

การกำกับตลาดทุนโดยใช้หลัก Rules-based และ Principles-based: ศึกษากรณีการปั่นหุ้น เปรียบเทียบ

Securities Regulation in Thailand: Rules-based or Principles-based Approach

เอก วรณประทีป¹
Ek Vannapraphip¹

Received : 6 ก.พ. 2563
Revised : 29 เม.ย. 2563
Accepted : 30 เม.ย. 2563

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นผลมาจากการศึกษาปัญหาเกี่ยวกับการปั่นหุ้น (Market Manipulation) ในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ประการแรก คือ เพื่อศึกษาแนวคิดที่จะนำมาใช้ในการแก้ไขปัญหาการปั่นหุ้นในตลาดทุนไทย โดยการนำเสนอแนวคิดการกำกับตลาดหลักทรัพย์ในแบบ Principles-based คือ การกำหนดเป็นแนวทางกว้าง ๆ ในตัวบทกฎหมาย หรือจะมองเป็นลักษณะดูที่ผลลัพธ์ (Outcomes) และ Rules-based คือ การกำหนดในรายละเอียดเป็นขั้นตอน ซึ่งมีความชัดเจนกว่า (Process) ประการที่สอง คือ เพื่อเสนอแนวทางในการปรับปรุงกฎหมาย หรือกระบวนการในการกำกับหลักทรัพย์ หรือวิธีการอื่นในการแก้ไขปัญหา

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเชิงคุณภาพ โดยการค้นหาและเปรียบเทียบกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการปั่นหุ้นในประเด็นเฉพาะที่เกี่ยวกับการสร้างราคา (Market Manipulation) ในสหราชอาณาจักร สหรัฐอเมริกา ประเทศเยอรมนี และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง เพื่อใช้เป็นแนวทางและเกณฑ์ในการวิเคราะห์แก้ไขปัญหากระบวนการปั่นหุ้นในประเทศไทย

จากการศึกษาพบว่า กฎหมายและการกำกับหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีลักษณะเป็นแบบ Rules-based (การกำกับแบบกฎ) ซึ่งมีข้อจำกัดหลายประการในการใช้แก้ไขปัญหาการปั่นหุ้น อย่างไรก็ตาม การนำแนวคิดแบบ Principles-based (การกำกับแบบหลักการ) มาใช้แก้ปัญหาในประเทศไทย ก็ยังมีอุปสรรคอีกหลายประการ การศึกษาแนวทางการกำกับแบบ Rules-based และ Principles-based เปรียบเทียบในหลายประเทศ ทำให้ได้แนวทางในการปรับปรุงการกำกับหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้เสนอแนวทางการนำหลัก Prudential systems ของสหราชอาณาจักร มาใช้ในการประสานความร่วมมือระหว่างหน่วยงานกำกับ และผู้ถูกกำกับให้มากขึ้น รวมทั้งการปรับแก้กฎหมาย พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ในมาตรา 244/3 และการเพิ่มเติมคำจำกัดความให้ชัดเจนในความหมายในตัวบท เช่น การซื้อขายแบบต่อเนื่อง คือ อะไร รวมถึงควรเพิ่มบทบัญญัติให้นักลงทุนเป็นผู้เสียหาย และภาระการพิสูจน์ควรอยู่ที่จำเลยอีกด้วย

คำสำคัญ : การกำกับหลักทรัพย์, การกำกับแบบหลักการ, การกำกับแบบกฎ

Abstract

This article aims to study related problems concerning market manipulation in Thailand. The first objective is to study regulation theory and concepts of Principles-based approach and Rules-based approach that have been debating on which approach is more efficiency. And the second is to find the solutions to prevent or enforce the law in order to reach the effective securities regulation.

¹ นักศึกษาปริญญาเอก คณะนิติศาสตร์ สถาบันพัฒนาบริหารศาสตร์ อีเมล: ekv1234@gmail.com

¹ Doctoral Student, Faculty of Laws, National Institute of Development Administration, Email: ekv1234@gmail.com

This qualitative research study by searching and comparing the laws and regulations particularly, market manipulation in England, United State of America, Germany and Hong Kong then apply as guidelines for Thailand.

This research suggests that Securities Regulation in Thailand use Rule-based approach and by itself, there are many limits in term of implementation that causes problems. Nonetheless, after studying Rules-based and Principles-based in many countries, we found ways of solutions such as applying the prudential systems of England for more corporation between the regulators and brokers, amend to sections 243/3 and clarify the keys technical terms in order to avoid confusing when enforcement is involved.

Keywords : Securities regulations, Principles-based approach, Rules-based approach

บทนำ

การกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือเป็นที่รู้จักกันในนาม ความผิดฐานปั่นหุ้นนั้น ครอบคลุมถึงการกระทำความผิดใน 3 ลักษณะ คือ 1) การบอกกล่าวข้อความเท็จ หรือการแพร่ข่าวอันไม่เป็นความจริง 2) การสร้างราคา (Market Manipulation) 3) การใช้ข้อมูลภายในหรือ Insider Trading

การกระทำความผิดใน 3 ลักษณะดังกล่าวนี้ มีวัตถุประสงค์ เพื่อต้องการให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไปในทิศทางที่ผู้ปั่นหุ้นประสงค์อยากให้เป็น ซึ่งที่ผ่านมานับจากการเริ่มใช้กฎหมายเกี่ยวกับการปั่นหุ้น คือ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ปีพุทธศักราช 2535 เป็นต้นมา ได้มีการพยายามบังคับใช้กฎหมาย เพื่อเป็นการปราบผู้กระทำความผิด โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ หรือ “ก.ล.ต.” เป็นหน่วยงานที่กำกับดูแล แต่ก็ประสบปัญหาในการบังคับใช้กฎหมายมาโดยตลอด นับจนถึงปัจจุบันมีการปรับแก้กฎหมายมาแล้วจำนวน 6 ครั้ง แต่ก็ยังไม่สามารถปรับหรือควบคุมผู้กระทำความผิดในลักษณะนี้ได้เต็มที่ ซึ่งผลของการไม่สามารถป้องปรามการกระทำความผิดในขณะนี้ทำให้เกิดความเสียหายในวงกว้าง ทั้งในแง่ของนักลงทุนรายย่อย และความเชื่อมั่นที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ อันเป็นผลสืบเนื่องทำให้เกิดความเสียหายในวงกว้างต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศด้วย เป็นเพราะขนาดมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ มีมูลค่าสูงถึง 12 ล้านล้านบาท และมีมูลค่าการซื้อขายต่อวันประมาณ 50,000 ล้านบาท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563 : 2) ถึงแม้ว่า ที่ผ่านมามีความพยายามในการบังคับใช้กฎหมาย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กับผู้ที่มีลักษณะเข้าข่ายของการปั่นหุ้นมาอย่างต่อเนื่อง ตัวอย่างเช่น กรณีการปั่นหุ้นธนาคารกรุงเทพ พาณิชยกรรม จำกัด (มหาชน) หรือ BBC ของกลุ่มเสียสอง หรือนายสอง วัชรศรีโรจน์ ซึ่งใช้เวลาในการต่อสู้คดียาวนานจนถึงศาลฎีกา แต่ในที่สุดศาลมีคำพิพากษายกฟ้อง ทำให้เกิดความสงสัยเคลือบแคลง และมีคำถามจากสังคมเป็นจำนวนมากว่าการบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรือการป้องปรามผู้ทำการปั่นหุ้นนั้นมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงใด

