

บทที่ 2

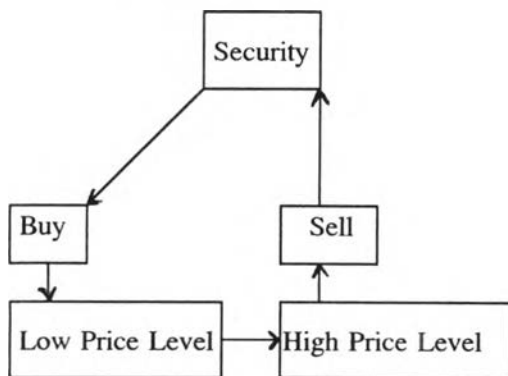
ลักษณะของการทำชอร์ตเซล และการให้ยืมหลักทรัพย์

ตอนที่ 1 หลักเกณฑ์การทำชอร์ตเซล

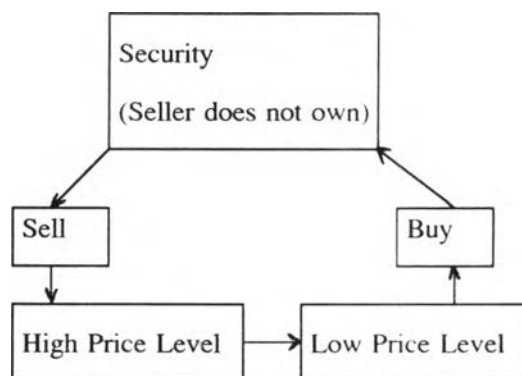
1. ความหมาย

การทำชอร์ตเซล คือ การซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะที่นักลงทุนยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครอง โดยนักลงทุนผู้ทำชอร์ตเซลได้คาดการณ์ว่าระดับราคาหลักทรัพย์ซึ่งขณะปัจจุบันอยู่ในระดับราคาสูง (High Price Level) ในอนาคตระดับราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดต่ำลง (Low Price Level) นักลงทุนผู้ทำชอร์ตเซลจึงทำการสั่งขายหลักทรัพย์ชนิดนั้นออกไปก่อน โดยในขณะที่ทำการสั่งขายนั้น นักลงทุนยังไม่มีหลักทรัพย์ชนิดนั้นอยู่ในความครอบครองเลยทั้งจำนวนที่สั่งขาย หรือนักลงทุนอาจมีหลักทรัพย์ชนิดนั้นอยู่เพียงบางจำนวนซึ่งไม่เพียงพอกับจำนวนทั้งหมดที่ได้สั่งขายไป ดังนั้น เมื่อถึงกำหนดเวลาที่จะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ให้กับผู้สั่งซื้อหลักทรัพย์ นักลงทุนผู้ทำชอร์ตเซลจึงต้องประกอบธุรกรรมการยืมหลักทรัพย์จากบุคคลผู้มียุหลักทรัพย์นั้นมาทั้งจำนวนที่ได้สั่งขายไป หรือยืมมาบางจำนวนที่นักลงทุนยังไม่มีอยู่ในความครอบครอง และเมื่อระดับราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดต่ำลงตามที่คาดการณ์ไว้ นักลงทุนก็จะทำการซื้อหลักทรัพย์ชนิดนั้นกลับคืนมาทั้งจำนวนที่ได้สั่งขายไปเพื่อนำมาไต่คืนให้กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์

A. General Sales



B. Short Sales



'Joseph A.Walker .Selling Short (New York : John Wiley & Sons , Inc.,1991) ,

จากแผนภาพดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างที่สำคัญประการหนึ่งระหว่างการซื้อขายหลักทรัพย์โดยทั่วไปกับการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซล กล่าวคือ การซื้อขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องมีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองเสมอ แต่การซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ทำชอร์ตเซลยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในความครอบครองในขณะที่ส่งขายหลักทรัพย์ โดยทั้งนี้อาจไม่มีหลักทรัพย์นั้นทั้งจำนวนหรืออาจไม่มีหลักทรัพย์นั้นบางจำนวนก็ได้ พิจารณาตัวอย่างการทำชอร์ตเซลที่นักลงทุนผู้ทำชอร์ตเซลไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองเลยทั้งจำนวน กับกรณีนักลงทุนผู้ทำชอร์ตเซลไม่มีหลักทรัพย์เพียงบางจำนวนตามลำดับดังนี้

ตัวอย่าง 1 นักลงทุนไม่มีหลักทรัพย์ทั้งจำนวน

นาย A ต้องการส่งขายหลักทรัพย์ ABC จำนวน 20 หลักทรัพย์ แต่นาย A ยังไม่มีหลักทรัพย์ดังกล่าวเลยทั้งจำนวน ดังนั้น นาย A จึงต้องทำการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลหลักทรัพย์ ABC โดยทำการส่งขายหลักทรัพย์ ABC ออกไปก่อนทั้งจำนวน 20 หลักทรัพย์ และเมื่อถึงกำหนดเวลาที่จะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ให้กับผู้สั่งซื้อหลักทรัพย์ นาย A จึงต้องทำการยืมหลักทรัพย์ ABC จำนวน 20 หลักทรัพย์ มาจากผู้ที่มีหลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในความครอบครองซึ่งเรียกว่า “ผู้ให้ยืม” และเรียกนาย A ว่า “ผู้ยืม” โดยเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการยืมหลักทรัพย์ นาย A “ผู้ยืม” จะต้องนำหลักทรัพย์ในชนิดและจำนวนที่ได้ยืมไปมาใช้คืนให้กับ “ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์”

ตัวอย่าง 2 นักลงทุนไม่มีหลักทรัพย์เพียงบางจำนวน

นาย B ต้องการส่งขายหลักทรัพย์ BCD จำนวน 20 หลักทรัพย์ แต่นาย B มีหลักทรัพย์ BCD อยู่ในความครอบครองเพียง 5 หลักทรัพย์ ดังนั้น นาย B จึงต้องทำการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลหลักทรัพย์ BCD จำนวน 15 หลักทรัพย์ กล่าวคือ นาย B ทำการส่งขายหลักทรัพย์ BCD ออกไปก่อนทั้งจำนวน 20 หลักทรัพย์ และให้ทำการยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวจำนวน 15 หลักทรัพย์มาจากผู้มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองเพื่อนำมารวมกับหลักทรัพย์ที่ตนมีอยู่ในครอบครองจำนวน 5 หลักทรัพย์และทำการส่งมอบให้กับผู้สั่งซื้อหลักทรัพย์ และเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการยืมหลักทรัพย์ นาย B จะต้องนำหลักทรัพย์จำนวน 15 หลักทรัพย์มาใช้คืนให้กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์

จากตัวอย่างข้างต้น เป็นกรณีการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลด้วยการให้ยืมหลักทรัพย์ที่นักลงทุนผู้ทำชอร์ตเซลจะต้องทำการส่งมอบหลักทรัพย์ให้กับผู้สั่งซื้อหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพราะนักลงทุนต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิกตลาดหลัก

ทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกำหนดให้ผู้ขายหลักทรัพย์โดยทั่วไปทำการส่งมอบหลักทรัพย์ภายในกำหนด 3 วัน และกำหนด 4 วันสำหรับสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น หากเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่นักลงทุนผู้ทำชอร์ตเซลล์ยังไม่ต้องการส่งมอบหลักทรัพย์ เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์ภายในหนึ่งวัน อันเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อการเก็งกำไรในช่วงสั้นภายในช่วงต้นและช่วงท้ายของชั่วโมงการซื้อขายนั้น นักลงทุนอาจจะยังไม่ต้องการส่งมอบหลักทรัพย์(เว้นแต่จะได้มีการตกลงกันระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายให้ทำการส่งมอบหลักทรัพย์ทันที) ดังนั้นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่นักลงทุนยังไม่ต้องการส่งมอบหลักทรัพย์นี้ จึงอาจจะยังไม่เกิดการประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์.

2. รูปแบบการทำชอร์ตเซลล์

จากความหมายของการทำชอร์ตเซลล์ในหัวข้อที่ 1 นั้น จึงอาจจำแนกรูปแบบการทำชอร์ตเซลล์ได้เป็น 2 รูปแบบ ดังนี้

2.1 การส่งขายหลักทรัพย์ในขณะที่นักลงทุนยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองทั้งจำนวน

2.2 การส่งขายหลักทรัพย์ในขณะที่นักลงทุนยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองเพียงบางส่วน

โปรดพิจารณาตัวอย่างการทำชอร์ตเซลล์ทั้ง 2 รูปแบบได้จาก ตัวอย่าง 1, 2 (ตามลำดับ) ในหัวข้อที่ 1 (ความหมาย)

3. ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการทำชอร์ตเซลล์

การพิจารณาปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการทำชอร์ตเซลล์นั้นต้องพิจารณาความพร้อมในด้านต่าง ๆ ดังนี้

3.1 ความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์

3.2 ความพร้อมของนักลงทุน

3.3 ความพร้อมของกฎหมาย

3.1 ความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์ ในการสนับสนุนส่งเสริมให้เกิดการทำชอร์ตเซลล์ขึ้นในประเทศต่าง ๆ นั้น การเตรียมความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตลาดซื้อ

ขายหลักทรัพย์แหล่งใหญ่ที่สุดในประเทศ และเป็นหน่วยงานที่มีบทบาทที่สำคัญที่สุดในการประกอบธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์จึงเป็นสิ่งและจำเป็นอย่างยิ่ง จึงอาจจำแนกประเด็นสำคัญๆ ในการเตรียมความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์โดยทั่วไปได้ดังนี้

-การกำหนดรูปแบบและกระบวนการในการทำตลาดให้เหมาะสมกับสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ

-การกำหนดคุณสมบัติของผู้ทำตลาดให้ชัดเจน

-การกำหนดกฎระเบียบข้อบังคับในการควบคุมการทำตลาดให้เหมาะสม

-การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารแก่นักลงทุนอย่างทั่วถึง ทั้งข้อมูลเกี่ยวกับราคา และภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลซึ่งเป็นข่าวสารอันอาจเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการลงทุนโดยไม่เป็นการผิดต่อกฎการเปิดเผยข้อมูลวงใน (Insider Rule)

-การติดตามตรวจสอบการทำตลาดในตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง

3.2 ความพร้อมของนักลงทุน นักลงทุนผู้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยทั่วไปก็จำเป็นที่จะต้องมีการเตรียมความพร้อมในการทำตลาดเช่นเดียวกัน ทั้งนี้เพื่อให้เกิดความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องตรงกันแก่นักลงทุนจึงควรจัดให้มีการอบรมเกี่ยวกับการทำตลาดแก่นักลงทุนโดยทั่วไป เพื่อให้สามารถใช้ประโยชน์ในทางสุจริตจากการทำตลาดในการสร้างผลกำไรในการลงทุนได้อย่างถูกต้องและเหมาะสม อีกทั้งในการทำตลาดควรมีการกำหนดคุณสมบัติของนักลงทุนไว้ด้วย โดยยึดหลักว่าต้องมีฐานะการเงินมั่นคง และมีความรู้ความเข้าใจในกระบวนการการทำตลาดเป็นอย่างดี ทั้งนี้เพื่อให้สามารถรับผิดชอบตามภาระหน้าที่ของผู้ทำตลาด และเพื่อป้องกันความเดือดร้อนเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนของผู้ขาดความรู้ความเข้าใจในกระบวนการการทำตลาดอย่างแท้จริงด้วย

3.3 ความพร้อมของกฎหมาย การทำตลาดของแต่ละประเทศจะต้องมีการกำหนดบทบัญญัติของกฎหมายที่เกี่ยวข้องไว้อย่างชัดเจนและเหมาะสมกับสภาวะการณ์ซื้อขายหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศ โดยจะต้องมีการกำหนดมาตรการทางกฎหมายต่างๆ อาทิ กฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรม-สัญญา , กฎหมายหลักทรัพย์ รวมถึงการกำหนดมาตรการทางกฎหมายภาษีอากรให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ทางกฎหมายของแต่ละประเทศอันจะเป็นการเอื้อประโยชน์ต่อแนวทางการปฏิบัติด้วย

4. ผลดี,ผลเสียของการทำตลาด

4.1 ผลดีของการทำชอร์ตเซล

4.1.1 **ผลดีต่อนักลงทุน** ดังที่ได้เคยกล่าวมาแล้วในตอนต้นว่า ตามปกติ การสร้างผลกำไรของนักลงทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนจะต้องมีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองเสมอ แต่ในการทำชอร์ตเซลนี้นักลงทุนจะสามารถทำการขายหลักทรัพย์ได้แม้ในขณะที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครอง จึงเป็นการเปิดโอกาสให้นักลงทุนสร้างผลกำไรได้อย่างเต็มที่²

4.1.2 **ผลดีต่อการพัฒนาตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์** การทำชอร์ตเซลมีส่วนช่วยในการพัฒนาตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ได้ โดยการช่วยสร้างแรงดึงดูดใจในการสร้างผลกำไรของนักลงทุน เมื่อนักลงทุนมีแรงดึงดูดใจและมีความเชื่อถือในการลงทุนในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ ย่อมทำให้เกิดความคึกคักคล่องตัวมีการหมุนเวียนเงินตราที่ดี ซึ่งถือเป็นการพัฒนาตัวตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ด้วย

4.1.3 **ผลดีต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ** การทำชอร์ตเซลมีส่วนช่วยในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจากการเพิ่มโอกาสในการสร้างผลกำไรให้แก่ นักลงทุน ดึงดูดใจนักลงทุนในการนำเงินมาลงทุน และประการสำคัญยังช่วยในการสร้างเสถียรภาพด้านราคาสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อันเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ซึ่งแม้จะมีตลาดที่ช่วยในการระดมเงินทุนจากประชาชนเพื่อนำมาใช้ในการประกอบธุรกิจต่างๆดังเช่นตลาดแรก แต่ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์นี้ก็เป็ตลาดที่ช่วยในการสนับสนุนตลาดแรก เนื่องจากทำหน้าที่ในการเป็นศูนย์กลางการซื้อขายเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้นเดิมในตลาดแรก สร้างความมั่นใจให้แก่ นักลงทุนในตลาดแรกว่าจะสามารถทำการซื้อขายเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องกังวลถึงความเปลี่ยนแปลงกลไกของราคาดหลักทรัพย์ หรือความไร้เสถียรภาพด้านราคาสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์อีกต่อไป

²ชัยพัฒนา สหัสกุล, วุฒิพรรณ ถาวรังกูร, จิรพัฒนา มาโนชนฤมลและสุนิดา เกิดหนูนวงศ์, “การพิจารณาหลักเกณฑ์การทำชอร์ตเซลและการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย.” เอกสารของฝ่ายวิจัยและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เสนอที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มิถุนายน 2538, หน้า 2 (อัครสำเนา)

4.2 ผลเสียของการทำชอร์ตเซล

แม้ว่าการทำชอร์ตเซลจะก่อให้เกิดผลดีหลายประการ แต่ก็ยังเป็นวิธีการหนึ่งในการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งตามปกติย่อมเกิดภาวะความเสี่ยง (Risk) เป็นปกติวิสัย ดังนั้นในการทำชอร์ตเซล นักลงทุนจึงต้องมีความรู้ความเข้าใจในกระบวนการการทำชอร์ตเซลเป็นอย่างดี ประกอบกับในการกำกับดูแล จะต้องมีการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไข รวมถึงกฎระเบียบข้อบังคับที่เหมาะสมในการทำชอร์ตเซลไว้อย่างชัดเจนด้วย

5. แนวทางการวางหลักเกณฑ์การทำชอร์ตเซลในประเทศไทย

เมื่อได้ทราบถึงความหมายของการทำชอร์ตเซล รูปแบบการทำชอร์ตเซล ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการทำชอร์ตเซลและผลดีผลเสียของการทำชอร์ตเซลแล้ว เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดหลักเกณฑ์การทำชอร์ตเซลขึ้นในประเทศไทย จึงขอนำเสนอถึงกระบวนการในการทำชอร์ตเซล รวมถึงการกำหนดหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ในการทำชอร์ตเซลในประเทศไทย ดังนี้

5.1 กระบวนการในการทำชอร์ตเซลมีดังนี้

5.1.1 ขั้นตอนการเปิดบัญชี

(1) ผู้ทำชอร์ตเซลขอเปิดบัญชีมาร์จิ้น (Margin Account) กับบริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ โดยผู้ทำชอร์ตเซลต้องลงนามรับรองเอกสาร 2 ฉบับ ดังนี้

- Customer's Agreement หรือที่เรียกกันว่า Margin Agreement เป็นเอกสารที่แสดงว่านักลงทุนผู้เปิดบัญชีมาร์จิ้นให้สิทธิแก่บริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ในการนำหลักทรัพย์ของตนไปเป็นหลักประกันการกู้ยืมจากธนาคาร โดยบริษัทจะได้รับผลประโยชน์จากการได้รับสิทธิดังกล่าวนี้

- Customer's Loan Consent จะแสดงถึงการยินยอมให้สิทธิแก่บริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ในการนำหลักทรัพย์ของตนไปให้ยืมต่ออันเป็นการให้ผลประโยชน์แก่บริษัทในการประกอบธุรกิจการให้ยืมหลักทรัพย์ซึ่งเป็นธุรกรรมที่ช่วยสนับสนุนการทำชอร์ตเซล³

³ Joseph A.Walker , Selling Short (New York : John Wiley & Sons , Inc., 1991)

(2) บริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ตรวจสอบข้อมูลส่วนบุคคล และข้อมูลด้านการเงินของลูกค้าที่ขอเปิดบัญชีมาร์จินและไคลงนามรับรองเอกสารทั้งสองฉบับรวมถึงเอกสารต่าง ๆ ตามที่บริษัทกำหนดแล้ว

(3) หากบริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์พิจารณาเห็นว่าลูกค้าที่ต้องการทำชอร์ตเซลนั้นมีคุณสมบัติที่เหมาะสมในการทำชอร์ตเซล บริษัทก็จะอนุญาตให้ลูกค้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลได้

5.1.2 ขั้นตอนการส่งคำสั่งขาย

(1) เมื่อลูกค้าได้เปิดบัญชีมาร์จิน และได้รับอนุญาตจากบริษัทให้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลแล้ว ให้ลูกค้าระบุรายละเอียดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ต้องการจะทำชอร์ตเซล อันได้แก่ ชนิด และประเภทของหลักทรัพย์ จำนวนหลักทรัพย์ รวมถึงราคาที่ต้องการสั่งขาย เพื่อให้บริษัทดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวต่อไป

(2) ลูกค้าผู้ทำชอร์ตเซลต้องชำระค่ามัดจำให้แก่บริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์

5.1.3. ขั้นตอนการเสนอขาย

เมื่อบริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ได้รับคำสั่งขายจากลูกค้าผู้ทำชอร์ตเซลแล้ว ให้ดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว

5.1.4 ขั้นตอนการส่งมอบหลักทรัพย์

เมื่อบริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ได้รับคำสั่งซื้อแล้ว บริษัทฯต้องดำเนินการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยการยืมหลักทรัพย์จากลูกค้ารายอื่นของบริษัทฯที่มีหลักทรัพย์ชนิดนั้นอยู่หรือการยืมหลักทรัพย์จากบุคคลอื่น เพื่อนำมาส่งมอบให้แก่ผู้เสนอซื้อ ซึ่งในการยืมหลักทรัพย์ ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (Lender) จะได้รับค่าธรรมเนียมการให้ยืม (Lending Fee) เป็นค่าตอบแทนการให้ยืม

