

มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มี
หลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญานิติศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชากฎหมายการเงินและภาษีอากร ไม่สังกัดภาควิชา/เทียบเท่า
คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2564
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Legal Measures on Sale of Securities by Securities Companies without Securities
in Possession for Institutional Investors



A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Laws in Finance and Tax Laws

Common Course

FACULTY OF LAW

Chulalongkorn University

Academic Year 2021

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขาย หลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ ในครอบครองสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน
โดย	นายพีรพัฒน์ แซ่เล่า
สาขาวิชา	กฎหมายการเงินและภาษีอากร
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก	อาจารย์ ดร.ภูมิศิริ ดำรงวุฒิ

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญานิติศาสตรมหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะนิติศาสตร์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปาริณา ศรีวินิชย์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(อาจารย์ ดร.ภูมิศิริ ดำรงวุฒิ)

..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(อาจารย์ธนชัย มีโชค)

พิรพัฒน์ แซ่เล่า : มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน. (Legal Measures on Sale of Securities by Securities Companies without Securities in Possession for Institutional Investors) อ.ที่ปรึกษาหลัก : อ. ดร.ภูมิศิริ ดำรงวุฒิ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาปัญหาเกี่ยวกับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย สำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน โดยทำการศึกษามาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย เพื่อเปรียบเทียบกับมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง เพื่อนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบ และเสนอปรับปรุงแก้ไขให้มาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยมีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

จากการศึกษาค้นคว้าพบว่า มาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยได้กำหนดหน้าที่การตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน และหน้าที่เกี่ยวกับการขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว แต่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนดได้ เช่น บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันที่มีผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ เป็นต้น ยิ่งไปกว่านั้น การที่มาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยไม่ได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบันไว้ เป็นการลดภาระหน้าที่ความรับผิดชอบซึ่งควรจะเป็นของผู้ลงทุน ให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบแทนทั้งหมด

ด้วยเหตุนี้ วิทยานิพนธ์นี้จึงเสนอให้มีการกำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบันที่ขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ในหมวดการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และเสนอแนะให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการยึดหลักทรัพย์ และยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ตนเองได้ยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว และในท้ายที่สุด ผู้ขายชอร์ตควรมีหน้าที่แสดงสถานะการขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์อีกด้วย

สาขาวิชา กฎหมายการเงินและภาษีอากร ลายมือชื่อนิสิต

ปีการศึกษา 2564 ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาหลัก

6280065834 : MAJOR FINANCE AND TAX LAWS

KEYWORD:

Phiraphat Sae Lao : Legal Measures on Sale of Securities by Securities Companies without Securities in Possession for Institutional Investors. Advisor: POOMSIRI DUMRONGVUTE, Ph.D.

This thesis has a main objective to study and address legal problems concerning legal measures on the sale of securities by securities companies without securities in possession for the institutional investors. In order to suggest and recommend how to improve the appropriate legal measures, this thesis has examined Thai law and analyzed such issues by comparing the legal measures amongst the following jurisdictions: the United State of America, Australia, Japan, Singapore, Malaysia, and Hong Kong.

Pursuant to the research on Thai legal measurement, this thesis found that the relevant regulations have vested the duty to verify the securities of the investors and imposed responsibility in relation to short selling exclusively on securities companies. However, securities companies are not capable of performing such duties as required by the law without institutional investors' cooperation. For example, the securities companies are unable to verify the securities of the institutional investor that has custodian. Furthermore, Thai law do not impose any responsibilities and liabilities on Institutional Investors. Therefore, such measurement may create disproportionate burdens on securities companies. In fact, the direct responsibilities should have been vested on investors instead.

In light of these findings, this thesis recommends that Chapter 8 of Securities and Exchange Act B.E 2535 (Unfair Securities Trading Practices and The Acquisition of Securities for Business Take-Overs) should impose the liabilities on the institutional short sellers who do not have securities in possession. In particular, institutional short sellers shall have legal responsibilities to borrow securities, to confirm the borrowing, and to disclose short selling status to the corresponding securities companies.

Field of Study: Finance and Tax Laws

Student's Signature

Academic Year: 2021

Advisor's Signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงลงได้ด้วยความกรุณาอย่างยิ่งของอาจารย์ ดร.ภูมิศิริ ดำรงวุฒิ เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ และเป็นกรรมการในการสอบวิทยานิพนธ์ และอาจารย์ธนชัย มีโชค กรรมการภายนอก ซึ่งอาจารย์ทั้งสองท่านได้ให้ความคิดเห็น และคำแนะนำที่สำคัญต่างๆ รวมถึงให้ความช่วยเหลือในการแก้ไขปัญหาต่างๆ ในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ ที่ได้เสียสละเวลาอันมีค่าเพื่อเป็นประธานกรรมการในการสอบวิทยานิพนธ์ อีกทั้งให้คำแนะนำ ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ในการเขียนวิทยานิพนธ์ ฉบับนี้

ในโอกาสนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา และครอบครัวของผู้เขียน และนางสาว ญาณิศา ชาญสง่าเวช และเพื่อนๆ ที่ได้มอบความห่วงใย และกำลังใจอันมหาศาลแก่ผู้วิจัยมาโดยตลอด

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยหวังว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ ต่อบุคคลที่สนใจในกฎหมายในเรื่องดังกล่าว และสามารถนำมาเป็นข้อเสนอแนะในการแก้ไขปรับปรุงกฎหมายต่อไป หากมีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว และขออภัยเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ค
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ง
กิตติกรรมประกาศ	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ฐ
สารบัญรูปภาพ	ท
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 สมมติฐานของการวิจัย.....	10
1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	10
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	11
1.5 วิธีดำเนินการศึกษาวิจัย	12
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	12
บทที่ 2 หลักการเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ใน ครอบครอง.....	13
2.1 ลักษณะการขายชอร์ตและการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling).....	16
2.2 มุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายชอร์ต	18
2.2.1 มุมมองและแนวความคิดดั้งเดิมเกี่ยวกับการขายชอร์ต	20
2.2.1.1 มุมมองด้านศีลธรรม.....	20
2.2.1.2 แนวความคิดในการป้องกันการเก็งกำไร	21
2.2.2 มุมมองและแนวความคิดสมัยใหม่เกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ต	23

2.2.2.1	ทฤษฎีทางวิชาเศรษฐศาสตร์สมัยใหม่	23
2.2.2.2	การศึกษาและผลการวิจัยผลกระทบของการห้ามการขายชอร์ต.....	25
2.2.2.3	การศึกษาและผลการวิจัยประโยชน์ของการขายชอร์ต	26
2.2.2.4	หลักการเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ตในปัจจุบัน.....	30
2.3	มุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling).....	33
2.4	ความทั่วไปเกี่ยวกับหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ลงทุน	35
2.4.1	แนวความคิดเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์	35
2.4.2	บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ลงทุนสถาบันตามกฎหมายของประเทศไทย	37
2.4.2.1	บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์	37
2.4.2.1.1	บทบาทหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในการซื้อขายหลักทรัพย์.....	37
2.4.2.1.2	ความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์	39
2.4.2.1.3	บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองและการขายชอร์ต	41
2.4.2.2	บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบันในการซื้อขายหลักทรัพย์ ..	42
2.4.2.2.1	บทบาทหน้าที่ของผู้ลงทุนสถาบันในการซื้อขายหลักทรัพย์	46
2.4.2.2.2	ความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบัน	47
2.4.2.2.3	บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบันในการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองและการขายชอร์ต	49

บทที่ 3	มาตรการทางกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัท หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย	50
3.1	ความเป็นมาของมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยัง ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในประเทศไทย	51
3.2	มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้น อยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) ของประเทศไทย	59
3.2.1	การขายชอร์ต	61
3.2.1.1	องค์ประกอบการขายชอร์ต	63
3.2.1.2	หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายชอร์ต	66
3.2.1.2.1	หลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ขายชอร์ต	67
3.2.1.2.2	การส่งคำสั่งขายชอร์ตของผู้ลงทุน	69
3.2.1.2.3	หลักเกณฑ์ด้านราคา	69
3.2.1.2.4	การบันทึกการขายชอร์ต	70
3.2.1.2.5	รายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	71
3.2.2	การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครอง หลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายแต่บริษัทหลักทรัพย์ มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง	73
3.2.2.1	องค์ประกอบการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบ การครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง	74
3.2.2.1.1	ไม่ใช่การขายชอร์ต	74
3.2.2.1.2	ขายหลักทรัพย์	75
3.2.2.1.3	ลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัท หลักทรัพย์แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของ ตนเอง	75

3.2.2.2 หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย	76
3.2.2.2.1 บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนทั่วไปมีหลักทรัพย์ของตนเอง.....	76
3.2.2.2.2 บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนสถาบันในประเทศไทยและต่างประเศมีหลักทรัพย์เป็นของตนเอง	77
บทที่ 4 มาตรการทางกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ.....	81
4.1 ความทั่วไปเกี่ยวกับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองและการขายชอร์ตของต่างประเทศ	82
4.1.1 สหรัฐอเมริกา	83
4.1.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์	83
4.1.3 เครือรัฐออสเตรเลีย	85
4.1.4 ประเทศญี่ปุ่น	86
4.1.5 ประเทศมาเลเซีย.....	87
4.1.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง	88
4.2 การกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง	89
4.2.1 สหรัฐอเมริกา	89
4.2.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์	92
4.2.3 เครือรัฐออสเตรเลีย	94
4.2.4 ประเทศญี่ปุ่น	98
4.2.5 ประเทศมาเลเซีย.....	99
4.2.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง	102
4.3 หลักเกณฑ์การขายชอร์ต	106

4.3.1 สหรัฐอเมริกา	106
4.3.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์	111
4.3.3 เครือรัฐออสเตรเลีย	112
4.3.4 ประเทศญี่ปุ่น	115
4.3.5 ประเทศมาเลเซีย.....	117
4.3.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง	119
4.4 หลักเกณฑ์การรายงานสถานะการขายชอร์ต	123
4.4.1 สหรัฐอเมริกา	123
4.4.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์	125
4.4.3 เครือรัฐออสเตรเลีย	127
4.4.4 ประเทศญี่ปุ่น	130
4.4.5 ประเทศมาเลเซีย.....	132
4.4.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง	132
4.5 เปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดย บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศ	134
4.5.1 การกำหนดความรับผิดในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง	135
4.5.2 การกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต.....	136
4.5.3 การกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต.....	137
บทที่ 5 บทวิเคราะห์ปัญหามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบันในประเทศไทยและบท วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศกับประเทศไทย.....	138
5.1 บทวิเคราะห์ปัญหามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบันในประเทศไทย....	139

5.1.1	วิเคราะห์ปัญหาเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง	140
5.1.1.1	การกำหนดความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว	140
5.1.1.2	การกำหนดหน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์	143
5.1.2	วิเคราะห์ปัญหาของวิธีการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต	148
5.1.3	วิเคราะห์ปัญหาการรายงานสถานะการขายชอร์ต.....	155
5.2	วิเคราะห์เปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศกับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย	160
5.2.1	ประเด็นเกี่ยวกับการกำหนดความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุน.....	160
5.2.1.1	การวิเคราะห์เปรียบเทียบการกำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนของต่างประเทศ	160
5.2.1.2	การพิจารณาการกำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนของประเทศไทย	162
5.2.2	ประเด็นเกี่ยวกับหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต	164
5.2.2.1	การวิเคราะห์เปรียบเทียบหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตของต่างประเทศ	164
5.2.2.2	การพิจารณาการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตของประเทศไทย	168
5.2.3	ประเด็นเกี่ยวกับการรายงานสถานะการขายชอร์ต.....	172
5.2.3.1	การวิเคราะห์เปรียบเทียบการรายงานสถานะการขายชอร์ตของต่างประเทศ	172
5.2.3.2	การพิจารณาการรายงานสถานะการขายชอร์ตของประเทศไทย	174
บทที่ 6	บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....	178
6.1	บทสรุป	178
6.2	ข้อเสนอแนะ	185
6.2.1	ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง.....	185