นอกจากนี้ จะสังเกตได้ว่า กฎหมายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับเรื่องหลักทรัพย์ มักที่จะไม่ครอบคลุม หรือทันสมัยพอที่จะลงโทษผู้กระทำผิด เนื่องจากลักษณะของกฎหมายที่มีลักษณะเป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งมีการระบุองค์ประกอบและฐานความผิดไว้ชัดเจน อาจจะไม่ทัน หรือครอบคลุมกับผู้ตั้งใจกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจและเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว หรืออาจจะกล่าวได้ว่า เราไม่อาจนำกฎหมายที่มีลักษณะที่ค่อนข้างมีกรอบ และชัดเจน (Static) ไปจัดการกับผู้ตั้งใจกระทำความผิด ที่มีลักษณะเปลี่ยนแปลง หรือหาวิธีใหม่ ๆ ในการแสวงหาผลประโยชน์ (Dynamic) ผลจึงออกมาว่า กฎหมาย หรือระเบียบที่มีอยู่ อาจไม่ตรง หรือทันต่อการเปลี่ยนแปลง หรือมีองค์ประกอบความผิดพอเพียงที่จะดำเนินคดี หรือถูกอัยการสั่งไม่ฟ้อง

แนวคิดและทฤษฎี Principles-based Approach และ Rules-based Approach

องค์ประกอบ 3 ประการของการกำกับแบบ Principles-based คือ

1. การกำกับ สามารถทำได้แม้ว่าจะไม่จำเป็นต้องมีองค์ประกอบที่เป็นทางการตอนร่างกฎหมาย โดยเน้นไปที่การใช้มาตรฐานทั่วไป และเป้าหมายในทางปฏิบัติเป็นหลัก แทนที่จะเป็นกฎและกระบวนการที่ละเอียดในการร่างกฎ โดยปกติมักแสดงให้เห็นถึงการกำกับแบบ Principles-based
2. เป็นแนวทางที่มุ่งเน้นผลลัพธ์ในการดำเนินการ การบังคับใช้ควรมุ่งเน้นไปที่ผลลัพธ์ไม่ใช่กระบวนการ นอกจากนี้ควรมีพนักงานที่มีความรู้และช่องทางการสื่อสารที่หลากหลาย แนวทางที่มุ่งเน้นผลลัพธ์นี้มีความสำคัญและจำเป็นอย่างยิ่งต่อรูปแบบการกำกับแบบ PBR
3. อุตสาหกรรม หรือสภาพตลาดที่ได้พัฒนาอยู่ในระดับที่น่าเชื่อถือพอสมควร ซึ่งเป็นองค์ประกอบหลักของการกำกับตามหลักการ Polycentric และการกำกับ PBR แบบเต็มรูปแบบ ซึ่งหมายความว่าส่วนใหญ่ผู้มีส่วนร่วมในตลาดสามารถตัดสินใจได้ว่าจะปฏิบัติตามข้อกำหนด เพื่อแบ่งปันความเข้าใจร่วมกันในข้อกำหนดด้านกฎระเบียบต่าง ๆ และให้ข้อเสนอแนะแก่ผู้บังคับควบคุมการบังคับใช้อีกด้วย

แนวทางที่ยึดหลักการ (Principles-based Approach)

คำว่า "หลักการ" สามารถใช้เพื่ออ้างถึงกฎทั่วไปหรือเพื่อแนะนำว่ากฎเหล่านี้ มีความหมายโดยนัยในลักษณะที่ลึกหรือโดยนัยของกฎเกณฑ์บรรทัดฐานมากกว่ากฎที่มีรายละเอียด โดยเป็นไปในลักษณะของการแสดงข้อผูกพันพื้นฐานที่ทุกคนควรปฏิบัติ (Black, Hopper and Band, 2007 : 192) การกำกับแบบใช้หลักการ (Principles-based) หมายถึง การไม่พึ่งพารายละเอียดของกฎที่กำหนดและใช้แนวทางเพิ่มเติมในการมองในระดับสูงในกฎที่ระบุไว้อย่างกว้าง ๆ หรือหลักการในการกำหนดมาตรฐานโดยบริษัทที่ถูกควบคุมต้องปฏิบัติเพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจ จอห์น ทีเนอร์ (John Tiner) อดีตหัวหน้าผู้บริหารของ FSA ได้ตั้งข้อสังเกตว่า การกำกับดูแลโดยยึดหลักการนั้นให้ความสำคัญเกี่ยวกับผลลัพธ์หรือจุดสิ้นสุด ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถตัดสินใจเลือกวิธีที่ดีที่สุดในการบรรลุผลตามที่ต้องการ ด้วยแนวคิดนี้ จะทำให้เกิดการวางแนวทางปฏิบัติเพื่อให้สอดคล้องกับกฎระเบียบมากขึ้นอันจะส่งผลดีกับแนวทางการปฏิบัติทางธุรกิจที่ดี (Tiner, 2006 : 3)

การกำกับแบบยึดหลักการ (Principles-Based) เป็นการแก้ปัญหาระบบกฎหมายแบบดั้งเดิมที่เน้นกฎ (Rules-based) เพราะ Rules-based มีข้อจำกัดในเรื่องขีดความสามารถในการจัดการกับปัญหาและวิถีชีวิตที่เปลี่ยนไป บางครั้งก็ขัดกับการเรียกร้องให้มีการปฏิรูปกฎหมายของประเทศที่มีกฎหมายแบบจารีต (Common Law)

ลักษณะของหลักการ (Characteristics of Principles)

ที่ผ่านมามีบทความจำนวนมากเน้นการอธิบายความแตกต่างระหว่างกฎและหลักการโดยจะอธิบายว่า เนื้อหาของกฎหมายควรจะได้อาจมาจากไหนระหว่างความเห็นชอบในหลักการว่าควรมีกฎหมายหรือไม่ (ex ante) หรือการพิจารณาความเหมาะสมของกฎหมาย (ex post) (Alexander and Sherwin, 2001: 42)

ทั้งนี้การกำกับแบบ Principles-based ผู้ร่างกฎหมายต้องตัดสินใจที่จะประยุกต์ใช้กฎหมายโดยการนำหลักพื้นฐานหรือชุดหลักการไปใช้กับข้อเท็จจริงบางอย่างเพื่อให้บรรลุข้อสรุปตามกฎหมาย (Schauer, 2005 : 803-861)

ตัวอย่างเช่น การควบคุมเรื่องความเร็วรถยนต์ ถ้าใช้ Principle จะเป็นว่า ผู้ขับขี่ควรจะขับรถด้วยความเร็วที่เหมาะสมและโดยรอบคอบ ดังนั้น การที่จะทราบว่าผู้ขับขี่ได้ฝ่าฝืนกฎหมายหรือไม่ เจ้าหน้าที่จะต้องตรวจสอบสภาพการขับขี่ที่เกี่ยวข้องและใช้หลักการพื้นฐานของความสมเหตุสมผลต่อสถานการณ์นั้นด้วย สถานการณ์นี้จะต้องใช้การวิเคราะห์ตามบริบทหลังจากการขับขี่อีกด้วย เจ้าหน้าที่ผู้ตัดสินจะต้องพิจารณาการใช้ความเร็วอย่างรอบคอบ และสมเหตุสมผลโดยเฉพาะการประเมินลักษณะการขับขี่ของผู้ขับขี่ ดังนั้น การพิจารณาโดยอาศัย Principle นี้ จึงพอที่จะอธิบายได้ 2 ขั้นตอน ดังนี้ ประการแรก คือ

การใช้หลักการพื้นฐานหรือหลักการต่าง ๆ ภายใต้ข้อเท็จจริง ข้อที่สอง คือ การบรรลุข้อสรุปด้านกฎหมายและการตรวจสอบสภาพการข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้อง

Principles-based มีแนวโน้มที่จะใช้วิธีการกำกับที่มุ่งเน้นผลลัพธ์เป็นหลัก (Outcome-oriented Approach) ไม่ได้มุ่งเน้นที่กระบวนการ หมายความว่า ผู้ร่างกฎหมายจะมุ่งเน้นไปที่ผลของการบังคับใช้กฎหมายและมีวิธีการยืดหยุ่นในการตีความหลักการเหล่านี้ (Ford, 2010 : 411-417)