ส่วนผู้ซื้อหลักทรัพย์เมื่อได้รับหลักทรัพย์แล้วก็จะต้องชำระเงินค่าหลักทรัพย์ให้บริษัทหลักทรัพย์ฯ ซึ่งเป็นนายหน้า (Broker) ดังกล่าว เพื่อที่บริษัทฯจะได้นำเงินจำนวนดังกล่าวนี้ไปให้แก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (Lender) เพื่อเป็นหลักประกันการยืม และบริษัทฯซึ่งทำหน้าที่เป็นนายหน้า (Broker) ให้แก่ผู้ทำชอร์ตเซลก็จะได้รับค่าธรรมเนียมในการทำชอร์ตเซลจากผู้ทำชอร์ตเซลด้วย

5.1.5. ขั้นตอนการซื้อหลักทรัพย์คืน

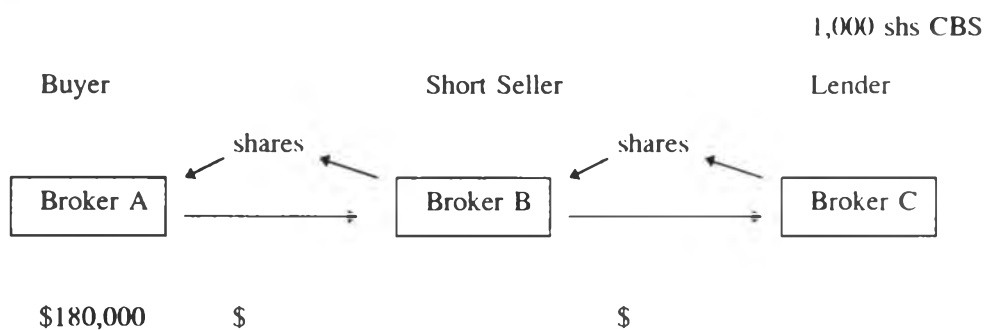
เมื่อราคาหลักทรัพย์ที่ได้ส่งขายไปนั้นปรับตัวลดลง ผู้ทำชอร์ตเซลจะส่งคำสั่งซื้อหลักทรัพย์ไปยังบริษัทนายหน้า (Broker) เพื่อให้ซื้อหลักทรัพย์ชนิดเดิม ในจำนวนเท่าเดิมและส่งคืนหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ผู้ยืมหลักทรัพย์

5.1.6 ผลกำไร/ขาดทุน

ในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อกลับคืนมามีราคาลดต่ำกว่าที่ได้ขายไป อันเป็นไปตามที่ผู้ทำชอร์ตเซลได้คาดการณ์ไว้ ผู้ทำชอร์ตเซลก็จะได้กำไรจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อกับราคาขายดังกล่าว (Capital Gain)

ในทางตรงกันข้าม หากราคาหลักทรัพย์ไม่ปรับตัวลดลง แต่กลับเพิ่มสูงขึ้น ผู้ทำชอร์ตเซลย่อมจะต้องซื้อหลักทรัพย์ในระดับราคาที่สูงกว่าที่ได้ขายไป เพื่อนำไปส่งคืนแก่ผู้ยืมหลักทรัพย์ (Lender) เช่นนี้ผู้ทำชอร์ตเซลย่อมประสบภาวะขาดทุนจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อกับราคาขายดังกล่าว (Lose Gain)

เพื่อให้เข้าใจกระบวนการในการทำชอร์ตเซลจึงขอเสนอตัวอย่างดังแผนภาพข้างล่างนี้



Client : Mr. x

Deposits \$90,000

$$\text{Value of Shares} = 1,000 \times \$180 = \$180,000^1$$

จากแผนภาพข้างต้นอธิบายเกี่ยวกับผู้เกี่ยวข้องในการทำชอร์ตเซลได้ตามตัวอย่าง ดังนี้ x ต้องการทำการชอร์ตเซลในหลักทรัพย์ CBS จึงส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ไปยังบริษัท B ซึ่งเป็น

‘ชัยพัฒน์ สหัสกุล , วุฒฒิพรรณ ถาวรังกูร, จิรพัฒน์ มาโนชนฤมล และสุนิดา เกิด
 หนูนวงศ์, “การพิจารณาหลักเกณฑ์การทำชอร์ตเซลและการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย.”
 ”หน้า 4/3

บริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ x เป็นลูกค้าอยู่ว่าต้องการขายหุ้น CBS แบบซอร์ต เซลจำนวน 1,000 หุ้น ในราคาหุ้นละ \$180 และ X จะต้องชำระเงินค้ำมัดจำร้อยละ 50 ของมูลค่าหลักทรัพย์เป็นจำนวน \$90,000 แก่บริษัท B

ต่อมาบริษัท A เข้ามาซื้อหลักทรัพย์ CBS ในราคา x เสนอขาย ดังนั้นบริษัท B ซึ่งเป็นบริษัทนายหน้าของ x จะต้องทำหน้าที่หาหลักทรัพย์ CBS มามอบให้แก่บริษัท A โดยการไปยืมหลักทรัพย์จำนวน 1,000 หุ้น จากแหล่งอื่น อาทิเช่น ลูกค้ารายอื่นของบริษัท B หรือบริษัทหลักทรัพย์/บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์อื่นๆ ที่มีหลักทรัพย์ CBS อยู่ในครอบครอง ซึ่งอาจจะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมเป็นการตอบแทน สมมติให้บริษัท C มีหลักทรัพย์ CBS อยู่ในครอบครอง และตกลงให้บริษัท B ยืมหลักทรัพย์ CBS จำนวน 1,000 หุ้น

เมื่อถึงกำหนดเวลาส่งมอบหลักทรัพย์ บริษัท C ได้ให้ยืมหลักทรัพย์ CBS จำนวน 1,000 หุ้นแก่บริษัท B เพื่อส่งมอบหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ผู้ซื้อคือบริษัท A ต่อไป และบริษัท A ชำระเงินค่าหลักทรัพย์จำนวน \$180,000 แก่บริษัท B ซึ่งส่งมอบจำนวนเงินดังกล่าวให้แก่บริษัท C ต่อไปเพื่อเป็นหลักประกันในการให้ยืมหลักทรัพย์

เมื่อสิ้นสุดการขายหลักทรัพย์แล้ว บริษัท A จะไม่เกี่ยวข้องในกระบวนการการทำซอร์ตเซลอีกต่อไป เพราะบริษัทได้รับหลักทรัพย์ที่ซื้อและได้ชำระเงินค่าหลักทรัพย์แล้ว บริษัท C ให้ยืมหลักทรัพย์โดยนำมาจากหลักทรัพย์ของลูกค้า และได้รับเงินสดเป็นหลักประกัน สำหรับบริษัท B จะได้รับเงินมัดจำจำนวน \$90,000 จาก x และยังคงได้รับค่าธรรมเนียมจาก x ในการดำเนินการทำซอร์ตเซลให้

เมื่อเวลาผ่านไปราคาหลักทรัพย์ CBS ได้ปรับตัวลดลง x จึงได้ส่งคำสั่งซื้อไปยังบริษัท B อีกครั้งให้ทำการซื้อหลักทรัพย์ CBS ในจำนวน 1,000 หุ้นเท่ากับที่ส่งขายไปในตอนแรก เพื่อนำไปคืนบริษัท C ซึ่งเป็นแหล่งที่ยืมหลักทรัพย์มา สมมติว่าราคาหลักทรัพย์ลดลงเป็น \$160 ต่อหุ้น x จะต้องจ่ายเงินจำนวน \$160,000 และได้กำไรเป็นจำนวน \$20,000 จากการทำซอร์ตเซล (กำไรดังกล่าวมาจากส่วนต่างของมูลค่าซื้อเท่ากับ \$160,000 และมูลค่าขายเท่ากับ \$180,000) แต่ถ้าหากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นแทนที่จะลดลงตามที่คาดการณ์ไว้ สมมติว่าเพิ่มขึ้นเป็น \$200 ต่อหุ้น x จะต้องจ่ายเงิน \$200,000 และขาดทุนเท่ากับ \$20,000 (ขาดทุนจำนวนนี้มาจากส่วนต่างของมูลค่าซื้อซึ่งเท่ากับ \$200,000 และมูลค่าขายเท่ากับ \$180,000)

ในบัญชีมาร์จิ้น (Margin Account) ของ x จะมีรายละเอียดของรายการต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากการทำซอร์ตเซล ดังต่อไปนี้

เริ่มจากในตอนแรก x ต้องการขายหลักทรัพย์ CBS จำนวน 1,000 หุ้น ในราคา
หุ้นละ \$180 :

\$180,000	Sale proceeds
+ 90,000	Margin deposit
\$270,000	Credit balance
- 180,000	Current market value
\$ 90,000	Adjusted credit balance (equity)

เมื่อเวลาผ่านไป ถ้าหากราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงโดยปรับตัวเพิ่มขึ้น ทางด้าน
Equity ในบัญชีจะลดลง ดังตัวอย่างต่อไปนี้ ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น \$190 ต่อหุ้น :

\$180,000	Sale proceeds
+ 90,000	Margin deposit
\$270,000	Credit balance
- 190,000	Current market value
\$ 80,000	Adjusted credit balance (Equity)

ในการที่ราคาหลักทรัพย์ CBS ปรับตัวลดลง ทางด้าน Equity ในบัญชีจะเพิ่มขึ้น
ดังตัวอย่างต่อไปนี้ ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงเป็น \$150 ต่อหุ้น :

\$180,000	Sale proceeds
+ 90,000	Margin deposit
\$270,000	Credit balance
- 150,000	Current market value
\$120,000	Adjusted credit balance (Equity)

5.2 การกำหนดหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ในการทำชอร์ตเซล

