

ชุดหนังสือ การสำรวจองค์ความรู้เพื่อการปฏิรูปประเทศไทย

การปฏิรูปตลาดทุนกับการลดความเหลื่อมล้ำในสังคม

สฤณี อาชวานันทกุล



ชุดหนังสือ การสำรวจองค์ความรู้เพื่อการปฏิรูปประเทศไทย

การปฏิรูปตลาดทุนกับการลดความเหลื่อมล้ำ  
ในสังคม

สฤณี อาชวานันทกุล

## การปฏิรูปตลาดทุนกับการลดความเหลื่อมล้ำในสังคม สถณี อาชวานันทกุล

ข้อมูลทางบรรณานุกรมของสำนักหอสมุดแห่งชาติ  
สถณี อาชวานันทกุล.

การสำรวจองค์ความรู้เพื่อการปฏิรูปประเทศไทย: การปฏิรูปตลาดทุน  
กับการลดความเหลื่อมล้ำในสังคม.-- กรุงเทพฯ : เป้นไท, 2556.  
88 หน้า.

1. ตลาดทุน. I. ชื่อเรื่อง.

332.0415

ISBN 978-616-329-015-1

**ที่ปรึกษา:** สมศักดิ์ ชุณหรัศมิ์

สมเกียรติ ตั้งกิจวานิชย์

ยุวดี คาดการณ์ไกล

**บรรณาธิการสำนักพิมพ์:** อธิคม คุณาวุฒิ

**บรรณาธิการเล่ม:** อาทิตย์ เคนมี

**บรรณาธิการศิลปกรรม:** ณขวัญ ศรีอรุณทัย

**ออกแบบปก:** จันจิรา แก้วตา

**พิสูจน์อักษร:** ศิริบุญ วงษ์ชื่น

**บรรณาธิการโครงการ:** ปกป้อง จันวิทย์

**กองบรรณาธิการโครงการ:** สกลฤทธิ์ จันท์พุ่ม

ภัทษา ด้วงกลัด ตะวัน มานะกุล

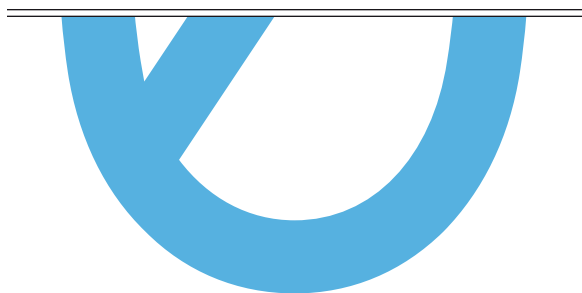
หนังสือชุดนี้เป็นส่วนหนึ่งของโครงการ  
การสำรวจองค์ความรู้เพื่อการปฏิรูปประเทศไทย  
โดยคณะทำงานเครือข่ายวิชาการเพื่อการปฏิรูป  
คณะกรรมการสมัชชาปฏิรูป

**จัดพิมพ์และเผยแพร่โดย**

สำนักงานปฏิรูป (สปร.) 126/146 ชั้น 4 อาคาร 10 ชั้น  
สถาบันบวรศาสตร์คุณธรรม ซอยติวานนท์ 14 ถนนติวานนท์  
อำเภอเมือง จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทรศัพท์ 0 2965 9531-3 โทรสาร 0 2965 9534  
[www.reform.or.th](http://www.reform.or.th)  
[www.v-reform.org](http://www.v-reform.org)



บทนำ



ตลอดระยะเวลาหลายปีที่ผ่านมา ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจถ้าปล่อยให้เลวร้ายลงเรื่อย ๆ ได้พิสูจน์ให้เห็นว่าเป็น ‘ปัญหา’ ที่คุกคามความอยู่ดีมีสุขของสังคม เนื่องจากสินทรัพย์อย่างเช่นหลักทรัพย์และที่ดินทวีมูลค่าตามกาลเวลา ความเหลื่อมล้ำด้านทรัพย์สินจึงมักจะถ่างกว้างกว่าความเหลื่อมล้ำด้านรายได้ได้หลายสิบเท่า ในประเทศไทย กลุ่มประชาชนที่รวยที่สุดร้อยละ 20 ของประเทศมีทรัพย์สินเกือบ 70 เท่าของกลุ่มที่จนที่สุดร้อยละ 20 ของประเทศ นอกจากนี้ เศรษฐีหุ้นไทย 500 คนที่รวยที่สุด ถ้าคิดเป็นตระกูลมีประมาณ 200 ตระกูล ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์รวมกันมีมูลค่าถึง 690,231 ล้านบาทในปี 2553 คิดเป็นร้อยละ 8.3 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งตลาดในปีเดียวกัน

รายงานฉบับนี้สำรวจความเชื่อมโยงระหว่างตลาดทุนกับความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจบางประการ ทั้งความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ตลาดทุน หมายถึง ความเหลื่อมล้ำระหว่างผู้เล่นในตลาดทุนกับผู้ที่อยู่นอกตลาด และความเหลื่อมล้ำ ‘ภายใน’ ตลาดทุน หมายถึง ความเหลื่อมล้ำระหว่างผู้เล่นที่มีข้อมูลภายในและผู้เล่นที่ไม่มี

ผู้เขียนรายงานฉบับนี้พบแนวโน้มที่ดีขึ้นบางประการ อาทิ กระแสการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านระบบอินเทอร์เน็ต ประกอบกับการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ ส่งผลให้ต้นทุนการมีส่วนร่วมในตลาดทุนลดลง เชื้อต่อการขยายฐานนักลงทุนไปสู่ประชาชนในวงกว้างมากขึ้น

นอกจากนี้ งานวิจัยบางชิ้นชี้ว่าบุคคลวงในในตลาดทุนไทยสามารถสร้างผลตอบแทนผิดปกติในการซื้อหลักทรัพย์ก็จริง แต่บุคคลภายนอกก็มีเวลาเพียงพอที่จะได้รับผลตอบแทนผิดปกตินั้นเช่นกัน ถึงแม้จะต่ำกว่าเล็กน้อยด้วยการซื้อตามบุคคลวงใน

ช่องว่างที่ไม่สูงมากระหว่างบุคคลวงในกับบุคคลวงนอกในแง่นี้ส่วนหนึ่งเป็นเพราะกฎการรายงานการเปลี่ยนแปลงในการถือครองหลักทรัพย์ ซึ่งกำหนดให้บุคคลวงในต้องรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือครองภายใน 3 วัน นับตั้งแต่มีการเปลี่ยนแปลง นับเป็นระยะเวลาที่สั้นกว่าหลายประเทศ อย่างไรก็ตาม ในมุมมองกฎหมายข้อนี้อาจสร้างแรงจูงใจให้บุคคลวงในใช้บัญชีตัวแทน (นอมินี) ในการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อหลบเลี่ยงภาระการรายงาน ผู้เขียนรายงานพบว่ากฎการเปิดเผยตัวตนที่แท้จริงในตลาดทุนไทยยังไม่เพียงพอต่อการป้องกันการใช้นอมินีในลักษณะดังกล่าว

ในขณะเดียวกัน การบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับความเป็นธรรมในตลาดทุนก็ทวีความเข้มข้นขึ้น โดยในปี 2554 คณะกรรมการเปรียบเทียบได้ส่งปรับกรณีการใช้ข้อมูลภายในและสร้างราคาหุ้นถึง 24 ราย ส่วนสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ก็ได้กล่าวโทษในข้อหาเดียวกันต่อพนักงานสอบสวนอีก 12 ราย สูงที่สุดในรอบ 12 ปี

อย่างไรก็ดี ผู้เขียนรายงานพบว่า นโยบายของรัฐ

บางประการมีส่วนซ้ำเติมความเหลื่อมล้ำภายนอกตลาดทุน ยกตัวอย่างเช่น รัฐไทยไม่เคยเก็บภาษีผลได้จากทุน (capital gains tax) และยกเว้นภาษีเงินได้ให้กับธุรกรรมซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้างตลอดมาว่า เพื่อส่งเสริมการออมและการลงทุนในตลาด ทั้งที่สามารถออกแบบระบบภาษีผลได้จากทุนให้ไม่กระทบกับนักลงทุนรายย่อยและการลงทุนในระยะยาวได้ นอกจากนี้ วิธีให้สิทธิลดหย่อนภาษีจากการลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ยังเป็นไปในทางที่เพิ่มความถดถอยให้กับระบบภาษี

ในระดับของการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์ ยังมีปัญหาเชิงโครงสร้างบางประการที่ทำให้การบังคับใช้กฎหมายในทางที่จะช่วยลดความเหลื่อมล้ำภายในตลาดทุนเต็มไปด้วยอุปสรรค อย่างเช่นการที่ต้องพิสูจน์คดีการสร้างราคาหุ้นชนิด ‘สิ้นสงสัย’ ตามบรรทัดฐานของกฎหมายอาญาการที่โครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ยังถูกครอบงำโดยบริษัทหลักทรัพย์ และการที่ ก.ล.ต. และ ตลท. ยังไม่บังคับใช้กฎการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนอย่างจริงจังและเท่าเทียม





ความเหลื่อมล้ำกับการปฏิรูปตลาดทุน



ปัจจุบันเป็นที่รับรู้กันทั่วไปว่า ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจมักจะสะท้อนความไม่เป็นธรรมเชิงโครงสร้างในสังคม อีกทั้งยังจุดรั้งอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (ดู Barro, 1999) และการพัฒนาทางเศรษฐกิจแบบรับรวม (Inclusive Economy) ซึ่งจำเป็นต่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ไม่นับการตอกล้มความขัดแย้งในสังคม และบั่นทอนความไว้วางใจซึ่งกันและกันของสมาชิกต่างฐานะ

ยิ่งไปกว่านั้น ผลการศึกษาของ ริชาร์ด วิลกินสัน (Richard Wilkinson) และ เคท พิคเก็ตต์ (Kate Pickett) นักระบาดวิทยาชาวอังกฤษ ซึ่งนำมาสรุปและเรียบเรียงเป็นหนังสือเรื่อง *The Spirit Level* ยังชี้ว่า การลดความเหลื่อมล้ำไม่เพียงแต่เป็นประเด็นทางศีลธรรม แต่ยังสามารถประโยชน์ต่อคนทุกกลุ่ม เนื่องจากความเหลื่อมล้ำดูจะเป็นรากของปัญหาสังคมหลายประการ ตั้งแต่อาชญากรรม โรคอ้วน แม่วัยรุ่น และโรคซึมเศร้า

ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจอาจแบ่งได้เป็นสองประเภทหลักตามเงื่อนไขเวลา ได้แก่ ความเหลื่อมล้ำด้านรายได้ อันสะท้อนศักยภาพในการหารายได้ของบุคคล และความเหลื่อมล้ำด้านทรัพย์สิน อันสะท้อนฐานะทางการเงิน

ปัจจุบันนอกจากประเทศไทยจะมีความเหลื่อมล้ำด้านรายได้สูงเป็นอันดับต้น ๆ ของโลกแล้ว ความเหลื่อมล้ำด้านทรัพย์สินยังกว้างกว่าความเหลื่อมล้ำด้านรายได้หลายสิบเท่า โดยข้อมูลของสำนักงานสถิติแห่งชาติ ปี 2549

ระบุว่า กลุ่มประชาชนที่รวยที่สุดร้อยละ 20 ของประเทศมีทรัพย์สินเกิน 70 เท่าของกลุ่มที่จนที่สุดร้อยละ 20 ของประเทศ นอกจากนี้ ผลการจัดอันดับ 'เศรษฐกิจหุ้นไทย' ประจำปี 2553 ของนิตยสาร การเงินธนาคาร พบว่า เศรษฐีหุ้นไทย 500 คนที่รวยที่สุด ถ้าคิดเป็นตระกูลมีประมาณ 200 ตระกูล ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์รวมกันมีมูลค่าถึง 690,231 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 8.3 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ทั้งตลาดในปีเดียวกัน

ในขณะเดียวกัน ณ สิ้นเดือนพฤศจิกายน 2555 มีผู้เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ 1.2 ล้านบัญชี แบ่งเป็นบัญชีซื้อขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์ 788,913 บัญชี และบัญชีที่ซื้อขายผ่านระบบอินเทอร์เน็ต 433,650 บัญชี แต่ตัวเลขจำนวนผู้ซื้อขายหลักทรัพย์น่าจะน้อยกว่า 1.2 ล้านบัญชีพอสมควร เนื่องจากนักลงทุนหลายคนเปิดบัญชีทั้งสองแบบ นอกจากนี้ ในจำนวน 1.2 ล้านบัญชี มีผู้ลงทุนที่มีการซื้อขาย (ส่งคำสั่งซื้อหรือขายอย่างน้อยหนึ่งครั้งในรอบหนึ่งเดือนที่ผ่านมา) เพียง 3.3 แสนรายเท่านั้น คิดเป็นร้อยละ 0.5 ของประชากรทั้งประเทศ 65.4 ล้านคน เนื่องจากตลาดทุนเป็นช่องทางการลงทุนที่คนทั่วไปมองว่ามีความเสี่ยงสูงและยังไม่ใช่ทางเลือกแรก ๆ ของคนไทย ผู้ลงทุนในตลาด 3.3 แสนรายจึงน่าจะอยู่ในกลุ่มประชากรที่รวยที่สุดร้อยละ 20 ของประเทศ

สาเหตุประการหนึ่งที่ความเหลื่อมล้ำด้านทรัพย์สินในไทยต่างกว้างอย่างยิ่งคือข้อเท็จจริงที่ว่า ที่ผ่านมารัฐไทย

ยังไม่เคยจัดเก็บภาษีจากที่ดินและหุ้น อันเป็นทรัพย์สินหลักของผู้มีฐานะอย่างเหมาะสม เพียงพอ และเป็นธรรม นอกจากนี้ สิทธิประโยชน์ทางภาษีบางรายการก็ตอกตรึงความเหลื่อมล้ำให้มากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ในปี 2550 รัฐบาลประกาศขยายวงเงินหักค่าลดหย่อนภาษีสำหรับเงินลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund หรือย่อว่า RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long-term Equity Fund หรือ LTF) เป็น 7 แสนบาทต่อปี จากเดิม 5 แสนบาทต่อปี เป็นการชั่วคราว ทั้งที่ทั้งประเทศมีผู้เสียภาษีเพียงประมาณ 11,000 คนที่ได้ประโยชน์จากมาตรการดังกล่าว (มีเงินได้สุทธิต่อปีสูงกว่า 4 ล้านบาท)

นอกจากนโยบายและกฎระเบียบ (หรือการไม่มีนโยบายและกฎระเบียบ) เกี่ยวกับตลาดทุนจะส่งผลต่อความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ตลาดทุนโดยตรง งานวิจัยสาขาเศรษฐศาสตร์การเงินจำนวนมากก็ได้ชี้ให้เห็นข้อบกพร่อง ‘ภายใน’ ตัวตลาดทุนเอง (Market Imperfections) โดยเฉพาะภาวะอสมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) อันส่งผลให้ตลาดทุนไม่สามารถกระจายโอกาสในการเข้าถึงทุนได้อย่างทั่วถึงและเท่าเทียม ส่งผลให้เศรษฐกิจในภาพใหญ่มีประสิทธิภาพในการจัดสรรทุนต่ำกว่าและมีอัตราการเติบโตช้ากว่าที่ควรเป็น (ดูตัวอย่างใน Banerjee และ Newman (1991), Aghion และ Bolton (1997) และ Piketty (1997))

นอกจากตลาดทุนจะมีส่วนตอกตรึงความเหลื่อมล้ำ

ทางเศรษฐกิจ กระแสโลกาภิวัตน์ในภาคการเงินซึ่งเชื่อมโยงตลาดเงินตลาดทุนทั่วโลกเข้าด้วยกันเป็นหนึ่งในเดี่ยวยังส่งผลให้ความเหลื่อมล้ำดังกล่าวทวีความผันผวนมากกว่าในอดีตอีกด้วย ตามระดับความผันผวนในตลาดทุนโลก

ยกตัวอย่างเช่น ในสหรัฐอเมริกาประชากรร้อยละ 1 ที่มีรายได้สูงสุด (ผู้ที่มีเงินได้ไม่ต่ำกว่า 380,000 เหรียญสหรัฐในปี 2008) ประสบความผันผวนทางการเงินค่อนข้างมาก ตั้งแต่ต้นทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา เมื่อเศรษฐกิจบูม รายรับของพวกเขาเติบโตขึ้นเร็วกว่าประชากรที่เหลือในประเทศถึงสามเท่า และเมื่อเศรษฐกิจถึงจุดตกต่ำ รายรับของพวกเขาก็ร่วงลงสองถึงสามเท่าเช่นกัน จำนวนชาวอเมริกันที่มีรายได้ไม่ต่ำกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐตกลงร้อยละ 40 ระหว่างปี 2007-2009 เหลือเพียง 236,883 คน ขณะที่รายได้ทั้งหมดของพวกเขารวมกันตกลงมาเกือบกึ่งหนึ่ง จากสถิติของกรมสรรพากรอเมริกัน ซึ่งเผยแพร่ผลการศึกษาลงโทษของการเปลี่ยนแปลงนี้ว่า ความมั่งคั่งทุกวันนี้ผูกติดอยู่กับตลาดหุ้นมากกว่าความเติบโตของเศรษฐกิจในวงกว้าง เนื่องจากดัชนีตลาดหุ้นเปลี่ยนแปลงง่ายกว่าการเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวมถึงยี่สิบเท่าหรือมากกว่า ส่งผลให้มูลค่าของทรัพย์สินที่ขึ้นอยู่กับตลาดของมหาเศรษฐีทั้งหลายมีความไม่มั่นคงมากขึ้น

นอกจากนี้ การที่ทุนเคลื่อนย้ายพรมแดนได้อย่างรวดเร็วยังสร้างฟองสบู่สินทรัพย์ที่เร็วและใหญ่กว่าในอดีต

เช่นเดียวกับปริมาณหนี้สินที่เพิ่มสูงขึ้น หนี้สินครัวเรือนของกลุ่มคนที่รวยที่สุดร้อยละ 1 ในสหรัฐอเมริกาเพิ่มกว่าสามเท่าระหว่างปี 1989-2007 คิดเป็นเงินถึง 600,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

ในระหว่างที่นโยบายรัฐไทยเกี่ยวกับตลาดทุนมีส่วนตอกตรึงความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจให้ต่างกว้างขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตลาดทุนไทยเองก็เผชิญกับความท้าทายใหม่ๆ จากกระแสโลกาภิวัตน์ในภาคการเงินซึ่งได้เชื่อมตลาดเงินและตลาดทุนทั่วโลกเข้าด้วยกันเป็นหนึ่งเดียวโดยปริยาย ส่งผลให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดทุนหลายฝ่ายเรียกร้องให้ภาครัฐเป็นตัวตั้งในการปฏิรูปตลาดทุนไทย โดยมีการแต่งตั้งคณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทยขึ้นในปี 2551

แผนพัฒนาตลาดทุนไทย ปี 2552-2556 ([http://www.sec.or.th/sec/ppt\\_CMP\\_Master.pdf](http://www.sec.or.th/sec/ppt_CMP_Master.pdf)) โดยคณะกรรมการดังกล่าวระบุวิสัยทัศน์ว่า ประสงค์จะให้ “ตลาดทุนไทยเป็นกลไกหลักในการรวบรวม จัดสรร และติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรทางเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพ เพื่อเกิดประโยชน์สูงสุดต่อการพัฒนาศักยภาพและความสามารถในการแข่งขันของประเทศ”

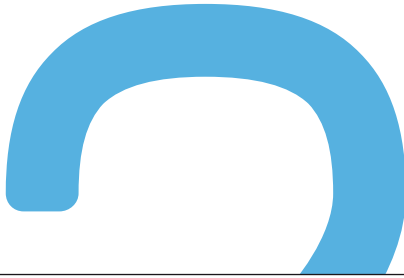
วิสัยทัศน์ดังกล่าวชี้ชัดว่า การลดความเหลื่อมล้ำมิได้เป็นหนึ่งในเป้าหมายของแผนพัฒนาตลาดทุนไทยแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้มุ่งแจกแจงหลักการ เหตุผล และ

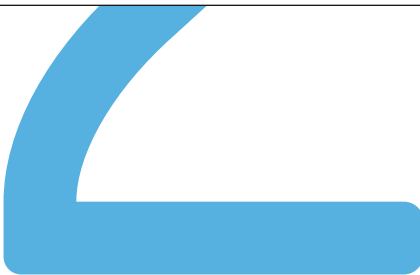
แนวทางปฏิรูปตลาดทุนในบริบทของการลดความเหลื่อมล้ำ ทั้งที่เป็นความเหลื่อมล้ำ ‘ภายใน’ อันเกิดจากข้อบกพร่อง ของตลาดเอง และความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ระหว่างผู้ที่มี ทรัพย์สินในตลาดทุนกับผู้ที่ไม่ได้มี