การกำกับแบบใช้กฎ (Rules-based Regulation)

กฎ คือ กระบวนการทางกฎหมายที่พยายามทำให้คำพิพากษาเกือบทั้งหมด ภายใต้บทบัญญัติทางกฎหมายเพื่อให้มีสภาพเหมือนการบังคับล่วงหน้าก่อนกรณีที่เกิดขึ้นจริง (Sullivan & Amar, 1992 : 62) กฎเหมือนกับการวางตัวผู้เล่นหรือตัวละครไว้ในสภาพเดียวกัน และระบุถึงผลทางกฎหมายที่เป็นผลตามมาจากเหตุการณ์หนึ่งหรือหลายอย่าง เหตุการณ์ที่มีเงื่อนไขที่กำหนดไว้ก่อนแล้ว ตัวเลือกที่สำคัญที่สุดจะเกิดขึ้นขั้นตอนการร่างกฎหมาย กฎมีลักษณะเหมือนสูตรในการตัดสินใจ เมื่อได้พบว่ามีข้อเท็จจริงตามที่กำหนดไว้ก็จะพร้อมนำมาใช้งานได้เลย ดังนั้นกฎระเบียบจึงทำให้เกิดความเท่าเทียมกันและลดความเด็ดขาดและความลำเอียงของผู้มีอำนาจตัดสินใจ (Sunstein, 2006 : 121) ในทางกลับกันกฎทำให้การใช้ดุลยพินิจง่ายขึ้นและระบุความรับผิดชอบได้ชัดเจน

ตัวอย่างเช่น กฎง่าย ๆ และเฉพาะเจาะจง คือ การจำกัดความเร็วรถยนต์ที่ 60 ไมล์ต่อชั่วโมง กฎนี้ให้ความชัดเจนล่วงหน้าและให้คำแนะนำที่เฉพาะเจาะจง ผู้ขับขี่และตำรวจจึงมีความชัดเจนว่าการกระทำอันใดเป็นการละเมิดกฎหรือไม่ กฎระเบียบนั้นมีลักษณะเป็นคำสั่ง และสามารถให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลกระทบแก่บุคคลได้ พวกเขาสามารถคาดการณ์ด้วยความแม่นยำ ในขอบเขตที่พวกเขาได้แจ้งข้อกฎหมายมาก่อนที่จะมีผู้กระทำความผิด ดังนั้น จึงสามารถสรุปผลของข้อกฎหมายได้ตามข้อเท็จจริงที่ได้กำหนดลักษณะความผิดไว้ก่อนแล้ว

ระบบการกำกับดูแลสำหรับ Rules-based มีแนวโน้มที่จะใช้แนวทางที่มุ่งเน้นกระบวนการ (Process-oriented Approach) เป็นหลัก โดยวิธีการที่มุ่งเน้นกระบวนการจะส่งเสริมการปฏิบัติตามขั้นตอน ในขณะที่วิธีการที่มุ่งเน้นผลลัพธ์เป็นตัววัดจะวัดผลการปฏิบัติงานตามเป้าหมายเป็นตัววัด

ประโยชน์ของการมุ่งเน้นตามกระบวนการ ได้แก่ การทำให้ทุกคนมีความเท่าเทียมกันและควบคุมการใช้ดุลยพินิจในการบริหาร เนื่องจากขั้นตอนที่เข้มงวดไม่มีใครได้รับการยกเว้นหรือได้รับการปฏิบัติเป็นพิเศษ ทั้งนี้วิธีการที่มุ่งเน้นกระบวนการจะถือว่า หน่วยงานกำกับดูแลมีส่วนได้เสียในตลาดหลักทรัพย์ไม่ควรจะเป็นผู้กำหนดระเบียบ (Ford, 2010 : 1-5) ควรให้สมาชิกสภาผู้แทนราษฎรที่มาจากการเลือกตั้งทำหน้าที่กำหนดกฎระเบียบในการกำกับดูแล

วัตถุประสงค์

1. เพื่อให้เข้าใจแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ Rule-based Regulation และ Principles-based Regulation ที่นำมาใช้กับกฎหมายหลักทรัพย์
2. เพื่อศึกษาบทบัญญัติของกฎหมายหลักทรัพย์ ในส่วนที่เกี่ยวกับการปันหุ้น ในประเทศ สหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร เยอรมนี และฮ่องกง เพื่อให้ทราบว่า บทบัญญัติในประเทศใดเป็น Rules-based หรือ Principles-based เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบ
3. เพื่อศึกษากฎหมายหลักทรัพย์ไทย ในกรณีเกี่ยวกับการปันหุ้น ว่ามีลักษณะเป็น Rules-based หรือไม่ และถ้าหาก Principles-based มาใช้ร่วมด้วยในกฎหมายไทย จะสามารถทำได้หรือไม่ และจะส่งผลดีต่อการแก้ปัญหาการปันหุ้นอย่างไร

สมมติฐานของการศึกษา

กฎหมายหลักทรัพ์ของไทยที่เกี่ยวกับการปันหุ้น ซึ่งมีลักษณะเป็น Rules-based มีลักษณะบัพัญญูติที่เฉพาะเจาะจงเกินไป ทำให้การบังคับใช้กฎหมายต้องเป็นไปโดยเคร่งครัด จึงไม่เหมาะสมกับการใช้ดำเนินคดี จากการกระทำผิดในคดีปันหุ้น ซึ่งเป็นคดีที่มีลักษณะสลับซับซ้อน เป็นผลทำให้การบังคับใช้กฎหมายขาดประสิทธิภาพในการป้องปรามผู้กระทำความผิด จึงเห็นควรปรับปรุง บัพัญญูติกฎหมายให้มีลักษณะแบบหลักการ ที่สามารถครอบคลุมได้กว้างขึ้น โดยการนำหลัก Principles-based มาปรับใช้

วิธีการดำเนินการศึกษา

เป็นการศึกษาแบบเอกสารเชิงพรรณนาและวิเคราะห์ (Descriptive and Analytical Method) โดยค้นคว้าและรวบรวมข้อเท็จจริง ข้อกฎหมาย หนังสือคำอธิบายเอกสารประกอบการสัมมนา เอกสารการวิจัย บทความนักกฎหมายและผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน 4 ประเทศเป้าหมายที่จะทำการศึกษา คือ สหราชอาณาจักร สหรัฐอเมริกา เยอรมนี และฮ่องกง การเลือกวิจัย 4 ประเทศนี้ เนื่องจากสหราชอาณาจักร เป็นต้นแบบของการใช้ Principles-based Approach สหรัฐอเมริกา เป็นต้นแบบของการใช้ Rules-based Approach เยอรมนีเป็นประเทศที่ใช้ลักษณะกฎหมายลายลักษณ์อักษรเหมือนไทย และฮ่องกง เนื่องจากเป็นประเทศที่มีความก้าวหน้ามากที่สุดในเอเชียในด้านกฎหมายหลักทรัพ์ โดยการจัดเก็บข้อมูลนั้นมีการรวบรวมกฎหมายที่เกี่ยวข้องทั้งหมด แนวคำพิพากษา (Case Laws) บทความวิเคราะห์ต่าง ๆ ทั้งจากวารสารทางวิชาการ และสำนักงานกฎหมาย (Law Firms) และเมื่อทำการรวบรวมและเรียบเรียงเอกสารดังกล่าวทั้งหมดแล้ว จึงทำการวิจัยโดยการสร้างหลักในการแยกความแตกต่างระหว่าง Rules และ Principles 7 ประการจากสามแนวคิด และใช้การวิเคราะห์ด้วยบทกฎหมาย และแนวคำพิพากษาที่สำคัญของแต่ละประเทศมาเลือกใส่ในตารางที่ได้สร้างขึ้น หลังจากนั้นจึงวิเคราะห์เพื่อให้ทราบว่าแต่ละประเทศมีลักษณะอย่างไร และประเทศไทยมีลักษณะอย่างไร เพื่อนำมาพิจารณาพร้อมทั้งเสนอความเห็นและข้อเสนอแนะแนวทางแก้ไขเพิ่มเติมที่เป็นประโยชน์ในการแก้ไขปัญหาการปันหุ้น