6.2.2 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับวิธีการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต.....	188
6.2.3 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการรายงานการขายชอร์ต.....	192
6.2.4. วิเคราะห์ผลกระทบต่อข้อเสนอแนะ.....	197
บรรณานุกรม.....	205
ประวัติผู้เขียน.....	216



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

สารบัญตาราง

หน้า

ตาราง 1	เปรียบเทียบปริมาณหุ้นที่ขายชอร์ตตั้งแต่เดือนมกราคม 2564 จนถึงเดือนตุลาคม 2564	14
ตาราง 2	เปรียบเทียบมูลค่าการขายชอร์ตตั้งแต่เดือนมกราคม 2564 จนถึงเดือนตุลาคม 2564.....	14
ตาราง 3	เปรียบเทียบกฎหมายของต่างประเทศเรื่องการกำหนดความรับผิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง.....	135
ตาราง 4	เปรียบเทียบกฎหมายของต่างประเทศเรื่องการกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต.....	136
ตาราง 5	เปรียบเทียบกฎหมายของต่างประเทศเรื่องการกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต	137
ตาราง 6	เปรียบเทียบกฎหมายระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศเรื่องการกำหนดความรับผิดในกรณีที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง	162
ตาราง 7	เปรียบเทียบกฎหมายระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศเรื่องการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต.....	168
ตาราง 8	เปรียบเทียบกฎหมายระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศเรื่องการรายงานสถานะการขายชอร์ต	174
ตาราง 9	ผลประโยชน์และต้นทุนสำหรับกลุ่มผู้ได้รับผลกระทบ	204

สารบัญรูปลูกภาพ

	หน้า
รูป 1 วิธีการขายชอร์ต	17
รูป 2 แบบบันทึกการขายชอร์ต	70
รูป 3 แบบรายงานการขายชอร์ตที่ยังไม่ได้ซื้อคืน	72



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการขายหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ) โดยทั่วไป ผู้ลงทุนต้องส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ที่ตนมีอยู่ในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ เท่านั้น¹ และบริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวจะดำเนินการตรวจสอบคำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน และดำเนินการส่งคำสั่งไปยังตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อไป ดังนั้น จะเห็นได้ว่าองค์ประกอบที่สำคัญของการขายหลักทรัพย์คือผู้ลงทุนต้องมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ฉะนั้น หากผู้ลงทุนไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง บริษัทหลักทรัพย์ห้ามดำเนินการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ไปยังตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเด็ดขาด เพราะบริษัทหลักทรัพย์จะไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์แก่สำนักหักบัญชี ตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ วันที่ต้องส่งมอบหลักทรัพย์ และเป็นสาเหตุทำให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ด้วยเหตุนี้เอง พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในหมวด 4 เรื่องธุรกิจหลักทรัพย์ ส่วนที่ 2 การกำกับและควบคุม มาตรา 98(5) จึงกำหนดห้ามบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) หากบริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืน หรือไม่ปฏิบัติตามมาตรา 98(5) บริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวต้องระวางโทษปรับตามที่กำหนดในมาตรา 282

อย่างไรก็ตาม ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5) ได้กำหนดให้คณะกรรมการกำกับตลาดทุนมีอำนาจในการอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้² ซึ่งในปัจจุบัน คณะกรรมการกำกับตลาดทุนได้ออกประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทส. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า ประกาศ ทส. 47/2552) ซึ่ง

¹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 3

² ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทส. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 3

ประกาศฉบับดังกล่าวได้กำหนดยกเว้นให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองได้ โดยสามารถแบ่งประเภทการขายหลักทรัพย์ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ได้ทั้งหมด 2 ลักษณะ ได้แก่

1. การขายชอร์ต (Short Sales) คือกระบวนการขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบ ตามที่ได้บัญญัติไว้ในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 2(2) ประกอบข้อ 3(1)

2. การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของผู้ลงทุน โดยในขณะที่ผู้ลงทุนมีคำสั่งขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนยังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ของตนเอง ทั้งนี้ไม่ว่าหลักทรัพย์นั้นจะอยู่ในความครอบครองของผู้ลงทุน หรือผู้ลงทุนได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือผู้ลงทุนได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ ตามที่ได้บัญญัติไว้ในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2)

นอกจากประกาศ ทธ. 47/2552 จะได้กำหนดวิธีการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองไว้แล้ว ประกาศดังกล่าวได้กำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับบทบาทและหน้าที่ในการตรวจสอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ อาทิ หน้าที่ในการรับคำสั่งของผู้ลงทุน หน้าที่ในการแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบถึงความเสี่ยงในการลงทุน หน้าที่ในการเรียกให้ผู้ลงทุนวางหลักประกัน หน้าที่ในการจัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุน และหน้าที่ในการตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากการกำหนดบทบาทและหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ในประกาศดังกล่าวก่อให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติแก่บริษัทหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงได้ขอหารือแก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือสำนักงาน ก.ล.ต.³ เกี่ยวกับหลักเกณฑ์การการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถปฏิบัติได้อย่างถูกต้องครบถ้วน โดยทางสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ตอบข้อสอบถามจากทางตลาดหลักทรัพย์ฯ ผ่านหนังสือเวียนที่ กสท.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ซึ่งหนังสือเวียนฉบับดังกล่าวได้อธิบาย และยกตัวอย่างหลักเกณฑ์การตรวจสอบผู้ลงทุนของบริษัทหลักทรัพย์ ที่เป็นการขยายข้อความเพิ่มเติมประกาศ ทธ. 47/2552 ให้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น อาทิเช่น บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนได้จัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์สำหรับการส่งมอบการขายชอร์ตที่แน่นอน และมีแหล่งยืมที่น่าเชื่อถือแล้วหรือไม่ และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่

³สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, **รู้จัก ก.ล.ต**[ออนไลน์], 15 พฤษภาคม 2563. แหล่งที่มา: <https://www.sec.or.th/TH/Pages/ABOUTUS/SECOFFICE.aspx>

ในการตรวจสอบชื่อ และจำนวนหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนได้ยื่นหลักทรัพย์แล้ว หรือให้ผู้ลงทุนแสดงเอกสารหลักฐานที่แสดงการยืนยันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์ เป็นต้น

นอกจากบริษัทหลักทรัพย์จะมีหน้าที่ตามประกาศ ทธ. 47/2552 แล้ว ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ บริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดอีกประการหนึ่งด้วย ยกตัวอย่างเช่น บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ปฏิบัติตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ หมวด 8 การปฏิบัติงานของสมาชิกที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ ข้อ 39(1) ที่กำหนดห้ามบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ดำเนินการขายหลักทรัพย์โดยที่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือผู้ลงทุนไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือมิได้มีบุคคลใดมอบหมายให้สมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่กฎหมายจะอนุญาตให้กระทำได้ เช่น การขายชอร์ต เป็นต้น

สำหรับกรณีการขายชอร์ต นอกจากบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ปฏิบัติตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ปฏิบัติตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ที่ได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่งคำสั่งขายชอร์ตเฉพาะหลักทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศกำหนดเท่านั้น⁴ และบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องระบุตัวอักษร S ในคำสั่งขายชอร์ต (Flag S) ทุกครั้งที่ลูกค้าส่งคำสั่งขายชอร์ต⁵ และกำหนดหน้าที่ให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ จะเสนอขายชอร์ตได้เฉพาะราคาที่ไม่ต่ำกว่าราคาซื้อขายครั้งสุดท้ายเท่านั้น⁶ นอกจากนี้ บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนทุกสิ้นวันทำการ⁷ หากบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ปฏิบัติตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ ข้อใดข้อหนึ่ง ถือว่าบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ กระทำความผิด และต้องได้รับโทษตามกฎหมาย

⁴ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 4

⁵ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 5

⁶ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 6

⁷ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 8

หลักเกณฑ์ที่กฎหมายได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีบทบาทและหน้าที่ รวมถึงความรับผิดชอบ ตามที่ได้กล่าวข้างต้นนั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ และเพื่อ คัดกรองให้ผู้ลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ได้รับหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด แต่อย่างไรก็ ตาม ผลการรายงานการตรวจสอบบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยฝ่ายการ กำกับดูแลและตรวจสอบของตลาดหลักทรัพย์ฯ ฉบับลงวันที่ 4 กันยายน พ.ศ. 2562 พบว่า การผิด นัดการส่งมอบหลักทรัพย์โดยส่วนใหญ่เกิดจากการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ ของผู้ลงทุนสถาบันที่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ได้⁸

นอกจากนี้ ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2559 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2562⁹ คณะอนุกรรมการ วินัยของตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีการพิจารณาความผิดและดำเนินการทางวินัยแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ จำนวนทั้งหมด 9 บริษัทหลักทรัพย์ เพราะบริษัทหลักทรัพย์กระทำ ความผิดโดยการขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ซึ่งเป็นการกระทำที่ฝ่าฝืน ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาด หลักทรัพย์ ข้อ 39 (1)

แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์แห่งหนึ่งได้ดำเนินการชี้แจงแก่ผู้ลงทุนผ่านเว็บไซต์ เกี่ยวกับกรณีในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ลงโทษปรับแก่บริษัทหลักทรัพย์ อันมีสาเหตุมาจากการที่บริษัท หลักทรัพย์ได้กระทำการฝ่าฝืนข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการ ส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ข้อ 39 (1) โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

“บริษัทหลักทรัพย์ฯ ขอยืนยันว่า บริษัทหลักทรัพย์ฯ ไม่ได้กระทำการขายหลักทรัพย์โดยที่ บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครองจริงๆ (Naked Short Selling) และบริษัท หลักทรัพย์ฯ ได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ตามที่กฎหมายกำหนดอย่างเคร่งครัดเช่นเดียวกับบริษัท หลักทรัพย์อื่นๆ อีกทั้ง ลูกค้าน่าจะได้ให้ความมั่นใจกับบริษัทหลักทรัพย์ฯ ว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ใน

⁸ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “รายงานผลการตรวจสอบบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฝ่ายการกำกับดูแล และตรวจสอบของตลาดหลักทรัพย์ฯ,” 4 กันยายน 2562. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

⁹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การดำเนินการทางวินัย[ออนไลน์], 16 พฤษภาคม 2563 แหล่งที่มา : https://www.set.or.th/th/regulations/enforcement/penalties_p1.html

ครอบครองก่อนสั่งขาย ตลอดจนสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ฯ ได้ตามระยะเวลาที่กำหนดเสมอมา”¹⁰

ดังนั้น จากการศึกษาถึงข้อกล่าวอ้างของบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับโทษปรับข้างต้นนั้น ทำให้พิจารณาในเบื้องต้นได้ว่า บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีเจตนาในการหลีกเลี่ยงกฎหมาย และบริษัทหลักทรัพย์ได้ปฏิบัติตามหน้าที่ตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดครบถ้วนแล้ว ฉะนั้น หากข้อกล่าวอ้างของบริษัทหลักทรัพย์เป็นความจริงก็อาจแสดงได้ว่า มาตรการทางกฎหมายที่กำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครองที่มีผลใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันมีข้อบกพร่อง และไม่สามารถป้องกันมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ได้

ยิ่งไปกว่านั้น จากการศึกษา และวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายที่กำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครอง ผู้วิจัยมีความเห็นว่า มาตรการทางกฎหมายที่ได้กำหนดบทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เป็นการผลักรถหน้าที่ ซึ่งควรจะเป็นของผู้ลงทุนให้เป็นหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์แทน ซึ่งสามารถแบ่งประเด็นปัญหาได้ทั้งหมด 3 ประเด็น ดังต่อไปนี้