5.2.1 การกำหนดลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซล

5.2.2 การกำหนดระดับราคาที่ให้ทำชอร์ตเซล

5.2.3 การระบุคำสั่งในการทำชอร์ตเซล

5.2.4 การรายงานและการเปิดเผยข้อมูล

5.2.1 การกำหนดลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซล ผู้วิจัยขอเสนอตามเอกสารการศึกษาของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ชุดที่ 1 ซึ่งได้เสนอรายละเอียดการกำหนดลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ อันได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ดลท.) , ตลาด OTC และตลาด BDC หรือตลาดรองสำหรับตราสารประเภทหนี้ ไว้ดังนี้

5.2.1.1 ข้อบังคับที่ใช้ในการควบคุม ให้ใช้ข้อบังคับว่าด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์ของแต่ละตลาด

5.2.1.2 องค์กรควบคุม จากการศึกษาขององค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมการกำหนดลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆ พบว่าตลาดหลักทรัพย์ต่างๆล้วนทำหน้าที่ในการควบคุมการกำหนดลักษณะดังกล่าวด้วยตนเอง เช่น ตลาดหุ้นออสเตรเลีย (Australian Stock Exchange หรือ ASX) , ตลาดหุ้นฮ่องกง (The Stock Exchange of Hong Kong หรือ SEHK) เป็นต้น

5.2.1.3 ลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซล ตามเอกสารการศึกษาของกลต. ในชุดที่ 1 ได้กำหนดลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซล ไว้ดังนี้

- 1) เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นเวลาไม่น้อยกว่า 6 เดือน และ
- 2) ต้องมี Daily Market Capitalization เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด และ
- 3) ต้องมี Daily Turnover เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด และ

* คณะกรรมการกลต., “เอกสารการศึกษาการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์ ชุดที่ 1.” ระเบียบวาระการประชุมคณะอนุกรรมการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์ครั้งที่ 7/2538 ลงวันที่ 12 ตุลาคม 2538 (อัครา)

4) มีอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Turnover Ratio) ต่อเดือนเฉลี่ย ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

การกำหนดลักษณะของหลักทรัพย์ตามเอกสารการศึกษาดังกล่าว สามารถอธิบายได้ดังนี้

1) ลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งหมายถึง หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติตามหลักเกณฑ์ที่ รมต.กำหนดในประกาศกระทรวงการคลัง และได้รับอนุมัติให้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ได้ และหลักทรัพย์ที่จะได้รับอนุญาตให้ทำชอร์ตเซลได้นั้น จะต้องเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 6 เดือนด้วย และ

2) หลักทรัพย์ที่จะได้รับอนุญาตให้ทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังต้องมี Daily Market Capitalization เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด ซึ่งในการกำหนดค่าเฉลี่ยนั้นทำได้ใน 2 ทางเลือก คือ

ทางเลือกที่ 1 กำหนดว่าหลักทรัพย์ที่จะทำชอร์ตเซลได้จะต้องมี Daily Market Capitalization เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด

ก. 1,900 ล้านบาท (เท่ากับเกณฑ์ของ ASX) (178 หลักทรัพย์)

ข. 32,000 ล้านบาท (เท่ากับเกณฑ์ของ SEHK) (28 หลักทรัพย์)

นอกเหนือจากเกณฑ์ในข้อ ก. และ ข. ดังกล่าวมาแล้วยังสามารถใช้เกณฑ์ของ SEHK เป็นหลัก โดยคำนวณขนาดของ Market Capitalization ของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซลใน SEHK ว่าเป็นสัดส่วนเท่าใดของ Total Market Capitalization ของทั้งตลาด SEHK (0.34%) แล้วนำสัดส่วนดังกล่าวเทียบกับ Total Market Capitalization ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ค. 13,000 ล้านบาท (0.34% ของ SET Market Capitalization) (40 หลักทรัพย์)

¹ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพฯ : ห้างหุ้นส่วนจำกัดสำนักภาพพิมพ์ , 2530) , หน้า 18.

ง. 10,000 ล้านบาท (ปัดลงจากกรณีข้อ ค.) (53 หลักทรัพย์)

จ. 15,000 ล้านบาท (ปัดขึ้นจากกรณีข้อ ค.) (39 หลักทรัพย์)

(ค่าเฉลี่ยดังกล่าวจะพิจารณาโดยใช้ข้อมูล Daily Market Capitalization เฉลี่ย 6 เดือนตั้งแต่ 1 มกราคม 2538 ถึง 31 มิถุนายน 2538)

ข้อดีของการใช้ทางเลือกที่ 1 คือ เข้าใจง่ายและเห็นภาพชัดเจน และการใช้ค่าเฉลี่ยยังช่วยป้องกันการ Manipulate ได้ด้วย ส่วนข้อเสียก็คืออาจต้องเปลี่ยนเกณฑ์บ่อยครั้ง หากตลาดมีการเจริญเติบโตมากขึ้น เกณฑ์ที่ตั้งไว้อาจต่ำเกินไป⁹

ทางเลือกที่ 2 กำหนดว่า Daily Market Capitalization เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาของหลักทรัพย์ที่จะทำชอร์ตเซลล์ได้ เมื่อเทียบเป็นสัดส่วนกับ Daily Market Capitalization เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาของทั้งตลาด ต้องไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด

ก. 0.34% ของ Market Capitalization ของทั้งตลาด (เทียบจากกรณี SEHK)
(42 หลักทรัพย์)

ข. 0.25% ของ Market Capitalization ของทั้งตลาด (56 หลักทรัพย์)

ค. 0.50% ของ Market Capitalization ของทั้งตลาด (34 หลักทรัพย์)

(ค่าเฉลี่ยดังกล่าวพิจารณาโดยใช้ข้อมูล Daily Market Capitalization เฉลี่ย 6 เดือนตั้งแต่ 1 มกราคม 2538 ถึง 31 มิถุนายน 2538 เทียบกับ Total Market Capitalization ณ 31 มิถุนายน 2538)

ข้อดีของทางเลือกที่ 2 นี้คือไม่ต้องเปลี่ยนเกณฑ์บ่อยครั้งแม้ว่าตลาดมีการเจริญเติบโตมากขึ้น และการใช้ค่าเฉลี่ยยังช่วยป้องกันการ Manipulate ได้ด้วย¹⁰

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากที่สุด อีกทั้งเกณฑ์ดังกล่าวก็ไม่ต้องเปลี่ยนบ่อยครั้ง และยังสามารถป้องกันการ Manipulate ได้ด้วย

⁹ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตรวจสอบหลักทรัพย์, “เอกสารการศึกษาวิธีการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์ ชุดที่ 1,” ระเบียบวาระการประชุมคณะกรรมการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์ครั้งที่ 7/2538 ลงวันที่ 12 ตุลาคม 2538 , หน้า 2 (อัดสำเนา)

¹⁰ เรื่องเดียวกัน, หน้า 3

3) นอกจากนี้หลักทรัพย์ต้องมี Daily Turnover เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด โดยคณะกรรมการกสท. ได้เสนอไว้ดังนี้

ทางเลือกที่ 1 กำหนดว่า Daily Turnover เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาของหลักทรัพย์ ต้องไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด

ก. ไม่ต่ำกว่า 14.37 ล้านบาท (ค่าเฉลี่ย Daily Turnover ของทั้งตลาด) (80 หลักทรัพย์)

ข. ไม่ต่ำกว่า 10 ล้านบาท (บัดลงจากกรณี ก.) (53 หลักทรัพย์)

ค. ไม่ต่ำกว่า 20 ล้านบาท (บัดขึ้นจากกรณี ก.) (61 หลักทรัพย์)

(ค่าเฉลี่ยนี้พิจารณาโดยใช้ข้อมูล Daily Turnover เฉลี่ย 6 เดือน ตั้งแต่ 1 มกราคม 2538 ถึง 31 มิถุนายน 2538)

ข้อดีของทางเลือกที่ 1 คือ เข้าใจง่ายเห็นภาพชัดเจน และการใช้ค่าเฉลี่ยจะป้องกันการ Manipulate ได้ ส่วนข้อเสียคือ อาจต้องเปลี่ยนเกณฑ์บ่อยครั้งหากมีการเจริญเติบโตมากขึ้น เกณฑ์ที่ตั้งไว้อาจต่ำเกินไป

ทางเลือกที่ 2 กำหนดว่า Daily Turnover เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาของหลักทรัพย์ เมื่อเทียบสัดส่วนกับ Daily Turnover เฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาของทั้งตลาด ต้องไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด

ก. ไม่ต่ำกว่า 0.25% ของ Daily Turnover ของทั้งตลาด (83 หลักทรัพย์)

ข. ไม่ต่ำกว่า 0.50% ของ Daily Turnover ของทั้งตลาด (51 หลักทรัพย์)

ค. ไม่ต่ำกว่า 0.75% ของ Daily Turnover ของทั้งตลาด (37 หลักทรัพย์)

(ค่าเฉลี่ยนี้พิจารณาโดยใช้ข้อมูล Daily Turnover เฉลี่ย 6 เดือน ตั้งแต่ 1 มกราคม 2538 ถึง 31 มิถุนายน 2538 เทียบกับ Daily Market Turnover ณ 31 มิถุนายน 2538)

ข้อดีของทางเลือกที่ 2 นี้คือ ไม่ต้องเปลี่ยนเกณฑ์บ่อยครั้ง แม้ว่าตลาดมีการเจริญเติบโตมากขึ้น และการใช้ค่าเฉลี่ยจะป้องกันการ Manipulate ได้

4) นอกจากนี้หลักทรัพย์ยังต้องมีอัตราหมุนเวียนการซื้อขาย (Turnover Ratio) ต่อเดือนเฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาไม่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด ซึ่งอัตราหมุน