ผลการศึกษา

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

Cunningham ได้ให้ทฤษฎีทางกฎหมายไว้ในกรอบอธิบายลักษณะของ Rules และ Principles ไว้เป็น 3 ลักษณะ คือ ตามลักษณะ แนวคิด และ หน้าที่ (Cunningham, 2007: 127)

1. เรื่องตามลักษณะ (Temporal Dimension) Rules กำหนดไว้ให้มีลักษณะของเขตเป็น ex ante คือเป็นการกำหนดขอบเขตก่อนนำมาใช้ ส่วน Principles มีลักษณะเป็น ex post คือเป็นขั้นตอนการตรวจสอบหลังจากทำไปแล้ว ดังนั้น Rules จึงต้องการทำงานมากกว่าจากผู้กำกับ (Regulators) เพราะรายละเอียดกฎต่าง ๆ ต้องกำหนดล่วงหน้า ส่วนเรื่องของแนวคิด ก็เป็นเรื่องระหว่างเรื่องทั่วไป กับเรื่องที่เฉพาะเจาะจง ส่วนเรื่องการใช้ดุลพินิจนั้น Rules จะให้อำนาจกับหน่วยงานกำกับ ส่วน Principles จะเป็นการตีความร่วมกันของผู้ตรวจสอบและผู้ถูกตรวจสอบ

2. แนวคิด (The conceptual dimension) เป็นการแยกแนวคิดออกว่ามีลักษณะอย่างไร โดย Principles จะมีลักษณะทั่วไป กว้าง และบางครั้งเป็นนามธรรม ส่วน Rules จะมีลักษณะระบุชัดเจน เฉพาะเจาะจง แน่นนอน

3. การใช้อำนาจหน้าที่ (The functional dimension) เป็นการพิจารณาอำนาจที่ใช้ในการกำกับ หรือตีความกฎหมาย โดย Rules จะใช้อำนาจดุลพินิจน้อย และส่วนใหญ่ผู้กำกับจะเป็นผู้ใช้อำนาจ ส่วน Principles จะเกี่ยวข้องกับการใช้อำนาจดุลพินิจมาก แต่มักจะเป็นการตีความทั้งจากผู้กำกับและผู้ถูกกำกับ

นอกเหนือจากหลักสามข้อนี้แล้ว ยังมีข้อ 4-5 ที่เป็นแนวคิดเรื่องการแยกระหว่าง Rules กับ Principles ที่ได้มาจากแนวคิดในการวิเคราะห์แบบปัญญาประดิษฐ์ (Artificial intelligence and formal reasoning) โดยแบ่งออกเป็นลักษณะที่แสดงออก และการใช้องค์ความรู้ คือ (Burgemeestre, Hulstijn & Tan, 2009 : 44)

4. ลักษณะที่แสดงออก (A declarative representation) ว่าอะไร (What) คือ สถานการณ์ที่ต้องการ ส่วนจะสำเร็จได้อย่างไรนั้น ขึ้นอยู่กับผู้ปฏิบัติ ซึ่งจะเป็นลักษณะของ Principles หรืออาจจะกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่า เป็นลักษณะของการกำหนดเป้าหมายก็ได้ (Outcome-based) คือ ดูที่ผลลัพธ์ ส่วนของ Rules นั้นจะเน้นไปที่กระบวนการ ว่าต้องมีกิจกรรมใดบ้างเพื่อให้สำเร็จ หรืออาจจะเรียกได้ว่าเป็นแบบที่เน้นขั้นตอน รายละเอียดของกระบวนการ (Process-based)

5. ระดับของการใช้ความรู้ (Knowledge needed) การใช้ Rules นั้นไม่จำเป็นที่จะต้องใช้ความรู้มากนัก เนื่องจากการดำเนินการตามข้อกำหนด ส่วน Principles ต้องการระดับความรู้มากกว่า

ส่วนอีกสองข้อที่เหลือคือ 6-7 นั้น เป็นหลักของ Dworkin (Dworkin, 1977 : 137) คือในเรื่องของข้อยกเว้น และวิธีการแก้ปัญหา โดย Rules จะมีลักษณะ all-or-nothing คือถ้าไม่ครบองค์ประกอบก็ไม่ผิด และมักจะไม่ให้มีการเจรจามากนัก ส่วน Principles นั้นจะมีลักษณะที่ยืดหยุ่นกว่า โดยจะมีการตั้งข้อยกเว้น หรือเพิกถอนได้ และสามารถให้การเจรจาในการแก้ปัญหาได้

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

7. การแก้ไขปัญหาข้อขัดแย้ง (Conflict resolution) ในข้อยกเว้นต่าง ๆ อาจต้องการการจัดลำดับความสำคัญ หรือวิเคราะห์น้ำหนักความคุ้มค่าในการให้ข้อยกเว้น กล่าวคือ Principles ยังสามารถมีกลไกในการแก้ปัญหาโดยใช้การวิเคราะห์พิจารณา (Trade off) ได้ แต่ถ้าเป็นในลักษณะ Rules จะไม่สามารถดำเนินการได้

ตาราง 1 สรุปลักษณะของ Principles และ Rules

Dimension	Principles	Rules
ลักษณะ/Temporal	Ex post	Ex ante
แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป กว้าง เป็นนามธรรม	ระบุชัดเจน แน่นนอน
หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	อำนาจดุลพินิจน้อย
การแสดงออก/Representation	คืออะไร	ทำอย่างไร (กระบวนการ)
องค์ความรู้/Knowledge need	ต้องใช้ความรู้มาก	ใช้ความรู้น้อย
ข้อยกเว้น/Exception handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
วิธีแก้ปัญหา/Conflict resolution	ให้การเจรจาได้	ไม่สามารถมีข้อโต้แย้งได้