(1) ปัญหาการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครอง

ประกาศ ทธ. 47/2552 เป็นประกาศที่อาศัยอำนาจของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งพระราชบัญญัติดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ฉะนั้น ประกาศ ทธ. 47/2552 จึงกำหนดเฉพาะหน้าที่ และความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น โดยไม่ได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้ลงทุนไว้เลย ซึ่งทำให้สำนักงาน ก.ล.ต. ไม่สามารถลงโทษแก่ผู้ลงทุนที่จงใจกระทำความผิด โดยมีเจตนาขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครอง (Naked Short Selling) ได้ ยกตัวอย่างเช่น บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันได้โดยตรง เนื่องจากหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันอยู่ในความดูแลของผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ฉะนั้น เมื่อถึงกำหนดระยะเวลาที่ต้องส่งมอบหลักทรัพย์ตามกฎหมาย หากบริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์แก่สำนักหักบัญชี

¹⁰ Hooninside, บล.เอเชีย เวลท์ เรียกร้อง ตลท.กำหนดแนวทางการปฏิบัติงานต่อลท.สถาบันต่างชาติ เพื่อใช้เท่าเทียมกันทุกบล. หลังถูกปรับเงิน5.85ลบ. กรณีขายหุ้นไร้ใบหุ้น[ออนไลน์], 20 ตุลาคม 2563 แหล่งที่มา : <https://www.hooninside.com/news-feed/63149/view>

ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ บริษัทหลักทรัพย์มีความเสี่ยงต้องได้รับโทษทางกฎหมาย ในทางกลับกัน ผู้ลงทุนสถาบันที่ใจหายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ไม่ต้องรับผิดชอบทางกฎหมายใดๆ เพราะกฎหมายไม่ได้กำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุนดังกล่าวไว้ เป็นต้น

นอกจากนั้น ประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) กำหนดให้ “บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่า ลูกคามีหลักทรัพย์ของตนเอง” กล่าวคือบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนว่า ก่อนส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองจริงหรือไม่ ดังนั้น หน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์จึงตกแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว ซึ่งการกำหนดหน้าที่ดังกล่าวได้ ก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับบริษัทหลักทรัพย์อย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเป็นการขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์

เนื่องจากผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เป็นผู้เก็บรักษาทรัพย์สินแทนผู้ลงทุน โดยศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (Thailand Securities Depository หรือ TSD) ได้อนุญาตให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์สามารถฝากหลักทรัพย์กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้โดยตรง โดยที่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ไม่ต้องดำเนินการฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ตนได้เปิดบัญชีไว้¹¹ ฉะนั้น ในการทำธุรกรรมใดๆ ของผู้ลงทุนสถาบัน และของผู้ลงทุนต่างประเทศ บริษัทหลักทรัพย์จะไม่สามารถทราบได้ว่า ผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศมีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองจริงหรือไม่ และมีจำนวนเท่าใด ซึ่งจะแตกต่างกับการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนทั่วไป เพราะผู้ลงทุนทั่วไปต้องฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น¹² ทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถกำหนดให้ผู้ลงทุนทั่วไปแสดงบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของตนเอง และดำเนินการตรวจสอบหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั่วไปได้

นอกเหนือจากนั้น กฎหมายไม่ได้กำหนดอำนาจให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในการสอบถามแก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน และของผู้ลงทุนต่างประเทศ ประกอบกับการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีนิติสัมพันธ์ หรือข้อตกลงใดๆ ที่ก่อให้เกิดหน้าที่ และความรับผิดชอบต่อผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ ดังนั้น ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์จึงไม่มีหน้าที่ในการให้ข้อมูลแก่บริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงไม่มีหน้าที่ส่งมอบข้อมูลแก่บริษัทหลักทรัพย์ ภายในกำหนดระยะเวลาการส่งมอบหลักทรัพย์

¹¹ ข้อบังคับของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ในส่วนที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301

¹² ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 3

ฉะนั้น ในการขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั่วไปโดยส่วนใหญ่ จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาแก่บริษัทหลักทรัพย์ในเรื่องหน้าที่การตรวจสอบหลักทรัพย์ เพราะบริษัทหลักทรัพย์สามารถกำหนดให้ผู้ลงทุนทั่วไปแสดงบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ได้ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาปัญหาการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง สำหรับการขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เป็นหลัก

โดยสรุปแล้ว ประกาศทศ. 47/2552 ได้กำหนดบทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว ซึ่งก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมแก่บริษัทหลักทรัพย์ อีกทั้ง กฎหมายได้กำหนดบทบาทหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ไม่สอดคล้องกับวิธีปฏิบัติของบริษัทหลักทรัพย์ จึงส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ได้ และส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถทราบอย่างชัดเจนว่า บริษัทหลักทรัพย์ต้องตรวจสอบ และต้องดำเนินการอย่างไรถึงจะเป็นการที่มั่นใจได้ว่าผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง

ถึงแม้ว่าทางสำนักงาน ก.ล.ต. จะออกหนังสือเวียนที่ กต.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตที่กล่าวไปข้างต้น เพื่อแก้ไขปัญหาข้อจำกัดเรื่องหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์แล้ว แต่หนังสือเวียนฉบับดังกล่าวก็ไม่สามารถแก้ไขปัญหาตามที่กล่าวมาได้ ยิ่งไปกว่านั้น หนังสือเวียนฉบับดังกล่าวก่อให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติแก่บริษัทหลักทรัพย์เพิ่มมากยิ่งขึ้น

(2) ปัญหาการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ต

ในการทำธุรกรรมการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ประเภทการขายชอร์ต ตามคำสั่งของผู้ลงทุน ตามที่กำหนดในประกาศ ทศ. 47/2552 ข้อ 3(1) ประกอบข้อ 6 วรรคสอง ได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ หรือจัดหาแหล่งยึดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ลงทุนยึดหลักทรัพย์ เว้นแต่กรณีผู้ลงทุนได้ดำเนินการยึดหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว และบริษัทหลักทรัพย์ได้ตรวจสอบแล้วว่า ผู้ลงทุนได้ดำเนินการยึดหลักทรัพย์แล้วตามหลักเกณฑ์ที่

กฎหมายกำหนด¹³ เช่น ผู้ลงทุนยืมจากแหล่งยืมที่น่าเชื่อถือและแน่นอนหรือไม่ และผู้ลงทุนจัดทำสัญญายืมหลักทรัพย์ตามรูปแบบที่กฎหมายกำหนดหรือไม่ เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ตาม การกำหนดกฎหมายเรื่องการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตอาจก่อให้เกิดปัญหา และสร้างข้อจำกัดแก่ผู้ลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากกฎหมายกำหนดให้ผู้ลงทุนต่างประเทศต้องยืมหลักทรัพย์จากแหล่งยืมที่น่าเชื่อถือ และแน่นอน เช่น บริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันการเงิน แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดให้การประกอบธุรกิจการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นธุรกิจที่ต้องได้รับการอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทยเท่านั้น ฉะนั้น ผู้ลงทุนต่างประเทศจึงมีข้อจำกัดทางกฎหมายในการยืมหลักทรัพย์ เพราะผู้ลงทุนต่างประเทศต้องยืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยอนุญาตเท่านั้น และทำให้การขายชอร์ตของผู้ลงทุนต่างประเทศกระทำได้อย่างมากยิ่งขึ้น

อีกทั้ง ผู้ลงทุนต่างประเทศโดยส่วนใหญ่มีความสนใจขายชอร์ตหลักทรัพย์ ประเภทใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย (Non-Voting Depository Receipt หรือ NVDR) ซึ่งหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวอนุญาตให้ผู้ลงทุนต่างประเทศครอบครองเท่านั้น ฉะนั้น ผู้ลงทุนต่างประเทศเลือกที่จะยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศด้วยตนเอง ซึ่งทำให้เกิดปัญหาแก่บริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนต่างประเทศเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่น่าเชื่อถือ และแน่นอนหรือไม่ และอาจก่อให้เกิดปัญหาแก่บริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบ และการบังคับใช้กฎหมาย สำหรับสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending หรือ SBL) ที่ไม่อยู่ภายใต้บังคับกฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทย

(3) ปัญหาการรายงานการขายชอร์ต

บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่รายงานการขายชอร์ตที่ผู้ลงทุนที่เป็นผู้ขายชอร์ตยังไม่ได้ซื้อคืน โดยบริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงานภายในวันทำการในแต่ละวันแก่ฝ่ายกำกับและตรวจสอบสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ รับทราบ และเก็บข้อมูลสถิติ เพื่อนำไปเผยแพร่ข้อมูลแก่สาธารณชนต่อไป ปรากฏตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาด

¹³ หนังสือเวียนที่ กส.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่กส. (ว) 4 / 62 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง

หลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 8 กล่าวคือ ภายหลังจากบริษัทหลักทรัพย์ได้ส่งคำสั่งขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นที่เรียบร้อยแล้ว บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ในแต่ละวันว่า ผู้ขายชอร์ตได้ส่งคำสั่งขายชอร์ตหลักทรัพย์ประเภทใด และมีปริมาณหลักทรัพย์ที่ได้มีการขายชอร์ตจำนวนเท่าไร ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่รายงานการขายชอร์ตที่ผู้ขายชอร์ตยังไม่ได้ซื้อคืน จนกว่าผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการซื้อหลักทรัพย์ที่ได้ขายชอร์ตคืนแก่ผู้ให้ยืมหรือคืนแก่บริษัทหลักทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

ดังนั้น จะเห็นได้ว่า บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องติดตามตรวจสอบสถานะการขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตว่า ผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการซื้อหลักทรัพย์ที่ได้ขายชอร์ตคืนแหล่งผู้ให้ยืมแล้วหรือไม่ ทั้งที่บุคคลที่ทราบเป็นอย่างดีว่า ผู้ขายชอร์ตได้มีการซื้อหลักทรัพย์ที่ได้ขายชอร์ตคืนแล้วหรือไม่ คือผู้ขายชอร์ตเอง นอกจากนั้น กฎหมายไม่ได้กำหนดหน้าที่ของผู้ขายชอร์ตในการรายงานการซื้อหลักทรัพย์ที่ได้ขายชอร์ตคืนแหล่งผู้ให้ยืม ดังนั้น ผู้ขายชอร์ตจึงไม่มีความจำเป็น และไม่มีหน้าที่ตามกฎหมายที่ต้องแจ้งแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ตนได้มีการซื้อหลักทรัพย์คืนจากแหล่งผู้ให้ยืมแล้วหรือไม่

ฉะนั้น หากผู้ขายชอร์ตได้มีการซื้อหลักทรัพย์คืนแก่แหล่งผู้ให้ยืมแล้ว แต่ผู้ขายชอร์ตไม่ได้รายงานแก่บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ย่อมไม่ทราบว่า ผู้ขายชอร์ตในแต่ละรายได้มีการซื้อหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ตคืนแล้วหรือไม่ ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์จึงมีความจำเป็นต้องรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ตามที่บริษัทหลักทรัพย์ทราบเท่านั้น ไม่ว่าจะรายงานของบริษัทหลักทรัพย์นั้นมีข้อมูลที่ถูกต้องหรือไม่ก็ตาม อีกทั้ง บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องรายงานการขายชอร์ตที่ผู้ขายชอร์ตยังไม่ได้ซื้อคืนไปเรื่อยๆ จนกว่าผู้ขายชอร์ตจะได้แจ้งแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ผู้ขายชอร์ตได้ซื้อหลักทรัพย์คืนเรียบร้อยแล้ว ซึ่งเป็นการผลักภาระหน้าที่ของผู้ขายชอร์ตในการรายงานการขายชอร์ตให้เป็นหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์แทน

ถึงแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ออกหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ที่ กส. (ว) 8/2563 เรื่องแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืน โดยหนังสือเวียนฉบับดังกล่าวได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องรายงานการขายชอร์ตที่ผู้ขายชอร์ตยังไม่ได้ซื้อคืน เมื่อพ้นกำหนดเวลา 60 วัน นับตั้งแต่วันที่ผู้ขายชอร์ตได้ส่งคำสั่งขายชอร์ต แต่อย่างไรก็ตาม หนังสือเวียนฉบับดังกล่าวไม่สามารถแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นได้ และหน้าที่การรายงานการขายชอร์ตเป็นภาระหน้าที่ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบแทนผู้ขายชอร์ตต่อไป

ฉะนั้น จากการพิจารณามาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยดังกล่าวข้างต้น ย่อมเห็นได้ว่าปัญหาการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองโดยส่วนใหญ่เกิดขึ้นกับผู้ลงทุนสถาบันที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น เพราะบริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันดังกล่าวได้ อีกทั้ง หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายชอร์ตก่อให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติแก่บริษัทหลักทรัพย์ และเป็นการสร้างข้อจำกัดในการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศ ซึ่งมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแตกต่างกับมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ดังนั้น วิทยานิพนธ์เล่มนี้ ผู้วิจัยมีความประสงค์ในการศึกษากฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ เพื่อนำมาวิเคราะห์ และเสนอหลักเกณฑ์การกำกับดูแลให้เหมาะสม และสอดคล้องกับวิธีปฏิบัติของบริษัทหลักทรัพย์โดยทั่วไป

1.2 สมมติฐานของการวิจัย

มาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันโดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจ ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์นั้นเป็นการผลักรายหน้าที่และความรับผิดชอบซึ่งควรจะเป็นของผู้ลงทุนสถาบัน ให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบ จึงเห็นควรกำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบันที่ขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และควรกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการยืมหลักทรัพย์ ยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ตนเองได้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว และแสดงสถานะการขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์

1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.3.1 เพื่อศึกษาถึงแนวคิดและมุมมอง หลักการ และมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย

1.3.2 เพื่อศึกษาถึงขอบเขตของปัญหาการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง เพื่อกำหนดหลักเกณฑ์ วิธีทางปฏิบัติ และมาตรการการป้องกัน

ขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีหลักทรัพย์ครอบครองที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย รวมถึงศึกษาหลักเกณฑ์ และวิธีทางปฏิบัติที่เป็นการเฉพาะของต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

1.3.3 เพื่อศึกษาถึงแนวคิด ทฤษฎี เหตุผลของการกำหนดหน้าที่ให้บริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบผู้ลงทุน

1.3.3 เพื่อวิเคราะห์ และเปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย และต่างประเทศ

1.3.4 เพื่อเสนอแนะมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ให้เหมาะสมกับประเทศไทย

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาวิจัยสำหรับวิทยานิพนธ์เล่มนี้ เป็นการศึกษาวิจัยทางนิติศาสตร์ ซึ่งมุ่งศึกษาถึงมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง สำหรับผู้ลงทุนสถาบันเท่านั้น โดยจะศึกษาถึงมาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องของประเทศไทยซึ่งมีผลใช้บังคับอยู่ในปัจจุบัน ได้แก่ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และประกาศคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงกฎเกณฑ์ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 และหนังสือเวียนที่เกี่ยวข้อง เช่น หนังสือเวียน กสท.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต เพื่อเปรียบเทียบกับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

1.5 วิธีดำเนินการศึกษาวิจัย

การดำเนินการศึกษาวิจัยสำหรับวิทยานิพนธ์เล่มนี้จะใช้วิธีการศึกษาวิจัยทางเอกสาร โดยการรวบรวม และค้นคว้าข้อมูลซึ่งเป็นภาษาไทย และภาษาต่างประเทศจากแหล่งข้อมูลที่เป็นหนังสือ ตำราวิชาการ บทความ สื่อสิ่งพิมพ์ ข้อมูลทางสถิติ รายงานการวิจัย ด้วบทกฎหมาย รวมถึงเอกสารอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ต่างๆ ทั้งภาษาไทย และภาษาต่างประเทศ รวมถึงการสัมภาษณ์ผู้มีความรู้ ความเชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้อง บุคคลที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำเอาข้อมูลทั้งหมดที่ได้ศึกษามารวบรวม และนำไปพิจารณา และวิเคราะห์ พร้อมทั้งเสนอความเห็น และข้อเสนอแนะ มาตรการที่เหมาะสม และไม่เป็นการละเมิดสมควรแก่ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 ทำให้ทราบถึงแนวคิด ทฤษฎี และมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ของประเทศไทย

1.6.2 ทำให้ทราบ และเข้าใจถึงมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

1.6.3 ทำให้สามารถวิเคราะห์ และเปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ระหว่างประเทศไทย และต่างประเทศ

1.6.4 นำเสนอมาตรการทางกฎหมายที่เหมาะสม เกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองสำหรับผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศ และสามารถปฏิบัติได้จริง

บทที่ 2

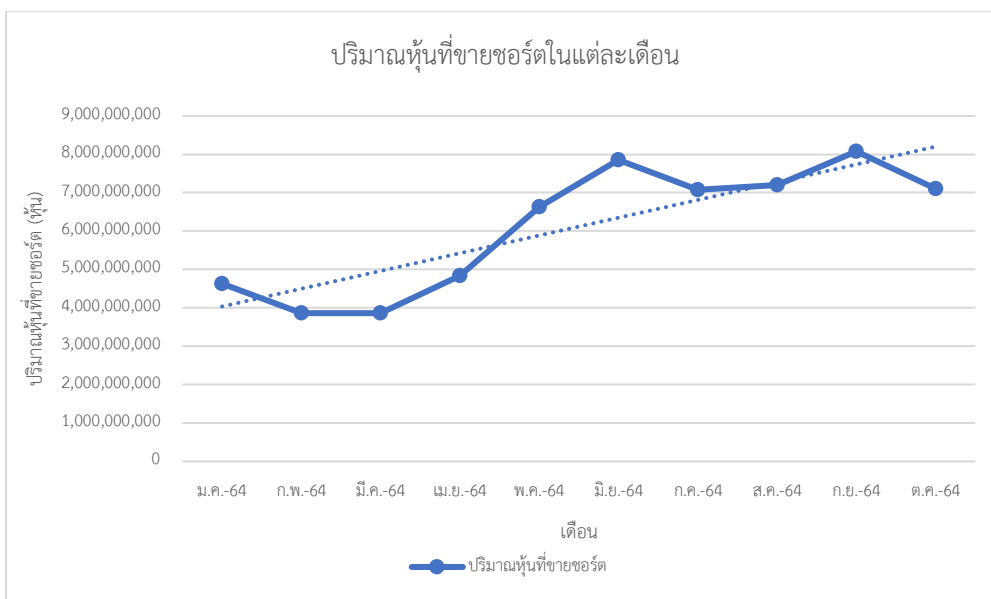
หลักการเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง

มาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ปรากฏตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5)¹⁴ ต่อมา คณะกรรมการกำกับตลาดทุนประกาศกำหนดยกเว้นมาตรา 98(5) ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือคณะกรรมการกำกับตลาดทุนอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้ ทั้งหมด 2 ลักษณะ¹⁵ คือ 1. การขายชอร์ต และ 2. การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของผู้ลงทุนโดยในขณะที่ยังไม่มีคำสั่งขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนยังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ของตนเอง ปรากฏตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง

กระบวนการขายหลักทรัพย์ลักษณะแรก คือการขายชอร์ต โดยการขายชอร์ตเกิดขึ้นต่อเมื่อผู้ลงทุนคาดว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง และผู้ลงทุนสามารถกำไร โดยการขายในราคาสูง และซื้อกลับคืนในราคาที่ต่ำกว่า ซึ่งจะเห็นได้ว่าการขายชอร์ตนั้นเหมาะสมอย่างยิ่งในสถานการณ์ปัจจุบัน ซึ่งสถานการณ์โรคระบาด COVID-19 อาจส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง และมูลค่าการขายชอร์ต และปริมาณการขายชอร์ตปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังจะเห็นได้จากตารางเปรียบเทียบปริมาณและมูลค่าการขายชอร์ตตั้งแต่เดือนมกราคม 2564 จนถึงเดือนตุลาคม 2564

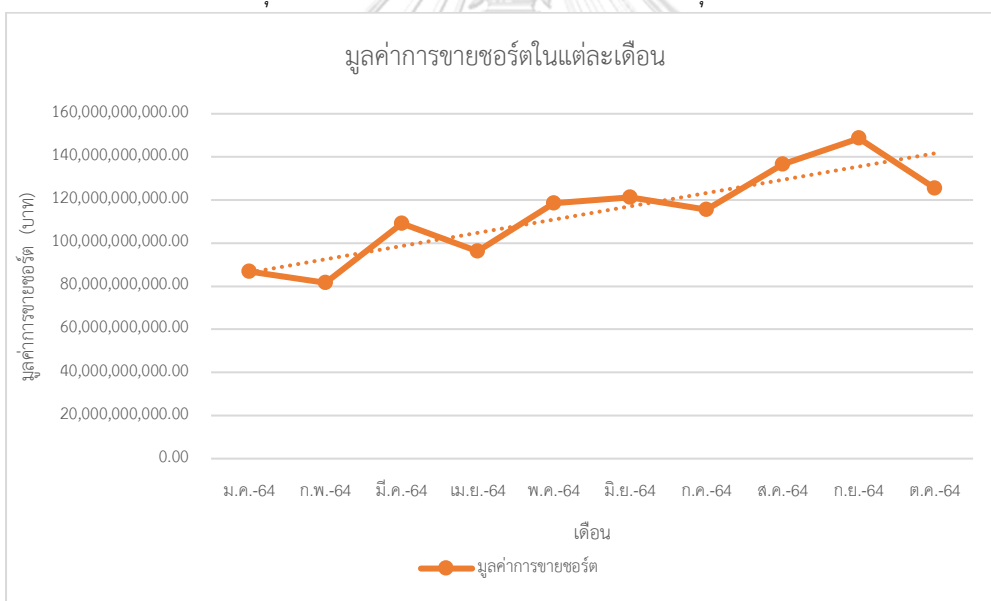
¹⁴ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 บัญญัติว่า “ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการดังต่อไปนี้ (5) ขายหลักทรัพย์ โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือมิได้มีบุคคลใดมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่คณะกรรมการกำกับตลาดทุน ประกาศกำหนดให้กระทำได้”

¹⁵ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 3



หมายเหตุ: ปริมาณหุ้น และมูลค่าการขายชอร์ตไม่รวมรายการขายชอร์ตของสมาชิกที่เป็นผู้ร่วมค้ำหน่วยลงทุนหรือผู้ดูแลสภาพคล่องของหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอีทีเอฟเพื่อบัญชีบริษัทประเภทเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคาหรือเพื่อดูแลสภาพคล่อง แล้วแต่กรณี

ตาราง 1 เปรียบเทียบปริมาณหุ้นที่ขายชอร์ตตั้งแต่เดือนมกราคม 2564 จนถึงเดือนตุลาคม 2564¹⁶



หมายเหตุ: ปริมาณหุ้น และมูลค่าการขายชอร์ตไม่รวมรายการขายชอร์ตของสมาชิกที่เป็นผู้ร่วมค้ำหน่วยลงทุนหรือผู้ดูแลสภาพคล่องของหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอีทีเอฟเพื่อบัญชีบริษัทประเภทเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคาหรือเพื่อดูแลสภาพคล่อง แล้วแต่กรณี

ตาราง 2 เปรียบเทียบมูลค่าการขายชอร์ตตั้งแต่เดือนมกราคม 2564 จนถึงเดือนตุลาคม 2564¹⁷

¹⁶ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ข้อมูลธุรกรรมขายชอร์ต [ออนไลน์], 30 ตุลาคม 2564. แหล่งที่มา: <https://www.set.or.th/set/shortsales.do>

¹⁷ เรื่องเดียวกัน.