เวียนของการซื้อขายนี้ คิดคำนวณได้โดยการเปรียบเทียบอัตราส่วนระหว่างจำนวนหุ้นที่ทำการซื้อขาย เทียบกับจำนวนหุ้นที่จดทะเบียนของหลักทรัพย์นั้นๆ โดยมีเกณฑ์ในการพิจารณา คือ การกำหนดว่าหลักทรัพย์ที่ทำซอร์คเซลดได้จะต้องมี Turnover Ratio ต่อเดือนเฉลี่ยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา

ก. ไม่ต่ำกว่า 0.25% (344 หลักทรัพย์)

ข. ไม่ต่ำกว่า 0.50% (298 หลักทรัพย์)

ค. ไม่ต่ำกว่า 0.75% (269 หลักทรัพย์)

ง. ไม่ต่ำกว่า 1% (239 หลักทรัพย์)

(ค่าเฉลี่ยนี้พิจารณาโดยใช้ข้อมูล Monthly Turnover Ratio เฉลี่ย 6 เดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม ถึง เดือนมิถุนายน 2538)¹¹

5.2.1.4 การปรับปรุง (Revise) ตลาดแต่ละแห่งทำการ Revise รายชื่อหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำซอร์คเซลดได้ (Short Sale List of Securities) ทุก 6 เดือน โดยมีทางเลือก คือ

1) Revise ทุกเดือนมกราคม และกรกฎาคม

2) Revise ทุกเดือนมีนาคม และกันยายน¹²

5.2.1.5 การระงับการทำซอร์คเซลดของหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราว ในกรณีนี้หมายความว่า เมื่อมีการทำซอร์คเซลดในหลักทรัพย์ชนิดใดในปริมาณมากกว่าเกณฑ์ที่กำหนดไว้ ตลาดหลักทรัพย์สามารถประกาศระงับการทำซอร์คเซลดในหลักทรัพย์นั้นๆ ได้ จนกว่าจะมีการประกาศเปลี่ยนแปลงเป็นอย่างอื่น

5.2.1.6 การเพิกถอนหลักทรัพย์จากหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำซอร์คเซลดได้ หมายความว่า หากมีการทำซอร์คเซลดในหลักทรัพย์ที่ไม่มีรายชื่ออยู่ใน Short Sale List of

¹¹ เรื่องเดียวกัน , หน้า 3

¹² เรื่องเดียวกัน , หน้า 4

Securities นับแต่วันที่ประกาศมีผลบังคับใช้นั้น ตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจเพิกถอนหลักทรัพย์นั้น ได้จนกว่าจะมีการประกาศเปลี่ยนแปลง Short Sale List อีกครั้ง

กล่าวโดยสรุป ลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ว่าจะเป็นข้อบังคับที่ไขควบคุม , องค์กรที่ควบคุม , ลักษณะของหลักทรัพย์ , การปรับปรุง , การระงับการทำชอร์ตเซล และกรณีการเพิกถอนหลักทรัพย์นั้นขึ้นอยู่กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการกำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ ให้สอดคล้องกับสภาพความเป็นไปและสถานการณ์ของตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบัน

5.2.2 การกำหนดระดับราคาที่ใช้ทำชอร์ตเซล ตามเอกสารการศึกษาของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในชุดที่ 2 ได้เสนอรายละเอียดเกี่ยวกับการกำหนดระดับราคาที่ใช้ทำชอร์ตเซลไว้ดังนี้

5.2.2.1 ข้อบังคับที่ไขควบคุม ให้ใช้ข้อบังคับว่าด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกรณีทำการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2.2.2 องค์กรควบคุม ให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำการควบคุมการกำหนดระดับราคาเอง ในกรณีการกำหนดระดับราคาที่ใช้ทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2.2.3 วิธีการ กำหนดทางเลือกสำหรับกฎเกณฑ์เกี่ยวกับราคาขายหลักทรัพย์ในการทำชอร์ตเซลไว้ดังนี้

ทางเลือกที่ 1 ไม่ต้องกำหนดกฎที่ใช้ควบคุมราคาการทำชอร์ตเซลเพิ่มเติม และให้อยู่ภายใต้ข้อบังคับว่าด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์ตามกรณีปกติ

ข้อดีของทางเลือกนี้คือ ราคาหลักทรัพย์สามารถเคลื่อนไหวตามกลไกตลาดเช่นเดียวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ทั่วไป ส่วนข้อเสียคือ ไม่สามารถควบคุมและป้องกันการสร้างราคาในระหว่างการทำชอร์ตเซลได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อตลาดทุน

ทางเลือกที่ 2 กำหนดว่าทำชอร์ตเซลได้ก็ต่อเมื่อเป็นลักษณะของ

2.1 Plus tick และ Zero Plus tick (ลักษณะเดียวกับของสหรัฐอเมริกา) ได้แก่การกำหนดว่า การทำชอร์ตเซลจะสามารถกระทำได้อีกก็ต่อเมื่อราคาหลักทรัพย์นั้นๆ สูงกว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ครั้งสุดท้าย หรือราคานั้นสูงกว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนหน้า

ข้อดีของข้อ 2.1 นี้คือ ลดโอกาสในการสร้างราคาขาลง ส่วนข้อเสียคือ อาจยุ่งยากในการจัดเตรียมระบบคอมพิวเตอร์ที่เกี่ยวกับการซื้อขายและซับซ้อนทำให้หนักลงทุนทั่วไปเข้าใจได้ยาก

2.2 Best Bid (ตามที่ SEHK จะเปลี่ยนไปใช้ในอนาคต) ได้แก่การกำหนดให้สามารถส่งขายหลักทรัพย์ที่ระดับราคาเท่ากับราคาเสนอซื้อที่ดีที่สุด (Best Bid) หรือที่ระดับราคาเท่ากับราคาซื้อขายก่อนหน้า (Last Sale) แล้วแต่ระดับราคาใดสูงกว่า ซึ่งเรียกว่า Bid Side Rule หรือ Best Bid/Last Sale

ข้อดีของข้อ 2.2 นี้คือ ลดโอกาสในการสร้างราคาขาลง ส่วนข้อเสียคือ อาจยุ่งยากในการจัดเตรียมระบบคอมพิวเตอร์ที่เกี่ยวกับการซื้อขายและซับซ้อนเกินไปทำให้หนักลงทุนทั่วไปเข้าใจได้ยาก

2.3 การกำหนดให้ราคาการทำชอร์ตเซลสามารถเคลื่อนไหวได้ใน ช่วงของ Ceiling และ Floor ที่กำหนดขึ้นเฉพาะสำหรับการทำชอร์ตเซล ได้แก่ การอนุญาตให้ราคาของการทำชอร์ตเซลสามารถเคลื่อนไหวได้อย่างอิสระภายในขอบเขตที่กำหนด โดยสามารถตั้งราคาขายได้ไม่เกินกว่า Ceiling และไม่ต่ำกว่า Floor ที่จะกำหนดขึ้นสำหรับกรณีการทำชอร์ตเซลโดยเฉพาะ

ข้อดีของข้อ 2.3 นี้คือ ง่ายต่อการเข้าใจและตลาดหลักทรัพย์สามารถกำกับดูแลเกี่ยวกับราคาการทำชอร์ตเซลได้ง่าย ส่วนข้อเสียคือ สามารถสร้างราคาขาลงได้ต่อเนื่องจนถึง Floor ที่กำหนด

ในข้อ 2.3 นี้ ทางตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าเป็นทางเลือกที่เหมาะสมสำหรับการกำหนดหลักเกณฑ์ราคาการทำชอร์ตเซลในตลาดทุนไทยมากที่สุด โดยมีประเด็นในการพิจารณา ดังนี้

1) หากกำหนดให้มี Floor เท่ากับการซื้อขายปกติ (10%) จะเปิดโอกาสให้มีการสร้างราคาขาลงได้อย่างต่อเนื่องง่ายขึ้น

2) การกำหนด Floor ของการทำชอร์ตเซลในระดับที่ไม่เท่ากับ Floor ของการซื้อขายปกติ คือ กำหนดให้ Floor ของการทำชอร์ตเซลน้อยกว่า 10% จะทำให้การสร้าง

ราคาขาลงเกี่ยวเนื่องกับการทำชอร์ตเซลถูกหยุดไว้ที่ระดับดังกล่าว ผู้ทำชอร์ตเซลจะสามารถขายหลักทรัพย์ในวันนั้นๆ ได้ ณ ราคาเท่ากับหรือสูงกว่า Floor ที่กำหนดเท่านั้น¹³

5.2.3 การระบุคำสั่งในการทำชอร์ตเซล เอกสารการศึกษาของคณะกรรมการกวดขันรัดกุมที่ 3 เสนอรายละเอียดเกี่ยวกับการระบุคำสั่งในการทำชอร์ตเซลไว้ดังนี้

5.2.3.1 ข้อบังคับที่ใช้ควบคุม ใช้ข้อบังคับว่าด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสำหรับการทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2.3.2 องค์กรควบคุม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควบคุมการระบุคำสั่งในการทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์เอง

5.2.3.3 วิธีการ ในการทำชอร์ตเซลในแต่ละรายการนั้นทางตลาดหลักทรัพย์เสนอว่าผู้ที่ทำชอร์ตเซลจะต้องระบุคำว่า “Short” ลงในคำสั่งขายทุกรายการที่เป็นการขายโดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง หรือการขายหลักทรัพย์ที่ยืมมา

ข้อดีของการระบุคำสั่งนี้ก็คือ บริษัทหลักทรัพย์สามารถทราบได้ทันทีว่าเป็นการทำชอร์ตเซล และทราบว่าต้องยืมหลักทรัพย์มาให้ลูกค้าเพื่อการส่งมอบให้ตรงเวลาและตลาดหลักทรัพย์สามารถกำกับดูแลการทำชอร์ตเซลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนข้อเสียคือ นักลงทุนอาจไม่คุ้นเคยกับการให้เพิ่มรายละเอียดลงในคำสั่งกรณีการทำชอร์ตเซล