รูปแบบขององค์การกำกับ และบทบัญญัติเกี่ยวกับการปิ่นหุ้นในต่างประเทศ

1. สหรัฐอเมริกา

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พุทธศักราช 2535 ได้ยึดถือเอาหลักกฎหมายของสหรัฐอเมริกา คือ Securities Exchange Act of 1934 มาตรา 16 มาตรา 10b และ กฎ 10b-5 เป็นแม่แบบในการบัญญัติกฎหมาย โดยถือว่ากฎหมายของสหรัฐอเมริกา มีการพัฒนามานานเป็นอย่างดีแล้ว โดยในมาตรา 16 กำหนดตัวบุคคลที่เป็นบุคคลวงใน (Insider) ได้แก่ กรรมการ ผู้จัดการ เจ้าหน้าที่บริษัท รวมทั้งผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ที่มีหน้าที่ความรับผิดชอบ (Fiduciary Duty) ต่อบริษัท แต่ก็มีปรากฏว่ามาตรา 16 นี้ ไม่อาจห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงในได้ เพราะใช้บังคับได้แต่ทางแพ่งเท่านั้น ดังนั้นจึงมีการนำเอาบทบัญญัติมาตรา 10b แห่ง 1934 Act อันเป็นบทบัญญัติเกี่ยวกับการป้องกันการฉ้อฉลในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Anti Fraud Provision) ซึ่งให้อำนาจ SEC ออกกฎ 10b-5 มาใช้เพราะเห็นว่าการฉ้อฉลหลอกลวงในทางธุรกิจหลักทรัพย์ มีการพัฒนาเปลี่ยนรูปแบบและซ่อนเร้นเจตนาไปเรื่อย ๆ ซึ่ง SEC ก็ใช้อำนาจตามมาตรา 10b ออกกฎดังกล่าว เพื่อป้องกันการเลี้ยวกฎหมาย และให้อำนาจออกกฎเกณฑ์ว่า การกระทำการใดถือเป็นการฉ้อฉลและเปิดเผยข้อมูล แต่อย่างไรก็ตาม SEC ก็ยังไม่เคยระบุไว้ชัดเจนว่าบุคคลที่อยู่ในข่ายกระทำความผิดมีใครบ้าง การกระทำใดเป็นการกระทำที่เป็นการฉ้อฉล คงมีแต่ระบุไว้กว้าง ๆ เท่านั้น โดยในส่วนของ 10b และ 10b-5 จะเป็นหลักกว้าง ๆ และเกี่ยวข้องกับเรื่องการซื้อขายหลักทรัพย์ (Insider Trading) แต่ในส่วนของกฎหมายหลักที่จะใช้เกี่ยวกับการปิ่นหุ้นจะอยู่ใน The Securities Act of 1933 (The Securities Act) และ The Securities Exchange Act of 1934 (The Exchange Act) ในที่นี้เรื่องการปิ่นหุ้นโดยการสร้างราคา (Manipulation) จะอยู่ใน Securities Exchange Act of 1934 Section 9 Manipulation of Security Prices (William & Noah, 2019 : 62)

ตาราง 2 การวิเคราะห์ด้วยบทบัญญัติในความเป็น Rules-based หรือ Principles-based: สหรัฐอเมริกา

Dimension	Principles	Rules
ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป กว้าง เป็นนามธรรม	-
หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	-
การแสดงออก/Representation	คืออะไร	-
องค์ความรู้/Knowledge need	ต้องใช้ความรู้มาก	-
ข้อยกเว้น/Exception handling	-	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
วิธีแก้ปัญหา/Conflict resolution	-	ไม่สามารถมีข้อโต้แย้งได้

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

2. สหราชอาณาจักร

การฟ้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Common securities claims)

การฟ้องร้องคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ทั่วไป รวมถึงการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลวงใน (Insider Trading) และกรณีการละเมิดตลาด (Market abuse cases) ภายใต้ทั้งความผิดทางอาญาและทางแพ่งโดยทั่วไปแล้ว FCA จะดำเนินการสำหรับการฝ่าฝืนกฎระเบียบที่บังคับใช้ และการละเมิดข้อกำหนดการเปิดเผยข้อมูล

การดำเนินคดีหลักทรัพย์ในส่วนบุคคลธรรมดา กำลังมีจำนวนเพิ่มขึ้นในอังกฤษ การเรียกร้องที่พบบ่อยที่สุดที่นักลงทุนในหลักทรัพย์ได้นำมาเป็นข้อมูลล่าสุดนั้นคือ การเรียกร้องภายใต้ระบบความรับผิดชอบตามกฎหมายที่กำหนดโดย FSMA และการเรียกร้องตามกฎหมายในการฉ้อโกงหรือการแสดงข้อมูลที่ประมาทเลินเล่อ ในรูปแบบตามกฎหมายโดยมีสาเหตุมาจาก

ก. ข้อความที่ไม่เป็นจริงหรือทำให้เข้าใจผิดในหนังสือชี้ชวน หรือรายการและการละเว้นข้อมูลที่จำเป็นจากเอกสารดังกล่าว (มาตรา 90 การเรียกร้อง) และ

ข. ข้อความที่ไม่จริงหรือหลอกลวงทำให้เกิดการปกปิดข้อมูลที่จำเป็นอย่างไม่สุจริตหรือความล่าช้าของข้อมูลดังกล่าว ในการแจกจ่ายข้อมูลดังกล่าวของผู้ออกตราสาร (การอ้างสิทธิ์ 90A)

ค. การละเมิดหรือปั่นราคาในตลาด (Market Abuse) หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation) ซึ่งอยู่ในมาตรา 118 (1)-(8)

ข้อกำหนดของ Market Abuse Directive และ FSMA 2000 เกี่ยวข้องกับการละเมิดข้อมูลภายในและยังเกี่ยวข้องกับการป้องกันคนใน จากการอนุญาตให้ตัวเองถูกวางในสถานการณ์ ที่อาจมีข้อสงสัยว่าพวกเขาใช้ข้อมูลในทางที่ผิด (Listing Rules, Chap. 9, Annex 1R.) การใช้ข้อมูลภายในจะถือว่าการละเมิดตลาดสำหรับวัตถุประสงค์ของ FSMA 2000 มาตรา 118 ของ FSMA 2000

ตาราง 3 การวิเคราะห์ตัวบ่งชี้ในความเป็น Rules-based หรือ Principles-based : สหราชอาณาจักร

Dimension	Principles	Rules
ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
แนวคิด/Conceptual	ทั่วไป, กว้าง, เป็นนามธรรม	-
หน้าที่/Functional	มีอำนาจดุลพินิจมาก	-
การแสดงออก/Representation	คืออะไร	-
องค์ความรู้/Knowledge need	ต้องใช้ความรู้มาก	-
ข้อยกเว้น/Exception handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	-
วิธีแก้ปัญหา/Conflict resolution	ใช้การเจรจาได้	-

ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า กฎหมายหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักรมีลักษณะเป็น Principles-based ที่ชัดเจน

3. ประเทศเยอรมนี (Germany)

กฎหมายที่ใช้ในการควบคุม (Supervisory Law)

หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อสาธารณชน หรือซื้อขายเช่นเดียวกับผู้ออกหลักทรัพย์ และตัวกลางอยู่ภายใต้กฎระเบียบที่ครอบคลุมซึ่งได้รับการกำกับดูแล และบังคับใช้โดยหน่วยงานกำกับดูแลด้านการเงินของรัฐบาลกลางเยอรมัน (BaFin) กฎหมายควบคุมดูแลด้านหลักทรัพย์ในประเทศเยอรมัน มีรากฐานมาจากกฎหมายของยุโรป ซึ่งมีจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างตลาดการเงินแบบบูรณาการในยุโรป เมื่อวันที่ 3 มกราคม 2018 ตลาดที่มีการปรับปรุงคำสั่งเกี่ยวกับการซื้อขายเครื่องมือทางการเงิน (MiFID II) 3 ซึ่งได้ถูกเปลี่ยนเป็นกฎหมายระดับชาติของเยอรมัน โดยมีผลบังคับใช้พร้อมกับกฎระเบียบของตลาดการเงิน (MiFIR) กฎใหม่ครอบคลุมบทบัญญัติเกี่ยวกับการคุ้มครองนักลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการปกป้องสิทธิประโยชน์ของลูกค้า การกำกับดูแลผลิตภัณฑ์ และการมุ่งเน้นทางการเงินที่ไม่ใช่ตัวเงินรวมถึงกฎระเบียบที่ครอบคลุมของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดด้วย

การวิเคราะห์เฉพาะในส่วนของกฎหมายหลักที่ใช้เกี่ยวกับการป้องกันการปั่นหุ้น นั่นคือ รัฐบัญญัติการซื้อขายหลักทรัพย์ (The Securities Trading Act /WpHG) ซึ่งในส่วนของการปั่นหุ้นจะอยู่ใน ส่วนที่ 4 Monitoring of compliance with the prohibition of stock exchange and market price manipulation มาตรา 20a

ตาราง 4 การวิเคราะห์ด้วยทฤษฎีในความเป็น Rules-based หรือ Principles-based: เยอรมัน