วรรณกรรมปริทัศน์ว่าด้วยความ  
เหลื่อมล้ำกับตลาดทุน



กิจกรรมในตลาดทุนส่งผลต่อความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจผ่านสองช่องทางหลักด้วยกัน ได้แก่ ความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ตลาดทุน ระหว่างบุคคลในตลาดกับบุคคลนอกตลาด และความเหลื่อมล้ำ ‘ภายใน’ ตลาดทุน ระหว่างผู้เล่นที่มีข้อมูลภายในกับผู้เล่นที่ปราศจากข้อมูลภายใน

ผลการสำรวจวรรณกรรมเศรษฐศาสตร์และเศรษฐศาสตร์การเงินเกี่ยวกับความเหลื่อมล้ำในแต่ละช่องทางสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

## 2.1. ความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ตลาดทุน

ตลาดทุนจะมีส่วนทำให้ความเหลื่อมล้ำด้านความมั่งคั่งต่างกว้างกว่าเดิม ถ้าหากผลตอบแทนในตลาดทุนสูงกว่าผลตอบแทนนอกตลาดทุนอย่างเป็นระบบ และประชาชนบางกลุ่ม อาทิ ผู้มีรายได้น้อย เข้าถึงตลาดทุนได้ยากกว่ากลุ่มอื่น อาทิ ผู้มีรายได้สูง และ/หรือได้ผลตอบแทนจากตลาดทุนน้อยกว่าอย่างต่อเนื่อง

ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การเงินกระแสหลักในอดีตเสนอว่า ยิ่งตลาดทุนเติบโตและพัฒนา ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจน่าจะลดลง ยกตัวอย่างเช่น ในกรณีของตลาดหุ้น การแข่งขันอย่างเสรีจะส่งผลให้ต้นทุนการมีส่วนร่วมในตลาดหลักทรัพย์ (เช่น ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์) ลดลง ดึงดูดให้คนทั่วไปเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ทำให้ผลตอบแทนส่วนเกิน (Equity Premium)

ลดลงเนื่องจากอุปสงค์ของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นและราคาตราสารหนี้ลดลง ผลตอบแทนส่วนเกินระหว่างหุ้นกับตราสารจึงลดลง ต้นทุนการมีส่วนร่วมที่ลดลงช่วยให้ครอบครัวที่มีรายได้น้อยกว่าสามารถเข้ามาลงทุนในตลาด ได้รับผลตอบแทนมากกว่าในอดีตเนื่องจากผลตอบแทนในตลาดหุ้นสูงกว่าเงินฝากธนาคาร ในขณะที่เดียวกัน ครอบครัวที่มีรายได้สูงกว่าจะมีความมั่งคั่งลดลงจากผลตอบแทนส่วนเกินที่ลดลง (เนื่องจากลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่เมื่อครั้งที่ยังมีนักลงทุนและบริษัทจดทะเบียนไม่มาก) ด้วยเหตุนี้ ความเหลื่อมล้ำด้านความมั่งคั่งโดยรวมในสังคมจึงน่าจะลดลงเมื่อตลาดทุนเติบโต และประชาชนทั่วไปเข้าถึงได้มากขึ้น

อย่างไรก็ดี ข้อเท็จจริงปรากฏว่าความเหลื่อมล้ำทางรายได้และความมั่งคั่งในหลายประเทศกลับเพิ่มสูงขึ้นถึงแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง ประชาชนมีส่วนร่วมในตลาดมากขึ้น และต้นทุนการมีส่วนร่วมในตลาดก็ลดลงในช่วงเวลาเดียวกัน งานวิจัยหลายชิ้นโดยเฉพาะตั้งแต่ทศวรรษ 2000 เป็นต้นมา จึงพยายามศึกษาและอธิบายปรากฏการณ์ซึ่งดูสวนทางกับทฤษฎีในอดีต

ยกตัวอย่างเช่น Favilukis (2012) เสนอคำอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าวโดยใช้แบบจำลองผลกระทบของปัจจัยภายนอกต่อปัจจัยสี่ประการในสหรัฐอเมริกา ได้แก่ 1. ความผันผวนของรายได้แรงงาน 2. การลดลงของค่าใช้จ่ายในการ

มีส่วนร่วมในตลาดทุน 3. การผ่อนคลายข้อจำกัดในการกู้ยืม และ 4. แรงกดดันกะทันหันด้านผลิตภาพ (productivity shocks) ซึ่งกระทบต่อผลตอบแทนทางการเงิน โดยได้ข้อสรุปว่า การลดลงของต้นทุนการมีส่วนร่วมในตลาดทุน ประกอบกับการที่ค่าจ้างมีความเหลื่อมล้ำมากขึ้นกระตุ้นให้คนเก็บออมมากขึ้น ช่วยลดความเหลื่อมล้ำด้านความมั่งคั่งลง แต่การผ่อนคลายกฎเกณฑ์การกู้ยืมส่งผลกระทบข้ามโดยลดขนาดการออมของครัวเรือนที่มีรายได้น้อยกว่าครัวเรือนที่มีรายได้สูง ผลลัพธ์สุทธิคือความเหลื่อมล้ำด้านความมั่งคั่งปรับตัวสูงขึ้น

ดังนั้นจะเห็นว่า ‘ต้นทุนการมีส่วนร่วมในตลาดทุน’ และ ‘ศักยภาพในการออม’ เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการเข้าถึงผลตอบแทนจากตลาดทุน ถึงแม้ต้นทุนในการมีส่วนร่วมจะลดต่ำลงอย่างต่อเนื่อง แต่ถ้าหากลดลง ‘ไม่เพียงพอ’ สำหรับครัวเรือนเฉลี่ย และตราบไคที่พวกเขายังขาดศักยภาพในการออม (เช่น เนื่องจากยังมีรายได้ไม่เพียงพอกับรายจ่ายที่จำเป็นในแต่ละเดือน โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายด้านอาหาร การดูแลสุขภาพ และการศึกษาของบุตรหลาน) ประชาชนส่วนใหญ่ในประเทศก็จะยังคงไม่ได้รับประโยชน์จากตลาดทุนอยู่นั่นเอง

ยกตัวอย่างเช่น ในสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกา สองประเทศที่ความเหลื่อมล้ำด้านรายได้และทรัพย์สินปรับตัวสูงขึ้นสูงที่สุดในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วตั้งแต่

ทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ย 3 ปีในตลาดหุ้น มีค่าสหสัมพันธ์ (correlation) ประมาณร้อยละ 71 กับความเปลี่ยนแปลงของความเหลื่อมล้ำด้านความมั่งคั่ง ความสัมพันธ์นี้อธิบายได้ว่าเป็นเพราะประชากรส่วนใหญ่ (ร้อยละ 79 ในสหรัฐอเมริกา และร้อยละ 85 ในสหราชอาณาจักร<sup>1</sup>) ยังไม่มีส่วนร่วมในตลาดหุ้น และผู้มีส่วนร่วมโดยเฉลี่ยมีฐานะดีกว่าผู้ที่ไม่เข้าร่วม ผลตอบแทนจากตลาดหุ้นจึงเพิ่มระดับความเหลื่อมล้ำเนื่องจากมอบประโยชน์ให้แก่ครอบครัวที่มีฐานะดีอยู่แล้ว นอกจากนี้ งานวิจัยบางชิ้นยังเสนอว่าผู้มีรายได้น้อยซื้อขายหลักทรัพย์ถี่กว่าและคราวละมากกว่าผู้มีรายได้น้อย ดังนั้นจึงได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่า

ในเมื่อความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ตลาดทุนส่วนหนึ่งเกิดจากการที่ผู้มีรายได้น้อยได้รับผลตอบแทนในตลาดทุนสูงกว่าผู้มีรายได้น้อยที่ไม่มีส่วนร่วมในตลาดทุน วิธีลดความเหลื่อมล้ำประเภทนี้ที่นิยมใช้กันมากจึงเป็นนโยบายภาษี โดยเฉพาะภาษีผลได้จากทุน (capital gains tax) ซึ่งผู้สนับสนุนส่วนใหญ่สนับสนุนด้วยเหตุผลด้านความเป็นธรรม นั่นคือ เป็นวิธีกระจายรายได้ที่จัดการกับต้นเหตุแห่งความเหลื่อมล้ำอย่างตรงจุด สำหรับรูปแบบความมั่งคั่งซึ่ง

---

1 Paul A. Groot, William L. Megginson, Anna Zalewska. "One Half-Billion Shareholders and Counting: Determinants of Individual Share Ownership around the World". 2009.

ไม่ได้เกิดจากการลงแรงทำงาน หากแต่เกิดจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินทรัพย์เท่านั้น (ในแง่นี้จึงใกล้เคียงกับเงินที่ได้จากการชิงโชค)

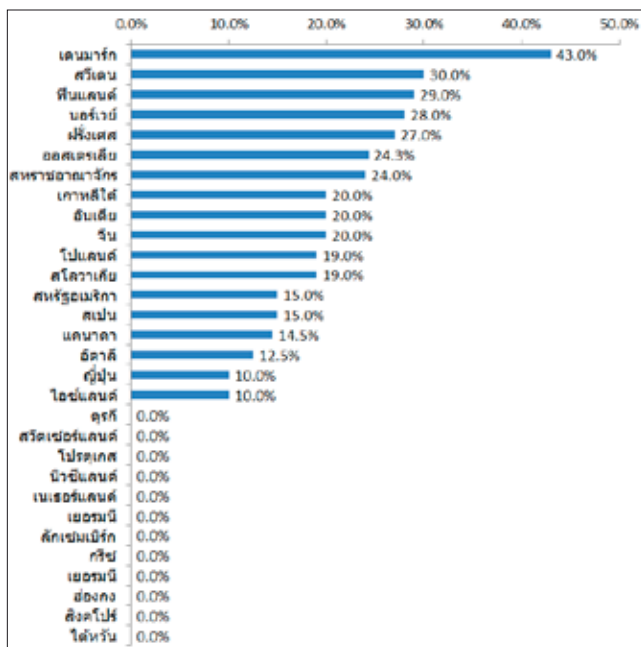
ภาษีผลได้จากทุนมีลักษณะและรูปแบบการจัดการแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ยกตัวอย่างเช่น สหรัฐอเมริกาเก็บภาษีผลได้จากทุนเป็นขั้นบันได ยิ่งถือหลักทรัพย์ไว้นานก่อนขาย อัตราภาษียิ่งน้อยลง อัตราภาษีผลได้จากทุนระยะสั้น (ปกตินิยามว่าถือครองหลักทรัพย์ไม่ถึงหนึ่งปีก่อนขายหรือเปลี่ยนมือ) ต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 10 สูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 35 ส่วนอัตราภาษีผลได้จากทุนระยะยาว (ปกตินิยามว่าถือครองหลักทรัพย์เกินหนึ่งปีก่อนขายหรือเปลี่ยนมือ) ต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0 สูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 15 โดยรัฐจะยกเว้นภาษีทั้งจำนวนให้ในกรณีที่บริจาคผลได้จากทุนให้แก่การกุศล ส่วนเดนมาร์กเก็บภาษีผลได้จากทุนสูงที่สุดในโลก คือร้อยละ 43 แต่ยกเว้นภาษีให้สำหรับผู้ที่ย้ายหลักทรัพย์มูลค่าไม่ถึง 16,000 เหรียญสหรัฐ (ประมาณ 480,000 บาท) และถือครองหลักทรัพย์นั้นมากกว่า 3 ปีก่อนขายหรือเปลี่ยนมือ

อัตราภาษีผลได้จากทุนระยะยาวสำหรับบุคคลธรรมดาของประเทศต่าง ๆ แสดงในภาพที่ 1 ได้ดังต่อไปนี้

## ภาพ 1 อัตราภาษีผลได้จากทุนระยะยาว (ถือครองเกิน 1 ปี) ในประเทศต่างๆ

ที่มา: Chris Edwards and Daniel Mitchell, "Global Tax Revolution"

และเว็บไซต์ [www.worldwide-tax.com](http://www.worldwide-tax.com)



ผู้ที่สนับสนุนการลดภาษีผลได้จากทุนลงอย่างต่อเนื่องมักเสนอว่า รัฐจะมีรายได้มากขึ้นเมื่อลดภาษีผลได้จากทุน เนื่องจากผู้เสียภาษีจะมีแรงจูงใจที่จะขายหลักทรัพย์ออกมามากขึ้น จนรายรับจากรัฐมีปริมาณสูงกว่าผลจาก

อัตราภาษีที่ลดลง ผู้คัดค้านแย้งว่าคำอธิบายนี้ถึงแม้จะเป็นความจริง ประเด็นที่ใหญ่กว่าคือแนวโน้มที่คนจะ 'โยกย้าย' จากกิจกรรมที่เสียภาษีมาก ไปยังกิจกรรมที่เสียภาษีน้อยกว่า ยกตัวอย่างเช่น ภาษีผลได้จากทุนที่ลดลงอาจสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหาร 'กัน' รายได้ของตัวเองจากการเสียภาษี ด้วยการเปลี่ยนรูปแบบคำตอบแทนจากค่าจ้าง (พิกัดภาษีสูงกว่า) ไปเป็นอ็อปชั่นหุ้น (พิกัดภาษีต่ำกว่า) ส่งผลให้รัฐมีรายได้จากภาษีผลได้จากทุนเพิ่มขึ้นจริง แต่จะมีรายได้จากภาษีเงินได้ปกติน้อยกว่านั้นมาก จนผลลัพธ์สุทธิอาจกลายเป็นว่ารัฐมีรายได้รวมลดลง

ภาษีผลได้จากทุนในหลายประเทศมิได้มีสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับรายได้ช่องทางอื่นของรัฐ และกลุ่มผู้เสียภาษีส่วนใหญ่ก็กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มคนที่ร่ำรวยที่สุดในประเทศ ในสหรัฐอเมริกา ภาษีผลได้จากทุนราวร้อยละ 75 ในแต่ละปีมาจากครัวเรือนร้อยละ 3 ของครัวเรือนทั้งประเทศที่มีรายได้มากกว่า 100,000 เหรียญสหรัฐต่อปี

ในสหรัฐอเมริกา ผู้สนับสนุนการลดหรือยกเลิกภาษีผลได้จากทุนหลายรายเสนอว่า การกระทำดังกล่าวจะช่วยเพิ่มการออมและการลงทุนในประเทศ ฝ่ายผู้คัดค้านแย้งว่าเนื่องจากภาษีดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วนที่น้อยมากของรายรับของรัฐทั้งหมดอยู่แล้ว การลดหรือยกเลิกภาษีผลได้จากทุนจึงจะเพิ่มการออมหรือการลงทุนแต่เพียงส่วนน้อยเท่านั้น นอกจากนี้ งานวิจัยที่ผ่านมามีข้อชี้ว่าการลดอัตรา



ภาษีผลได้จากทุนมีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติอ่อนมาก หรือแม้แต่สัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการออมและอัตราการลงทุน นักเศรษฐศาสตร์ โธมัส ฮังเกอร์ฟอร์ด (Thomas Hungerford) จากสถาบันวิจัยคองเกรสชี้ว่า “อัตราการออมลดลงอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลา 30 ปีที่ผ่านมา ขณะที่อัตราภาษีผลได้จากทุนลดลงจากร้อยละ 28 เหลือร้อยละ 15 ในวันนี้... ข้อเท็จจริงดังกล่าวเสนอว่าการปรับอัตราภาษีผลได้จากทุนส่งผลกระทบต่อระดับการออมของเอกชน” ส่วนสถาบัน Brookings ประเมินว่าการลดอัตราภาษีผลได้จากทุนขึ้นสูงสุดเป็นร้อยละ 20 จะเพิ่มขนาดการลงทุนของภาคเอกชนไม่ถึงร้อยละ 0.1 ของผลผลิตมวลรวมในประเทศ (จีดีพี) และกระทบผลบวกนี้ก็อาจถูกบดล้างถ้าหากการลดภาษีส่งผลให้รัฐบาลขาดดุลมากขึ้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นตามความเสี่ยง

ผู้เขียนรายงานฉบับนี้เห็นว่า ข้อโต้แย้งการเก็บภาษีผลได้จากทุนที่มีเหตุมีผลหนักแน่นที่สุดมีอยู่สองประการด้วยกัน ประการแรก ภาษีผลได้จากทุนที่คำนวณบนผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทจดทะเบียน เป็น ‘การเก็บภาษีซ้ำซ้อน’ (Double Taxation) เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนจ่ายภาษีเงินได้ให้แก่รัฐไปแล้ว รัฐจึงไม่ควรเก็บภาษีจากผู้ถือหุ้นซึ่งได้รับส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทอีกทีหนึ่ง ‘ไม่ว่าจะในรูปแบบเงินปันผลหรือส่วนต่างราคาหุ้น (ผลได้จากทุน) ก็ตาม ผู้โต้แย้งเสนอว่า ‘การเก็บภาษีซ้ำซ้อน’ ลักษณะนี้ทำให้ทุนมีราคา ‘แพง’

สำหรับบริษัทจดทะเบียนมากกว่าบริษัทอื่น ลดแรงจูงใจในการลงทุนและส่งผลให้สร้างผลผลิตทางเศรษฐกิจน้อยลง การยกเลิกภาษีผลได้จากทุนในกรณีหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จึงจะเป็นการกำจัดภาษีซ้ำซ้อนและปลดปล่อยทุนให้สร้างผลผลิตได้มากขึ้น

ข้อโต้แย้งประการที่สองคือ เงินเพื่อส่งผลให้ผลตอบแทนสินทรัพย์สูงขึ้นตามเวลา ดังนั้นระบบภาษีที่ไม่มีกลไกพิเศษ (เช่น ผูกโยงภาษีเข้ากับดัชนีที่ปรับตามเงินเฟ้อ) จึงเท่ากับเก็บ ‘ภาษีเงินเฟ้อ’ อันเป็นภาษีเกินควรจากผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนที่ถือครองหลักทรัพย์ติดต่อกันเป็นเวลานาน

ต่อข้อโต้แย้งประการแรกคือ ภาษีผลได้จากทุนเป็นการ ‘เก็บภาษีซ้ำซ้อน’ นั้น ข้อเท็จจริงคือเงินปันผลกับผลได้จากทุน (จากส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ ณ ตอนขายเทียบกับตอนซื้อ) นั้นไม่เหมือนกันทีเดียว เงินปันผลคือส่วนแบ่งกำไรประจำปีที่บริษัทแจกจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นในฐานะเจ้าของ ดังนั้นการเก็บภาษีเงินปันผลจึงเป็นการเก็บภาษีซ้ำซ้อนเนื่องจากบริษัทได้จ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลบนรายได้ไปแล้ว ในความเป็นจริงหลายประเทศก็ยกเว้นภาษีเงินปันผลด้วยเหตุผลดังกล่าว<sup>2</sup>

---

2 “ก.ล.ต.เสนอคลังยกเว้นภาษีเงินปันผลทั้งระบบ”, กรุงเทพธุรกิจ, 4 มกราคม 2555. สืบค้นจาก <http://www.bangkokbiznews.com/home/detail/finance/finance/20120104/427712/> ก.ล.ต.เสนอคลังยกเว้นภาษีเงินปันผลทั้งระบบ.html

อย่างไรก็ตาม ผลได้จากทุนไม่ใช่ส่วนแบ่งโดยตรงจากกำไรประจำปีของบริษัทเหมือนกับเงินปันผล หากแต่สะท้อน 'มูลค่าสะสม' ของทุนที่ออกเงยขึ้นตามกาลเวลา เนื่องจากราคาหลักทรัพย์สะท้อนมุมมองของนักลงทุนต่อแนวโน้มการทำกำไรของบริษัทในอนาคต ในแง่นี้ผลได้จากทุนจึงมีลักษณะเป็น 'สินทรัพย์' มากกว่า 'รายได้' และการเก็บภาษีผลได้จากทุนก็มีได้เป็นการเก็บภาษีซ้ำซ้อนกับภาษีเงินได้นิติบุคคลแต่อย่างใด