5.2.3.4 การ Cover Short ทางเลือกสำหรับกฎเกณฑ์การทำ Cover Short

ทางเลือกที่ 1 ให้เป็นการ Cover Short ทันทีที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ทำชอร์ตเซลไว้

ข้อดี

- สะดวกแก่นักลงทุนที่ทำชอร์ตเซลไว้ในกรณีที่ไม่ต้องระบุคำว่า Cover Short ลงในคำสั่งซื้อ

- สะดวกแก่องค์กรกำกับดูแลในด้านการกำกับดูแล

- สะดวกแก่บริษัทหลักทรัพย์ในด้านการติดตาม

ข้อเสีย

¹³ เรื่องเดียวกัน , หน้า 1-4

- ไม่ให้ความคล่องตัวในการบริการ Portfolio ของนักลงทุน (ในบางกรณีนักลงทุนต้องการเลื่อนหรือขยายเวลาการทำ Cover Short ออกไปด้วยเหตุผลบางประการ)

ทางเลือกที่ 2 การให้ระบุว่า Cover Short ลงในคำสั่งซื้อ

ข้อดีคือนักลงทุนสามารถเลือกได้ว่าการซื้อขายหลักทรัพย์แต่ละครั้งนั้น จะเป็นการซื้อเพื่อเก็บ (ลงทุนเพิ่มเติม) หรือเมื่อเป็นการ Cover Short

ข้อเสียคือนักลงทุนไม่คุ้นเคยกับการให้เพิ่มรายละเอียดลงในคำสั่งซื้อกรณี Cover Short¹⁴

5.2.4 การรายงานและการเปิดเผยข้อมูล เอกสารการศึกษาของคณะกรรมการ กต. ชุดที่ 4 ได้เสนอรายละเอียดเกี่ยวกับการรายงานและการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการทำชอร์ตเซลไว้ดังนี้

5.2.4.1 กฎเกณฑ์ที่ควบคุม ไซขอบังคับว่าการปฏิบัติงานของบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2.4.2 องค์กรที่ควบคุม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควบคุมการทำรายงานและการเปิดเผยข้อมูลการทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์เอง

5.2.4.3 การรายงานต่อองค์กรที่กำกับดูแล ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เสนอว่าควรกำหนดให้บริษัทสมาชิกจัดทำรายงานแสดงสถานะการทำชอร์ตเซลซึ่งมีการปรับปรุง (update) อยู่ตลอดเวลา เพื่อที่จะสามารถส่งมอบให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบได้ทันทีที่มีการขอข้อมูล และให้บริษัทสมาชิกส่งรายงานการทำชอร์ตเซลอย่างเป็นทางการให้ตรวจทราบอย่างน้อยเดือนละ 2 ครั้ง (ใช้กรณีของ SEHK เป็นตัวอย่าง)

รายละเอียดของรายงานควรประกอบด้วย

1.1 รายงานตามรายชื่อหลักทรัพย์

- รายชื่อหลักทรัพย์ที่ทำชอร์ตเซลในแต่ละวัน ภายในช่วงเวลาที่ต้องรายงาน

- ราคาเฉลี่ยของแต่ละหลักทรัพย์ที่ทำชอร์ตเซลในแต่ละวันภายในช่วงเวลาที่ต้องรายงาน
- จำนวนหุ้นที่มีการทำชอร์ตเซลของแต่ละหลักทรัพย์ในแต่ละวันภายในช่วงเวลาที่ต้องรายงาน
- ปริมาณการทำชอร์ตเซลของ Broker แต่ละแห่งภายในช่วงเวลาที่ต้องรายงาน

1.2 รายงานตามรายชื่อลูกค้า

- รายชื่อลูกค้าที่ทำชอร์ตเซล
- ปริมาณการทำชอร์ตเซลของลูกค้าแต่ละรายในแต่ละหลักทรัพย์
- มูลค่าของหลักทรัพย์ค้ำประกันของลูกค้าแต่ละรายในขณะที่ยังมีรายงาน

ข้อดีของการรายงานนี้คือตลาดหลักทรัพย์ สามารถตรวจสอบรายงานของบริษัทสมาชิกกับข้อมูลที่มีอยู่ในระบบคอมพิวเตอร์ได้ ส่วนข้อเสียคือ บริษัทสมาชิกต้องมีเจ้าหน้าที่ดูแลให้มีการเร่งรายงานดังกล่าวอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ

5.2.4.4 การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะชน ตลาดหลักทรัพย์ได้เสนอทางเลือกไว้ดังนี้

1. ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลการทำชอร์ตเซล
2. เปิดเผยข้อมูลการทำชอร์ตเซลโดย
 - ก. เปิดเผยเดือนละ 1 ครั้ง
 - ข. เปิดเผยทุก 15 วัน
 - ค. เปิดเผยทุกวัน

ในกรณีเลือกเปิดเผยข้อมูล รายละเอียดของข้อมูลอาจประกอบด้วย

1. รายชื่อหลักทรัพย์ที่มีการทำชอร์ตเซลหรือ

2. ปริมาณหลักทรัพย์ที่ถูกทำชอร์ตเซล ได้แก่

2.1 Gross Position คือปริมาณหลักเกณฑ์ที่มีการทำชอร์ตเซล ในช่วงเวลาที่กำหนดโดยไม่หักปริมาณหลักทรัพย์ที่มีการทำ Cover Short

2.2 Net Position คือปริมาณหลักทรัพย์ที่มีการทำชอร์ตเซลในช่วงเวลาที่กำหนดโดยหักปริมาณหลักทรัพย์ที่มีการทำ Cover Short

2.3 แสดงปริมาณหลักทรัพย์ที่ถูกทำชอร์ตเซลในส่วนที่มีการทำ Cover Short ไปแล้วและส่วนที่ยังไม่มีการทำ Cover Short

ข้อดีของการเปิดเผยข้อมูลคือ นักลงทุนทั่วไปทราบข้อมูลเกี่ยวกับการทำชอร์ตเซลอย่างสม่ำเสมอ ส่วนข้อเสียคือการเปิดเผยข้อมูลอาจ Mislead ตลาดได้ และนักลงทุนอาจไม่เข้าใจหลักการเกี่ยวกับการทำชอร์ตเซลดีพอ อีกทั้งบริษัทหลักทรัพย์อาจไม่ต้องการเปิดเผยข้อมูลในการบริหาร Portfolio ของบริษัท¹⁵

ตอนที่ 2 หลักเกณฑ์การให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย

1. ความหมาย

“การให้ยืมหลักทรัพย์” (Securities Lending) คือการที่ผู้ให้ยืม (Lender) โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ของตนไปยังผู้ยืม (Borrower) และผู้ยืมตกลงจะคืนหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ผู้ให้ยืมเมื่อถึงเวลาที่กำหนดหรือเมื่อผู้ให้ยืมทวงถาม โดยในการยืมหลักทรัพย์ดังกล่าว ผู้ยืมจะเสียค่าธรรมเนียมและส่งมอบหลักประกันในจำนวนและมูลค่าที่ตกลงกันไว้¹⁶

จากความหมายดังกล่าว แยกพิจารณาสาระสำคัญได้ดังนี้

1. ผู้เกี่ยวข้องในการให้ยืมหลักทรัพย์

ได้แก่ ผู้ยืม และผู้ให้ยืม เว้นแต่กรณีการให้ยืมหลักทรัพย์โดยผ่านตัวกลางก็จะมีตัวกลางการให้ยืมหลักทรัพย์ด้วย

2. การโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์

¹⁵ เรื่องเดียวกัน , หน้า 1-3

¹⁶ Hopton David , Securities Lending and Borrowing (London : Equity Trasing adited by Elizebeth Bishop , 1991) ,p.141

ผู้ยืม

ในการให้ยืมหลักทรัพย์ ผู้ให้ยืมต้องโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ของตนให้แก่

3. ค่าธรรมเนียมการให้ยืมและหลักประกัน

ในการดำเนินการให้ยืมหลักทรัพย์นั้นถือเสมือนว่าผู้ยืมหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ไปใช้ในการแสวงหาประโยชน์ เช่นนี้ ผู้ให้ยืมย่อมมีสิทธิได้รับค่าธรรมเนียมจากการให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อไปใช้แสวงหาประโยชน์ได้ และการให้ยืมหลักทรัพย์นี้ผู้ให้ยืมย่อมเกิดภาวะความเสี่ยง (Risk) ต่อการได้รับหลักทรัพย์ของตนคืน เช่นนี้ ผู้ให้ยืมย่อมมีสิทธิเรียกหลักประกัน (Collateral) จากผู้ยืมได้

4. การคืนหลักทรัพย์

ผู้ยืมจะต้องคืนหลักทรัพย์ในชนิดและปริมาณเท่ากับที่ได้ยืมไปให้แก่ผู้ให้ยืมเมื่อถึงกำหนดเวลาในกรณีเป็นการยืมที่มีกำหนดเวลา หรือต้องส่งคืนเมื่อผู้ให้ยืมทวงถามในกรณีเป็นการให้ยืมที่ไม่มีกำหนดเวลา

5. ค่าชดเชยสิทธิ

ในการยืมหลักทรัพย์นั้น ผู้ให้ยืมย่อมเสียสิทธิอันพึงมีต่อหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาการยืม เช่น เงินปันผลที่บริษัทหลักทรัพย์จ่ายให้สำหรับหลักทรัพย์นั้น , ดอกเบี้ยของหลักทรัพย์นั้น ดังนั้น ผู้ยืมจึงต้องชดเชยสิทธิเหล่านี้ให้แก่ผู้ให้ยืมด้วย

2. รูปแบบการให้ยืมหลักทรัพย์

การให้ยืมหลักทรัพย์โดยทั่วไปนั้นสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 รูปแบบ คือ