จากตารางเปรียบเทียบมูลค่าการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปัจจุบัน จะเห็นได้ว่า การขายชอร์ตได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยที่สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ ก็ได้ห้ามการขายชอร์ตโดยเด็ดขาด แต่หน่วยงานดังกล่าวต้องกำกับดูแลการขายชอร์ตอย่างใกล้ชิด เพื่อมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ และป้องกันมิให้เกิดการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) เช่น กฎหมายอนุญาตให้ขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่กฎหมายได้ประกาศไว้เท่านั้น หรือการกำหนดหลักเกณฑ์ราคาในการขายชอร์ต เป็นต้น

สำหรับกระบวนการขายหลักทรัพย์อีกลักษณะหนึ่ง คือการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของผู้ลงทุนโดยในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนยังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ของตนเองตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) โดยกระบวนการขายดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนสามารถขายหลักทรัพย์ที่ตนไม่ได้ครอบครองหลักทรัพย์อยู่ในขณะนั้นได้กล่าวคือ ในกรณีที่ผู้ลงทุนได้ฝากหลักทรัพย์แก่บุคคลอื่นใดดำเนินการเก็บรักษาดูแลหลักทรัพย์แทนตน ผู้ลงทุนสามารถแจ้งให้ผู้ที่เกี่ยวข้องรักษาหลักทรัพย์ดำเนินการส่งมอบหลักทรัพย์ ภายหลังจากการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ได้

ฉะนั้น เพื่อให้สามารถเข้าใจถึงปัญหามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทยได้นั้น จำเป็นต้องศึกษาความสำคัญของการขายชอร์ต และประโยชน์ในการขายชอร์ต รวมถึงศึกษาผลกระทบของการขายชอร์ต และเหตุจำเป็นในการกำกับดูแลการขายชอร์ต และสุดท้าย จำเป็นต้องศึกษาแนวความคิดของการกำหนดบทบาทหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

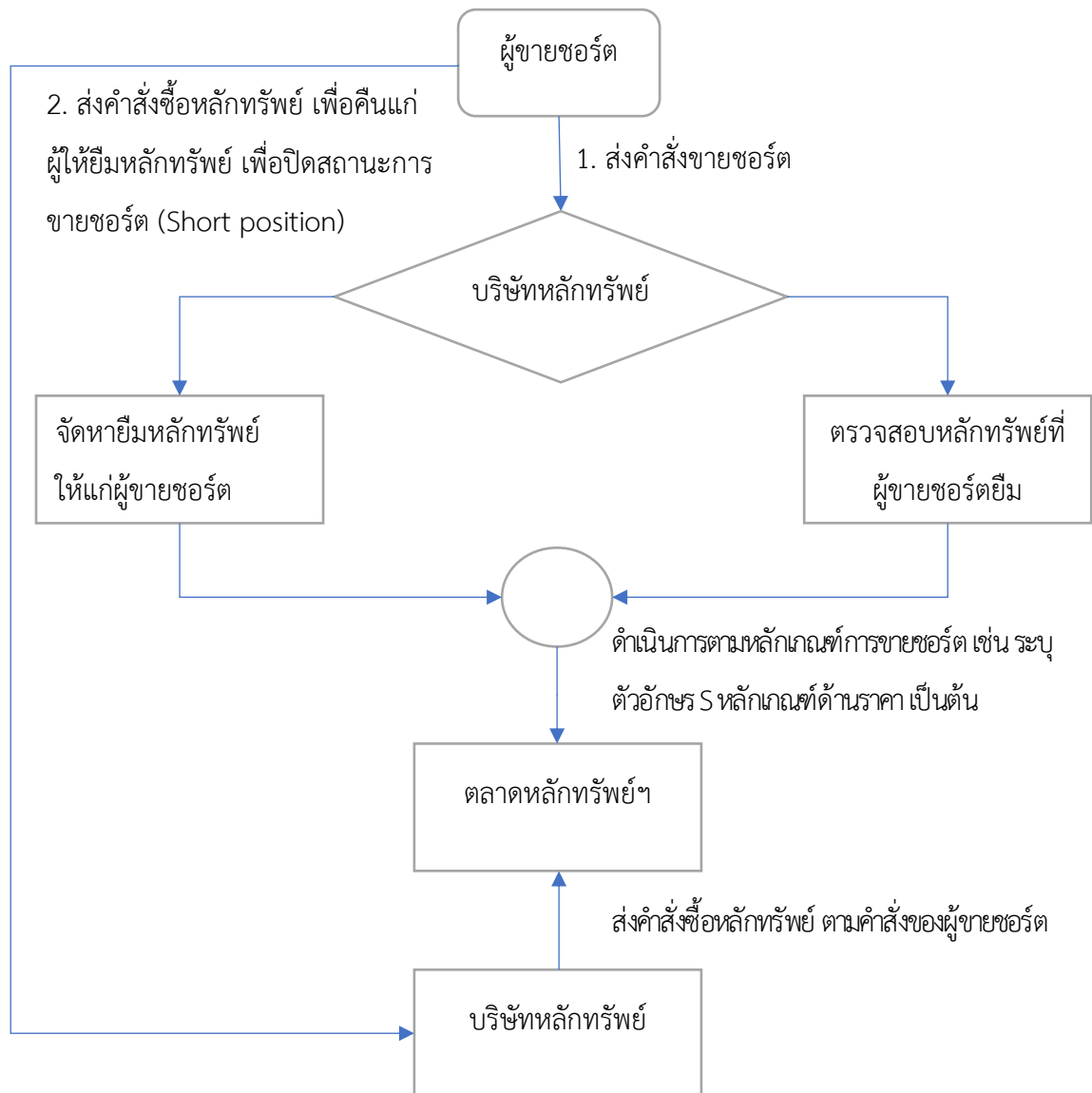
ดังนั้น บทที่ 2 จึงว่าด้วยความทั่วไปเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง รวมถึงมุมมองและแนวความคิด เกี่ยวกับการขายชอร์ต มุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง รวมถึงแนวความคิดเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และศึกษาหน้าที่ และความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนสถาบัน ดังต่อไปนี้

2.1 ลักษณะการขายชอร์ตและการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling)

“การขายชอร์ต” หรือ “Short Sale, Sale Short หรือ Short Selling” หมายความว่า การที่ผู้ลงทุนคาดว่าราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลง ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงตกลงขายหลักทรัพย์ โดยที่ผู้ลงทุนไม่ได้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้น แต่ผู้ลงทุนมีหน้าที่ที่จะจัดหาหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบในวันส่งมอบ¹⁸ เมื่อพิจารณาตามความหมายของการขายชอร์ตแล้ว จะเห็นได้ว่าการขายชอร์ตมีลักษณะที่แตกต่างกับการขายหลักทรัพย์ทั่วไป ซึ่งสามารถจำแนกความแตกต่างดังกล่าวได้ ดังต่อไปนี้

1. การขายชอร์ต เป็นการขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายชอร์ตไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง แต่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบ ในขณะที่การขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป ผู้ขายตกลงขายหลักทรัพย์ที่ตนครอบครองเท่านั้น
2. การขายชอร์ตเกิดขึ้น เมื่อผู้ขายชอร์ตคาดว่า ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง แต่การขายหลักทรัพย์โดยทั่วไปจะเกิดขึ้นเมื่อราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นเพื่อทำกำไร
3. หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์กำหนดกฎเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายชอร์ตเพิ่มเติมจากการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป เช่น การระบุว่าเป็นคำสั่งขายชอร์ต การเปิดเผยปริมาณการขายชอร์ตต่อสาธารณชน
4. ขั้นตอนการขายชอร์ต กล่าวคือผู้ขายชอร์ตจะมีหน้าที่ในการยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการซื้อหลักทรัพย์คืน หรือปิดสถานะการขายชอร์ต เพื่อนำหลักทรัพย์ที่ได้ซื้อคืนมาคืนแก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ดังจะเห็นได้จากตัวอย่างวิธีการขายชอร์ตตามกฎหมายของประเทศไทย ดังรูปดังต่อไปนี้

¹⁸ Garner, B. A., Black’s Law Dictionary, 11th, 2019.



รูป 1 วิธีการขายชอร์ต
(ที่มา: ผู้วิจัย, 2564)

รูปข้างต้นแสดงให้เห็นว่า ในการขายชอร์ต ผู้ขายชอร์ต (หรือผู้ลงทุน) มีหน้าที่ทั้งหมด 2 ประการ ได้แก่ 1. ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ส่งคำสั่งขายชอร์ต 2. ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ส่งคำสั่งซื้อหลักทรัพย์ คืนแก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ หรือการปิดสถานะการขายชอร์ต ซึ่งหน้าที่ในการปิดสถานะการขายชอร์ตดังกล่าว ทำให้การขายชอร์ตมีลักษณะแตกต่างกับการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป

ในกรณีที่ผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์ โดยครอบคลุมทั้งปริมาณ และมูลค่าตามคำสั่งขายชอร์ตทั้งหมด และผู้ขายชอร์ตสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ ภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด การขายชอร์ตดังกล่าวคือ “การขายชอร์ตแบบ Covered” หรือ “การขายชอร์ตที่ได้ยืมหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว” ในทางกลับกัน ในกรณีที่ผู้ขายชอร์ตตกลงขายชอร์ตโดยไม่ได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์ หรือไม่ได้ดำเนินการที่จะจัดหาหลักทรัพย์ การกระทำของผู้ขายชอร์ตถือว่า เป็นการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือการขายชอร์ตแบบ Naked Short Selling

“การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง” หรือ “Naked Short Selling, Naked Short Sales or Naked Shorting” หมายความว่า ผู้ลงทุนตกลงขายหลักทรัพย์โดยไม่มีเจตนาในการส่งมอบหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการที่ผู้ลงทุนไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนไม่มีเจตนาในการยืมหลักทรัพย์¹⁹ ดังนั้น จะเห็นได้ว่า การกระทำ Naked Short Selling ทำให้ผู้ลงทุนสามารถส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ได้อย่างไม่จำกัด เพราะผู้ลงทุนไม่ต้องคำนึงว่าตนเองมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองหรือไม่ ฉะนั้น ผู้ลงทุนสามารถนำ Naked Short Selling มาใช้เป็นเครื่องมือก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น กฎหมายในหลายๆ ประเทศจึงกำหนดห้ามบุคคลใดๆ กระทำ Naked Short Selling โดยเด็ดขาด

สำหรับกฎหมายของประเทศไทยได้กำหนดห้ามกระทำ Naked Short Selling เช่นเดียวกัน ปรากฏตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5) กล่าวคือ กฎหมายกำหนดห้ามบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง แต่สำหรับการขายชอร์ต กฎหมายดังกล่าวอนุญาตให้ขายชอร์ตได้ ต่อเมื่อผู้ขายชอร์ตได้ยืมหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(1)

2.2 มุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายชอร์ต

มุมมอง และแนวความคิดเกี่ยวกับการขายชอร์ตในสมัยก่อนคือ ผู้ลงทุนสามารถขายชอร์ตได้อย่างอิสระ โดยกฎหมายไม่ได้เข้ามาควบคุม และกำกับดูแล จนกระทั่ง เหตุการณ์ South Sea Bubble ในปีค.ศ. 1720 ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท East India company ปรับตัวลดลงจำนวนมาก จนทำให้ผู้ลงทุนที่เก็งกำไร และผู้ลงทุนที่ขายชอร์ตได้รับกำไรอย่างมหาศาล

¹⁹ Veljko Fotak, Vikas Raman and Pradeep K. Yadav, “Naked Short Selling: The Emperor’s New Clothes?,” [SSRN Electronic Journal](#), p. 1.