ส่วนข้อโต้แย้งเรื่อง 'ภาษีเงินเฟ้อ' ที่เกิดในระยะยาวนั้น มีวิธีจัดการภายในระบบการเก็บภาษีผลได้จากทุนเอง โดยไม่ต้องยกเลิกภาษีดังกล่าว หลายประเทศใช้วิธีเก็บภาษีผลได้จากทุนระยะสั้น แต่ยกเว้นภาษีผลได้จากทุนระยะยาวหรือเก็บภาษีในอัตราที่น้อยกว่าระยะสั้น บางประเทศ อาทิ ออสเตรเลีย ใช้วิธีผูกสูตรการคำนวณต้นทุนสินทรัพย์สำหรับการคิดภาษีผลได้จากทุนเข้ากับดัชนีเงินเฟ้อ เพื่อขจัดผลของเงินเฟ้อต่อราคาหลักทรัพย์ ผู้เสียภาษีจะได้ไม่ต้องเสีย 'ภาษีเงินเฟ้อ' ให้กับรัฐ เสียภาษีบนผลตอบแทนที่แท้จริงเท่านั้น

## 2.2 ความเหลื่อมล้ำ 'ภายใน' ตลาดทุน

นอกจากตลาดทุนจะมีส่วนตอกตรึงความเหลื่อมล้ำระหว่างผู้เข้าถึงตลาดทุน กับผู้ที่ยังอยู่นอกตลาดทุนแล้ว ตลาดทุนยังมีส่วนสร้าง ความเหลื่อมล้ำจาก 'ภายใน' ตลาดเอง นั่นคือ ระหว่างผู้เล่นในตลาดที่มีข้อมูลภายใน กับผู้เล่นในตลาด

ที่ปราศจากข้อมูลภายใน

‘ข้อมูลภายใน’ ตามกฎหมายหลักทรัพย์ หมายถึง ‘ข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ที่ยังมิได้เปิดเผยต่อประชาชน’ ผู้ที่ล่วงรู้ข้อมูลภายในมักจะเป็นบุคคลวงใน อาทิ ผู้บริหารระดับสูง กรรมการ พนักงาน ตลอดจนเจ้าหน้าที่ทำงานเกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ อาทิ ผู้ตรวจสอบบัญชี วาณิชธนกร เจ้าหน้าที่ตลาดหลักทรัพย์ เจ้าหน้าที่ในหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ รวมถึงสื่อมวลชนด้วย

การออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้ข้อมูลภายในเป็นส่วนสำคัญของการคุ้มครอง ‘เสรีภาพจากการได้รับข้อมูลเท็จหรือลวง’ (freedom from misrepresentation) ของนักลงทุนทุกคนที่จะอาศัยข้อมูลที่ถูกเปิดเผยโดยสมัครใจและมีความถูกต้อง และคุ้มครอง ‘สิทธิในข้อมูลที่เท่าเทียม’ (right of equal information) ระหว่างนักลงทุนทุกคน ผู้สนับสนุนกฎหมายห้ามซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในเสนอว่า การมีข้อมูลที่เท่าเทียมกันระหว่างนักลงทุนนั้นจำเป็นต่อการสร้างราคาหลักทรัพย์ที่ ‘มีประสิทธิภาพ’ นั่นคือ ราคาที่สะท้อนฐานะทางการเงิน แนวโน้มผลประกอบการ และข้อมูลข่าวสารสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัทอย่างครบถ้วน ถ้าหากนักลงทุนเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์ไม่มีประสิทธิภาพ พวกเขาจะไม่อยากเข้ามาลงทุนเพราะเกรงว่าเสียเปรียบของผู้เล่นที่มีข้อมูลภายใน และใช้ข้อมูลดังกล่าวฉวยโอกาสทำกำไร

ในตลาดบนผลขาดทุนของคนที่ไม่ใช่ข้อมูลภายใน

ในกลไกกำกับดูแลตลาดทุนปัจจุบัน การใช้ข้อมูลภายในที่เข้าข่ายผิดกฎหมาย หมายถึง การซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้บริหารระดับสูงและกรรมการของบริษัทจดทะเบียน รวมถึงคู่สมรส ซึ่งเป็น ‘บุคคลวงใน’ ที่ย่อมล่วงรู้ข้อมูลลับของบริษัทโดยตำแหน่งหน้าที่ ในเมื่อบางกรณีอาจยากแก่การระบุว่า ข้อมูลใดนับเป็น ‘ข้อมูลภายใน’ (คือจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น) บ้าง กฎหมายหลักทรัพย์ไทยและต่างประเทศจึงระบุให้บุคคลวงในต้องรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ตนสังกัดทุกครั้งให้ ก.ล.ต. ทราบ รายงานดังกล่าวจะปรากฏเป็นข้อมูลสาธารณะ นักลงทุนรายอื่นจะได้ใช้รายงานดังกล่าวเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายของตนเองได้

(ทั้งนี้ มิได้หมายความว่า การใช้ข้อมูลภายในของบุคคลวงในจะไม่ผิดกฎหมาย ข้อเท็จจริงคือตราบดที่เข้าข่ายการใช้ข้อมูลภายใน ตราบนั้นถือว่าผิดกฎหมายทุกกรณี แต่กฎการรายงานการซื้อขายของบุคคลวงในมีไว้เพื่อคุ้มครองนักลงทุนอีกชั้นหนึ่ง เนื่องจากพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของบริษัทตัวเองของบุคคลวงในเป็นข้อมูลที่สำคัญและเป็นประโยชน์ ยกตัวอย่างเช่น ผู้บริหารบริษัทแห่งหนึ่งอาจคิดว่าบริษัทตนเองจะเผชิญกับสภาพตลาดซบเซาในปีหน้า และดังนั้นจึงตัดสินใจขายหุ้นบริษัทออกมาส่วนหนึ่งในปีนี้เพื่อรอจังหวะซื้อเมื่อกำไรลดในปีหน้า การตัดสินใจ

ดังกล่าวแม้มิได้ใช้ ‘ข้อมูลภายใน’ (เป็นเพียงการคาดเดาของตัวเอง) แต่ก็ส่งสัญญาณให้นักลงทุนภายนอกบริษัทได้ตัดสินใจว่าอยากทำตามหรือไม่)

ผู้ต่อต้านกฎการห้ามใช้ข้อมูลภายในเชื่อว่า การใช้ข้อมูลภายในนั้นส่งเสริมประสิทธิภาพของตลาดเนื่องจากกระตุ้นให้เกิดการซื้อขาย เสริมสร้างสภาพคล่องในตลาด ตลอดจนสร้างแรงจูงใจที่มีประสิทธิภาพให้ผู้บริหารและกรรมการบริษัทมุ่งคิดค้นนวัตกรรมใหม่ ๆ และตั้งใจปฏิบัติหน้าที่อย่างดีที่สุด การใช้ข้อมูลภายในจึงสมควรที่จะถูกมองว่าเป็น ‘รางวัล’ และ ‘สิ่งจูงใจ’ ที่มีประโยชน์

ฝ่ายผู้สนับสนุนกฎการห้ามใช้ข้อมูลภายในมักจะยกเหตุผลด้านความเป็นธรรม คือเน้นว่าการใช้ข้อมูลภายในมีส่วนซ้ำเติมความเหลื่อมล้ำระหว่างบุคคลวงในกับบุคคลวงนอก หรือไม่ก็เสนอว่าการใช้ข้อมูลภายในก่อให้เกิด ‘ค่าเช่าทางเศรษฐกิจ’ ในสาระสำคัญ (ดูรายละเอียดในหัวข้อ 3.2 ความเหลื่อมล้ำ ‘ภายใน’ ตลาดทุนในไทย)



ความเหลื่อมล้ำกับตลาดทุน:  
กรณีประเทศไทย



### 3.1 ความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ตลาดทุนในไทย

ความเหลื่อมล้ำ ‘ภายนอก’ ตลาดทุน ระหว่างผู้มี ส่วนได้เสียในตลาดทุน กับผู้ที่อยู่นอกตลาดทุนในไทยนั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลพวงโดยธรรมชาติของการที่ผู้มีฐานะดีมี โอกาสเข้าถึงตลาดทุนมากกว่า และได้รับผลตอบแทนจาก การลงทุนมากกว่าผู้ด้อยฐานะ ในสถานการณ์ที่อัตราการมี ส่วนร่วมของคนไทยในตลาดทุนยังต่ำมาก แต่ก็ไม่ใช่น้อยกว่า สองส่วนดำรงอยู่ได้โดยนโยบายของรัฐไทยเป็นสำคัญ โดยเฉพาะการที่ไทยยังไม่เก็บภาษีผลได้จากทุน รวมถึงมาตรการ ด้านภาษีบางประการที่ออกมาจูงใจผู้ลงทุน แต่มีลักษณะ ถดถอย (regressive) ผิดหลักการของระบบภาษีที่ดี

ความเหลื่อมล้ำภายนอกซึ่งเป็นผลพวงโดยธรรมชาติ และโดยนโยบาย มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

#### 3.1.1 อัตราการมีส่วนร่วมยังต่ำ ต้นทุนการมีส่วนร่วม สูงแต่มีแนวโน้มดีขึ้น

ดังที่กล่าวในบทนำของรายงานฉบับนี้ว่า ปัจจุบัน ผู้เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) มีทั้งหมด 1.2 ล้านบัญชี แต่มีผู้ทำการ ซื้อขายเพียง 3.3 แสนราย หรือร้อยละ 0.5 ของประชากรไทย ทั้งประเทศเท่านั้น

เป็นที่น่าสังเกตว่า ปัจจุบันมีประชากรไทยหลาย ล้านคนที่มีส่วนร่วมในตลาดทุนทางอ้อม ผ่านการลงทุนใน



กรมธรรม์ประกันชีวิต (3 ล้านบัญชี) และกองทุนรวม (2.9 ล้านบัญชี) ทั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนส่วนบุคคล และกองทุนรวมรูปแบบอื่น นอกจากนี้ประชากรกว่า 11.6 ล้านคน ก็มีส่วนร่วมในตลาดทุนทางอ้อมในฐานะสมาชิกของกองทุนประกันสังคม ซึ่งมีเม็ดเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กว่า 58,000 ล้านบาท

อย่างไรก็ดี การมีส่วนร่วมในตลาดทุนทางอ้อมเหล่านี้โดยมากเป็นการลงทุนระยะยาวซึ่งจะได้ผลตอบแทนส่วนใหญ่หลังจากเกษียณอายุหรือครบกำหนด ยกเว้นการลงทุนในกองทุนรวมที่ผู้ถือหน่วยลงทุนมีสิทธิซื้อขายเมื่อไรก็ได้ ซึ่งมีจำนวนสมาชิกน้อยกว่าผู้ถือหน่วยลงทุนทางอ้อมในกองทุนระยะยาวหลายเท่า อาทิ ปัจจุบันกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long-term Equity Fund หรือ LTF) มีผู้ถือหน่วยลงทุน 530,000 บัญชี

ด้านต้นทุนการมีส่วนร่วมในตลาดทุนไทยปัจจุบันมีแนวโน้มดีกว่าในอดีตมาก นับตั้งแต่เปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ (คอมมิชชั่น) ในปี 2555 หลังจากที่ยกก่อนหน้านี้สองปีได้ปรับลดเป็นขั้นบันได จากอัตราค่าธรรมเนียมขั้นต่ำซึ่งอยู่ที่ร้อยละ 0.25 ของมูลค่าการซื้อขาย มาตรการเปิดเสรีดังกล่าวส่งผลให้ค่าธรรมเนียมเฉลี่ยของวงการปัจจุบันอยู่ที่ประมาณร้อยละ 0.17 จากการประเมินของบริษัทหลักทรัพย์ ถือว่าใกล้เคียงกับตลาดหลักทรัพย์อื่นในภูมิภาค นอกจากนี้ กระแสการซื้อขาย

หลักทรัพย์ผ่านระบบอินเทอร์เน็ตที่กำลังได้รับความนิยมมากขึ้นและมีต้นทุนถูกกว่าการซื้อขายผ่านการพูดคุยกับโบรกเกอร์ ก็น่าจะช่วยขยายฐานนักลงทุนและดึงให้ต้นทุนการมีส่วนร่วมในตลาดลดลงอย่างต่อเนื่องในอนาคต โดย ณ สิ้นเดือนพฤศจิกายน 2555 มีจำนวนผู้ลงทุนที่ซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตราว 120,000 บัญชี มีมูลค่าการซื้อขายร้อยละ 27 ของมูลค่าการซื้อขายรวมในตลาด

อย่างไรก็ดี ปัจจุบันรัฐบาลยังไม่ดำเนินการแปลงสภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) เป็นบริษัทมหาชน และเปิดเสรีธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ตามแผนพัฒนาตลาดทุน (ปัจจุบันการซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านอินเทอร์เน็ตจะต้องกระทำผ่านระบบของบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาต) สองนโยบายนี้ โดยเฉพาะการกระจายหุ้นของ บริษัท ตลท. แก่นักลงทุนทั่วไปหลังการแปลงสภาพ เป็นสิ่งที่จำเป็นสู่การลดความเหลื่อมล้ำภายนอกตลาดทุนอย่างเป็นระบบ เนื่องจากจะเปิดโอกาสให้นักลงทุนและประชาชนทั่วไปได้เข้ามามีส่วนเป็นเจ้าของและกำหนดทิศทางของบริษัท ตลท. โดยตรง จากโครงสร้างปัจจุบันที่ยังอยู่ใต้อิทธิพลของบริษัทหลักทรัพย์ ส่งผลให้กระแสการเปิดเสรีดำเนินไปอย่างเชื่องช้า และมาตรการต่างๆ ยังมีได้ค้ำถึงผลประโยชน์ของนักลงทุนรายย่อยและประชาชนทั่วไปเท่ากับประโยชน์ของบริษัทหลักทรัพย์

### 3.1.2 การไม่มีภาษีผลได้จากทุน

ความเหลื่อมล้ำระหว่างผู้ลงทุนในตลาดทุนกับผู้อยู่นอกตลาดทุนเป็นส่วนสำคัญที่ตอกตรงความเหลื่อมล้ำด้านทรัพย์สินในประเทศไทย เนื่องจากที่ดินและหลักทรัพย์เป็นส่วนสำคัญของทรัพย์สินผู้มีฐานะ แต่ปัจจุบันยังไม่มีภาษีทรัพย์สิน รวมถึงภาษีผลได้จากทุน (capital gains tax) ซึ่งจัดเป็นภาษีทรัพย์สินชนิดหนึ่ง การยกเว้นภาษีผลได้จากทุนจึงเท่ากับเป็นการซ้ำเติมความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจให้กว้างขวางต่อไป

รัฐไทยได้ให้เหตุผลในการยกเว้นภาษีจากผลได้จากทุนตลอดระยะเวลา 35 ปีที่ผ่านมาว่า เพื่อพัฒนาตลาดทุนไทยด้วยการสร้างแรงจูงใจให้ประชาชนและบริษัทเข้ามาลงทุนและระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ เท่ากับเป็นการส่งเสริมการออมระยะยาวในประเทศ นอกจากนี้ ผู้สนับสนุนหลายรายยังมองว่า การไม่เก็บภาษีผลได้จากทุนต่อไปจำเป็นต่อความสามารถในการแข่งขันของ ตลาด. เทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นในภูมิภาค เนื่องจากหลายประเทศใกล้เคียง อาทิ สิงคโปร์ ฮองกง ไต้หวัน ล้วนไม่เก็บภาษีผลได้จากทุนจากผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ดี ระบบภาษีผลได้จากทุนนั้นสามารถถูกออกแบบมาให้เก็บเฉพาะกรณีที่มีการขายหรือเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ในปริมาณมาก และเฉพาะในกรณีที่ผู้ถือครองสินทรัพย์นั้นถือครองเพียงระยะสั้น เพื่อมิให้กระทบกับ

บรรยากาศการออมระยะยาวและผู้มีรายได้น้อย (ดูรายละเอียดได้ในหัวข้อที่ 4 บทสรุปและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย)

### 3.1.3 สิทธิการลดหย่อนภาษีสำหรับเงินลงทุนใน LTF และ RMF

กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long-term Equity Fund: LTF) เป็นกองทุนรวมสองประเภทซึ่งนับเป็นมาตรการสำคัญของรัฐบาลทุกชุดตั้งแต่ปี 2544 (RMF) และ 2547 (LTF) เป็นต้นมา โดยรัฐให้สิทธิลดหย่อนภาษีตามที่จ่ายจริง โดยไม่เกิน 15% ของเงินได้พึงประเมิน สูงสุด 5 แสนบาทต่อปี เพิ่มเป็น 7 แสนบาทต่อปีโดยมติดคณะรัฐมนตรีปี 2551 ด้วยเหตุผลว่า ต้องการสนับสนุนการออมของประชาชนด้วยการส่งเสริมการลงทุนในตลาดทุน

ณ สิ้นเดือนพฤศจิกายน 2555 กองทุนรวม RMF และ LTF มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิกว่า 285,000 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 14.2 ของมูลค่าสุทธิกองทุนรวมทั้งหมดทุกประเภทในไทย โดยมีการเติบโตสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดด โดยเฉพาะกองทุน LTF ดังภาพที่ 2

## ภาพ 2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของทุนรวม RMF และกองทุนรวม LTF

ที่มา: เว็บไซต์สมาคมบริษัทจัดการลงทุน [http://www.aimc.or.th/21\\_overview\\_detail.php?nid=39&subid=0&ntype=2](http://www.aimc.or.th/21_overview_detail.php?nid=39&subid=0&ntype=2) สืบค้นเมื่อ 15 ธันวาคม 2555



ถึงแม้ว่ามาตรการดังกล่าวของรัฐจะสามารถสร้างแรงจูงใจให้ประชาชนเข้ามาลงทุนมากขึ้น แต่เมื่อมองจากหลักการเก็บภาษีทั่วไป การหักลดหย่อนภาษีในลักษณะที่ใช้กับ RMF/LTF ในปัจจุบันเป็นมาตรการที่ ‘ถดถอย’ (regressive) ไม่ใช่ ‘ก้าวหน้า’ (progressive) ดังที่ระบบภาษีควรเป็น กล่าวคือ ผู้มีรายได้สูงได้รับประโยชน์จากมาตรการนี้มากกว่าผู้มีรายได้น้อย ดังตัวอย่างการคำนวณในตาราง 1

จากตารางจะเห็นว่า นาย จ ซึ่งเป็นผู้มีรายได้สูงที่สุดในกลุ่มจะประหยัดภาษีได้ในอัตราที่สูงที่สุดด้วย ระบบการลดหย่อนดังกล่าวจึงไม่เพียงแต่ซ้ำเติมความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจ แต่ยังบั่นทอนลักษณะก้าวหน้าของระบบภาษีไทย ทำให้อัตรากาษีที่จ่ายจริงของผู้มีฐานะดีอาจ

## ตาราง 1 เปรียบเทียบการประหยัดภาษีจากค่าลดหย่อน LTF ตามช่วง ขั้นรายได้

ที่มา: การคำนวณของผู้เขียนรายงาน, ปรับปรุงจากภาคผนวก 7 ในรายงาน “การประเมินความ  
เปราะบางทางการคลังของไทย: ความเสี่ยง และนัยต่อการดำเนินนโยบายในอนาคต” โดย  
ทรงธรรม ปิ่นโต บุณยวรรณ หมั่นวิชาชัย และ จูติมา ชูเชิด, ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2550.