2.1 การให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศ (Domestic Securities Lending) คือการให้ยืมหลักทรัพย์ระหว่างนักลงทุนไทยกับนักลงทุนไทย

2.2 การให้ยืมหลักทรัพย์ข้ามชาติหรือข้ามพรมแดน (Cross-Border Securities Lending) คือการให้ยืมหลักทรัพย์ระหว่างนักลงทุนไทยกับนักลงทุนต่างประเทศ

ดังนั้น ความแตกต่างที่ชัดเจนประการหนึ่งของการให้ยืมหลักทรัพย์ทั้งสองนั้นก็คือในส่วนของผู้บุคคลที่เข้ามาประกอบธุรกรรมนั่นเอง กล่าวคือ การให้ยืมในประเทศจะมีเพียงนักลงทุนที่เป็นบุคคลไทย ได้แก่ บุคคลธรรมดาไทย และนิติบุคคลไทย ส่วนการให้ยืมข้ามชาตินั้น

จะมีบุคคลธรรมดาต่างประเทศ และนิติบุคคลต่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย ด้วยเหตุนี้ในการพิจารณาภาวะภาษีอากรของผู้ประกอบการให้ยืมหลักทรัพย์จึงพิจารณาได้จากภาวะภาษีอากรของบุคคลดังกล่าว แต่เนื่องจากธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์นั้นเป็นธุรกรรมที่มีความสำคัญอย่างยิ่งสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ และจำเป็นที่จะต้องมีการกำกับดูแลการประกอบธุรกรรมอย่างเข้มงวดเพื่อป้องกันสภาวะการฉ้อโกงรวมถึงความเสี่ยงต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้น ผู้วิจัยจึงเห็นว่าหากจะดำเนินการอนุญาตให้มีการประกอบธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์กรณีการให้ยืมหลักทรัพย์ขึ้นในประเทศไทยแล้ว ก็ควรจะอนุญาตให้มีการประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์เฉพาะกรณีนักลงทุนที่เป็นนิติบุคคลเท่านั้น เพราะจะมีฐานะทางการเงินที่มั่นคง มีการเตรียมความพร้อมในเรื่องของความเสี่ยง ตลอดจนการวิเคราะห์วิจัยหลักทรัพย์ได้ดีกว่านักลงทุนรายย่อยที่เป็นบุคคลธรรมดา

ดังนั้น ในการศึกษาวิจัยภาวะภาษีอากรของการซื้อขายหลักทรัพย์กรณีการให้ยืมหลักทรัพย์นี้ ผู้วิจัยจึงจำกัดการศึกษาเฉพาะการประกอบธุรกรรมของนิติบุคคลเท่านั้น

3. ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการให้ยืมหลักทรัพย์

ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการให้ยืมหลักทรัพย์นั้น ต้องพิจารณาจากความพร้อมในด้านต่าง ๆ ดังนี้

3.1 ความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์

3.2 ความพร้อมของนักลงทุน

3.3 ความพร้อมของกฎหมาย

3.1 ความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์ ความพร้อมของตลาดหลักทรัพย์ในส่วนของการเตรียมการให้มีการให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลนั้นก็มีความคล้ายคลึงกับการเตรียมความพร้อมเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์แบบชอร์ตเซลนั่นเอง

-การกำหนดรูปแบบและกระบวนการของ “การให้ยืมหลักทรัพย์” ให้เหมาะสมกับสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

-การกำหนดคุณสมบัติของผู้ประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ให้ชัดเจน

-การกำหนดกฎระเบียบข้อบังคับในการควบคุม “การให้ยืมหลักทรัพย์”

-การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารแก่นักลงทุนอย่างทั่วถึง ทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับราคา และภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงข้อมูลซึ่งเป็นข่าวสารอันอาจเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการลงทุน

-การติดตามตรวจสอบการประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง

3.2 ความพร้อมของนักลงทุน ปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนการให้ยืมหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อีกประการหนึ่งนั่นก็คือ การเตรียมความพร้อมของนักลงทุน กล่าวคือ จะต้องมีการจัดอบรมให้ความรู้แก่นักลงทุนต่างๆ เพื่อให้มีความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับ “การให้ยืมหลักทรัพย์” ทั้งนี้เพื่อประโยชน์แก่นักลงทุนในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อให้สามารถปฏิบัติตามกระบวนการต่าง ๆ ได้อย่างถูกต้องตามกฎหมายระเบียบข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ และตามกฎหมาย อีกทั้งยังเป็นประโยชน์ในการกำกับควบคุมให้เกิดความเป็นระเบียบเรียบร้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ด้วย

3.3 ความพร้อมของกฎหมาย ต้องพิจารณากฎหมายในปัจจุบันซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับ “การให้ยืมหลักทรัพย์” ว่ามีข้อจำกัดอันเป็นปัญหาและอุปสรรคอย่างไรบ้าง และควรกำหนดมาตรการทางกฎหมายให้ชัดเจนและเหมาะสม

4. ผลดี,ผลเสียของการให้ยืมหลักทรัพย์

4.1 ผลดีของการให้ยืมหลักทรัพย์

ในการประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์นั้นก่อให้เกิดผลดีไม่เฉพาะแต่เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการชำระตราหนี้ หากแต่ยังช่วยให้การซื้อขายหลักทรัพย์โดยทั่วไปเป็นไปโดยราบรื่น เนื่องจากช่วยให้ผู้ขายหลักทรัพย์สามารถทำการส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้ตามกำหนดเวลา แม้ในขณะนั้นจะยังไม่มีหลักทรัพย์ของตนอยู่ในครอบครอง ก็สามารถทำการยืมหลักทรัพย์จากบุคคลอื่นมาส่งมอบก่อนได้

4.2 ผลเสียของการให้ยืมหลักทรัพย์

การประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์อาจทำให้นักลงทุนโดยทั่วไปทำการส่งขายหลักทรัพย์ไปก่อนในขณะที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในความครอบครอง และหากเกิดกรณีที่นักลงทุนไม่สามารถยืมหลักทรัพย์จากแหล่งใด ๆ ได้ ย่อมทำให้เกิดผลเสียแก่นักลงทุนทั้ง

กรณีผิดสัญญาขี้นตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และผิดกรณีไม่ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การส่งมอบหลักทรัพย์ตามประกาศตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการส่งมอบหลักทรัพย์

ดังนั้น ในการอนุญาตให้มีการประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงต้องวางหลักเกณฑ์การให้ยืมหลักทรัพย์ไว้อย่างรัดกุม มีการกำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ อาทิ คุณสมบัติของผู้ประกอบธุรกรรม จำนวนหลักทรัพย์ที่จะทำการยืมได้ เป็นต้น นอกจากนี้ต้องมีการควบคุมดูแลและตรวจสอบการประกอบธุรกรรมอย่างต่อเนื่อง เพื่อมิให้เกิดปัญหาอันเป็นผลเสียด้านการลงทุนและตลาดหลักทรัพย์

5. แนวทางการวางหลักเกณฑ์การให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ในส่วนนี้จะนำเสนอกระบวนการในการให้ยืมหลักทรัพย์ซึ่งเป็นกระบวนการที่สำคัญในการสร้างความสมบูรณ์ให้แก่กระบวนการในการทำซอร์ตเชล และจะเสนอการกำหนดหลักเกณฑ์ต่างๆ ในการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทยต่อไป

5.1 กระบวนการในการให้ยืมหลักทรัพย์

การให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการทำซอร์ตเชลนั้นจะอยู่ในกระบวนการของการทำซอร์ตเชลในขั้นตอนก่อนการส่งมอบหลักทรัพย์ (โปรดดูกระบวนการในการทำซอร์ตเชลซึ่งได้นำเสนอไว้แล้ว) เนื่องจากเมื่อผู้ทำซอร์ตเชลได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้าแล้วจะต้องดำเนินการขี้นหลักทรัพย์มาเพื่อทำการส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ โดยในการขี้นหลักทรัพย์มีกระบวนการดังนี้

5.1.1 การขี้นหลักทรัพย์จากเจ้าของหลักทรัพย์

- (1) ผู้ทำซอร์ตเชล (ผู้ยืมหลักทรัพย์) ทำสัญญาขี้นกับเจ้าของหลักทรัพย์ (ผู้ให้ยืม)
- (2) ผู้ให้ยืมส่งมอบและโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์แก่ผู้ยืมหลักทรัพย์
- (3) ผู้ยืมชำระค่าธรรมเนียมและวางหลักประกันสำหรับการขี้นดังกล่าว
- (4) เมื่อครบกำหนดหรือเมื่อเจ้าของหลักทรัพย์เรียกคืนหลักทรัพย์ ผู้ยืมต้องนำหลักทรัพย์ประเภทและชนิดเดียวกันกับที่ยืมมาคืนให้แก่ผู้ให้ยืม พร้อมกับผลประโยชน์ที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์พึงได้รับในระหว่างการให้ยืมหลักทรัพย์

5.1.2 การยืมหลักทรัพย์โดยผ่านตัวกลาง

(1) กรณีตัวกลางทำหน้าที่เป็นนายหน้า (Broker) ตัวกลางจะเป็นตัวประสานงานระหว่างผู้ยืมกับผู้ให้ยืมในการดำเนินการเพื่อให้เกิดการให้ยืมหลักทรัพย์ และกระบวนการในการยืมหลักทรัพย์ก็จะเข้าสู่ขั้นตอนของการทำสัญญาระหว่างผู้ยืมหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต่อไป โดยตัวกลางหรือนายหน้าก็จะได้รับค่าตอบแทนเป็นค่าดำเนินการในการเป็นนายหน้า