Dimension	Principles	Rules
ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
แนวคิด/Conceptual	-	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
หน้าที่/Functional	-	อำนาจดุลพินิจน้อย
การแสดงออก/Representation	-	ทำอะไร (กระบวนการ)
องค์ความรู้/Knowledge need	-	ใช้ความรู้น้อย
ข้อยกเว้น/Exception handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	-
วิธีแก้ปัญหา/Conflict resolution	ใช้การเจรจาได้	-

กล่าวโดยสรุป คือ ลักษณะของกฎหมายหลักทรัพย์เยอรมัน จะมีลักษณะค่อนข้างจะเป็นแบบผสมที่มีลักษณะใกล้เคียงกันของ Rules-based และ Principles-based แต่จากการใช้ตาราง Dimension พอจะสรุปได้ว่า ตัวบทของกฎหมายที่ใช้ในการกำกับหลักทรัพย์เยอรมัน มีลักษณะค่อนข้างไปในทาง Rules-based มากกว่า

4. เขตปกครองพิเศษฮ่องกง (Hong Kong)

หน่วยงานที่กำกับดูแล (Regulatory authorities) (Thomas & Wilson, 2017 : 50)

4.1 The Securities and Futures Commission (SFC) ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ตลาดซื้อขายล่วงหน้า

4.2 The Hong Kong Monetary Authority (HKMA) ทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจธนาคารพาณิชย์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการรับฝากเงินในฮ่องกง

4.3 Hong Kong Exchanges and Clearing Limited ทำหน้าที่กำกับดูแล งานธุรการของสมาชิกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ธุรกรรมเกี่ยวกับการจัดการซื้อขายหุ้น

ตาราง 5 การวิเคราะห์ด้วยทฤษฎีในความเป็น Rules-based หรือ Principles-based: อังกฤษ

Dimension	Principles	Rules
ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
แนวคิด/Conceptual	-	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
หน้าที่/Functional	-	อำนาจดุลพินิจน้อย
การแสดงออก/Representation	-	ทำอะไร (กระบวนการ)
องค์ความรู้/Knowledge need	-	ใช้ความรู้น้อย
ข้อยกเว้น/Exception handling	-	เข้มงวด ไม่ยืดหยุ่น
วิธีแก้ปัญหา/Conflict resolution	-	ไม่สามารถมีข้อโต้แย้งได้

โดยสรุป ลักษณะทฤษฎีกฎหมายหลักทรัพย์เกี่ยวกับการปันหุ้นของอังกฤษ มีลักษณะเป็นแบบ Rules-based ค่อนข้างมาก เพราะมีการระบุรายละเอียดของความผิดไว้ค่อนข้างชัดเจน และไม่เฉพาะแต่ความผิดในลักษณะการปันหุ้น (Market Manipulation) เท่านั้น แต่เมื่อดูเข้าไปในตัวบทในส่วนอื่นใน Market Abuse จะพบว่า มีการเขียนรายละเอียดไว้ค่อนข้างมาก โดยมีลักษณะเป็นกฎหมายที่มีการระบุเทคนิคเฉพาะของการปันหุ้นไว้ด้วย เช่น Wash sale, False Trading, Inside Dealing, Price Rigging ไว้ในตัวบทโดยแยกราบมาตราไว้เลย

ตลาดหลักทรัพย์ไทย ปัญหาและแนวทางแก้ไข

ตาราง 6 การวิเคราะห์ด้วยทฤษฎีในความเป็น Rules-based หรือ Principles-based: ไทย

ลำดับ	Dimension	Principles	Rules
1	ลักษณะ/Temporal	Ex post	-
2	แนวคิด/Conceptual	-	ระบุชัดเจน, แน่นนอน
3	หน้าที่/Functional	-	อำนาจดุลพินิจน้อย
4	การแสดงออก/Representation	-	ทำอะไร (กระบวนการ)
5	องค์ความรู้/Knowledge need	-	ใช้ความรู้น้อย
6	ข้อยกเว้น/Exception handling	มีได้ ยกเลิกเพิกถอนได้	-
7	วิธีแก้ปัญหา/Conflict resolution	ใช้การเจรจาได้	-

วิเคราะห์ Dimension

1. ลักษณะ/Temporal ตัวบทมีลักษณะเป็น Ex post เนื่องจากเป็นการเขียนที่มีเจตนาของการตรวจสอบความผิดที่ต้องตรวจสอบภายหลัง เช่น สภาพปกติของตลาด การทำให้บุคคลเข้าใจผิด ราคาหลักทรัพย์สูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

2. แนวคิด/Conceptual มีลักษณะค่อนข้างระบุชัดเจน เช่น ในข้อสันนิษฐานทั้งการกระทำและตัวผู้กระทำ มีการระบุไว้ล่วงหน้าค่อนข้างชัดเจน โดยมีการลงรายละเอียดบอกลักษณะการกระทำ และกิจกรรมของผู้กระทำ ที่ถูกตั้งข้อสังเกตไว้ก่อนว่าเข้าข่ายการกระทำความผิด

3. หน้าที/Functional มีลักษณะไม่ต้องใช้ดุลพินิจมาก เนื่องจาก ในข้อสันนิษฐานมีการระบุตัวอย่างไว้อย่างชัดเจน ทั้งการกระทำ และห้ามไม่ให้บุคคลกระทำอะไรบ้าง นอกจากนี้ยังมีการแยกกิจกรรมการซื้อการขายไว้ในแต่ละข้อย่อยอย่างชัดเจน
 4. การแสดงออก/Representation มีลักษณะของเนื้อความเป็นกระบวนการ
 5. องค์ความรู้/Knowledge needed มีลักษณะไม่ต้องใช้ความรู้มากนักในการตีความ หรือทำความเข้าใจ เพราะมีการขยายความในเกือบทุกบทที่มีบทบัญญัติไว้ อย่างเช่น บทสันนิษฐานที่ช่วยให้เป็น Guide line ได้อย่างดี
 6. ข้อยกเว้น/Exception handling มีลักษณะไปในทาง Principles เพราะมีการระบุลักษณะข้อยกเว้นไว้ในมาตรา 244/4 ก็คือข้อยกเว้นที่มาจากกรกระทำใน มาตรา 244/3 นั้นเอง
 7. วิธีแก้ปัญหาคความขัดแย้ง Conflict resolution มีลักษณะเป็น Principles เนื่องจากในมาตรา 244/4 โดยข้อยกเว้นต่าง ๆ นั้น ได้ให้อำนาจให้เป็นไปตามประกาศของคณะกรรมการต่าง ๆ ซึ่งสามารถออกเพิ่มเติมในภายหลังได้
- โดยสรุป กฎหมายหลักทรัพ์ของไทยมีลักษณะเป็นลูกผสมพอสมควรระหว่าง Rules-based กับ Principles-based แต่เนื่องจากการปรับแก้กฎหมายในส่วนการป็นหุ้นใหม่ในปี พ.ศ. 2559 ซึ่งได้ปรับเพิ่มบทบัญญัติต่าง ๆ ให้มีความละเอียด และสอดคล้องกับเทคนิคต่าง ๆ ในการป็นหุ้นได้ดีขึ้น รวมถึงการเพิ่มบทสันนิษฐานไว้ว่า การกระทำใด บุคคลห้ามทำอะไร ที่อาจเป็นความผิดได้ไว้ในตัวบทเลย ทำให้ผู้ปฏิบัติเกี่ยวกับการดำเนินคดีสามารถนำไปปรับใช้ได้ง่ายขึ้น รวมทั้งศาลเอง ก็จะได้มีแนวทางไว้เป็นบรรทัดฐานได้ดีขึ้นกว่ากฎหมายเดิม ซึ่งเป็นการลอกแบบการเขียนมาจากสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีลักษณะ เป็น Principles-based ในส่วนของตัวบทค่อนข้างมาก และที่ผ่านมาได้ประสบปัญหาการไม่สามารถดำเนินคดี หรือศาล ยกฟ้องคดีไปจำนวนมาก เนื่องจากความไม่ชัดเจนของตัวบทในกฎหมายหลักทรัพ์