(1)	(2) รายได้ประเมิน (บาท)	(3) อัตรากำไร	(4) = (2) x (3) ภาษีเงินได้ที่ต่อวงจ่าย (บาท)	(5) ค่าลดหย่อน LTF (บาท)	(6) = (5) x (3) ภาษีที่ประหยัดได้ (บาท)	(7) อัตรากำไร ที่ประหยัดได้
นาย ก	80,000	0%	-	-	-	0%
นาย ข	250,000	10%	25,000	37,500	3,750	10%
นาย ค	750,000	20%	150,000	112,500	22,500	20%
นาย ง	2,000,000	30%	600,000	300,000	90,000	30%
นาย จ	8,000,000	37%	2,960,000	700,000	259,000	37%

ใกล้เคียงหรือแม้แต่ต่ำกว่าอัตราภาษีที่จ่ายจริงของผู้ที่มี  
รายได้ต่ำกว่า

เมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ ผู้เขียนไม่พบว่า  
ประเทศใดที่ให้สิทธิการลดหย่อนภาษีจากการลงทุนในตลาด  
หุ้นมากเท่ากับประเทศไทย

อนึ่ง การให้สิทธิประโยชน์หักลดหย่อนภาษีจาก  
การลงทุนใน RMF ไม่มีกำหนดวันหมดอายุ แต่มาตรการ  
LTF จะสิ้นสุดลงในปี พ.ศ. 2559 ล่าสุด ณ เดือนธันวาคม  
2555 มีข้อเสนอจาก ก.ล.ต. ขอให้กระทรวงการคลังทำ  
เป็นมาตรการถาวร ปัจจุบันยังอยู่ระหว่างการพิจารณาของ  
กระทรวงการคลัง

## 3.2 ความเหลื่อมล้ำ ‘ภายใน’ ตลาดทุนในไทย

ความเหลื่อมล้ำภายในตลาดทุนเกิดจากข้อบกพร่องของตลาด โดยเฉพาะข้อบกพร่องประการสำคัญคือ ผู้เล่นในตลาดมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (information asymmetry) ซึ่งมอบโอกาสให้ผู้ที่มีข้อมูลวงในฉวยโอกาสทำกำไรมากกว่าผู้ที่ไม่ใช่ข้อมูลวงใน ด้วยเหตุนี้ เราจึงอาจแบ่งความเหลื่อมล้ำภายในตลาดทุนไทยได้เป็นสามประเภทหลัก คือความเหลื่อมล้ำจากกรณีที่ถูกกฎหมาย ความเหลื่อมล้ำจากกรณีที่ไม่ผิดกฎหมายแต่ผิดกฎ ก.ล.ต. และความเหลื่อมล้ำจากกรณีที่ไม่ผิดกฎหมาย

### 3.2.1 ความเหลื่อมล้ำจากกรณีที่ถูกกฎหมาย

ดังที่ได้เกริ่นในตอนต้นของรายงานฉบับนี้ว่า เนื่องจาก ‘บุคคลวงใน’ บริษัทจดทะเบียน ซึ่งในนิยามของ ก.ล.ต. หมายถึงถึงกรรมการและผู้บริหารระดับสูงตลอดจนคู่สมรส อยู่ในฐานะที่จะล่วงรู้ข้อมูลต่าง ๆ ทั้งลับและไม่ลับของบริษัทจดทะเบียนมากกว่าบุคคลภายนอก การอนุญาตให้บุคคลวงในซื้อขายหุ้นของบริษัทตนเองได้ทราบโดยที่ไม่ใช่ข้อมูลภายในและรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทตนให้ ก.ล.ต. เปิดเผยเป็นข้อมูลสาธารณะ จึงนับเป็น ‘การประนีประนอม’ ที่สมเหตุสมผลระหว่างการคุ้มครองสิทธิของบุคคลวงใน กับการบรรเทาปัญหาข้อมูลไม่เท่าเทียมกันในตลาด

ประกาศ ก.ล.ต. ระบุว่าผู้เข้าข่าย ‘บุคคลวงใน’ ของ

บริษัทจดทะเบียนจะต้องรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือครองหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ตนเป็นบุคคลภายในภายใน 3 วันนับตั้งแต่วันซื้อหรือวันขาย ซึ่งเป็นระยะเวลาที่สั้นมากเมื่อเทียบกับหลายประเทศ ยกตัวอย่างเช่น สหรัฐอเมริกากำหนดให้บุคคลลงในรายงานธุรกรรมการซื้อขายภายในวันที่ 10 ของเดือนถัดไปนับจากวันที่ทำธุรกรรม เท่ากับว่าบุคคลลงในในสหรัฐอเมริกาอาจมีเวลามากถึง 41 วันที่จะเปิดเผยธุรกรรมต่อทางการ (กรณีที่สั่งซื้อหรือขายในวันที่ 1 ของเดือนที่มี 31 วัน) ขณะที่บุคคลภายในในไทยมีเวลาเพียง 3 วันเท่านั้น ด้วยเหตุนี้จึงหวั่นเวลาของการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวจึงสามารถส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา แต่ในไทยไม่น่าจะมีผลกระทบมากนัก

งานวิจัยหลายชิ้นในไทยยืนยันว่าข้อสังเกตข้างต้นเป็นความจริง แต่นักวิจัยก็พบว่า บุคคลภายในสามารถได้รับผลตอบแทนสูงผิดปกติเมื่อเทียบกับบุคคลภายนอก แม้จะมีโอกาสให้บุคคลภายนอกทำตามทันทีตาม ยกตัวอย่างเช่น Boonyawat Jumreornvong, และ Limpaphayom (2005) ใช้โมเดลวิเคราะห์เหตุการณ์ (event study) ศึกษารายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลลงในของบริษัทจดทะเบียนในตลาด. ระหว่างปี 2536-2542 พบว่า การซื้อขายของบุคคลลงในทวีจำนวนและปริมาณหุ้นมากขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2536 และขึ้นถึงจุดสูงสุดในปี 2543 หรือหนึ่งปีหลังจากที่



เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยที่ธุรกรรมส่วนใหญ่เป็นธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ และบุคคลวงในโดยรวมมีความสามารถในการ ‘จับจังหวะ’ การซื้อที่ถูกต้อง กล่าวคือ ส่งคำสั่งซื้อก่อนที่ราคาหุ้นจะขึ้น (อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ – Average Abnormal Return หรือ AAR – มีค่าเท่ากับศูนย์หรือติดลบ) แต่ในด้านขายไม่พบว่าได้รับผลตอบแทนผิดปกติแต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม บุคคลภายนอกก็มีโอกาสได้รับผลตอบแทนผิดปกติเช่นเดียวกับบุคคลวงในด้วยการซื้อตาม เพียงแต่จะ ‘ได้รับผลตอบแทนต่ำกว่า’ เนื่องจากหุ้นแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติหลังวันที่บุคคลวงในทำธุรกรรมนานถึง 4-5 วัน ซึ่งเพียงพอที่คนอื่นจะฉวยโอกาสดังกล่าว

ถึงแม้จะเป็นข่าวดีที่กฎการรายงานการซื้อขายของบุคคลวงในน่าจะมีส่วนช่วยลดความเหลื่อมล้ำด้านข้อมูลระหว่างบุคคลภายในกับบุคคลภายนอก ข่าวร้ายคือ กฎที่เคร่งครัดดังกล่าวอาจสร้างแรงจูงใจให้บุคคลภายใน ‘อำพราง’ การซื้อขายของตน เช่น โดยใช้บัญชีตัวแทน หรือ ‘นอมินี’ เพื่อหลบเลี่ยงการรายงานแก่ทางการ ในรายงานก่อนหน้านี้ (สถณี อาชวานันทกุล, 2549) ผู้เขียนรายงานพบว่าปัจจุบันสถาบันที่เป็นนอมินีถือครองหุ้นสูงถึงร้อยละ 21.4 ของมูลค่าหลักทรัพย์ทั้งตลาด และสถาบันนอมินีต่างชาติถือหุ้นร้อยละ 10.4 ของหุ้นทั้งหมด ในหุ้น 64 ตัวที่มีการซื้อขายน้อยมากและไม่จ่ายเงินปันผล ซึ่งปกติไม่อยู่ในความสนใจของนักลงทุนต่างชาติ จึงน่าสงสัยว่านอมินีต่างด้าว

เหล่านี้ น่าจะถือหุ่นแทนนักลงทุนไทยที่ไม่อยากเปิดเผยตัวตนที่แท้จริง

ด้วยเหตุนี้ ทางกรรมาธิการจึงสมควรเร่งปรับปรุงนิยามและกฎเกณฑ์การเปิดเผยตัวตนที่แท้จริงของผู้ถือหุ้น เนื่องจากกลไกในไทยยังมีข้อบกพร่องอยู่มาก (ดูรายละเอียดในหัวข้อที่ 4 บทสรุปและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย)

### 3.2.2 ความเหลื่อมล้ำจากกรณีที่อาจไม่ผิดกฎหมาย แต่ผิดกฎ ก.ล.ต.

การเปิดเผยข้อมูลภายในอย่างทันท่วงทีและทันเวลา เพื่อให้ให้นักลงทุนมีโอกาสอย่างเท่าเทียมกันในตลาด นับเป็นเงื่อนไขสำคัญต่อการบรรเทาความเหลื่อมล้ำภายในตลาดทุน แต่ผู้เขียนรายงานฉบับนี้พบว่า สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ยังมีได้บังคับใช้กฎการเปิดเผยข้อมูลอย่างมีประสิทธิภาพและเท่าเทียมกัน โดยเฉพาะระหว่างบริษัทจดทะเบียนที่มีได้เป็นบริษัทหลักทรัพย์ กับบริษัทจดทะเบียนที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์

รายงานเรื่อง ‘การพัฒนาตลาดการเงินเพื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ: กรณีศึกษาข่าวสารในตลาดทุน’ (สฤณี อาชวานันทกุล, 2551) เปรียบเทียบระหว่างสารสนเทศใน SETSMART (ระบบการเปิดเผยข้อมูลของ ตลท.) กับข่าวในเว็บไซต์ข่าวหุ้นดอทคอม (สื่อเกี่ยวกับหุ้นที่ได้รับความนิยม

เป็นอันดับต้น ๆ ในหมู่นักลงทุน) พบว่า ชาวหุ้นดอทคอมมีข่าวที่ปรากฏระหว่างช่วงซื้อขายผิดปกติ (T-3 ถึง T+1) กว่าร้อยละ 54 ของข่าวในชาวหุ้นดอทคอมทั้งหมด ในขณะที่มีสารสนเทศบน SETSMART เพียงร้อยละ 31 เท่านั้นที่ปรากฏในช่วงซื้อขายผิดปกติ (หมายความว่าสารสนเทศที่เหลืออีกร้อยละ 69 ปรากฏนอกช่วงซื้อขายผิดปกติ)

หุ้น 21 ตัวจาก 27 ตัวที่ทำการศึกษามีจำนวนวันที่มีการซื้อขายผิดปกติ แต่ไม่มีข่าวทั้งใน SETSMART และชาวหุ้นดอทคอม คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 50 หรือมากกว่าของวันที่มีการซื้อขายผิดปกติทั้งหมด แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าบริษัทส่วนใหญ่ละเลยที่จะทำตามประกาศ ตลท. ว่าด้วยการดำเนินการเมื่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนผิดไปจากสภาพปกติของตลาด ซึ่งระบุให้บริษัทจดทะเบียน “พิจารณาดูว่ามีข่าวลือหรือเหตุการณ์สำคัญอื่นที่บริษัทต้องดำเนินการ” หรือไม่ เมื่อเกิดการซื้อขายหุ้นผิดปกติ และต่อให้บริษัท “ไม่ทราบสาเหตุของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ” บริษัทนั้นก็ควร “แจ้งให้ทราบทั่วกันว่าบริษัทไม่มีพัฒนาการใด ๆ ที่สำคัญที่เกี่ยวกับธุรกิจและการดำเนินงานของบริษัทนอกเหนือจากที่ได้แจ้งให้ทราบแล้วหรือตามที่บริษัททราบ”

นอกจากนี้ ยังเป็นที่น่าสังเกตว่าหุ้นของบริษัทหลักทรัพย์สามบริษัทที่มีปริมาณการซื้อขายสูงผิดปกติ ได้แก่ PHATRA, KEST และ ASP ล้วนมีสัดส่วนวันซื้อขายผิดปกติที่ไม่มีข่าว

ค่อนข้างสูง กล่าวคือ ร้อยละ 85, 75, และ 88 ตามลำดับ ข้อมูลนี้อาจก่อให้เกิดข้อกังขาว่า ตลท. ได้บังคับใช้หลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลอย่าง ‘อะลุ่มอล่วย’ หรือ ‘เลือกปฏิบัติ’ ต่อบริษัทหลักทรัพย์บางแห่ง ซึ่งเป็นธุรกิจที่มีอำนาจเกือบครึ่งหนึ่งในคณะกรรมการของ ตลท. มากกว่าที่ใช้กับบริษัทอื่น ๆ หรือไม่

ข้อมูลข้างต้นสะท้อนให้เห็นว่า ปัจจุบันการเปิดเผยข้อมูลในตลาดหุ้นไทยนั้นยังมีความคลุมเครือด้านระดับข้อเท็จจริง และความไม่เท่าเทียมทั้งระหว่างสื่อเอกชนกับสื่อทางการของ ตลท. และระหว่างคนกลุ่มน้อยที่ล่องรู้ข้อมูลภายในกับนักลงทุนคนอื่น ๆ ที่ยังปรับปรุงได้อีกมาก

### 3.2.3 ความเหลื่อมล้ำจากกรณีผิดกฎหมาย

ความเหลื่อมล้ำภายในตลาดหุ้นที่เกิดจากการทุจริตนั้น มักจะกระทำโดยบุคคลวงในที่ล่องรู้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียน ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น กรรมการบริษัท ผู้บริหารระดับสูง รวมถึงผู้ที่ไม่ได้เป็นบุคลากรของบริษัท แต่ล่องรู้ข้อมูลภายในโดยหน้าที่หรือความรับผิดชอบ อาทิ ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้สอบบัญชี นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ เจ้าหน้าที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เจ้าหน้าที่สำนักงาน ก.ล.ต. หรือสื่อมวลชนที่สนิทสนมกับผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจดทะเบียน เป็นต้น

นอกจากจะอาศัยข้อมูลภายในแล้ว บุคคลวงในที่

ประสงค์จะแสวงหาค่าเช่ามักจะต้องอาศัยความร่วมมือจาก ผู้เกี่ยวข้องหลายฝ่าย ยกตัวอย่างเช่น ผู้ที่ประสงค์จะสร้าง ราคาหุ้น (ปันหุ้น) มักจะนิยมจ้างวานหรือหว่านล้อมบุคคล อื่นให้ร่วมมือกับตน เพื่อให้สามารถหลอกล่อนนักลงทุนมาซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ให้ถึงระดับที่ตนต้องการ เพื่อลดความ ไม่แน่นอนในการทำอะไรและลดความเสี่ยงที่จะตกเป็นเป้า การสอบสวนของทางการ เช่น จ้างวานผู้บริหารระดับสูงของ บริษัทให้ปล่อยข่าวดีเกี่ยวกับบริษัทที่ปราศจากมูลความจริง จ้างวานเจ้าหน้าที่การตลาดของบริษัทหลักทรัพย์ให้อำพราง การซื้อขายผ่านบัญชีตัวแทน เป็นต้น

ด้วยเหตุนี้ ค่าเช่าจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ จึงมักจะละเมิดกฎหมายหลายมาตราพร้อมกันในกรณีเดียว นอกเหนือจากมาตราที่เป็นฐานความผิดโดยตรง เช่น การ ตกแต่งบัญชี ไม่รายงานการถือครองหลักทรัพย์ แจ้งข้อมูล เท็จ จนถึงทำให้การสนับสนุนของบุคคลที่เกี่ยวข้อง

### ลักษณะค่าเช่าและขั้นตอนการดำเนินการขอ ก.ล.ต.

ค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ ที่สามารถก่อให้เกิดความเสียหายต่อบริษัทจดทะเบียนหรือ ผู้ถือหุ้นในสาระสำคัญ ตลอดจนตอกตรึงความเหลื่อมล้ำ ทางเศรษฐกิจระหว่างผู้เข้าถึงข้อมูลภายในกับผู้ที่เข้าไม่ถึง สามารถแบ่งตามฐานความผิดใน พ.ร.บ.หลักทรัพย์ มูลค่า ความเสียหายที่ต้องชดใช้ตามกฎหมาย และโอกาสในการ

## แสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจของผู้กระทำผิดในแต่ละกรณี ได้ดังต่อไปนี้

ตาราง 2 โอกาสในการแสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจในตลาดหลักทรัพย์  
ฐานความผิด และมูลค่าความเสียหายที่ต้องชดใช้ตามกฎหมาย

มาตรา	ผู้กระทำผิด	ฐานความผิด หรือความรับผิดชอบที่จะเกิด	มูลค่าความเสียหายที่ต่อ ยชดใช้ตามกฎหมาย	โอกาสในการแสวงหา ค่าเช่าทางเศรษฐกิจ
56	บริษัทที่ออกหลักทรัพย์	ไม่จัดทำและส่งงบการเงินและรายงานเกี่ยวกับฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ ก.ล.ต. กำหนด	ปรับไม่เกิน 100,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 3,000 บาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง	จึงแจกแจงบัญชีเพื่อลงผู้ถือหุ้นและบุคคลอื่นที่จะเข้ามาซื้อหุ้นว่า บริษัทมีกำไรที่การดำเนินงานมีผลขาดทุน หรือผู้บริหารจงใจแจกแจงบัญชีเพื่อโยกเงินออกจากบริษัท
59	กรรมการ ผู้จัดการ ผู้ดำรงตำแหน่งบริหาร และผู้สอบบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์	ไม่จัดทำและเปิดเผยรายงานการถือหลักทรัพย์ของตนและของคู่สมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ดังกล่าว ต่อ ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่กำหนด	ปรับไม่เกิน 500,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 10,000 บาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง	ซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน ในรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจากต้องการปกปิดมิให้ผู้อื่นทราบความเคลื่อนไหวในการถือหลักทรัพย์ของตน
82	บริษัทจดทะเบียน รวมทั้งกรรมการ ผู้ร่วมจัดตั้งบริษัท ผู้จัดการ นายหลักทรัพย์ ผู้สอบบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงิน หรือผู้ประเมินราคาทรัพย์สินที่ลงนามในแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน	แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวนมีข้อความเท็จ หรือขาดข้อความที่ควรต้องแจ้งในสาระสำคัญ	ส่วนต่างของเงินที่ผู้ซื้อสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายได้จ่ายไป กับราคาที่ควรจะเป็นหากมีการเปิดเผยข้อมูลถูกต้อง ซึ่งต้องไม่ต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ของหลักทรัพย์นั้นบวกด้วยดอกเบี้ยของจำนวนส่วนต่างดังกล่าว	หลอกลวงนักลงทุนในตลาดแรก (การออกและเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก) ด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (ราคาที่ควรจะเป็น) ของหลักทรัพย์มาก
89/7	กรรมการและผู้บริหาร	ไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ ความระมัดระวัง และความซื่อสัตย์สุจริต	ปรับไม่เกินจำนวนค่าเสียหายที่เกิดขึ้นหรือประโยชน์ที่ได้รับ แต่ต้องไม่ต่ำกว่า 500,000 บาท ถ้ากระทำความทุจริตต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 5 ปี หรือปรับไม่เกิน 2 เท่าของค่าเสียหาย แต่ไม่ต่ำกว่า 1 ล้านบาท	ทุจริตในทางที่ทำให้กรรมการหรือผู้บริหารได้รับผลประโยชน์ทางการเงิน นอกเหนือจากที่พึงได้ตามปกติและเปิดเผยผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น โยกเงินจากบริษัทและตกแก่บัญชีกมลเปลี่ยนการโยกเงินดังกล่าว
98	บริษัทหลักทรัพย์	กระทำการใด ๆ อันจะทำให้ลูกค้าหรือบุคคลทั่วไปเข้าใจผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรือมีลักษณะที่อาจก่อให้เกิดความเสียหาย หรือเป็นการเอาเปรียบลูกค้าหรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง	ปรับไม่เกิน 300,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 10,000 บาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง	ฉวยโอกาสเอาเปรียบลูกค้าจากภาวะที่มีผลประโยชน์ทับซ้อน เช่น ซื้อหุ้นในพอร์ตลงทุนของตนเองด้หน้าลูกค้า (front-running) หรือออกบทวิเคราะห์เชียร์ให้ซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทที่ตนเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน

มาตรา	ผู้กระทำผิด	ฐานความผิดหรือความรับผิดชอบที่ละเมิด	มูลค่าความเสียหายที่ต่อชีวิตตามกฎหมาย	โอกาสในการแสวงหาค่าชดเชยเศรษฐกิจ
113	บริษัทหลักทรัพย์	มิได้ดำเนินการในฐานะนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ ก.ล.ต. กำหนด	จำคุกไม่เกิน 6 เดือน หรือปรับไม่เกิน 200,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ	ช่วยลูกค้าสร้างราคาหุ้นหรือทุจริต เช่น ไม่บันทึกการรับคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้า ไม่ว่าจะขายหรือซื้อของลูกค้าที่มีเหตุอันควรสงสัยว่าจะเข้าข่ายการฟอกเงิน
116	บริษัทหลักทรัพย์	มิได้ดำเนินการในฐานะผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ ก.ล.ต. กำหนด	จำคุกไม่เกิน 6 เดือน หรือปรับไม่เกิน 200,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ	จัดสรรหุ้นในทางที่ไม่เป็นธรรมต่อนักลงทุนรายย่อย เอื้อประโยชน์ให้กับนักลงทุนรายใหญ่หรือกลุ่มผลประโยชน์ เช่น ไม่เก็บหลักฐานที่เกี่ยวข้องกับการจัดสรรหุ้นให้แก่ผู้ถือใบประกอบการของบริษัท หรือเปิดเผยแต่เฉพาะผลการผลกำไรให้กับนักลงทุนเฉพาะกลุ่มก่อนระยะเวลาเปิดจองหุ้น
117, 125, 133, 137, 138 และ 139	บริษัทหลักทรัพย์	มิได้ดำเนินการในฐานะผู้ขอจัดตั้งกองทุนรวม ผู้จัดการกองทุนรวม หรือผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคลตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ ก.ล.ต. กำหนด	ปรับไม่เกิน 300,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 10,000 บาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง	ช่วยบริษัทผู้ออกกองทุนเบียดบังผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย เช่น เปลี่ยนเงื่อนไขในสาระสำคัญในทางที่ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับความเสียหาย หรืออาจโยกย้ายจากภาวะผลประโยชน์ทับซ้อนแสวงหาประโยชน์โดยมิชอบ เช่น ซื้อหุ้นในพอร์ตลงทุนของตนเอง ตัดหน้าลูกค้า (Front-running)
127 และ 128	ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม	มิได้ดำเนินการในฐานะผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ ก.ล.ต. กำหนด	ปรับไม่เกิน 500,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 10,000 บาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง	ช่วยบริษัทผู้ออกกองทุนเบียดบังผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย เช่น ยอมให้บริษัทจัดการกองทุนเปลี่ยนเงื่อนไขในสาระสำคัญในทางที่ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับความเสียหาย
238, 239	บริษัทหลักทรัพย์ หรือผู้รับผิดชอบในการดำเนินกิจการของบริษัทหลักทรัพย์ หรือบริษัทของหลักทรัพย์ หรือผู้มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์	(238) บอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จหรือข้อความใดโดยเจตนาให้ผู้อื่นสำคัญผิดในข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะการเงิน ผลการดำเนินงาน หรือราคาซื้อขายหลักทรัพย์, (239) แพร่ข่าวเกี่ยวกับข้อเท็จจริงใด ๆ ที่ยังไม่ได้แจ้งกับ ตท. แล้ว อันอาจทำให้บุคคลอื่นเข้าใจว่าหลักทรัพย์ใดจะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลง	จำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้น ๆ ได้รับหรือที่จะได้รับ เพราะการกระทำฝ่าฝืนดังกล่าว แต่ต้องไม่น้อยกว่า 500,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ	ช่วยเหลือลูกค้าในการสร้างราคาหุ้นหรือทุจริตเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง เช่น แพร่ข่าวเท็จเพื่อดึงดูดให้นักลงทุนรายย่อยเข้ามาซื้อหลักทรัพย์ที่ตนลงทุนไปก่อนหน้า เพื่อขายทำกำไรจากราคาหุ้นที่ปรับตัวสูงขึ้น
241	บุคคลก็ตาม	ทำการซื้อหรือขายหรือเสนอซื้อหรือเสนอขาย หรือชักชวนให้บุคคลอื่นซื้อหรือขาย หรือเสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ ในประการที่น่าจะเป็นการเอาเปรียบต่อบุคคลภายนอก โดยอาศัยข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ที่ยังมิได้เปิดเผยต่อประชาชนและตนได้ส่งผู้มาในตำแหน่งหรือฐานะเช่นนั้น	จำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้น ๆ ได้รับหรือที่จะได้รับ เพราะการกระทำฝ่าฝืนดังกล่าว แต่ต้องไม่น้อยกว่า 500,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ	ใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายหลักทรัพย์

มาตรา	ผู้กระทำผิด	ฐานความผิดหรือการรับผิดชอบที่จะเกิด	มูลค่าความเสียหายที่ต่อขาดใช้งานกฎหมาย	โอกาสในการแสวงหาค่าชดเชยทางเศรษฐกิจ
243 และ 244	บุคคลใดก็ตาม	ทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยผู้เห็นหรือตกลงกับบุคคลอื่นอันเป็นการอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิดไปว่า หลักทรัพย์นั้นได้มีการซื้อขายหรือขายกันมาก หรือราคาของหลักทรัพย์นั้นได้เปลี่ยนแปลงไปหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลง อันไม่ตรงต่อสภาพปกติของตลาด	จำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้นๆ ได้รับหรือที่จะได้รับเพราะการกระทำผิดนั้นดังกล่าว แต่ต้องไม่น้อยกว่า 500,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ	สร้างราคาหลักทรัพย์ (เป็นหุ้น)
246	บุคคลใดก็ตามที่ถือหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลงทุกร้อยละ 5	ไม่รายงานถึงจำนวนหลักทรัพย์ทุกร้อยละ 5 ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ภายในเวลาที่กำหนด (วันที่ทำการยึดจากวันที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์)	จำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับไม่เกิน 500,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 10,000 บาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง หรือทั้งจำทั้งปรับ	สร้างราคาหลักทรัพย์ ประอบกับใช้ข้อมูลภายในการซื้อขายหลักทรัพย์
247	บุคคลใดก็ตามที่ได้มาหรือกลายเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ถึงร้อยละ 25 ขึ้นไป (ถือว่าเป็นการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อ ครอบงำกิจการ เว้นแต่เป็นกรม)	ไม่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ ก.ล.ต. กำหนด	จำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับไม่เกิน 500,000 บาท และปรับอีกไม่เกินวันละ 10,000 บาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง หรือทั้งจำทั้งปรับ	ขยโอกาสครอบงำกิจการโดยหลักเลือกการทำคำเสนอซื้อต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด หรือหลอกล่อให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นยอมขายในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เช่น ด้วยการแสดงข้อมูลเท็จหรือแสดงข้อมูลไม่ครบถ้วนในคำเสนอซื้อ
287	ผู้สอบบัญชีของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์	แสดงความเห็นต่องบการเงินไม่ไปตามข้อกำหนดของกฎหมายว่าด้วยผู้สอบบัญชีหรือข้อกำหนดเพิ่มเติมตามที่ ก.ล.ต. กำหนด หรือทำรายงานเท็จ	จำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับไม่เกิน 500,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ	ช่วยกรรมการหรือผู้บริหารชักจูงเงิน หุ้น และ/หรือทรัพย์สินอื่นในของบริษัทจดทะเบียน ทำให้บริษัทและผู้ถือหุ้นเสียหาย
307, 308, 311 และ 312	กรรมการ ผู้จัดการ หรือบุคคลใดซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคลใดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ซึ่งได้รับมอบหมายให้จัดการทรัพย์สินของนิติบุคคลดังกล่าว หรือทรัพย์สินที่นิติบุคคลดังกล่าวเป็นเจ้าของรวมอยู่ด้วย	(307) ทุจริตจนเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายแก่ประโยชน์ในลักษณะที่เป็นทรัพย์สินของนิติบุคคลนั้น, (308) เบียดบังเอาทรัพย์สินนั้นเป็นของตนหรือบุคคลที่สามโดยทุจริต, (311) กระทำการหรือไม่ว่าทำการเพื่อตนเองหาประโยชน์ที่มีควรวได้โดยชอบด้วยกฎหมาย เพื่อตนเองหรือผู้อื่นอันเป็นการเสียหายแก่นิติบุคคลนั้น, (312) กระทำหรือยินยอมให้กระทำการทำลายหรือปลอมแปลงเอกสาร ลงข้อความเท็จหรือทำบัญชีไม่ครบถ้วนไม่ถูกต้อง เพื่อฉ้อโกงนิติบุคคลดังกล่าวหรือผู้ถือหุ้นขาดประโยชน์อันควรจะได้	จำคุกตั้งแต่ 5-10 ปี และปรับเป็นเงิน 2 เท่าของราคาทรัพย์สินหรือประโยชน์ที่บุคคลดังกล่าวได้กระทำการฝ่าฝืนในมวครานั้นๆ แต่ทั้งนี้ห้ามปรับดังกล่าวนี้ไม่ให้ต่ำกว่า 500,000 บาท	ชักจูงเงิน หุ้น และ/หรือทรัพย์สินอื่นโดยของบริษัทจดทะเบียน ทำให้บริษัทและผู้ถือหุ้นเสียหาย เพื่อประโยชน์หรือตนเองหรือผู้อื่น
315	บุคคลใดก็ตาม	ช่วยเหลือหรือให้ความสะดวกในการที่กรรมการ ผู้จัดการหรือบุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคล หรือผู้สอบบัญชี กระทำตามผิดตามที่บัญญัติใน มาตรา 287 มาตรา 306 มาตรา 307 มาตรา 308 มาตรา 309 มาตรา 310 มาตรา 311 หรือ มาตรา 312	ต้องระวางโทษดังที่บัญญัติไว้ในมาตรานั้นๆ เว้นแต่ผู้นั้นมีได้ผู้จัดการช่วยเหลือหรือให้ความสะดวกนั้น	ช่วยกรรมการหรือผู้บริหารชักจูงเงิน หุ้น และ/หรือทรัพย์สินอื่นในของบริษัทจดทะเบียน ทำให้บริษัทและผู้ถือหุ้นเสียหาย



ขั้นตอนการดำเนินการของ ก.ล.ต. ต่อกรณีละเมิด พ.ร.บ.หลักทรัพย์ สามารถแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบ ดังต่อไปนี้

## 1. การดำเนินการทางบริหาร

ผู้ได้รับอนุญาตหรือได้รับความเห็นชอบหรือขึ้นทะเบียน ตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ พ.ร.บ.ซื้อขายล่วงหน้า พ.ร.บ.ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ร.บ.กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ต้องเป็นผู้มีคุณสมบัติและปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ หากบุคคลดังกล่าวขาดคุณสมบัติหรือปฏิบัติหน้าที่บกพร่อง หรือไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. คณะกรรมการพิจารณาโทษทางปกครอง คณะกรรมการ ก.ล.ต. หรือรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง แล้วแต่กรณี อาจสั่งให้บุคคลนั้นแก้ไข หรือมีคำสั่งลงโทษทางปกครอง เช่น ภาคทัณฑ์ สั่งพักหรือเพิกถอนใบอนุญาต การให้ความเห็นชอบหรือการขึ้นทะเบียนได้ ถ้าผู้ถูกสั่งโทษไม่เห็นด้วย ก็มีวิธีในการยื่นอุทธรณ์ได้

## 2. การดำเนินคดีอาญา

ก.ล.ต. จะพิจารณาข้อมูลต่างๆ ที่น่าสงสัยไม่ว่าจะมาจากกระบบการติดตามและตรวจสอบของ ก.ล.ต. ตลท. หรือองค์กรภายนอก (ทั้งในและต่างประเทศ) ข้อร้องเรียน ข่าว

ข้อมูลต่าง ๆ ที่เปิดเผยต่อประชาชนทั่วไป ถ้าพบว่าไม่มีมูล ก็จะถูกยุติการตรวจสอบไว้เพียงเท่านั้น แต่หากพบว่ามีความผิด ก็จะดำเนินการตรวจสอบ และ/หรือหาหลักฐานเพิ่มเติม และพิจารณาว่าเข้าข่ายฝ่าฝืน พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ หรือไม่

ถ้าหากพบว่าไม่ได้ฝ่าฝืน ก็จะถูกยุติการตรวจสอบไว้เพียงเท่านั้น แต่หากพบว่าฝ่าฝืน พ.ร.บ.หลักทรัพย์ ก.ล.ต. จะพิจารณาความผิดหรือบทบัญญัติที่ฝ่าฝืนว่าสามารถเปรียบเทียบปรับได้โดยไม่ส่งผลกระทบต่อในวงกว้างได้หรือไม่ โดยมาตรา 317 แห่ง พ.ร.บ.หลักทรัพย์ มาตรา 42 แห่ง พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ แห่ง พ.ร.บ.กองทุนฯ มาตรา 43 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคล เฉพาะกิจ และมาตรา 155 แห่ง พ.ร.บ.สัญญาซื้อขายล่วงหน้า กำหนดให้ความผิดตามประเภทที่กำหนด สามารถเปรียบเทียบความผิดได้โดยคณะกรรมการเปรียบเทียบที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังแต่งตั้ง ซึ่งมีกรรมการจำนวน 3 คน ประกอบด้วยผู้แทนจากสำนักงานตำรวจแห่งชาติ กระทรวงการคลัง และธนาคารแห่งประเทศไทย โดยให้ถือว่าคดีเป็นอันเลิกกันหากได้ยอมรับการเปรียบเทียบและชำระค่าปรับครบถ้วนภายในระยะเวลาที่กำหนด

หากคณะกรรมการเปรียบเทียบยินยอม ก็จะมีการเปรียบเทียบปรับและจะถือว่าคดีถึงที่สุด แต่ถ้าคณะกรรมการเปรียบเทียบไม่ยินยอม ผู้กระทำผิดไม่ยินยอมเข้ารับการเปรียบเทียบปรับ หรือเปรียบเทียบปรับไม่ได้เนื่องจากการกระทำผิดได้ส่งผลกระทบต่อในวงกว้าง คณะกรรมการ

ก.ล.ต. ก็จะดำเนินการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน

ในขั้นตอนนี้จะต้องพิจารณาว่าความผิดที่ได้กระทำลงไปนั้นเป็นความผิดประเภทใด ถ้าเป็นความผิดที่เกี่ยวกับการทุจริตของผู้บริหาร การสร้างราคาหุ้น (ปั่นหุ้น) การใช้ข้อมูลภายใน หรือการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาต ก.ล.ต. จะต้องกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน คดีพิเศษ กรมสอบสวนคดีพิเศษ กระทรวงยุติธรรม แต่ถ้าเป็นความผิดอื่น ๆ ก็จะกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน กองบังคับการปราบปรามอาชญากรรมทางเศรษฐกิจ สำนักงานตำรวจแห่งชาติ

หลังจากทำการสอบสวนแล้ว หากพนักงานสอบสวนเห็นว่ามีการกระทำที่เข้าข่ายเป็นการปฏิบัติฝ่าฝืนกฎหมาย ก็จะส่งเรื่องให้กับพนักงานอัยการ สำนักงานอัยการสูงสุด พิจารณา ถ้าพนักงานอัยการพิจารณาไม่ยื่นฟ้องจะถือว่าคดีถึงที่สุด แต่ถ้าพนักงานอัยการมีคำสั่งยื่นฟ้องต่อศาลอาญา คดีก็จะถูกส่งให้ศาลชั้นต้นเป็นผู้พิจารณา หากศาลชั้นต้นตัดสินว่าผิดจริง แล้วจำเลยไม่ยื่นอุทธรณ์ ก็จะถือว่าคดีถึงที่สุด แต่หากจำเลยยื่นอุทธรณ์ คดีก็จะถูกส่งไปพิจารณาที่ศาลอุทธรณ์ ในทำนองเดียวกันถ้าศาลอุทธรณ์ยื่นกรานคำตัดสินของศาลชั้นต้น แล้วจำเลยไม่ยื่นฎีกาก็จะถือว่าคดีถึงที่สุด แต่หากจำเลยขอยื่นฎีกา คดีก็จะถูกส่งไปพิจารณาที่ศาลฎีกา คำตัดสินของศาลฎีกาถือเป็นที่สุด

ขั้นตอนที่กล่าวไปข้างต้นชี้ให้เห็นว่า ถึงแม้ว่าการ

กระทำผิดตามกฎหมายหลักทรัพย์สินถือเป็นความผิดทางอาญาที่มีบทลงโทษผู้กระทำผิดอย่างชัดเจน โดย ก.ล.ต. เป็นผู้มีอำนาจในการบังคับใช้กฎหมาย ก.ล.ต. ก็ได้เป็นผู้เสียหายที่จะนำเรื่องไปฟ้องร้องต่อศาลได้ อีกทั้งยังมีได้มีอำนาจในการสั่งปรับผู้กระทำผิดเองด้วย สิ่งที่ ก.ล.ต. ทำคือติดตามสถานการณ์ รวบรวมข้อเท็จจริง และตรวจสอบกรณีที่ต้องสงสัย หากพิจารณาแล้วพบว่าการกระทำดังกล่าวเข้าข่ายฝ่าฝืนกฎหมายก็ต้องเสนอเรื่องต่อพนักงานสอบสวนเพื่อให้ดำเนินการตามกฎหมายต่อไป ส่วนในกรณีที่ ก.ล.ต. เลือกจะดำเนินการโดยการปรับ ก็ต้องเสนอเรื่องต่อคณะกรรมการเปรียบเทียบที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังแต่งตั้ง การที่ไม่มีตัวแทนจาก ก.ล.ต. ในคณะกรรมการดังกล่าวทำให้คณะกรรมการเปรียบเทียบค่อนข้างมีความเป็นอิสระ และสามารถถ่วงดุลอำนาจกับ ก.ล.ต. ซึ่งเป็นผู้ตรวจสอบและตั้งข้อกล่าวหาได้

ตัวอย่างความผิดที่ต้องกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน เช่น การฉ้อโกงบริษัทของผู้บริหาร ส่วนความผิดที่เปรียบเทียบปรับได้นั้นจะต้องเป็นความผิดที่มีโทษจำคุกไม่เกิน 2 ปี เช่น การใช้ข้อมูลภายใน และการปั่นหุ้น แต่ในบางกรณีแม้จะเป็นความผิดที่เปรียบเทียบได้ ก.ล.ต. ก็ยังมีการดำเนินการกล่าวโทษ ซึ่งส่วนใหญ่จะเนื่องมาจากการทำความผิดที่มีผลกระทบในวงกว้าง หรือผู้ต้องสงสัยไม่ยินยอมเข้ารับการเปรียบเทียบปรับ

สำหรับเกณฑ์ในการคิดค่าปรับของคณะกรรมการ  
เปรียบเทียบ บทความ ‘การปรับตามกฎหมายหลักทรัพย์’  
คอลัมน์ หน้าต่าง ก.ล.ต. ของ ก.ล.ต. เดือนกันยายน ปี  
2546<sup>3</sup> ให้คำอธิบายว่า

“ในกฎหมายได้กำหนดค่าปรับสูงสุดสำหรับความ  
ผิดในแต่ละมาตรา และบางมาตราก็ได้กำหนดค่าปรับ  
รายวันตั้งแต่วันที่ทำผิดจนถึงวันที่ได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง คณะ  
กรรมการเปรียบเทียบจะกำหนดเกณฑ์ในการคิดอัตราค่า  
ปรับให้เหมาะสมกับแต่ละกรณีเพิ่มเติม เกณฑ์ดังกล่าวจะ  
คำนึงถึงสถานความผิดว่ามีความรุนแรงในระดับใด เช่น  
การไม่เปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต่อผู้ลงทุนเป็นความผิดสถาน  
รุนแรง การขยายพื้นที่ทำการของบริษัทหลักทรัพย์โดยไม่ได้  
รับอนุญาตเป็นความผิดสถานไม่รุนแรง เป็นต้น นอกจากนี้  
ยังได้คำนึงถึงพฤติกรรมการทำความผิดเป็นรายกรณีด้วย  
เช่น หากเป็นความผิดที่จงใจฝ่าฝืน หรือเป็นการทำความผิด  
บ่อย ๆ ก็จะกำหนดอัตราค่าปรับสูงขึ้น

“ในบางมาตรากฎหมายได้กำหนดค่าปรับสูงสุดเป็น  
สัดส่วนกับผลประโยชน์ที่ได้รับจากการทำความผิด เช่น ใน  
มาตราที่ลงโทษผู้ปั่นหุ้นหรือใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขาย  
หุ้น กฎหมายได้กำหนดว่าค่าปรับต้องไม่ต่ำกว่า 500,000

---

3 ตรี สุจริตกุล, ‘การปรับตามกฎหมายหลักทรัพย์’, หน้าต่าง  
ก.ล.ต. สืบมาจาก [http://www.sec.or.th/investor\\_edu/  
info\\_media/article/.../09-09-46sec\\_fine.doc](http://www.sec.or.th/investor_edu/info_media/article/.../09-09-46sec_fine.doc)

บาท และสูงสุดต้องไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่ได้รับหรือพึงจะได้รับ กรณีนี้คณะกรรมการเปรียบเทียบก็ได้กำหนดเกณฑ์การคิดค่าปรับในรายละเอียดว่า อัตราค่าปรับต้องมากกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับหรือพึงจะได้รับ อันเนื่องจากการทำความผิดด้วย ผลประโยชน์ที่ว่านี้ไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนของหุ้นที่ผู้ทำความผิดมีอยู่ แต่จะคำนึงถึงราคาที่เปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีการทำความผิดเท่านั้น

“แม้ว่าคดีที่มีการปรับแล้วจะถือว่ายุติก็ตาม แต่ ก.ล.ต. ก็มีมาตรการทางบริหารเพิ่มเติม โดยห้ามมิให้บุคคลที่เคยถูกปรับในเรื่องที่ค่อนข้างร้ายแรง เช่น การปั่นหุ้น การใช้ข้อมูลภายใน เข้ามาเป็นผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ หรือเป็นผู้บริหารของบริษัทที่ขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยมีระยะเวลาไม่เกิน 5 ปี แล้วแต่ความร้ายแรงของความผิด เพื่อป้องกันไม่ให้บุคคลเหล่านี้มีโอกาสทำความเสียหายให้แก่ตลาดทุนอีกและจะได้หลบจำ แต่ก็ยังให้ออกสในการกลับตัว จึงได้กำหนดเวลาห้ามไว้ไม่เกิน 5 ปี”

### ประเมินค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์

การประเมินค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ สามารถทำได้โดยแยกตามระดับความรุนแรงของการทุจริต ซึ่งสะท้อนในรูปแบบการดำเนินการของ ก.ล.ต. สองกรณี ได้แก่ 1) กรณีที่มีการเปรียบเทียบปรับ

และ 2) กรณีที่มีการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน

### 3.2.3.1 กรณีที่มีการเปรียบเทียบปรับ

ในระยะเวลา 13 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึงวันที่ 20 ธันวาคม 2555 คณะกรรมการเปรียบเทียบมีการปรับผู้กระทำผิดในฐานะความผิดที่มีโอกาสสร้างค่าเช่าทางเศรษฐกิจรวม 292 ราย ค่าปรับรวม 590.6 ล้านบาท คิดเป็นค่าปรับเฉลี่ย 10.6 ล้านบาทต่อราย ดังรายละเอียดในตารางที่ 3

## ตาราง 3 ค่าปรับในฐานะความผิดที่มีโอกาสสร้างค่าเช่าทางเศรษฐกิจ, 2542 ถึงวันที่ 20 ธันวาคม 2555

ที่มา: รวบรวมและสังเคราะห์ข้อมูลจากเว็บไซต์ ก.ล.ต.