ฉะนั้น เพื่อป้องกันมิให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงต่อไป สภาสามัญชนสหราชอาณาจักร (House of Commons of the United Kingdom) ตัดสินใจห้ามการขายชอร์ตหลักทรัพย์ แบบ Naked Short Selling ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1730 เป็นต้นมา²⁰

สอดคล้องกับมาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา ที่สภานิติบัญญัติแห่งรัฐนิวยอร์ก (The New York state legislature) ตัดสินใจห้ามการขายชอร์ตชั่วคราว ในปี ค.ศ. 1792 จนกระทั่งปี ค.ศ. 1917 ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กเสนอให้มีการควบคุมการขายชอร์ตแทนการห้ามการขายชอร์ต โดยกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์เปิดเผยรายชื่อผู้ลงทุนที่เป็นนักเก็งกำไร เพื่อให้หน่วยงานสามารถติดตาม และสามารถเฝ้าระวังได้อย่างใกล้ชิด จนกระทั่ง เหตุการณ์ตลาดหลักทรัพย์วอลล์สตรีทตกในปี ค.ศ. 1929 (Wall Street Crash of 1929) สหรัฐอเมริกาตัดสินใจห้ามการขายชอร์ต

สาเหตุของการห้ามการขายชอร์ตโดยส่วนใหญ่แล้วคือ เหตุการณ์ หรือสถานการณ์ที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงมากเกินไป ซึ่งการที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม ฉะนั้น เพื่อป้องกันมิให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงเพิ่มมากขึ้น หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ จึงตัดสินใจห้ามการขายชอร์ตโดยเด็ดขาด

อย่างไรก็ตาม ข้อเสนอพื้นฐานว่าขายชอร์ตเป็นสาเหตุที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง หรือการขายชอร์ตเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินหรือไม่นั้น ข้อเสนอพื้นฐานดังกล่าวยังไม่สามารถหาข้อสรุปได้อย่างชัดเจน และประเด็นดังกล่าวยังคงเป็นที่ถกเถียงในเชิงวิชาการอยู่ตลอดเวลา โดยหลายฝ่ายเห็นว่า กฎหมายควรกำหนดห้ามการขายชอร์ตโดยสิ้นเชิง ในทางกลับกันหลายฝ่ายเห็นว่า การที่กฎหมายกำหนดข้อจำกัดในการขายชอร์ตเป็นการขัดต่อหลักวิชาทางเศรษฐศาสตร์ ดังนั้น ในบทนี้ จะกล่าวถึงแนวความคิด และมุมมองในการกำกับดูแลการขายชอร์ตในแต่ละยุคสมัย ตั้งแต่แนวความคิดเกี่ยวกับการห้ามการขายชอร์ต และแนวความคิดเกี่ยวกับประโยชน์ของการขายชอร์ต รวมถึงแนวความคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ตในปัจจุบัน ซึ่งได้รับการยอมรับจากหลายประเทศ ดังต่อไปนี้

²⁰, Katherine McGavin, "Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States," *Northwestern Journal of International Law & Business* vol 30, p. 206.

2.2.1 มุมมองและแนวความคิดดั้งเดิมเกี่ยวกับการขายชอร์ต

เนื่องจากหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ในหลายประเทศเชื่อว่า การขายชอร์ตทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง และการขายชอร์ตทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน ดังนั้น มุมมองและแนวความคิดดั้งเดิมเกี่ยวกับการขายชอร์ต คือการสนับสนุนกฎหมายเพื่อห้ามการขายชอร์ต โดยสามารถจำแนกมุมมอง และแนวความคิดดั้งเดิม เกี่ยวกับการห้ามการขายชอร์ตได้ทั้งหมด 2 ประเภท ได้แก่ 1. มุมมองด้านศีลธรรม 2. แนวความคิดในการป้องกันการเก็งกำไร ดังต่อไปนี้

2.2.1.1 มุมมองด้านศีลธรรม²¹

หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์เห็นว่า กฎหมายควรกำหนดห้ามการขายชอร์ต เพราะการขายชอร์ต คือการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง อีกทั้ง การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองขัดต่อวิธีปฏิบัติในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยปกติ เพราะผู้ลงทุนไม่ได้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ ณ เวลาที่ส่งคำสั่งขาย ประกอบกับหลายฝ่ายๆ ไม่ว่าจะเป็น นักการเมือง และสื่อมวลชนต่างเห็นพ้องต้องกันว่า การขายชอร์ต คือวิธีการเดิมพันรูปแบบหนึ่ง ที่ทำให้ผู้ขายชอร์ตได้รับกำไรมหาศาล แต่สามารถสร้างผลกระทบทางลบต่อตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว และทำให้ผู้ลงทุนที่ไม่ได้ขายชอร์ตต้องขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ จนทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินในเวลาต่อมา

ยิ่งไปกว่านั้น หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์มีความเห็นว่า การขายชอร์ตเป็นหนึ่งในกลยุทธ์การเก็งกำไรของผู้ลงทุนสถาบัน และของผู้จัดการกองทุนป้องกันความเสี่ยง (Hedge Fund) เพราะผู้ลงทุนดังกล่าวสามารถนำการขายชอร์ตไปใช้ในการบิดเบือนราคาหลักทรัพย์ได้ (manipulate) ซึ่งสอดคล้องกับถ้อยคำที่ Christopher Cox ในฐานะประธานกรรมการบริหารสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาได้กล่าวไว้ว่า²² “คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์สัญญาว่า คณะกรรมการจะใช้อำนาจทุกชนิดในคลังแสง เพื่อต่อสู้การบิดเบือนราคาหลักทรัพย์ ที่ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุน และตลาดหลักทรัพย์ โดยการออกคำสั่งฉุกเฉินห้ามการขายชอร์ตชั่วคราว เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์กลับสู่จุดดุลยภาพ” นอกจากนี้ การขายชอร์ตสามารถเป็นเครื่องมือในการหลอกลวงราคาหลักทรัพย์ได้ ยกตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุนสถาบันจงใจ

²¹ Emiliios Avgouleas, “A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient,” *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Vol. 16, p. 392.

²² U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>

ขายชอร์ตหลักทรัพย์จำนวนมาก เพื่อให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง หรือผู้ลงทุนสถาบันเผยแพร่ข่าวด้วยข้อความอันเป็นเท็จ ที่สามารถส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เพื่อให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง และเพื่อให้ผู้ลงทุนสถาบันได้รับกำไรจากการขายชอร์ต เป็นต้น

ด้วยเหตุนี้ หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์จึงเข้ามาควบคุมกำกับดูแล โดยกำหนดห้ามการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และห้ามการขายชอร์ต เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาประกาศข้อกำหนดเพิ่มเติมบดบังโทษต่อการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และห้ามขายชอร์ตหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจทางการเงิน เป็นการชั่วคราว²³ หรือในกรณีของสหราชอาณาจักร ที่หน่วยงานบริการด้านการเงิน (The Financial Services Authority หรือ FSA) ตัดสินใจห้ามการขายชอร์ตโดยเด็ดขาดภายหลังการเกิดเหตุการณ์การล้มละลายของบริษัท Northern Rock และบริษัท Lehman brothers²⁴

2.2.1.2 แนวความคิดในการป้องกันการเก็งกำไร

ผลการศึกษาของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ รวมถึงผู้เชี่ยวชาญในการขายชอร์ตมีความเห็นร่วมกันว่า การขายชอร์ตเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ของวิธีการเก็งกำไร และการที่ผู้ลงทุนขายชอร์ตหลักทรัพย์ จะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนขึ้นได้ Mr. Richard Whitney ในฐานะประธานตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ในขณะนั้น เคยได้ให้ความคิดเห็นเกี่ยวกับ เรื่องกฎหมายห้ามการขายชอร์ต ในปี ค.ศ. 1932 ว่า²⁵ “ควรอนุญาตให้มีการขายชอร์ต เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยง ความผันผวนของราคาเท่านั้น ไม่ควรอนุญาตให้ขายชอร์ต เพื่อการเก็งกำไร” นอกจากนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา มีความคิดเห็นว่า “ผู้ลงทุนไม่ควรขายชอร์ตเพื่อการเก็งกำไร เนื่องจากความเสี่ยงที่มูลค่าหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงมีโอกาสเป็นไปได้สูงมาก ในทางกลับกัน โอกาสในการทำกำไรโดยการขายชอร์ตเป็นไปได้น้อย ดังนั้น ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลบริษัทอย่างละเอียด เพื่อลดความเสี่ยงในการขาดทุน²⁶ ฉะนั้น

²³ U.S. Securities and Exchange Commission, Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Short Selling and Issuer Stock Repurchases[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm>

²⁴ Katherine McGavin, “Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States” *Northwestern Journal of International Law & Business* vol. 30, p. 215.

²⁵ *ibid.*, p.14

²⁶ Securities and Exchange Commission, Key Points About Regulation SHO [Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm>

กฎหมายจึงอนุญาตให้ขายชอร์ตเพื่อการป้องกันความเสี่ยงเท่านั้น แต่ไม่อนุญาตให้ขายชอร์ต เพื่อการเก็งกำไร”

สาเหตุที่สำคัญที่ทำให้การเก็งกำไรไม่เป็นที่ยอมรับในสังคม เพราะการเก็งกำไร (Speculator) มีความแตกต่างกับการลงทุน (Investment) โดยสิ้นเชิง กล่าวคือการลงทุน คือการที่ผู้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ โดยคาดหวังผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากหลักทรัพย์เท่านั้น แต่ความหมายของการเก็งกำไร คือการที่ผู้ลงทุนมีความประสงค์ในการซื้อหลักทรัพย์ และคาดหวังให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่ม เพื่อที่จะขายหลักทรัพย์ในทันที นอกจากนั้น การเก็งกำไรสามารถแบ่งตามกลยุทธ์การเก็งกำไร ได้แก่ 1. แบบจำลองการป้องกันความเสี่ยง (The risk hedging model) คือทฤษฎีวิชาเศรษฐศาสตร์ว่าด้วย การลงทุนย่อมมีความเสี่ยง โดยความเสี่ยงคือ เหตุการณ์ที่ไม่แน่นอนในอนาคต แต่อาจคำนวณความน่าจะเป็นที่เกิดขึ้นได้ และ 2. แบบจำลองการเก็งกำไรโดยอาศัยข้อมูล (Information arbitrage) คือรูปแบบของการเก็งกำไร โดยอาศัยข้อมูลที่ได้ศึกษา และค้นคว้า เพื่อนำมาคำนวณหาราคาหลักทรัพย์ที่จะเป็นไปได้ในอนาคต²⁷ ยกตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุน ก. ได้ศึกษาข้อมูลพบว่า ราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจค้าเหล็กมีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้น ดังนั้น ผู้ลงทุน ก. จึงซื้อหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจค้าเหล็ก เพื่อที่ผู้ลงทุน ก. จะขายหลักทรัพย์ดังกล่าว และได้รับกำไรในอนาคต เป็นต้น

จะเห็นได้ว่า กลยุทธ์การเก็งกำไรข้างต้นอยู่ในพื้นฐานความเชื่อว่า ตนเองมีข้อมูลเหนือกว่าบุคคลอื่นๆ หรือผู้ลงทุนได้ศึกษาข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่น ทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสมากกว่าผู้ลงทุนคนอื่นๆ ซึ่งเป็นการขัดแย้งต่อแนวความคิดเศรษฐศาสตร์สมัยดั้งเดิม ซึ่งเป็นแนวความคิดที่ยอมรับว่าสังคมมีต้นทุนการทำธุรกรรมเสมอ และรัฐมีหน้าที่กำหนดกติกา เพื่อให้ผู้ลงทุนทุกคนสามารถลงทุน และมีสิทธิได้รับข่าวสารอย่างเท่าเทียมกัน ด้วยเหตุนี้ การขายชอร์ตที่เป็นกลยุทธ์การเก็งกำไรรูปแบบหนึ่งจึงไม่เป็นที่ยอมรับในสังคม และทางกฎหมาย ยกตัวอย่างเช่น สหรัฐอเมริกา ประกาศใช้บังคับพระราชบัญญัติการแลกเปลี่ยนสินค้า (Commodity Exchange Act หรือ CEA) เพื่อห้ามการเก็งกำไรในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า รวมถึงการห้ามการขายชอร์ตหลักทรัพย์ชั่วคราว ภายหลังเหตุการณ์ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ (Economic bubble) หรือเหตุการณ์ตลาดหลักทรัพย์วอลล์สตรีทตก ค.ศ. 1929 (Wall Street Crash of 1929) เป็นต้น

²⁷ Lynn A. Stout, “Why the Law hates speculators: Regulation and private ordering in the market for OTC derivatives,” *Duke law journal* 48, p. 737.