อภิปรายผล

ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า การปรับแก้กฎหมายที่ผ่านมา นั้น ได้ทำให้กฎหมายหลักทรัพ์ไทยมีลักษณะเป็น Rules-based มากขึ้น เพื่อแก้ปัญหาเกี่ยวกับความชัดเจนในกระบวนการยุติธรรม

ตาราง 7 แนวทางการวิเคราะห์ลักษณะโครงสร้างของ กระบวนการยุติธรรมในกฎหมายหลักทรัพ์

	บทบัญญัติ (Legislative)	การฟ้องคดี (Enforcement)	คำพิพากษา (Adjudication)
สหราชอาณาจักร	Principles-based	Principles-based	Principles-based
สหรัฐอเมริกา	Principles-based	Rules-based	Principles-based
เยอรมนี	Rules-based	Rules-based	Rules-based
ฮ่องกง	Rules-based	Rules-based	Principles-based
ไทย	Rules-based	Rules-based	Rules-based

ตารางนี้ทำให้เห็นถึงกระบวนการทั้งหมดตั้งแต่ต้นทาง ระหว่างทาง จนถึงปลายทาง ซึ่งทำให้พอเห็นภาพ ในการทำความเข้าใจกระบวนการ เพื่อจะได้นำวิธีการวางแนวของ Rules-based กับ Principles-based เพื่อให้ทราบปัญหา และวิธีการในการดำเนินการแก้ปัญหากับการป็นหุ้นทั้งระบบได้ โดยสหราชอาณาจักรเองเป็นต้นแบบของ Principles-based ซึ่งก็มีกระบวนการตั้งแต่ตัวบท การฟ้องคดี และคำพิพากษา เป็นแนวแบบ Principles-based ทั้งหมด โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ความต่างของการฟ้องคดี หรือกระบวนการกำกับของสหราชอาณาจักร กล่าวคือ สหราชอาณาจักรไม่นิยมการ Enforcement

แต่ชอบใช้ Compliance มากกว่า สำหรับสหรัฐอเมริกาซึ่งมีตัวบทเป็นแบบ Principles-based เหมือนกัน แต่กระบวนการโดย SEC ค่อนข้างจะเข้มงวด มีกฎระเบียบจำนวนมากต้องดำเนินการ แต่ในที่สุดระบบศาลก็เป็นแบบ Principles-based ซึ่งก็เอื้อประโยชน์ให้ศาลสามารถตีความได้เอง เยอรมนีเป็นประเทศ Civil Law ประเทศเดียวนอกจากไทยในการนำมาเปรียบเทียบนี้ ก็ใช้แบบ Rules-based ทั้งหมด ทุกกระบวนการ เพราะเนื่องจากเยอรมนีมีการใช้กฎหมายหลายฉบับมาผสมกันในการดำเนินการเกี่ยวกับคดีทางหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากเยอรมนีเองไม่ค่อยมีคดีเกี่ยวกับการปั่นหุ้นมากนัก เพราะส่วนมากนักลงทุนรายย่อยจะไม่ค่อยได้ลงทุนในตลาดหุ้นเท่าใดนัก ความผิดในลักษณะนี้จึงมีน้อยมาก ส่วนมากมักจะเป็นในลักษณะความผิด Insider trading มากกว่า

ฮ่องกงเป็น common law ที่ใช้การร่างกฎหมายแบบ Rules-based เข้มข้นมาก ตัวบทมีลักษณะทางเทคนิคสูง เนื่องจากฮ่องกงมีลักษณะเปิด (Freeport) ดึงดูดนักลงทุนจากทั่วโลก การทำกฎระเบียบให้ชัดเจน จึงมีความสำคัญมาก อย่างไรก็ตาม ศาลของฮ่องกงก็ยังเป็นแบบ Principles-based คือเป็นแบบ Judge made law ได้ ทำให้สะดวกในการจัดการกับความไม่แน่นอนในการตีความในกฎหมายหลักทรัพย์ได้ดี

ประเทศไทยมีลักษณะของ Rules-based ชัดเจนทั้งการร่างกฎหมาย (โดยเฉพาะกฎหมายที่แก้ไขใน พ.ศ.2559) ก.ล.ต. เองก็มีกฎที่เข้มงวด และศาลไทยก็ตัดสินคดีแบบตามตัวบทแบบชัดเจน ดังนั้น ปัญหาหลักของไทยในการดำเนินการเกี่ยวกับความผิดทางหลักทรัพย์นี้ ปัญหาหลักอาจจะไม่ใช่เรื่องการแก้กฎหมาย แต่เป็นการตัดสินคดีที่ศาลมากกว่า อย่างไรก็ตาม ปฏิเสธไม่ได้ว่า การร่างกฎหมายเป็นต้นทาง หากต้นทางทำได้ดีแล้ว ระหว่างทางและปลายทางก็จะทำงานได้ง่ายขึ้น ดังนั้น การแก้กฎหมายในปี 2559 นี้ จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่น่าจะทำให้กระบวนการยุติธรรมเกี่ยวกับความผิดปั่นหุ้นดีขึ้น เพราะมีการเพิ่มเติมความชัดเจนในลักษณะความผิด และผู้กระทำความผิด รวมถึงช่องโหว่ต่าง ๆ ที่เคยเกิดกับในคดีเสียสอง ให้สามารถตีความได้ง่ายขึ้น เนื่องจากเราไม่สามารถแก้ไขปลายทาง คือ ศาลให้เปลี่ยนวิธีคิด ตีความตามตัวบท (ที่มีลักษณะเป็น Rules-based) ได้ สิ่งที่ทำได้ก็คือการแก้ไขต้นทางคือการร่างกฎหมายให้ชัดเจนขึ้น

การนำหลัก Principles-based มาใช้กับบริบทในไทย

จากตารางวิเคราะห์ทำให้เห็นแล้วว่า ประเทศไทยมีลักษณะเป็น Rules-based ในทุกองค์ประกอบ

บทบัญญัติควรเป็น Rules-based

คำพิพากษาคดีเสียสอง (คำพิพากษาศาลฎีกา 1766/2539) แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนแล้วว่า ศาลไทยมีความจำเป็นที่จะต้องได้รับความชัดเจนในตัวบทของกฎหมาย ไม่เช่นนั้นแล้วการตัดสินคดีโดยเคร่งครัดโดยพิจารณาตามตัวอักษรของศาลไทยคงต้องมีการยกฟ้องคดีหลักทรัพย์อีกเป็นจำนวนมากแน่นอน ดังนั้น การจะนำหลัก Principles-based มาใช้ในการร่างกฎหมายหลักทรัพย์ไทย จึงเป็นเรื่องที่ยิ่งทำให้การบังคับใช้กฎหมายทำได้ยากยิ่งขึ้น

การฟ้องคดีควรเป็น Rules-based

เนื่องจากมีความต้องการที่ชัดเจนว่ากระบวนการฟ้องคดี และการกำกับตลาดหลักทรัพย์ต้องการความชัดเจนอย่างมากให้การกำกับ ซึ่งในส่วนของ Principles-based ของอังกฤษนั้น จะเน้นไปที่การเจรจา ทำความเข้าใจ หรือ Compliance มากกว่า Enforcement ซึ่งหากนำมาใช้ในไทย จะทำให้ไม่สามารถดำเนินคดีได้อย่างคล่องตัว และผู้กระทำความผิดจะรู้ตัวก่อน ซึ่งทำให้การดำเนินคดียิ่งยากขึ้นไปอีก