มาตรา	ฐานความผิด	ราย	ค่าปรับ (บาท)	ค่าปรับเฉลี่ยต่อราย
59	ไม่จัดทำและเปิดเผยรายงานการถือหลักทรัพย์	49	19,937,470	406,887
<b>241</b>	<b>ใช้ข้อมูลภายในซื้อขายหลักทรัพย์</b>	<b>43</b>	<b>300,047,749</b>	<b>6,977,855</b>
<b>243 &amp; 244</b>	<b>สร้างราคาหุ้น (ปั่นหุ้น)</b>	<b>121</b>	<b>232,559,573</b>	<b>1,921,980</b>
246	ไม่รายงานการถือครองทุกร้อยละ 5	37	38,747,538	1,047,231
247	ไม่ทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ	23	10,996,113	478,092
283	กระทำผิดในฐานะบริษัทหลักทรัพย์/จัดการกองทุน	40	5,714,046	142,851
300	ร่วมรับผิดชอบในฐานะกรรมการหรือผู้บริหารบริษัท	28	2,493,878	89,067
	รวม	292	590,558,895	10,657,075

จากข้อมูลข้างต้น สถานความผิดที่มีค่าปรับสูงที่สุดคือ 2 กรณีที่มีโอกาสสร้างค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างมาก นั่นคือ การสร้างราคาหุ้น (ปั่นหุ้น) และการใช้ข้อมูลภายในซื้อขายหลักทรัพย์ (ซึ่งมักจะ เป็นองค์ประกอบที่ขาดไม่ได้ของการสร้างราคาหุ้น เนื่องจาก ผู้กระทำผิดมักเป็นบุคคลวงในของบริษัทจดทะเบียน) โดยใน ช่วงเวลา 13 ปี มีการปรับในฐานความผิด 2 กรณีดังกล่าว รวม 164 ราย คิดค่าปรับรวม 532 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ค่าปรับดังกล่าวซึ่งคิดเป็นค่าปรับเฉลี่ย 3.2 ล้านบาทต่อรายนั้น นับว่ายังน้อยมากเมื่อเทียบกับค่าเช่าทางเศรษฐกิจที่น่าจะ เกิดขึ้นจากกรณีดังกล่าวในช่วงเวลาเดียวกัน

ข้อเท็จจริงดังกล่าวอาจเกิดจากสาเหตุใดสาเหตุหนึ่งในบรรดาสาเหตุที่เป็นไปได้สามประการ ได้แก่ 1) คณะ กรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับเฉพาะแต่ผู้กระทำผิดราย ย่อย ส่วน ก.ล.ต. กล่าวโทษผู้กระทำผิดรายใหญ่ที่ก่อความ เสียหายในวงกว้างตามแนวปฏิบัติที่ควรเป็น หรือ 2) ใน ช่วงเวลาดังกล่าวมีกรณีทุจริตเกิดขึ้นน้อย ค่าปรับและกรณี กล่าวโทษจึงน้อยตามไปด้วย หรือ 3) การปรับและกล่าวโทษ ผู้กระทำผิดมีจำนวนน้อยกว่าที่ควรเป็น

ความเป็นไปได้ประการที่ 1) นั้นไม่เป็นความจริงเมื่อ พิจารณาการเปรียบเทียบปรับและการกล่าวโทษในแต่ละ ฐานความผิด ดังแสดงในตาราง 4



ตาราง 4 สรุปผลการดำเนินการทางบริหารและอาญาของ ก.ล.ต., 2543-2554\*

	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	รวม
การดำเนินการทางบริหาร			30	30		79	77	70	28	27	21	74	436
การดำเนินคดีอาญา													
<b>การพิจารณาเปรียบเทียบปรับ</b>													
- การออกและเสนอขายหลักทรัพย์	72	27	5	10	13	13	18	41	22	9	21	33	284
- การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจกองทุน	96	54	51	33	33	29	42	49	41	21	34	24	507
- การกระทำอื่นไม่เป็นธรรม	7	3	6	2	2	2	6	5	0	18	3	24	76
- การครอบงำกิจการ	5	11	1	2	1	4	5	13	4	2	5		53
รวมการพิจารณาเปรียบเทียบปรับ	180	95	63	47	47	48	71	108	67	50	63	81	920

	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	รวม
<b>การกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน (จำนวนคดี)</b>													
- การออกและเสนอหมายหลักทรัพย์		3	6	1		1		2		2	9	26	50
- การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจกองทุน	1	5		1	1	2		4	4	4	1		23
- การกระทำอื่นไม่เป็นกรรม	4	1	1	3	1				2	2	3	12	29
- การครอบงำกิจการ				2				1			2		5
- การทุจริตของผู้บริหาร	1	3		1	2	1	2		1	3	18	1	33
- กรณีอื่น		9		2		4	2		2	1	2	3	25
<b>รวมการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน</b>	6	21	7	10	4	8	4	7	9	12	35	42	165
<b>รวมการดำเนินคดีอาญา</b>	186	116	70	57	51	56	75	115	76	62	198	123	1085

	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	เฉลี่ย
<b>ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (daily trading volume) (ล้านบาท)</b>	3,740	6,440	8,357	18,908	20,508	16,135	16,281	17,097	15,870	17,854	28,669	28,854	16,559
เงินค่าปรับ (ล้านบาท)	30.38	21.70	10.14	10.38	5.28	15.28	48.42	127.39	8.13	74.98	16.60	115.06**	40.31
ค่าปรับ / ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน	0.81%	0.34%	0.12%	0.05%	0.03%	0.09%	0.30%	0.75%	0.05%	0.42%	0.06%	0.40%	0.24%
ค่าปรับเฉลี่ยต่อราย (พันบาท)	169	228	161	221	112	318	682	1,180	121	1,500	263	1,421	623

ที่มา: รายงานประจำปี ก.ล.ด., หมายเหตุ: \*ยังไม่มีการติดต่อกับหน่วยงานนี้ 2555 ณ วันที่จัดทำรายงานฉบับนี้.

\*\* ตัวเลขไม่ตรงกับผลรวมในตารางที่ 5 เนื่องจากไม่รวมกรณีที่ผู้ถูกปรับไม่ยอมจ่ายค่าปรับ

ข้อมูลข้างต้นชี้ให้เห็นอย่างชัดเจนว่า ระหว่างปี 2543-2554 ก.ล.ต. กล่าวโทษผู้กระทำผิดในกรณี ‘การกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์’ (บอกกล่าวข้อความเท็จ ซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายใน และสร้างราคาหุ้น) เพียง 29 เรื่อง ประเด็นที่ผิดสังเกตเป็นอย่างยิ่งคือ ระหว่างปี 2546-2548 ซึ่งเป็นปีที่ตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เป็นภาวะ ‘ตลาดขาขึ้น’ ซึ่งเป็นภาวะที่ฉวยโอกาสสร้างค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการใช้ข้อมูลภายในและปั่นหุ้นได้ง่าย กลับมีการปรับและกล่าวโทษในกรณีนี้้น้อยกว่าปีก่อนๆ อย่างเห็นได้ชัด โดยเฉพาะปี 2546 ซึ่งเป็นปีที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นกว่าร้อยละ 100 จากปีก่อนหน้า มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันสูงถึง 18,908 ล้านบาท (เพิ่มกว่า 2.2 เท่าจากปี 2548) มีการปรับกรณีสร้างราคาหุ้นและใช้ข้อมูลภายในเพียง 2 ราย รวมค่าปรับ 10.4 ล้านบาท และกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวนเพียง 3 เรื่องเท่านั้น

ประเด็นที่น่าสังเกตคือ นับตั้งแต่ ก.ล.ต. ก่อตั้งในปี 2535 เป็นต้นมา ปีที่คณะกรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับสูงที่สุดคือ ปี 2541 ซึ่งมีการปรับผู้กระทำผิดรวมทุกกรณีสูงถึง 357.8 ล้านบาท ในจำนวนนี้รวมการเปรียบเทียบปรับที่สูงที่สุดในประวัติศาสตร์ตลาดทุนไทยจวบจนปัจจุบัน ได้แก่ กรณีกรรมการหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท ไทยเทเลโฟน แอนด์คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) (TT&T) จำนวน 2

ราย ชื่อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน ถูกปรับ 211 ล้านบาท

อย่างไรก็ดี หลังจากที่มาตรฐานการบังคับใช้กฎหมายต่อกรณีการใช้ข้อมูลภายในและการปั่นหุ้นย่อหย่อนลงอย่างชัดเจนระหว่างปี 2546-2548 การบังคับใช้กฎหมายต่อกรณีดังกล่าวของ ก.ล.ต. ก็เคร่งครัดและเข้มข้นขึ้นหลังจากที่มีการเปลี่ยนรัฐบาลภายหลังเกิดรัฐประหารในวันที่ 19 กันยายน 2549 ค่าปรับที่คณะกรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับทุกฐานความผิดตลอดทั้งปี 2549 อยู่ที่ 48.4 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2548 กว่า 3 เท่า โดยในจำนวนนี้เป็นค่าปรับกรณีสร้างราคาหุ้นและใช้ข้อมูลภายในถึง 26.8 ล้านบาท (ร้อยละ 55) เพิ่มขึ้นจากค่าปรับกรณีเดียวกันในปี 2548 ถึง 6.7 เท่า พอถึงปี 2554 ค่าปรับในกรณีสองข้อหานี้ก็มีจำนวนถึง 24 ราย กล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวนอีก 12 ราย สูงที่สุดในรอบ 12 ปีนับตั้งแต่ปี 2543 เป็นต้นมา

นอกจากนี้ หากพิจารณาจากกรณีที่คณะกรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับเกิน 1 ล้านบาท (ซึ่งสะท้อนว่าเป็นกรณีที่กระทำผิดค่อนข้างร้ายแรงหรือกระทำผิดอย่างต่อเนื่อง) ระหว่างปี 2544 ถึงวันที่ 20 ธ.ค. 2555 พบว่าจำนวนรายที่ถูกปรับและค่าปรับเฉลี่ยต่อรายเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ตั้งแต่ปี 2549 โดยค่าปรับเฉลี่ยต่อรายเพิ่มจาก 1.1 ล้านบาท ในปี 2548 เป็น 4.1 ล้านบาท 7.2 ล้านบาท 7.9 ล้านบาท 14.8 ล้านบาท และ 42.8 ล้านบาท ในปี 2549, 2550, 2552,

2554 และ 2555 ตามลำดับ ดังสรุปในตาราง 5

ตาราง 5 กรณีละเมิด พ.ร.บ.หลักทรัพย์ ที่คณะกรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับไม่ต่ำกว่า 1 ล้านบาท, ปี 2544 ถึงวันที่ 20 ธันวาคม 2555

ปี	ราย	ค่าปรับ (บาท)	%ของค่าปรับทั้งหมด	ค่าปรับเฉลี่ยต่อราย
2544	3	8,608,600	39.70%	2,869,533
2545	1	1,204,486	11.90%	1,204,486
2546	1	4,031,783	38.90%	4,031,783
2547	ไม่มี			
2548	1	1,094,500	7.20%	1,094,500
2549	7	29,131,291	60.20%	4,161,613
2550	15	108,467,314	85.10%	7,231,154
2551	ไม่มี			
2552	8	63,248,004	84.40%	7,906,001
2553	ไม่มี			
2554	10	148,002,703	N/A	14,800,270
2555*	2	85,582,631	N/A	42,791,315
รวม	48	449,371,312		9,361,902

\*หมายเหตุ: ถึง 20 ธันวาคม 2555

ตาราง 6 ผู้กระทำผิด ฐานความผิด และค่าปรับ กรณีที่คณะกรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับเกิน 1 ล้านบาท เรียงลำดับตามมูลค่าของค่าปรับ จากมากไปหาน้อย, ปี 2544 ถึงวันที่ 20 ธันวาคม 2555

ลำดับที่	ปี	ชื่อผู้รับการเปรียบเทียบปรับ	ฐานความผิด	หลักกรณียที่กระทำผิด	ค่าปรับ (บาท)
1	2555	นายประสงค์ สุวิวัฒน์ธนชัย	สร้างราคาหุ้น	UNIQ	80,995,416
2	2554	นายพัฒนพงษ์ ตมภูเอยา	สร้างราคาหุ้น	TRAF	48,127,390
3	2554	นางสาวดลนา ศิริจรรยากุล	สร้างราคาหุ้น	TRAF	36,815,524
4	2554	นางผ่องศรี สลักเพชร	สร้างราคาหุ้น	SAMART, SIM, SAMTEL	33,105,454
5	2550	นายไพบูลย์ คำวงษ์อรรคม	ใช้ข้อมูลภายใน	MATI	31,776,785
6	2552	นายรณรงค์ อัครจินตนาพันธ์	สร้างราคาหุ้น	TWZ	29,461,551
7	2550	นางจำลอง พันธุ์ทาดิษฐ์	สร้างราคาหุ้น	YNP	23,208,135
8	2550	นายวิวัฒน์ เสถาพูนรังษี	สร้างราคาหุ้น	AREEYA	18,181,523
9	2554	นายอัครวุฒิ ไผ่ไชย	สร้างราคาหุ้น	TWZ	16,071,788
10	2552	นายเอก พุทธาโกจิรัตน์	สร้างราคาหุ้น	TWZ	14,430,243
11	2549	นายอำนาจ กายุจโนภาค	ใช้ข้อมูลภายใน	PLE	13,456,000
12	2550	นายชาญ เลิศประเสริฐภักการ	สร้างราคาหุ้น	YNP	9,130,336
13	2552	นายรัชชานนท์ พิริยะพงศ์พันธ์	ใช้ข้อมูลภายใน	GRAND	6,686,550
14	2544	คุณหญิงพจมา ชินวัตร	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	SHIN	6,318,000
15	2554	นายไพบูลย์ เฉลิมทวีพยากร	ใช้ข้อมูลภายใน	UMS-W1	5,363,121
16	2550	นายบุญชัย ไชยวีร์ดี	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	CWT	5,236,500
17	2549	นางวิไล แซ่ไว้	ใช้ข้อมูลภายใน	TFD, TFD-W1	4,873,991
18	2552	นายฉาย บุณนาค	สร้างราคาหุ้น	DTCI	4,839,864
19	2555	นางพิมพ์า จิระพรทิพย์	สร้างราคาหุ้น	SALEE	4,587,215
20	2550	นางจำลอง พันธุ์ทาดิษฐ์	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	YNP	4,523,700
21	2550	นางพรทิพย์ พัฒนพลกรสกุล	สร้างราคาหุ้น	AREEYA	4,425,492
22	2550	นางสาวรวรรณณี งามเศรษฐมาศ	สร้างราคาหุ้น	AREEYA	4,413,427
23	2546	นายสงว ว่องสุภัคพันธ์	สร้างราคาหุ้น	CVD	4,031,783
24	2554	นายชัยวัฒน์ เครือชะเอม	ใช้ข้อมูลภายใน	UMS	3,723,416
25	2549	นายพนาทองแท้ ชินวัตร	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	SHIN	3,324,500

ลำดับที่	ปี	ชื่อผู้รับการเปรียบเทียบปรับ	ฐานความผิด	หลักกรณียที่กระทำผิด	ค่าปรับ (บาท)
26	2552	นางอัญญา ศิลาทอง	สร้างราคาหุ้น	TWZ	3,245,757
27	2549	นายพานทองแท้ จินาวัตร	ไม่ทำค่าเสนอซื้อร้อยละ 25	SHIN	2,657,500
28	2549	นพ.ปราเสริฐ ปราสาททองโอสถ	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	BGH	1,993,200
29	2549	นางสาวกานต์จิร จิตตกุลติลก	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	POWER	1,548,500
30	2550	นายอุดมศักดิ์ ชاکริวิชญ์	ใช้ข้อมูลภายใน	OISHI	1,494,616
31	2544	บริษัทศศิธรินทร์ จำกัด (มหาชน)	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	JULDIS	1,290,600
32	2549	นายศุภสิทธิ์ ไบรียานนท์	ใช้ข้อมูลภายใน	TGP	1,277,600
33	2545	นายไทรวัฒน์ ตำนินชาญวณิชย์	สร้างราคาหุ้น	AA	1,204,486
34	2552	นายธานี จินาวัตร	ไม่รายงานการซื้อขาย	STPI	1,999,807
35	2550	นายโกมล จึงรุ่งเรืองกิจ	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	EWC	1,826,400
36	2552	นายณะชัย โรมพันธ์	สร้างราคาหุ้น	EWC	1,584,232
37	2554	ม.ล.สุนทรชัย ชยงกูว	สร้างราคาหุ้น	SAMART, SIM, SAMTEL	1,500,000
38	2554	นายพงศ์เฉลิม เฉลิมทวีพยากร	ใช้ข้อมูลภายใน	UMS-W1	1,296,010
39	2550	นายโกมล จึงรุ่งเรืองกิจ	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	APURE	1,191,200
40	2548	บริษัท เทรินทร์ อะวอร์ด จำกัด	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	SGF	1,094,500
41	2550	นายชาติร มหัทธนาคุณย์	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	SH	1,020,000
42	2550	นายชาติร มหัทธนาคุณย์	ไม่ทำค่าเสนอซื้อร้อยละ 25	SH	1,019,600
43	2550	นางสาวสุธิดา มหัทธนาคุณย์	ไม่ทำรายงานร้อยละ 5	SH	1,020,000
44	2550	นางสาวสุธิดา มหัทธนาคุณย์	ไม่ทำค่าเสนอซื้อร้อยละ 25	SH	1,019,600
45	2552	นางสาวแสงเดือน แวवलอยงาม	สร้างราคาหุ้น	EWC	1,000,000
46	2544	นายบุญเลิศ นิธิอุทัย	ใช้ข้อมูลภายใน	IFCTF	1,000,000
47	2554	นายสมชาย วิโมกษ์เจริญสุข	สร้างราคาหุ้น	SAMART, SIM, SAMTEL	1,000,000
48	2554	นายสมวย แซ่ลิ้ม	สร้างราคาหุ้น	SAMART, SIM, SAMTEL	1,000,000



อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าแนวโน้มการเปรียบเทียบปรับจะมีความชัดเจนมากขึ้นตั้งแต่ราวปี 2550 เป็นต้นมา กรณีที่คณะกรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับนั้นก็ยังนับว่าเป็นส่วนน้อยมากเมื่อเทียบกับค่าเช่าทางเศรษฐกิจที่นักปิ่นหุ้น 'รายใหญ่' ได้รับเป็นหลักร้อยละล้านบาทต่อครั้งต่อราย (การที่นักลงทุนรายใหญ่จะมีพอร์ตลงทุนเป็นหลักพันล้านบาท ไม่ใช่เรื่องผิดวิสัยแต่อย่างใด)