โดยสรุปแล้ว มุมมอง และแนวความคิดดั้งเดิมเกี่ยวกับการขายชอร์ต คือการห้ามการขายชอร์ต โดยการห้ามการขายชอร์ตเริ่มต้นมาจากภาวะเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจการเงิน ที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างมาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม และส่งผลทำให้ผู้ลงทุนขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ และการที่ผู้ลงทุน นักการเมือง และผู้สื่อข่าวส่วนใหญ่เห็นว่า การขายชอร์ตหลักทรัพย์เป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ทางหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์จึงต้องออกกฎหมายห้ามการขายชอร์ตชั่วคราว รวมถึงการออกกฎหมายห้ามการขายชอร์ตเพื่อการเก็งกำไร

2.2.2 มุมมองและแนวความคิดสมัยใหม่เกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ต

ถึงแม้ว่าหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ในหลายประเทศได้ออกกฎหมายห้ามการขายชอร์ตเพื่อป้องกันมิให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน แต่อย่างไรก็ตาม การห้ามการขายชอร์ตไม่สามารถยับยั้งการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวได้ อีกทั้ง ผลการศึกษาวิจัยหลายแห่งมีความเห็นว่า การขายชอร์ตไม่ได้ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น มุมมองและแนวความคิดสมัยใหม่เกี่ยวกับการขายชอร์ต คือกฎหมายควรอนุญาตให้ขายชอร์ต

2.2.2.1 ทฤษฎีทางวิชาเศรษฐศาสตร์สมัยใหม่

ในอดีต นักเศรษฐศาสตร์ได้คิดค้นแบบจำลองการประเมินมูลค่าของหุ้น (Capital Asset Pricing Model หรือ CAPM) ซึ่งเป็นทฤษฎีทางการเงินเพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return) แต่อย่างไรก็ตามแบบจำลองดังกล่าวมีข้อจำกัด เนื่องจากแบบจำลองการประเมินมูลค่าของหุ้นสามารถนำมาปรับใช้ต่อเมื่อผู้ลงทุนทุกคนต่างมีความคาดหวังในอัตราผลตอบแทน และความคาดหวังในความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นใกล้เคียงกัน และผู้ลงทุนต้องมีข้อมูลการลงทุนที่เท่าเทียมกัน ซึ่งปัจจัยทั้งหมดตามที่กล่าวมานั้นขัดกับหลักความเป็นจริงอย่างมาก ไม่ว่าจะเป็น ผู้ลงทุนต่างมีความคิดการลงทุนที่แตกต่างกัน ต้นทุนการซื้อขายไม่เท่ากัน การเข้าถึงข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน ทำให้นักเศรษฐศาสตร์หลายท่านไม่เห็นด้วยกับแบบจำลองดังกล่าว

ต่อมา มีการเผยแพร่บทความเกี่ยวกับความเชื่อของผู้ลงทุนที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งก่อให้เกิดเป็นแบบจำลอง Heterogeneous Expectations (HE) ซึ่งทฤษฎีนี้ได้ตั้งสมมติฐานว่า 'ผู้ลงทุนทั่วไปมีความเชื่อ ความคาดหวัง ในเรื่องของแนวโน้มการปรับตัวของราคาแตกต่างกันออกไป' กล่าวคือคนที่มองโลกในแง่ดี (bull) มีความเชื่อว่าราคาจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และคนที่มองโลกในแง่ร้าย

(bear) มีความเชื่อว่าราคาจะปรับตัวลดลง²⁸ และเมื่อนำทฤษฎี The Heterogeneous Expectations (HE) มาปรับใช้กับรูปแบบการเก็งกำไรในหลักทรัพย์ ทำให้การลงทุนสามารถทำได้หลากหลายวิธี ยกตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุน ก. มีความเชี่ยวชาญด้านการส่งออก จึงคาดว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเพิ่มขึ้น ผู้ลงทุน ก. จึงตกลงจะซื้อหลักทรัพย์ในหมวดการส่งออก ในทางกลับกัน ผู้ลงทุน ข. มีความเชี่ยวชาญด้านการส่งออก และเห็นว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง ผู้ลงทุน ข. จึงตกลงขายหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่า แม้ผู้ลงทุน ก. และผู้ลงทุน ข. จะได้รับข้อมูลอย่างเท่าเทียมกัน แต่ความคิดการลงทุนอาจแตกต่างกันได้ ไม่จำเป็นต้องมีความคิดเห็นเหมือนกัน เป็นต้น ดังนั้น จะเห็นได้ว่า แบบจำลอง Heterogeneous Expectations (HE) จะมีความแตกต่างกับแบบจำลองการประเมินมูลค่าของหุ้น (Capital Asset Pricing Model หรือ CAPM) เพราะปัจจัยที่สำคัญของแบบจำลองการประเมินมูลค่าของหุ้น คือผู้ลงทุนจำเป็นต้องมีความคิด ความหวังเหมือนกัน และผู้ลงทุนต้องได้รับข้อมูลที่เท่าเทียมกันเท่านั้น

ลักษณะที่สำคัญของแบบจำลอง Heterogeneous Expectations (HE) ได้แก่²⁹ 1. ความไม่แน่นอน (Uncertainty) หรือสถานการณ์ที่ไม่มีผู้ใดสามารถคาดหวังก่อนหน้าว่าจะเป็นอย่างไร เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีผู้ใดทราบว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวในทิศทางใด 2. การเก็งกำไร และการซื้อขายเก็งกำไร (Speculator-with Speculator Trading) หรือสถานการณ์ที่ผู้ลงทุนต่างฝ่ายต่างมีความคิดว่า ข้อมูลที่ตนได้รับเหนือกว่าผู้ลงทุนคนอื่น 3. ราคาที่ผู้ลงทุนต้องเสีย (Ex Post Speculator Losses) กล่าวคือ ไม่ว่าจะราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเพิ่มขึ้น หรือลดลง ผู้ลงทุนจะต้องสูญเสียเงินลงทุนนั้นไป เช่น ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนที่คาดว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงจะต้องสูญเสียเงินลงทุนไป และผู้ลงทุนที่คาดว่าราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะต้องสูญเสียเงินค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์แก่นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์

การเปลี่ยนแปลงมุมมองและแนวความคิดทางวิชาเศรษฐศาสตร์ใหม่ทำให้นักเศรษฐศาสตร์สมัยใหม่เห็นว่า กฎหมายไม่ควรห้ามการขายชอร์ต เพราะการขายชอร์ตเกิดขึ้นโดยกลุ่มผู้ลงทุนที่มองโลกในแง่ร้ายที่มีความคิดว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง ตามแบบจำลอง Heterogeneous Expectations (HE) ดังนั้น การห้ามการขายชอร์ต คือการขัดขวางการลงทุนของผู้ลงทุนที่มองโลกในแง่ร้าย และทำให้ผู้ลงทุนที่มองโลกในแง่ดีเท่านั้นที่จะมีส่วนร่วมในการซื้อขาย

²⁸ Lynn A. Stout, "Why the Law hates speculators: Regulation and private ordering in the market for OTC derivatives," *Duke law journal* 48, p. 741.

²⁹ *Ibid.*, p. 743.

หลักทรัพย์ จนในท้ายที่สุด ผู้ถือหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ คือผู้ลงทุนที่มองโลกในแง่ดีเท่านั้น³⁰

2.2.2.2 การศึกษาและผลการวิจัยผลกระทบของการห้ามการขายชอร์ต

ประเด็นการห้ามการขายชอร์ตยังคงเป็นที่ถกเถียงอยู่ในปัจจุบัน โดยหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์เชื่อว่า การขายชอร์ตเป็นสาเหตุของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน ฉะนั้นหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์จำเป็นต้องกำหนดมาตรการทางกฎหมาย เพื่อกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม ไม่มีผลการศึกษาวิจัยที่แสดงให้เห็นว่า การขายชอร์ตเป็นสาเหตุการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน ในทางกลับกัน ผลการศึกษาเรื่องผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ ภายหลังจากการห้ามการขายชอร์ตในปี ค.ศ. 2008 ของ Simon Nixon พบว่า “การห้ามการขายชอร์ตไม่ได้ป้องกันการปรับลดราคาของหลักทรัพย์ หรือบรรเทาความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เลย นอกจากนั้น ไม่มีพยานหลักฐาน หรือผลการวิจัยจากหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่สามารถพิสูจน์ได้ว่า การขายชอร์ตเป็นสาเหตุการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน³¹” ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาวิจัยของมหาวิทยาลัยที่มีชื่อเสียงด้านการบริหารธุรกิจ ประเทศอังกฤษอย่าง Cass Business School ที่ศึกษา และประเมินความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ เช่น สหราชอาณาจักร สหรัฐอเมริกา อิตาลี ฝรั่งเศส และเยอรมัน โดยเปรียบเทียบข้อมูลก่อน และหลังการออกกฎหมายห้ามการขายชอร์ต ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวพบว่า “ไม่มีหลักฐานที่แน่ชัดที่สามารถพิสูจน์ได้ว่า การห้ามการขายชอร์ตจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับในทิศทางที่ดีขึ้น และไม่มีหลักฐานชัดเจนว่าการขายชอร์ตส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง³²”

CHULALONGKORN UNIVERSITY

³⁰ Matthew Ringgenberg, When Short Sellers Agree to Disagree: Short Sales, Volatility, and Heterogeneous Beliefs[Online], 6 July 2021. Available from: <https://core.ac.uk/download/pdf/210597515.pdf>

³¹ Simon Nixon, Short Ban Was Short-Lived[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.wsj.com/articles/SB123120751776556241>

³² Hedgeweek, Research indicates short selling restrictions have had little impact[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.hedgeweek.com/2008/12/18/research-indicates-short-selling-restrictions-have-had-little-impact>

2.2.2.3 การศึกษาและผลการวิจัยประโยชน์ของการขายชอร์ต

เพื่อให้สามารถเข้าใจผลของการศึกษา และผลการวิจัยประโยชน์ของการขายชอร์ต ได้ดีมากยิ่งขึ้น หลักการซื้อขายแลกเปลี่ยนในตลาดเงิน (Financial market) ในปัจจุบัน ควรสอดคล้องกับหลักวิชาทางเศรษฐศาสตร์ ที่เรียกว่า ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)³³ หรือตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา

ถึงแม้ว่าในความเป็นจริง ราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงได้ตลอด เพราะข้อจำกัดด้านการรับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันของผู้ลงทุน และราคาหลักทรัพย์ปรับตัวไม่ตอบสนองกับข้อมูลข่าวสารในทันที ฉะนั้น ในทางปฏิบัติความหมายของการซื้อขายแลกเปลี่ยนในตลาดการเงินตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ คือตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนตามความคาดหวังของผู้ลงทุน และสะท้อนตามความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นมากที่สุด โดยอ้างอิงข้อมูลทั้งหมดที่เปิดเผยในขณะนั้น³⁴

ผลการศึกษาทางทฤษฎี และผลการศึกษาเชิงประจักษ์ ที่ศึกษาจากข้อมูลการขายชอร์ต พบว่าการขายชอร์ตมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพของตลาด และการขายชอร์ตทำให้เกิดตลาดที่มีลักษณะการแข่งขันอย่างสมบูรณ์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) โดยสามารถจำแนกปัจจัยที่สนับสนุนผลการศึกษาดังกล่าวได้ทั้งหมด 3 ประเด็น³⁵ ได้แก่ 1. การขายชอร์ตทำให้ราคาหลักทรัพย์สะท้อนกับข้อมูลที่เกิดขึ้น และ 2. การขายชอร์ตส่งเสริมการซื้อขายภายในตลาดหลักทรัพย์ และ 3. การขายชอร์ตเป็นการจูงใจให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ปฏิบัติตามมาตรฐานการประกอบธุรกิจ โดยมีรายละเอียดเพิ่มเติมดังต่อไปนี้

(ก) สะท้อนราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Price efficiency)

การขายชอร์ตมีส่วนช่วยในการสะท้อนให้เห็นราคาที่ถูกต้องและแท้จริงของหลักทรัพย์ (Price efficiency) เนื่องจากในทางทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market

³³ วิโรจน์ สภาสกุลนิช, ปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ธุรกิจประเภทขนส่งทางทะเล[ออนไลน์], 26 มกราคม 2564. แหล่งที่มา: <https://scholar.utcc.ac.th/bitstream/6626976254/699/2/1905fulltext.pdf>

³⁴ Kevin A. Crisp, "Giving Investors Short Shrift: How Short Sale Constraints Decrease Market Efficiency and a Modest Proposal for Letting More Shorts Go Naked," *Journal of business & Securities law* volume 8, p. 137.