คำพิพากษาควรเป็น Principles-based

แต่ในบริบทของไทย ไม่สามารถทำได้ เนื่องจากศาลไทยต้องเคร่งครัดต่อตัวบท โดยการตีความต้องตีความโดยเคร่งครัด และศาลไทยไม่ได้มีลักษณะเหมือนศาลในระบบ Common Law ซึ่งศาลสามารถสร้างกฎหมายได้เองหรือตีความได้เอง

ข้อเสนอแนะ

การแก้ไขปัญหาการปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ไทย จะอาศัยการแก้ไขปัญหาโดยวิเคราะหจากบทบัญญัติของกฎหมายอย่างเดียวไม่พอ แม้จะใช้เครื่องมือในการวิเคราะห์โดยใช้หลัก Rules-based หรือ Principles-based มาแก้ไขปัญหานี้แล้วก็ตาม แต่เนื่องจากการปั่นหุ้นนี้มีลักษณะเป็นอาชญากรรมทางเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงวิธีอยู่ตลอดเวลา การแก้ไขด้วยทอย่างเดียวย่อมไม่เพียงพอ จึงต้องมีการดูกระบวนทั้งระบบด้วย จึงเห็นว่า ควรมีการกระทำในลักษณะป้องกันควบคู่ไปกับการทำความชัดเจนในตัวบทให้มากยิ่งขึ้นดังนี้

1. ควรมีการนำหลัก Governance มาเพิ่มเติมในตัวบท โดยเฉพาะอย่างยิ่งเรื่องเกี่ยวกับการต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทย (Private Sector Collective Action against Corruption / CAC) ซึ่งมีลักษณะเป็น Self-Regulated ในส่วนนี้ จะเป็นการเพิ่มความโปร่งใสและช่วยลดความผิดพลาดจากการกระทำมิชอบได้ เนื่องจาก CAC จะมีกระบวนการที่ชัดเจนในการตรวจสอบองค์กรทุกปี และจะมีคณะกรรมการรับรองว่าบริษัทได้มาตรฐาน ซึ่งจะได้อำนาจให้เกิดความเชื่อมั่นมากขึ้นในตลาด สำหรับการดำเนินการนั้น ควรจะใส่ในตัวบท กำหนดให้บริษัทในตลาด หรือบริษัทที่กำลังจะเข้าตลาดต้องเป็นสมาชิก CAC และต้องได้รับการรับรองด้วย จึงจะสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดได้

2. การนำหลัก Prudential Systems จาก Principles-based ของอังกฤษมาใช้ โดยเป็นการใช้ระบบความร่วมมือระหว่างหน่วยงานกำกับกับผู้ถูกกำกับ ให้มีการแลกเปลี่ยนข้อมูล และปัญหาระหว่างกันอย่างสม่ำเสมอ เพื่อป้องกันการเข้าใจผิดและปฏิบัติผิดกฎ โดยในส่วนนี้สามารถไปเขียนอยู่ในระเบียบข้อบังคับของทาง ก.ล.ด. ได้ ว่ากำหนดให้มีการประชุมระหว่างกันในเรื่องนี้ทุกเดือน

3. กำหนดให้เพิ่มเติมตัวบทบางข้อ เพื่อให้ทางกระบวนการ Enforcement และศาล จะได้ทำงานได้ง่ายขึ้นในแง่ของการตีความกฎหมาย คือ

3.1 การเพิ่มคำจำกัดความที่ชัดเจนในตัวบท เช่น การซื้อขายแบบต่อเนื่องคืออะไร สภาพปกติของตลาดคืออะไร

3.2 ในมาตรา 244/3 ห้ามมิให้บุคคลกระทำการ ควรจะเพิ่มเป็นบุคคลและหรืออุปกรณ์ใด ๆ ที่บุคคลใช้เนื่องจากต่อไปอาจจะมีปัญหามากขึ้นจากการใช้ระบบการซื้อขาย AI หรือโปรแกรมรูปแบบต่าง ๆ ซึ่งอาจไม่ชัดเจนในอนาคตได้

3.3 ควรมีการอธิบายให้ชัดเจนเรื่องการแพร่ข่าว เพราะขณะนี้มีการแพร่ทางสื่อออนไลน์ด้วย เช่น Facebook Line Twitter Instagram และสื่ออื่นอีก ซึ่งมีลักษณะต่าง ๆ กันออกไป ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความสับสนในการตีความได้

3.4 ควรมีการเพิ่มบทบัญญัติให้นักลงทุนเป็นผู้เสียหายด้วย และมีการกำหนดการชดเชยความเสียหายของนักลงทุนจากการปั่นหุ้นด้วย

3.5 เนื่องจากคดีเกี่ยวกับการปั่นหุ้น เป็นคดีที่หาพยานหลักฐานยาก จึงควรเขียนในบทบัญญัติด้วยว่า ให้ภาระการพิสูจน์อยู่กับจำเลย เนื่องจากส่วนใหญ่เลยโจทก์จะเป็น ก.ล.ด. อยู่แล้ว

3.6 เนื่องจากการตัดสินคดีเกี่ยวกับการปั่นหุ้น เป็นเรื่องเฉพาะ ซึ่งอาจต้องใช้ความรู้เฉพาะด้าน จึงควรเขียนในตัวบทในเรื่องให้มีการตั้งผู้พิพากษาสมทบในคดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ด้วย

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). *ข้อมูลสถานะตลาดหลักทรัพย์*. สืบค้นเมื่อ 4 เมษายน 2563,

จาก www.marketdata.set.or.th/mkt/marketsummary.do

Alexander, L. and Sherwin, E. (2001). *The rule of rules: Morality, rules, and the dilemmas of law*.

North CarolinaWikipedia : Duke University Press.

- Burgemeestre, B., Hulstijn, J., and Tan, Y.H. (2009). Rule-based versus Principle-based Regulatory Compliance. In *Frontiers in Artificial Intelligence and Applications (JURIX 2009)*. G. Governatori ed. Amsterdam:IOS Press, 2009.
- Ford, C. (2010). *New governance in the teeth of human frailty: Lessons from financial regulation*. *Wisconsin Law Review*, 2(2010), 411-417
- Ford, C. (2010). Principles-based securities regulation in the wake of the global financial crisis. *McGill Law Journal/Revue de droit de McGill*, 55(2), 257-307.
- Black, J., Hopper, M., and Band, C. (2007). Making a success of principles-based regulation. *Law and financial markets review*, 1(3), 191-206.
- Cunningham, L.A. (2007). *A Prescription to Retire the Rhetoric of Principles-Based Systems in Corporate Law, Securities Regulation, and Accounting*. *Vanderbilt Law Review*, 60(2007), 1411-1419.
- Dworkin, R. (1977). *Taking Rights Seriously*. London: Duckworth.
- Sullivan, K. and Amar, A. (1992). The Supreme Court, 1991 Term, Foreward, *The justices of rules and standards*. *Harvard Law Review*. 106, 1 (November 1992): 62.
- Sunstein, C.R. (2006). *Infotopia: How many minds produce knowledge*. Oxford University Press.
- Schauer, F. (2005). The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards. *Journal of Contemporary Legal*. 14 (2005), 803-861.
- Tiner, J. (2006). *Speech before APCIMS Annual Conference*. Retrived October 22, 2018, from http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/comunication/speechs/2006/1013_jt.shtml
- Thomas, S. and Wilson, F. (2017). *The Securities Litigation Review – Edition3*. Hong Kong: s.l.
- William, S. and Noah, B.Y. (2018). *The Securities Litigation Review – Edition5*. Retrieved October 22, 2018 from <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-securities-litigation-review-edition-5/1194763/united-states>.