นอกจากนี้ กรณีที่คณะกรรมการเปรียบเทียบสั่งปรับก็ยังไม่ครอบคลุมหุ้นแก๊งกำโรบางตัวซึ่งมีราคาพุ่งสูงถึง 400-500% หรือแม้แต่หลัก 1,000% หุ้นหลายบริษัทพุ่งสูงจนจนเพดานราคาสูงสุดต่อวันตามกฎหมายของ ตลท. (30%) ติดต่อกันหลายวัน หุ้นหลายบริษัทเป็นที่น่าสงสัยว่าอาจตกเป็นเป้าของนักลงทุนรายใหญ่ที่ปิ่นหุ้นอย่างเป็นทางการ ตั้งแต่เข้าไปซื้อหุ้นในสัดส่วนสูงเพื่อครอบงำการบริหาร สร้าง 'เรื่องราว' เพื่อรองรับการพุ่งขึ้นของราคาหุ้นหลังจากนั้นหรือไม่ อาทิ บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) (NEP), บริษัท อินเตอร์เนชั่นเนลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) (IEC), บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) (EMC), บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน) (PLE), บริษัท บลิส-เทล จำกัด (มหาชน) (BLISS), บริษัท โลฟ อินคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (LIVE), บริษัท หลักรัพย์แอดคินชั่น จำกัด (มหาชน) (ASL ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น บล. คันทรี กรุ๊ป), และบริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด

(มหาชน) (EVER)

### 3.2.3.2 กรณีที่มีการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวน

ปัญหาหลักที่ผ่านมาสำหรับกรณีทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวนคือ ความยุ่งยากและล่าช้าในการดำเนินการของพนักงานสอบสวนและขั้นตอนในชั้นศาล ประกอบกับการที่ ก.ล.ต. ไม่มีอำนาจทางแพ่ง เนื่องจากการกระทำผิดที่มีโอกาสสร้างค่าเช่าทางเศรษฐกิจมูลค่าสูงนั้นเป็นความผิดทางอาญา ผู้ฟ้องมีภาระต้องพิสูจน์ความผิดในระดับ ‘ล้นสงสัย’ ซึ่งแทบเป็นไปไม่ได้สำหรับการกระทำผิดขนาดใหญ่ในตลาดทุนซึ่งมักจะมีผู้เกี่ยวข้องหรือให้การสนับสนุนจำนวนมาก มีความสลับซับซ้อนและใช้บัญชีνομินีมากมาย ยากแก่การพิสูจน์ความเป็นเจ้าของและเชื่อมโยงตัวผู้กระทำผิดกับธุรกรรมทุกครั้งได้อย่างครบถ้วน

นับตั้งแต่มีการก่อตั้ง ก.ล.ต. ในปี พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา ปัญหาเชิงโครงสร้างที่กล่าวไปข้างต้นนั้นเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้กรณีทุจริตหลายคดีที่สร้างความเสียหายให้กับบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนในวงกว้างไม่เคยไปถึงชั้นศาล ศาลสั่งยกฟ้อง หรือผู้ต้องหาคนสำคัญสามารถหลบหนีจนหมดอายุความ คดีทุจริตสำคัญที่เข้าข่ายนี้แสดงในตาราง 7

## ตาราง 7 กรณีทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่พนักงานสอบสวนหรืออัยการสั่งไม่ฟ้อง ศาลสั่งยกฟ้อง หรือหมดอายุความ

ปี	ผู้ต้องสงสัยว่ากระทำผิด	ฐานความผิด	ผลลัพธ์สุดท้าย
2536	1) นายสอง วัชรศรีโรจน์ กับพวก	กรณีร่วมกันซื้อขายหุ้น ธนาคารพาณิชย์การ จำกัด (มหาชน) (BBC) ในลักษณะอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด และร่วมกันซื้อขายหุ้นดังกล่าวในลักษณะต่อเนื่อง	ปี 2540 คดีถึงที่สุด โดยศาลฎีกาพิพากษา ยืนตามศาลอุทธรณ์ ให้อยกฟ้อง
2536	2) นายวิชัย กฤษดาชานนท์ และนายสอง วัชรศรีโรจน์ กับพวก	กรณีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท กฤษดาชานนท์ จำกัด (มหาชน) (KMC) ในลักษณะอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด และร่วมกันซื้อขายหุ้นดังกล่าวในลักษณะต่อเนื่อง	ในปี 2537 ศาลได้พิพากษา ลงโทษผู้กระทำความผิดจำนวน 2 ราย โดยให้จำคุกคนละ 1 ปี 6 เดือน และปรับคนละ 350,000 บาท โทษจำคุกให้รอลงอาญาไว้ 2 ปี ล่าสุดเมื่อวันที่ 31 สิงหาคม 2549 ศาลอุทธรณ์ได้พิพากษาให้ลงโทษผู้กระทำความผิดอีก 2 ราย โดยให้จำคุกคนละ 2 ปี โดยไม่รอลงอาญา และปรับอีกคนละ 700,000 บาท ส่วนที่เหลืออีก 10 คน เป็นกรณีที่อัยการสั่งไม่ฟ้อง 3 คน และอีก 7 คน แต่อัยการสั่งฟ้องแต่ก็หลบหนีการจับกุมจนคดีหมดอายุความ
	3) นายสอง วัชรศรีโรจน์ และคุณหญิงพัชรี ว่องไพฑูริย์กับพวก	กรณีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท เงินทุน เฟิสท์ ซิตี อินเวสเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (FCI) ในลักษณะอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด และร่วมกันซื้อขายหุ้นดังกล่าวในลักษณะต่อเนื่อง	ปี 2540 คดีถึงที่สุด โดยอธิบดีกรมตำรวจ เห็นชอบด้วยกับคำสั่งไม่ฟ้องของพนักงานอัยการ
	4) นายสอง วัชรศรีโรจน์ และคุณหญิงพัชรี ว่องไพฑูริย์กับพวก	กรณีร่วมกันซื้อขายหุ้น บริษัท รัตนการเคหะ จำกัด (มหาชน) (RR) ในลักษณะอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด และร่วมกันซื้อขายหุ้นดังกล่าว ในลักษณะต่อเนื่อง	ปี 2540 คดีถึงที่สุด โดยอธิบดีกรมตำรวจ เห็นชอบด้วยกับคำสั่งไม่ฟ้องของพนักงานอัยการ

ID	ผู้ต่อสงสัยว่ากระทำผิด	ฐานความผิด	ผลลัพธ์สุดท้าย
2542	<p>1) ผู้บริหารและพนักงานของบริษัท ไทยโมเดิร์นฟาสติค อินดัสทรี จำกัด (มหาชน) จำนวน 6 ราย</p>	<p>กรณีกระทำผิดหน้าที่โดยทุจริตจนเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายแก่บริษัท เบียดบังเอาทรัพย์สินของบริษัท กระทำการเพื่อแสวงหาประโยชน์ ที่มีควรได้โดยชอบด้วยกฎหมาย กระทำหรือยินยอมให้กระทำการ ลงข้อความเท็จในบัญชี ปลอมเอกสาร และสนับสนุนการกระทำผิด</p>	<p>ปี 2545 คดีถึงที่สุด โดยพนักงานอัยการมีคำสั่งไม่ฟ้อง</p>
	<p>2) อดีตผู้บริหารและอดีตพนักงานของ บริษัท หลักทรัพย์ ซีมิโก้ จำกัด (มหาชน) จำนวน 2 ราย</p>	<p>กรณีกระทำผิดหน้าที่โดยทุจริตจนเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายแก่ประโยชน์ในลักษณะที่เป็นทรัพย์สินของบริษัท และกรณีช่วยเหลือ หรือให้ความสะดวกในการที่อดีตผู้บริหารของบริษัท กระทำผิดดังกล่าว</p>	<p>ปี 2544 พนักงานสอบสวนมีความเห็นไม่ฟ้อง</p>
2543	<p>1) นายวิโรจน์ ปรีชา ว่องไวกุล และพวก รวม 3 ราย</p>	<p>กรณีขายหุ้นบริษัท ออนป้า อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) (ONPA) โดยอาศัยข้อมูลภายในที่บริษัทยังมีได้เปิดเผยให้ประชาชนทั่วไปได้รับทราบ</p>	<p>ปี 2544 คดีถึงที่สุด โดยอัยบดีกรมตำรวจ เห็นชอบด้วยกับคำสั่งไม่ฟ้องของพนักงานอัยการ</p>
2546	<p>1) นายภูษณ ปรีรัมย์อินช และนางสาวอัจฉรา บุญญาใจ</p>	<p>กรณีร่วมกันแสวงหาประโยชน์ ที่มีควรได้จากบริษัทโทเทิล แอ็คเซล คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) (TAC)</p>	<p>ปี 2547 คดีถึงที่สุด โดยพนักงานอัยการมีคำสั่งไม่ฟ้อง</p>
	<p>2) อดีตผู้บริหารและอดีตพนักงานของ บริษัท หลักทรัพย์ ซีมิโก้ จำกัด (มหาชน) จำนวน 2 ราย</p>	<p>กรณีกระทำผิดหน้าที่โดยทุจริตจนเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายแก่ประโยชน์ในลักษณะที่เป็นทรัพย์สินของบริษัท และกรณีช่วยเหลือ หรือให้ความสะดวกในการที่อดีตผู้บริหารของบริษัท กระทำผิดดังกล่าว</p>	<p>ปี 2544 พนักงานสอบสวนมีความเห็นไม่ฟ้อง</p>

ตั้งแต่ปี 2542 เป็นต้นมา มีคดีละเมิดกฎหมายหลักทรัพย์ที่ ก.ล.ต. กล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวนรวมทั้งสิ้น 425 คดี หากนับเฉพาะคดีละเมิดกฎหมายหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าความเสียหายค่อนข้างสูงและศาลมีคำพิพากษาแล้ว หรือคดียังอยู่ในกระบวนการยุติธรรม มีทั้งหมดเพียง 28 กรณี ตั้งแต่ปี 2536 จนถึงปลายปี 2554 ผู้กระทำผิดได้รับมูลค่าผลตอบแทนจากการทุจริต (ค่าเช่าทางเศรษฐกิจ) จากกรณีเหล่านี้ประมาณ 18,702 ล้านบาท (ตัวเลขนี้รวมค่าปรับ 6,900 ล้านบาท ที่ศาลชั้นต้นพิพากษาในปี 2550 ปรับบริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน) และบริษัท สตีร์น สจีวิต (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) โทษฐานเผยแพร่ข่าวเกี่ยวกับมูลค่าองค์กรที่สูงกว่าความเป็นจริง ค่าปรับในกรณีนี้สูงเป็นประวัติการณ์)

นอกจากนี้ รายงานข่าว มติชนออนไลน์ วันที่ 23 กรกฎาคม 2552 ระบุว่า<sup>4</sup> “ในการประชุมคณะกรรมการคดีพิเศษ (กพค.) เมื่อวันที่ 22 กรกฎาคม 2552 ซึ่งมีนายสุเทพ เทือกสุบรรณ รองนายกรัฐมนตรีเป็นประธาน ได้มีมติรับคดีปั่นหุ้น ยักยอกทรัพย์ และหลบเลี่ยงภาษีอากร ระหว่างปี 2548-2551 วงเงินกว่า 5,000 ล้านบาทไว้เป็นคดีพิเศษ

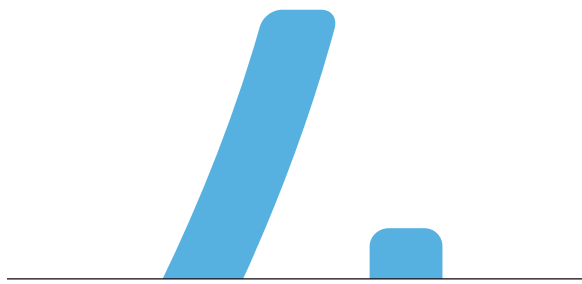
“คดีดังกล่าวมีกลุ่มบุคคลซึ่งเป็นเครือข่ายเกือบ 100 คน

4 “ก.ล.ต.ชงดีเอสไอฟันเครือข่ายแก๊งปั่นตลาดหุ้น 100 คน ฟาดกำไร 5 พันล้าน-ชาวนวน นักธุรกิจตระกูลดังร่วม” มติชนออนไลน์, 23 กรกฎาคม 2552. [http://www.matichon.co.th/news\\_detail.php?newsid=1248268546&grpId=00](http://www.matichon.co.th/news_detail.php?newsid=1248268546&grpId=00)

ต้องสงสัยว่า สร้างราคาหรือปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2548 จนถึงปี 2551 ทำให้มีกำไรกว่า 5,000 ล้านบาท ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ส่งหลักฐานให้ไว้เป็นคดีพิเศษเพื่อสืบสวนสอบสวนหาพยานหลักฐานมาดำเนินคดีกับกลุ่มบุคคลดังกล่าวต่อไป”

กำไรจากการทุจริตที่อยู่ภายใต้การสอบสวนของดีเอสไอจำนวน 5,000 ล้านบาทข้างต้น เมื่อนำมารวมกับตัวเลข 18,702 ล้านบาทที่ผู้เขียนรายงานประเมินจากคดีที่มีการกล่าวโทษต่อพนักงานสอบสวนแล้ว และ 590 ล้านบาทจากกรณีที่มีการเปรียบเทียบปรับ เท่ากับว่าค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากการทุจริตในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2541 ถึง 2554 มีมูลค่าขั้นต่ำประมาณ 19,293 ล้านบาท

กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ 19,293 ล้านบาท คือ ‘ต้นทุนขั้นต่ำ’ ของความเหลื่อมล้ำภายในตลาดทุนไทย ตัวเลขนี้ยังไม่รวมมูลค่าของค่าเช่าทางเศรษฐกิจจากกรณีทุจริตขนาดใหญ่ที่ผู้เขียนรายงานฉบับนี้ไม่สามารถประเมินค่าเช่าได้ รวมทั้งกรณีทุจริตอีกมากมายหลายกรณีที่ไม่สามารถนำตัวผู้กระทำผิดมาลงโทษ อัยการไม่สั่งฟ้อง หรือศาลสั่งยกฟ้อง ดังที่ได้ยกตัวอย่างบางกรณีไปแล้วข้างต้น



บทสรุปและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย



ถึงแม้ว่าข้อถกเถียงเรื่องความเป็นธรรมและบทบาทของตลาดทุนต่อการลดความเหลื่อมล้ำจะยังแผ่วเบาในสังคมไทย ก็ปฏิเสธไม่ได้ว่าความเหลื่อมล้ำทั้งภายในและภายนอกตลาดทุนหลายประการซึ่งผู้เขียนรายงานได้หยิบยกขึ้นมาอภิปรายในรายงานฉบับนี้ มีส่วนสำคัญในการซ้ำเติมความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจในไทยให้ดำรงอยู่ต่อไป โดยเฉพาะในเมื่อสินทรัพย์ในตลาดทุนเป็นแหล่งผลิตความมั่งคั่งแหล่งสำคัญของผู้มีฐานะ แต่ปัจจุบันรัฐไทยยังไม่เคยเก็บภาษีผลได้จากทุน อีกทั้งมาตรการด้านภาษีที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนก็มักจะเน้นไปที่การสร้างแรงจูงใจให้คนเข้ามาลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น โดยไม่คำนึงถึงหลักความก้าวหน้าในการเก็บภาษี ส่งผลให้ผู้มีฐานะดีอยู่แล้วได้รับประโยชน์มากกว่าผู้มีรายได้น้อย ซ้ำเติมสภาพความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจให้เลวร้ายลงกว่าเดิม

หลายคนมักจะมองว่า ‘ความเป็นธรรม’ กับ ‘ประสิทธิภาพ’ เป็นสิ่งที่ต้องเลือก แต่ในความเป็นจริงตลาดทุนต้องมีความเป็นธรรมก่อนจึงจะมีประสิทธิภาพได้อย่างแท้จริง เนื่องจากความเป็นธรรมเป็นองค์ประกอบที่ขาดไม่ได้ของระดับธรรมภิบาลในตลาด ซึ่งเป็นปัจจัยที่จำเป็นต่อการสถาปนาราคาที่สะท้อนข้อมูลอย่างครบถ้วนและเที่ยงตรง อันเป็นหัวใจของการดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาในตลาด และเป็นตัวชี้วัดสำคัญของประสิทธิภาพ



### ภาพ 3 ความเชื่อมโยงระหว่างประสิทธิภาพ และความเป็นธรรม

ที่มา: Swati Ghosh และ Ernesto Revilla, “Enhancing the Efficiency of Securities Markets in East Asia”, The World Bank, 2007.



#### 4.1 มาตรการลดความเสี่ยง ‘ภายนอก’ ตลาดทุน

4.1.1 รัฐควรออกกฎหมายการจำกัดเก็บภาษีผลได้จากทุน (capital gains) บนหลักการว่า การเก็บภาษีทรัพย์สิน อย่างเช่นภาษีผลได้จากทุนนั้น เป็นกลไกสำคัญของการ บรรเทาความเสี่ยงด้านทรัพย์สิน โดยรัฐควรใช้ระบบ ที่แยกแยะระหว่างผู้มีรายได้มากกับผู้มีรายได้น้อย และ ระหว่างนักลงทุนระยะยาว (ซึ่งรัฐควรส่งเสริม) กับนักลงทุน ระยะสั้น (ซึ่งรัฐไม่จำเป็นต้องส่งเสริม) ทั้งนี้ เพื่อรักษา ประโยชน์ของตลาดทุนในฐานะแหล่งเงินออมที่สำคัญของ

คนหนุ่มมาก และรักษาความสามารถในการแข่งขันของ ตลาด. กับตลาดทุนต่างประเทศ ด้วยวิธีอย่างเช่น ด้วยการยกเว้นภาษีผลได้จากทุนสำหรับผู้มีรายได้น้อย (เช่น ขายหุ้นมูลค่าไม่เกิน 1 ล้านบาท) และ/หรือเก็บภาษีผลได้จากทุนอย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วยจาก ‘หุ้นเก่า’ ที่เจ้าของเดิมตกลงกับผู้ซื้อนอกตลาด แต่นำมาเคาะขายในตลาดหลักทรัพย์คราวละมาก ๆ (กระดาน Big Lot) ซึ่งโดยมากมักจะทำแบบนี้เพื่อหลบเลี่ยงการจ่ายภาษีเงินได้ เนื่องจากธุรกรรมซื้อขายในตลาดได้รับยกเว้นภาษี

4.1.2 ขจัดลักษณะถดถอย (regressive) ของนโยบายภาษีที่เกี่ยวกับตลาดทุนให้เป็นลักษณะก้าวหน้า (progressive) ให้ได้มากที่สุด เพื่อให้สอดคล้องกับหลักการการเก็บภาษีในอัตราก้าวหน้าซึ่งจำเป็นต่อการลดระดับความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจ เช่น การเปลี่ยนระบบการลดหย่อนภาษีในกรณี LTF และ RMF โดยให้ผู้มีรายได้น้อยได้ประโยชน์กว่าผู้มีรายได้มากในแง่อัตราภาษีที่ลดได้ และขจัดสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่มอบให้กับบริษัทจดทะเบียน เพื่อลดความเหลื่อมล้ำระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

4.1.3 เร่งแปลงสภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นบริษัทมหาชน และเปิดเสรีธุรกิจนายหน้า

ค้าหลักทรัพย์ ตามแผนพัฒนาตลาดทุน เพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนรายย่อยและประชาชนทั่วไปได้มีโอกาสร่วมเป็นเจ้าของตลาดหลักทรัพย์โดยตรง จากปัจจุบันที่โครงสร้างคณะกรรมการบริษัทยังถูกครอบงำโดยบริษัทหลักทรัพย์

4.1.4 นอกจากมาตรการที่กล่าวไปข้างต้น รัฐควรพิจารณาใช้ตลาดทุนเป็น ‘เครื่องมือ’ เชิงรุก (proactive) ในการบรรเทาความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจ ยกตัวอย่างเช่น ออกหน่วยลงทุนเพื่อผู้มีรายได้น้อย คล้ายสลากออมสินของธนาคารออมสิน หรือกองทุนทรัสต์เพื่อชาวมาเลเซียพื้นเมืองของมาเลเซีย โดยซื้อได้ในราคาหน่วยละ 10-20 บาท หาซื้อได้ง่าย เช่น ตามร้านสะดวกซื้อหรือไปรษณีย์ และรัฐอาจปรับภาระค้ำประกันเงินต้น ทั้งนี้ เพื่อเพิ่มโอกาสที่ผู้มีรายได้น้อยจะได้มีส่วนแบ่งผลตอบแทนจากตลาดทุน เป็นการช่วยลดความเหลื่อมล้ำภายนอกตลาดทุนทางอ้อม

## 4.2 มาตรการลดความเหลื่อมล้ำ ‘ภายใน’ ตลาดทุน

เนื่องจากความเหลื่อมล้ำภายในตลาดทุนมักเกิดจากการฉวยโอกาสทุจริตของผู้มีข้อมูลภายใน การบรรเทาความเหลื่อมล้ำประเภทนี้จึงต้องอาศัยกฎหมายและกฎเกณฑ์เกี่ยวกับด้านนี้ที่มีประสิทธิภาพ

#### 4.2.1 แก้กฏหมายเพื่อเพิ่มอำนาจทางแพ่งแก่

ก.ล.ต.

ความผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ ล้วนแต่เป็นความผิดทางอาญา ซึ่งแปลว่าการดำเนินคดีกับผู้กระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ หลายกรณี เช่น การสร้างราคาหุ้น (ปั่นหุ้น) ที่ก่อให้เกิดความเสียหายในวงกว้างย่อมเป็นไปได้อย่างล่าช้า และยากลำบาก ต้องประสานงานกับหน่วยงานราชการอื่น อีกหลายแห่ง และมีแนวโน้มที่จะไม่นำไปสู่การตัดสินลงโทษ ผู้กระทำผิด เนื่องจากต้องพิสูจน์ความผิดให้ศาล ‘ลั่นสงสัย’ ตามมาตรฐานของคดีอาญา ซึ่งแทบเป็นไม่ได้ในการทุจริต อันสลับซับซ้อนในตลาดหลักทรัพย์

ด้วยเหตุนี้ รัฐจึงควรพิจารณาแก้กฏหมายให้ ก.ล.ต. มีอำนาจกึ่งตุลาการ (quasi-judicial powers) โดยเฉพาะ อำนาจลงโทษทางแพ่ง ซึ่งจะช่วยให้ ก.ล.ต. มีความคล่องตัว และยืดหยุ่นในการบังคับใช้กฏหมายมากกว่าที่แล้วมา อีกทั้ง ยังจะสร้างแรงจูงใจให้ผู้กระทำผิดบางรายยินดีที่จะ ยอมความ จ่ายค่าปรับจำนวนมากแลกกับการไม่ต้องรับผิด อันเป็นบรรทัดฐานสากลในการบังคับใช้กฏหมายหลักทรัพย์ (ข้อนี้เป็นมาตรการหนึ่งในแผนพัฒนาตลาดทุนไทย ปี 2553-2557 แต่ยังไม่บรรลุผล)

#### 4.2.2 ปรับปรุงกลไกที่จะเอื้ออำนวยให้นักลงทุน โดย

เฉพาะผู้ถือหุ้นรายย่อย สามารถฟ้องร้องเรียกความเสียหาย

จากผู้กระทำผิดได้อย่างสะดวกและมีต้นทุนต่ำ

ยกตัวอย่างเช่น ควรเร่งออกกฎหมายการดำเนินคดีแบบกลุ่ม (Class Action Law) ซึ่ง ก.ล.ต. เคยยกร่างตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 และผ่านการพิจารณาของคณะกรรมการกฤษฎีกาแล้ว แต่ยังไม่มีการตราโดยคณะรัฐมนตรี (ข้อนี้เป็นมาตรการหนึ่งในแผนพัฒนาตลาดทุนไทย ปี 2553-2557)

#### 4.2.3 ปรับปรุงกฎเกณฑ์การเปิดเผยตัวตนผู้ถือหุ้นที่แท้จริง

เนื่องจากปัจจุบันมีการใช้บัญชีชื่อคนอื่น (นอมินี) เป็นเครื่องมือในการทุจริต โดยเฉพาะการสร้างราคาหุ้น และการสืบค้นเจ้าของหุ้นที่แท้จริงก็มักจะตกเป็นภาระของเจ้าหน้าที่สอบสวนที่พิสูจน์ได้ยาก รัฐจึงควรพิจารณาแก้ไขนิยามของ ‘บุคคลที่เกี่ยวข้องกัน’ ตามมาตรา 258 ใน พ.ร.บ.หลักทรัพย์ให้ครอบคลุม ‘นอมินี’ และ ‘เจ้าของหุ้นที่แท้จริง’ ด้วย โดยอาจใช้กฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (Securities Exchange Act of 1934) เป็นต้นแบบ โดย Section 13 (d) และ Regulation 13D ภายใต้กฎหมายดังกล่าวของอเมริกา กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 5 ในบริษัทจดทะเบียน มีหน้าที่รายงานตัวตนของผู้ถือหุ้นที่แท้จริง (Beneficial Owner) และหลักฐานที่ใช้ในการถือหุ้น โดย Regulation 13D ใช้หลักการหลักดังต่อไปนี้ในการนิยาม ‘เจ้าของ

### หุ้นที่แท้จริง'

1. บุคคลใดก็ตามที่มีสิทธิดังต่อไปนี้ในหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม ภายใต้สัญญา ข้อตกลง หรือความสัมพันธ์ใดๆ ก็ตาม: a. สิทธิออกเสียง และ/หรือ b. อำนาจในการลงทุน ซึ่งรวมถึงอำนาจในการโอนหรือขาย หรือส่งโอนหรือขาย หุ้นดังกล่าว

2. บุคคลใดก็ตามที่จัดตั้งหรือใช้รูปแบบทรัสต์ ตัวแทนออกเสียง (Proxy) หนังสือมอบอำนาจ ข้อตกลงแบ่งผลประโยชน์ หรือสัญญาหรือข้อตกลงใดๆ ก็ตาม ที่มีจุดประสงค์เพื่อแบ่งแยกหรือก่อให้เกิดการแบ่งแยกหุ้นที่บุคคลรายนั้นถืออยู่ เพื่อหลบเลี่ยงหน้าที่การรายงาน มีหน้าที่นับรวมหุ้นเหล่านั้นเป็นหุ้นของผู้ถือหุ้นที่แท้จริงด้วย

3. การนับหุ้นของผู้ถือหุ้นที่แท้จริงจะต้องนับรวมหุ้นที่บุคคลดังกล่าวมีสิทธิได้มาภายใน 60 วัน เช่น โดยการใช้สิทธิภายใต้ใบสำคัญแสดงสิทธิ หุ้นกู้แปลงสภาพ หรืออำนาจการยกเลิกทรัสต์ บัญชีเฉพาะ หรือข้อตกลงอื่นๆ เข้าเป็นส่วนหนึ่งของการรายงานด้วย

Section 13 (d) ของกฎหมายหลักทรัพย์อเมริกา กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่แท้จริงที่ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 5 มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลขั้นต่อดังต่อไปนี้ต่อสาธารณะ

1. ตัวตน ที่อยู่ สัญชาติ ที่มา และจุดประสงค์ในการเข้าครอบครองหุ้น
2. ที่มาของเงินที่ใช้ในการซื้อหุ้น รวมทั้งตัวตนของ

เจ้าหน้าที่ในกรณีที่ใช้แหล่งเงินกู้ ยกเว้นในกรณีที่เจ้าหน้าที่ของ ผู้ถือหุ้นที่แท้จริงเป็นธนาคารพาณิชย์ที่ได้อยู่ภายใต้การ กำกับดูแลของทางการ

3. แผนการขายทรัพย์สิน ควบรวมกิจการ หรือ เปลี่ยนแปลงโครงสร้างการบริหารจัดการหรือวิธีการดำเนิน ธุรกิจหลักในสาระสำคัญ หากผู้ซื้อมีจุดประสงค์ที่จะครอบครอง กิจการ

4. จำนวนหุ้นที่ครอบครอง และมีสิทธิจะครอบครอง ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม (เช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant, stock option, ฯลฯ)

5. ข้อมูลและรายละเอียดเกี่ยวกับสัญญาหรือข้อตกลงเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน เช่น การโอน หลักทรัพย์ สัญญาร่วมทุน การแบ่งผลกำไรหรือขาดทุน หรือ การให้หรือจำกัดสิทธิการใช้ตัวแทนออกเสียง (proxy)

นอกจากนี้ รัฐควรแก้กฎหมายหลักทรัพย์ให้บริษัท จดทะเบียน และผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ถือหุ้นรวมกันมากกว่า ร้อยละ 0.5 มีสิทธิเรียกร้องให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (ถือหุ้นเกิน ร้อยละ 5) พิสูจน์ตัวตนและเปิดเผยเจ้าของหุ้นที่แท้จริง โดย ควรให้สิทธิบริษัทจดทะเบียนในการตัดสิทธิผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ที่ไม่ปฏิบัติตามคำร้องขอภายในเวลาที่กำหนด เช่น กฎหมาย ของอังกฤษอนุญาตให้บริษัทมีสิทธิงดจ่ายเงินปันผล หรือ ผลตอบแทนอื่น ๆ จนกว่าผู้ถือหุ้นจะพิสูจน์ตัวตนที่แท้จริง

#### 4.2.4 ควรแก้ไขกฎหมายหลักทรัพย์เพื่อเพิ่มโทษกรณีทุจริต

เพื่อสร้างแรงจูงใจที่จะหลีกเลี่ยงการกระทำผิด โดยเฉพาะในกรณีทุจริตที่ฉ้อฉลหรือหลอกลวงนักลงทุนอย่างร้ายแรง เช่น การสร้างราคาหุ้น ควรเพิ่มระวางโทษจำคุกให้ทัดเทียมกับตลาดหลักทรัพย์อื่นในภูมิภาค จากปัจจุบันที่ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีบทลงโทษที่ต่ำที่สุด ดังแสดงในตาราง 8

#### 4.2.5 เพิ่มประสิทธิภาพในการบังคับใช้กฎหมายหลักทรัพย์และกฎเกณฑ์ต่างๆ โดยเฉพาะด้านการเปิดเผยข้อมูล

นับเป็นข่าวดีที่คณะกรรมการเปรียบเทียบของ ก.ล.ต. จริงจังกับการสั่งปรับผู้กระทำผิดข้อหาใช้ข้อมูลภายในและสร้างราคาหุ้น (ปั่นหุ้น) มากขึ้นในช่วง 1-2 ปี (2554-2555) ที่ผ่านมา ดังสะท้อนจากค่าปรับที่เพิ่มสูงขึ้นจากปีก่อน ๆ อย่างเห็นได้ชัด อย่างไรก็ตาม ก.ล.ต. และ ตลท. ควรปรับปรุงการบังคับใช้กฎเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลให้เคร่งครัดยิ่งขึ้น เพื่อคุ้มครองนักลงทุนในกรณีที่น่าสงสัยว่าจะมีการจงใจเผยแพร่ข่าวลือเพื่อปั่นหุ้น แต่ ก.ล.ต. หรือ ตลท. ยังไม่มีข้อมูลเพียงพอที่จะสอบสวนผู้กระทำผิด

ยกตัวอย่างเช่น ในหลายกรณีที่หุ้นมีการเคลื่อนไหวผิดปกติติดต่อกันหลายวัน พร้อมกับมีข่าวลือปรากฏในสื่อ



## ตาราง 8 เปรียบเทียบบทลงโทษกรณีเผยแพร่สารสนเทศเท็จ หรือหลอกลวงนักลงทุน

ที่มา: เว็บไซต์ ก.ล.ต. ของประเทศต่างๆ

ประเทศ	บทลงโทษกรณีเผยแพร่สารสนเทศเท็จหรือหลอกลวงนักลงทุนรายอื่น
ไทย	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 2 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้นๆ ได้รับไว้ หรือพึงจะได้รับเพราะการกระทำฝ่าฝืน แต่ทั้งนี้ค่าปรับดังกล่าวต้องไม่น้อยกว่า 500,000 บาท หรือทั้งจำทั้งปรับ
ฟิลิปปินส์	ต้องระวางโทษจำคุกไม่ต่ำกว่า 7 ปี และไม่มากกว่า 21 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่น้อยกว่า 50,000 เปโซ (ประมาณ 36,000 บาท) และไม่มากกว่า 5,000,000 เปโซ (ประมาณ 3,600,000 บาท) หรือทั้งจำทั้งปรับ
มาเลเซีย	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี และเสียค่าปรับไม่ต่ำกว่า 1 ล้านริงกิต (ประมาณ 9.9 ล้านบาท)
ฮ่องกง	หากเป็นคดีอาญา ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี และเสียค่าปรับไม่ต่ำกว่า 10 ล้านเหรียญฮ่องกง (ประมาณ 46 ล้านบาท) หากเป็นคดีแพ่ง ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี และเสียค่าปรับไม่ต่ำกว่า 1 ล้านเหรียญฮ่องกง (ประมาณ 4.6 ล้านบาท) ศาลสามารถห้ามไม่ให้ผู้กระทำผิดมีส่วนเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์อีก (ในฐานะนักลงทุนหรือผู้บริหารบริษัทจดทะเบียน) เป็นเวลา 5 ปี
สิงคโปร์	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 7 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 2 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้นๆ ได้รับไว้ หรือพึงจะได้รับเพราะการกระทำฝ่าฝืน แต่ทั้งนี้ค่าปรับดังกล่าวต้องไม่น้อยกว่า 250,000 เหรียญสิงคโปร์ (ประมาณ 5,800,000 บาท) หรือทั้งจำทั้งปรับ
ไต้หวัน	ต้องระวางโทษจำคุกระหว่าง 3-10 ปี และอาจถูกปรับเป็นเงิน 10 - 200 ล้านเหรียญไต้หวัน (ประมาณ 11-220 ล้านบาท)
เกาหลีใต้	ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 10 ปี หรือปรับเป็นเงินไม่เกิน 3 เท่าของผลประโยชน์ที่บุคคลนั้นๆ ได้รับไว้หรือ 20 ล้านวอน (ประมาณ 770,000 บาท) แล้วแต่ตัวเลขใดสูงกว่า หากผลประโยชน์ที่ได้รับมีมูลค่าระหว่าง 500-5,000 ล้านวอน (19-190 ล้านบาท) ผู้กระทำผิดต้องได้รับโทษจำคุกไม่ต่ำกว่า 3 ปี หากผลประโยชน์ที่ได้รับมีมูลค่าสูงกว่า 5,000 ล้านวอน (190 ล้านบาท) ผู้กระทำผิดต้องได้รับโทษจำคุกไม่ต่ำกว่า 5 ปี

อย่างโจ่งแจ้งเกี่ยวกับการ ‘ปันหุ้น’ ถ้าหาก ก.ล.ต. บังคับให้บริษัทจดทะเบียนแจ้งต่อ ตลท. ว่า “...ตามที่บริษัททราบไม่มีเหตุผลใดที่จะทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทผิดไปจากสภาพปกติของตลาด” ตามแนวทางการเปิดเผยข้อมูลของ ตลท. ปัจจุบัน รวมถึงว่ากล่าวตักเตือนไปยังสื่อดังกล่าวว่าอาจเข้าข่ายเผยแพร่ข่าวอันเป็นเท็จ ซึ่งผิดกฎหมายหลักทรัพย์ ก็จะเป็นการแจ้งให้นักลงทุนทุกคนได้รับทราบทางอ้อมโดยทั่วกันว่า ราคาหุ้นของบริษัทกำลังเคลื่อนไหวอย่างผิดปกติ อีกทั้งยังเป็นการบังคับให้บริษัทและสื่อแสดง ‘ความรับผิดชอบ’ ต่อข้อมูลข่าวสารที่ปรากฏอีกทางหนึ่งด้วย

---

---

## บรรณานุกรม

---

---

- Banerjee, Abhijit V & Newman, Andrew F, 1991. ***“Risk-Bearing and the Theory of Income Distribution”***, Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, vol. 58(2), pages 211-35, April.
- Boonyawat, Karuntarat, Jumreornvong, Seksak, and Limpaphayom, Piman. ***Insider Trading: Evidence from Thailand***, 2005. [http://www.thammasatreview.tu.ac.th/tu\\_doc/2005-Volume10-No1/3\[1\]\[1\].insider\\_trading-revise.pdf](http://www.thammasatreview.tu.ac.th/tu_doc/2005-Volume10-No1/3[1][1].insider_trading-revise.pdf)
- Brown, Stephen and Hillegeist, Stephen A., ***How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry***. Review of Accounting Studies, Forthcoming. ดาวน์โหลดจาก SSRN: <http://ssrn.com/>

abstract=956256

- Burman, Leonard E. and Gale G., William. ***“The Case Against the Capital Gains Tax Cuts”***, Brookings Institute. September 1997. <http://www.brookings.edu/research/opinions/1997/09/taxes-gale>
- Carter, Mansi and Reeb. (2003), ***“Quasi- private information and insider trading”***, Financial Analysis Journal, pp.60-68.
- Edwards, Chris. ***“Capital Gains Taxes: Washington Post Omissions”***. Cato Institute, September 12, 2011. <http://www.cato.org/blog/capital-gains-taxes-washington-post-omissions>
- Fama, E.F.(1970). ***“Efficient capital market: A review of theory and empirical work”***, Journal of Finance, vol.25, pp.383-417.
- Finnerty, J.E. (1976). ***“Insiders and market efficiency”***, Journal of Finance, vol.31, pp. 1141-1148.
- Frank, Robert. ***The Wild Ride of the 1%***. The Wall Street Journal, 2011.
- Favilukis, Jack. Inequality, ***Stock Market Participation and the Equity Premium***. The London School of Economics, 2012.
- Ghosh, Swati and Revilla, Ernesto. ***“Enhancing the Efficiency of Securities Markets in East Asia”***, The World Bank, 2007.
- Hartmann, Joerg. ***Insider Trading: An Economic and Legal Problem***. Gonzaga University, 1997-98.
- Healy, Paul M. and Palepu, Krishna G., ***“Information Asymmetry, Corporate Disclosure in the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”*** (December 2000). Journal of Accounting & Economics 31: 405-440. ดาวนีโหลดจาก SSRN: <http://ssrn.com/abstract=258514>
- Hungerford , Thomas L. ***“The Economic Effects of Capital Gains Taxation.”*** June 18, 2010. <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R40411.pdf>
- Jaffe, F.F. (1974). ***“Special information and insider trading”***, Journal of Finance, vol.47, pp.410-428.

Jo, Hoje and Kim, Yongtae. *Disclosure Frequency and Earnings Management*. Journal of Financial Economics, Forthcoming. <http://ssrn.com/abstract=927798>

Krawiec, Kimberly D. *Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age*. Northwestern University Law Review, vol. 95, No. 2. 2001.

Lakhal, Faten. *Stock Market Liquidity and Information Asymmetry around Voluntary Earnings Announcements: New Evidence from France (December 2004)*. <http://ssrn.com/abstract=665086>

Lee, Hunmook. *Rationales and Requirements of the Legal Framework of Insider Dealing in the European Union (July 31, 2008)*. <http://ssrn.com/abstract=1192102>

Paul A. Groot, William L. Megginson, Anna Zalewska. *“One Half-Billion Shareholders and Counting: Determinants of Individual Share Ownership around the World”*. 2009.

Teerapat, Santi. *Insider Trading: A Preliminary Study of Thai Capital Market*, 2004. [http://www.set.or.th/setresearch/rag\\_p4.html](http://www.set.or.th/setresearch/rag_p4.html)

ทรงธรรม ปิ่นโต บุณยวรรณ หมั่นวิชาชัย และ จุติมา ชูเชิด, “*การประเมินความเปราะบางทางการคลังของไทย: ความเสี่ยง และนัยต่อการดำเนินนโยบายในอนาคต*”, สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) นำเสนอในงานสัมมนาวิชาการ ธปท. ปี 2550. [http://www.bot.or.th/thai/EconomicConditions/Semina/symposium/symposium\\_docload/paper5\\_songtum.pdf](http://www.bot.or.th/thai/EconomicConditions/Semina/symposium/symposium_docload/paper5_songtum.pdf)

สถณี อาชวานันทกุล, “*การพัฒนาตลาดการเงินเพื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ กรณีศึกษาข่าวสารในตลาดทุน*”, นำเสนอในสัมมนาวิชาการประจำปี 2551 ของ TDRI เรื่อง “*สู่การเติบโตอย่างมีคุณภาพและยั่งยืน*”, 2551.

สถณี อาชวานันทกุล, “*การใช้ตัวแทนถือหุ้น (โนมินี) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*”, นำเสนอในสัมมนาวิชาการของ TDRI เรื่อง “*สู่ความชัดเจนในระเบียบธรรมภิบาล: ประเด็นสืบเนื่องจากกรณีการขายหุ้นชินคอร์ปอเรชั่น*”, 2549.



ISBN-13: 978-6163290151



9 786163 290151