(2) กรณีตัวกลางเป็นคู่สัญญาหรือเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์เอง กรณีนี้ตัวกลางจะเป็นผู้ทำสัญญาในฐานะเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์หรือเป็นเจ้าของหลักทรัพย์เอง โดยหลักทรัพย์นั้นตัวกลางอาจได้มาด้วยการซื้อหลักทรัพย์ หรืออาจทำการยืมหลักทรัพย์จากบุคคลอื่นมาก่อนก็ได้ กรณีนี้ตัวกลางจึงอยู่ในฐานะเป็นคู่สัญญาเอง¹⁷

5.2 การกำหนดหลักเกณฑ์ต่างๆในการให้ยืมหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากการศึกษาการประกอบธุรกิจกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์นี้ เป็นการศึกษาการประกอบธุรกิจกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจการทำชอร์ตเซล ดังนั้น ในการพิจารณาหลักเกณฑ์ต่างๆที่เกี่ยวกับการให้ยืมหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จึงอาจพิจารณาได้จากหลักเกณฑ์ต่างๆในการทำชอร์ตเซลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้ทำการเสนอไว้แล้ว อาทิ การกำหนดลักษณะของหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ทำชอร์ตเซล , การกำหนดระดับราคาที่ทำให้ทำชอร์ตเซล, การระบุคำสั่งในการทำชอร์ตเซล , การรายงานและการเปิดเผยข้อมูลในการทำชอร์ตเซล และเพื่อให้เกิดความสมบูรณ์และมีความเป็นระเบียบเรียบร้อยในการทำชอร์ตเซลโดยการให้ยืมหลักทรัพย์ยิ่งขึ้น ผู้เขียนจึงขอเสนอการกำหนดหลักเกณฑ์ในการให้ใบอนุญาตการเป็นตัวกลางการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นการเพิ่มเติมด้วย

5.2.1 ผู้ที่จะได้รับใบอนุญาตเป็นตัวกลางการให้ยืมหลักทรัพย์

(Securities Lending Intermediary)

(1) ประเภทของสถาบันและบทบาท บริษัทหลักทรัพย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องเป็นบุคคลที่มีคุณสมบัติครบถ้วน และต้องแสดงให้เห็นได้ว่ามีความสามารถเพียงพอที่จะปฏิบัติตามประกาศหลักเกณฑ์ที่กำหนดในเรื่องต่างๆตาม (5)

¹⁷สาธิต รังคสิริ , “ภาระภาษีของการให้ยืมหลักทรัพย์,” เอกสารประกอบการสอนวิชาสัมมนาภาษีอากร บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ 2538, หน้า 5-6 (อัดสำเนา)

เหตุผลที่กำหนดประเภทของสถาบันดังกล่าวเช่นนั้น เนื่องจากบริษัทเป็นผู้มีฐานลูกค้าซื้อขายหลักทรัพย์อยู่แล้ว และยังเป็นผู้ที่จะต้องรับคำสั่ง Short Selling จากลูกค้า อีกทั้งเป็นผู้มีหน้าที่ในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ให้กับสำนักหักบัญชีอยู่แล้ว และยังเป็นสถาบันที่ทางการสามารถกำกับดูแลได้โดยใกล้ชิดอีกด้วย นอกจากนี้ยังมีผลทางด้านการชักจูงให้ลูกค้ามาใช้บริการกับบริษัทของคนอีกด้วย

(2) ประเภทของลูกค้า ได้แก่บุคคลทั่วไป Custodian (แทนลูกค้า Custody)

(3) วิธีการ ต้องเป็น principle เนื่องจากจำกัด counterparty risk อยู่ที่ระดับ creditworthiness ของบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ซึ่งทางการกำกับดูแลอยู่ และเพื่อเป็นการป้องกันการที่บริษัทหลักทรัพย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ของลูกค้าไปให้ยืมโดยลูกค้าไม่ทราบ

(4) รายได้ เกิดจาก negotiated spread (อัตรา lending fee ที่เรียกจากผู้ยืม - อัตราที่จ่ายให้ผู้ยืม)

(5) การกำกับดูแล ผู้ที่ได้รับอนุญาตต้องปฏิบัติตามประกาศหลักเกณฑ์ และต้องมีคุณสมบัติครบถ้วนโดยต้องแสดงให้เห็นได้ว่ามีความสามารถเพียงพอที่จะปฏิบัติในเรื่องต่างๆ ดังต่อไปนี้

ก) net capital rule สำหรับบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งควรเพิ่มเติมในส่วนของการปรับค่าความเสี่ยง counterparty risk ดังนี้

- สำหรับในฐานะผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ความเสี่ยงเท่ากับราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ให้ยืมในส่วนที่เกินกว่าราคาตลาดของหลักประกัน

- สำหรับในฐานะผู้ยืมหลักทรัพย์ ความเสี่ยงเท่ากับราคาตลาดของหลักประกันในส่วนที่เกินกว่าราคาของหลักทรัพย์ที่ยืมมา

การปรับ counterparty risk เช่นนี้จะเป็นแรงจูงใจให้บริษัทหลักทรัพย์ทำการ mark-to-market ทุกวันตาม ค)

ส่วนบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ควรใช้เกณฑ์เรื่องดังกล่าวในส่วนของบริษัทหลักทรัพย์ที่แยกบัญชีด้วย

- ข) exposure limit สำหรับลูกค้าแต่ละราย
- ค) สัญญา lending/borrowing ที่ทำกับลูกค้าทั้ง 2 ข้าง ต้องระบุให้มีการปรับ collateral รายวัน (daily mark-to-market) ให้เหมาะสมกับ market risk ของหลักทรัพย์ ทั้งในกรณีที่ เป็นผู้ให้ยืมและผู้ยืม และต้องมีระบบติดตามให้เป็นไปตามนั้น
- ง) มีระบบติดตามสิทธิประโยชน์ในหลักทรัพย์ เพื่อส่งผ่านไปยังผู้ให้ยืม (เจ้าของเดิม) ได้โดยครบถ้วนและตรงเวลา
- จ) มีระบบในการรายงาน open position และ market-risk ที่สามารถทำให้ผู้บริหารระดับสูงสุดของบริษัทได้รับข้อมูลในเรื่องดังกล่าวอยู่เป็นประจำ
- ฉ) ปฏิบัติตามเกณฑ์ต่อไปนี้เพื่อให้ผลเป็นการบังคับทางอ้อมต่อผู้ทำ

Short selling :

- ห้ามให้ยืมหลักทรัพย์แก่ผู้ที่จะนำไปเสนอขายใน tender offer
- ห้ามให้ยืมหลักทรัพย์แก่ insider ของบริษัท
- ห้ามให้ยืมหลักทรัพย์แก่ลูกค้าที่สั่งขายหลักทรัพย์ โดยไม่ได้ระบุในคำสั่งว่าเป็นการทำ short ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์นั้นเป็นผู้ execute คำสั่งของลูกค้าดังกล่าว เว้นแต่ว่าบริษัทหลักทรัพย์นั้นจะแจ้งไปยังตลาดหลักทรัพย์ว่า คำสั่งที่ execute ไปแล้วเป็นการทำ short selling (เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ลงโทษในฐานะที่ short selling อย่างผิดระเบียบ

5.2.2 ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องโดยไม่มีใบอนุญาต (Securities

Lending Intermediary)

(1) custodian มีบทบาทในการติดต่อยืม/ให้ยืมหลักทรัพย์แทนลูกค้า custody ตลอดจนดูแลเรื่องความเหมาะสมของหลักประกัน และการติดตามสิทธิประโยชน์ในหลักทรัพย์ ตามที่ได้รับมอบอำนาจจากลูกค้า ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของบทบาทการเป็นผู้ดูแลรักษาทรัพย์สินของลูกค้าอันเป็นการให้บริการตามปกติของ custodian อยู่แล้ว

- custodian จะเป็น principal กับลูกค้า custody ที่จะให้ยืม/ยืมหลักทรัพย์ได้หรือไม่?

ถ้า custodian เป็น principal จะถือว่า equity risk ดังนั้นตราใบ
ที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนยังไม่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจที่ทำให้เกิด equity risk จึง
ยังไม่ควรให้เป็น principal ในกรณีดังกล่าวได้

- ขอสังเกต ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนน่าจะเป็น lending
intermediary สำหรับตราสารหนี้ (fixed income) ได้

(2) บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็น
ตัวกลางการยืม/ให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อ cover fail (settlement-driven)

เหตุผลเนื่องจากเป็นผู้ให้บริการรับฝากหลักทรัพย์และการชำระ
ราคาและส่งมอบหลักทรัพย์อยู่แล้ว และไม่ต้องมีใบอนุญาต securities lending intermediary
เพราะไม่ได้เกี่ยวข้องกับการชักจูงลูกค้ามาใช้บริการของตน และทำให้เฉพาะสมาชิกของระบบเพื่อ
cover fail เท่านั้น แต่ต้องมาขออนุญาตประกอบธุรกิจดังกล่าวจากคณะกรรมการ กสท. ในฐานะที่
เป็นศูนย์รับฝากหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชี

(3) ประเภทของลูกค้า สมาชิกบริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ฯ

(4) วิธีการ ต้องเป็น principal เนื่องจากจำกัด counterparty risk
อยู่ที่ระดับ creditworthiness ของบริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ฯ ซึ่งทางการกำกับดูแลอยู่ และ
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นผู้ถือหุ้น 99%

(5) รายได้ standard spread (standard fee จากสมาชิกผู้ยืม)

(6) การกำกับดูแล ถูกทางการกำกับดูแลในฐานะเป็นสำนักหัก
บัญชีและศูนย์รับฝากหลักทรัพย์¹⁸

¹⁸ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตรวจสอบหลักทรัพย์, “เอกสารการศึกษาการ
พิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์หมายเลข 7/38/3 , “ระเบียบวาระการประชุมคณะ
อนุกรรมการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์ครั้งที่ 7/2538 ลงวันที่ 12 ตุลาคม 2538, (อัด
สำเนา)