติ ดันปี +5.28 จุด วอลุ่ม 8.6 หมื่นล้าน สยามรัฐ (siamrath.co.th).

หมายเหตุท้ายพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พุทธศักราช 2535.

เอก วรรณประทีป. (2562). การกำกับตลาดทุนโดยใช้หลัก Rule-Based และ Principle-Based : ศึกษากรณีการปันหุ้น
เปรียบเทียบ (วิทยานิพนธ์ปริญญาดุษฎีบัณฑิต). สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12

The 12th STOU National Research Conference

MoneyHub. ทฤษฎีมาสโลว์. 8 เดือน ธันวาคม 2559. จาก <https://moneyhub.in.th/article/maslows-hierarchy-of-needs-and-success/>.

Amsterdam Stock Exchange. (-). from <https://www.amsterdamredlightdistricttour.com/amsterdam-stock-exchange/>.

Charles Abrams. Financial Service and Market Act: market abuse. issue 32 November 2000. page 22-24.

Civil Procedure. Rules 1.1.

Criminal Justice Act 1993, Part V.

Daisuke Miwa. Market Manipulation Using High Frequency Trading and Issues Facing Japan.

Financial Service Act 2012, Section 89.

Financial Service Act 2012, Section 90.

Financial Service Act 2012, Section 91.

FCA FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, Enforcement, Last Updated 2 August 2021. from Enforcement | FCA.

FCA handbook. Mar 1.6 Market abuse (manipulation Transaction). 18 August 2021 from MAR 1.6 Market abuse (manipulating transactions) - FCA Handbook.

FCA Final Notice, 24 August 2004. from Final Notice (fca.org.uk).

Japan Lawyer Guide, 2016/17, page 38-41.

Jame Wm. Moore and Frank M. Wiseman. Market Manipulation and the Exchange Act. 2 U. Chi. L. Rev.46 (1934-1935).

Lorenzo V. SEC, 587 U.S. No. 17-1077 (27 March 2019).

SEC Release No. 3230 (May 21, 1942), Chadbourne & Parke LLP v. Troice, 571 U.S. 377, 390 (2014).

SESC Securities and Exchange Surveillance Commission, Recommendation for Administrative Monetary Penalty Payment Order for Market Manipulation of Shares of Evolvable Asia Corp. by Asset Design Co., Ltd., 16 January 2018.

SESC Securities and Exchange Surveillance Commission, Recommendation for Administrative Monetary Penalty Payment Order for Market Manipulation of Shares of cocokara fine Inc. by Individual Investor Residing Abroad, 26 June 2018.

SESC Securities and Exchange Surveillance Commission, Recommendation for Administrative Monetary Penalty Payment Order for Market Manipulation of 10-year Japanese Government Bond Futures by Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd., 29 June 2018.

SESC Securities and Exchange Surveillance Commission, Recommendation for Administrative Monetary Penalty Payment Order for Insider Trading by Officer of Party in Negotiation to Conclude Contract with INNOTECH CORPORATION Residing Abroad, 6 December 2019.

SEC v. Scoville, 913 F.3d 1204, 1218 (10th Cir. 2019), SEC v. Traffic Monsoon.



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 12
The 12th STOU National Research Conference

Section 67(1)-(7) FSMA.

Section 122D (for market abuse) and Section 176 FSMA.

Section 122A-122F in respect of breaches of MAR, and Sections 170-176A FSMA generally.

Securities and Exchange Commission. In The Matter of CADY, ROBERTS & CO. File No. 8-3925. 8 November 1961. page 907-918.

SEC v. Scoville, 913 F.3d 1204, 1218 (10th Cir. 2019), SEC v. Traffic Monsoon.

Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 552 U.S. 148, 157 (2008), United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 651 (1997).

the Case of Kyodo Shiryō. Supreme Court Judgement (Decision), 20 July 1994, Keishu Vol. 48, No. 5, page 201.

the Case of Kyodo Shiryō. Tokyo District Court Judgement (Decision). High Court Judgement (Decision), Kousai Vol. 41, No.2, page 269.

William Savitt. The Securities Litigation Review Fourth Edition: Japan, 2018. page 182-189.

United States Securities and Exchange Commission V. Elon Musk (1:18-CV-8947-AJN-GWG).

United State v. Stein, 456 F.2d 844, 850 (2d Cir. 1972), Trane Co. v. O'Connor Secs, 561 F. Supp. 301, 304 (S.D.N.Y. 1983).

United State v. Wey, 15-cr-00611, (S.D.N.Y. Jun. 13 June 2017).

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, How Investigations Work, Modified 27 Jan 2021. from SEC.gov | How Investigations Work.

William Savitt and Noah B. Yavitz, The Securities Litigation Review: USA, Retrieved 7 June 2021. from The Law Reviews - The Securities Litigation Review.