³⁵ Committee on capital markets regulation, Short Selling's Positive Impact on Markets and the Consequences of Short-Sale Restrictions[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.capmksreg.org/wpcontent/uploads/2018/09/CCMR-Statement-on-Short-Selling.pdf>

Hypothesis) ข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีความสำคัญ และมีผลต่อราคาหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก เพราะหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีข่าวร้าย การขายชอร์ตจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงตามข่าวร้ายที่เกิดขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ผลประกอบธุรกิจของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ต่ำกว่าที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้ตั้งเป้าหมายไว้ ฉะนั้น ราคาหลักทรัพย์ควรต้องปรับตัวลดลง โดยการขายชอร์ตจะกระตุ้นให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง และสะท้อนกับความเป็นจริงที่เกิดขึ้น ในทางกลับกัน หากกฎหมายกำหนดห้ามการขายชอร์ตโดยเด็ดขาด ราคาของหลักทรัพย์จะไม่ปรับลดลง ซึ่งขัดแย้งกับผลประกอบธุรกิจของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ ไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามผลการศึกษาของ Douglas W. Diamond and Robert E. Verrecchia³⁶ ในปีค.ศ. 1987 ที่ได้ยกตัวอย่างเกี่ยวกับระบบลงคะแนนเสียงในบริษัท หากบริษัทห้ามการลงคะแนนไม่เห็นด้วย จะทำให้ผลการลงคะแนนมีเฉพาะคะแนนเสียงเห็นด้วยเท่านั้น และผลการลงคะแนนจะไม่สอดคล้องกับทิศทางของบริษัท เปรียบเช่นเดียวกับ การที่กฎหมายห้ามการขายชอร์ต จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่มีทางปรับตัวลดลง และราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงเกินกว่าความเป็นจริง

ยิ่งไปกว่านั้น ผลการศึกษาของ Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones and Xiaoyan Zhang เรื่องพฤติกรรมการขายชอร์ต และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์³⁷ ในปีค.ศ. 2008 พบว่า “ผู้ขายชอร์ตดำเนินการขายชอร์ต ตามหลักการ เหตุผล และข้อมูลที่ได้ศึกษามา ดังนั้น การขายชอร์ตมีบทบาทสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น” อีกทั้ง ผลการศึกษาวิจัยของ Ekkehart Boehmer และ Juan Julie Wu เรื่องการขายชอร์ตและการค้นหาราคา³⁸ ในปี ค.ศ. 2013 พบว่า “การขายชอร์ต ที่ผู้ขายชอร์ตได้ศึกษาข้อมูลมาอย่างดีนั้นทำให้ผู้ขายชอร์ตสามารถประเมินราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง และสามารถปรับราคาหลักทรัพย์ให้ตรงกับราคาที่แท้จริงมากที่สุด” โดย Boehmer and Wu (2013) ได้ศึกษาข้อมูลการขายชอร์ต และกำหนดวิธีหาราคาหลักทรัพย์ปัจจุบัน ตามสมการ ดังต่อไปนี้

³⁶ Douglas W. Diamond and Robert E. Verrecchia, “Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information,” *Journal of Financial Economics* 18, p. 303.

³⁷ Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones and Xiaoyan Zhang, “Which Shorts Are Informed?,” *Journal of Finance* 63, p. 491-527.

³⁸ Ekkehart Boehmer and Juan Wu, “Short selling and the price discovery process,” *Review of Financial Studies*, p. 26.

“ราคาหลักทรัพย์ปัจจุบัน = ราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง + ราคาที่ผิดพลาด”³⁹

กล่าวคือราคาหลักทรัพย์ปัจจุบัน (current stock price) ควรเท่ากับราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง (efficient price) ตามทฤษฎีตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้น ราคาที่ผิดพลาด (pricing error) ควรเท่ากับศูนย์ หรือมากกว่าศูนย์เล็กน้อย ซึ่งการศึกษาของ Boehmer and Wu นี้เองที่พบว่า ปริมาณการขายชอร์ตหลักทรัพย์ยิ่งมากขึ้นเท่าไร ราคาที่ผิดพลาดยิ่งน้อยลงเท่านั้น และเมื่อราคาที่ผิดพลาดน้อยลง ราคาหลักทรัพย์ปัจจุบันจะยิ่งใกล้เคียงกับราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงมากที่สุด

ดังนั้น จากผลการศึกษาทางทฤษฎี และศึกษาเชิงประจักษ์พบว่า การอนุญาตให้ผู้ลงทุนขายชอร์ตมีส่วนช่วยในการสะท้อนให้เห็นราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนกับมูลค่าของกิจการบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ อีกทั้ง ในการศึกษาวิจัยพบว่า ผู้ขายชอร์ตโดยส่วนใหญ่ได้ศึกษาข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นอย่างดี และการศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์นั้นจะทำให้ผู้ขายชอร์ตสามารถประเมินราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงได้ และการขายชอร์ตจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ปัจจุบันใกล้เคียงกับราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงมากที่สุด

(ข) สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Liquidity)

ปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณาการลงทุนในหลักทรัพย์ นอกจากข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์แล้ว คือสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์จะพิจารณาจากปริมาณการซื้อขายต่อวันในช่วงระยะเวลาหนึ่ง (Trading Volume) หากปริมาณการซื้อขายต่อวันมีจำนวนน้อย จะสะท้อนว่าสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำ และก่อให้เกิดอุปสรรคในการลงทุน ฉะนั้น ตามทฤษฎีตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ ในแต่ละหลักทรัพย์ควรมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณสูง

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ เห็นว่าการขายชอร์ตมีผลกระทบในการเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเห็นได้ชัด โดยการศึกษาของ Douglas W. Diamond and Robert E. Verrecchia⁴⁰ ในปีค.ศ. 1987 พบว่า “ผลกระทบของการห้ามการขายชอร์ต คือผู้ขาย

³⁹ ราคาที่ผิดพลาด คือค่าเบี่ยงเบนระหว่างราคาปัจจุบัน และราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง

⁴⁰ Douglas W. Diamond and Robert E. Verrecchia, “Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information,” *Journal of Financial Economics* 18, p. 303.

ชอร์ตไม่สามารถขายชอร์ต โดยใช้วิธีอ้างอิงข้อมูลทางลบของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น ข้อมูลทางลบของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น จนทำให้การซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์นั้นย่อมเกิดขึ้นได้ยาก เพราะราคาหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง และเมื่อไม่มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ แสดงว่าสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำ” ซึ่งผลการศึกษาวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Alessandro Beber และ Marco Pagano ที่แสดงให้เห็นว่า “ผลกระทบต่อของการห้ามการขายชอร์ตใน 30 ประเทศทั่วโลก มีผลกระทบทำให้สภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง”⁴¹

ดังนั้น จากผลการศึกษาทางทฤษฎี และศึกษาเชิงประจักษ์พบว่า การห้ามการขายชอร์ตมีผลกระทบทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงเกินกว่าความเป็นจริง และทำให้ปริมาณการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ลดน้อยลง และทำให้สภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลงเช่นเดียวกัน ในทางกลับกัน การอนุญาตให้ขายชอร์ตจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ใกล้เคียงกับความเป็นจริง และเป็นการดึงดูดผู้ลงทุนในการซื้อหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น และถ้าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์สูง สภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ย่อมสูงขึ้นในทิศทางที่สอดคล้องกัน

(ค) การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการ หรือธรรมาภิบาล คือหลักการกำกับดูแลกิจการให้กิจการมีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ซึ่งผลการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่า การขายชอร์ตส่งผลกระทบต่อการกำกับดูแลกิจการ โดยผลการศึกษาของ Massimo Massa, Bohui Zhang และ Hong Zhang ในปี ค.ศ. 2013 แสดงว่า “ความเป็นไปได้ในการพบการกระทำผิดของฝ่ายบริหารเพิ่มสูงขึ้น และสามารถพบได้รวดเร็วมากยิ่งขึ้น เนื่องจากการขายชอร์ตจะกระตุ้นให้ฝ่ายบริหารของบริษัทที่ได้กระทำความผิดเปิดเผยการกระทำผิดของตนเอง ไม่ที่จะเป็นการอาศัยข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในการขายชอร์ตหรือไม่”⁴²

⁴¹Alessandro Beber and Marco Pagano, “Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis,” *Journal of Finance*, Forthcoming, p. 31.

⁴²Massimo Massa, Bohui Zhang and Hong Zhang, “Governance through Threat: Does Short Selling Improve Internal Governance?,” *INSEAD Working Paper No. 2013/83/FIN*, p. 22-23.

โดยสรุปแล้ว ผลการศึกษาทางทฤษฎีเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) และผลการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่า การขายชอร์ตช่วยสะท้อนทำให้ราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ปรากฏ และทำให้ราคาหลักทรัพย์สอดคล้องกับข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อย่างเห็นได้ชัด และเมื่อราคาหลักทรัพย์สะท้อนกับความเป็นจริง ย่อมสร้างแรงจูงใจในการซื้อหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น และทำให้ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์สูง ฉะนั้น การขายชอร์ตจึงช่วยในการเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และการขายชอร์ตทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบพฤติกรรมของฝ่ายบริหาร เพื่อให้กิจการของบริษัทสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

2.2.2.4 หลักการเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ตในปัจจุบัน

เมื่อเปรียบเทียบระหว่างมุมมองและแนวความคิดดั้งเดิมเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ต กับมุมมองและแนวความคิดสมัยใหม่เกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ต จะเห็นได้ว่า มุมมองและแนวความคิดสมัยใหม่แตกต่างกับมุมมองและแนวความคิดดั้งเดิมอย่างเห็นได้ชัด โดยสาเหตุที่ทำให้มุมมองและแนวความคิดเปลี่ยนไป มีสาเหตุมาจากแนวความคิด และทฤษฎีที่เปลี่ยนแปลงไปของวิชาเศรษฐศาสตร์ กล่าวคือ ในสมัยก่อน แนวความคิดวิชาเศรษฐศาสตร์เชื่อว่า ในสังคมมีต้นทุนการทำธุรกรรม ทำให้ผู้ลงทุนมีต้นทุนไม่เท่าเทียมกัน ผู้ลงทุนที่มีต้นทุนมากกว่าคือ ผู้ลงทุนที่มีข้อมูลมากกว่าผู้อื่น แต่แนวความคิดวิชาเศรษฐศาสตร์สมัยใหม่ได้เปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือนักเศรษฐศาสตร์สมัยใหม่เชื่อว่า แม้ผู้ลงทุนจะมีข้อมูลเหมือนกัน แต่ผู้ลงทุนไม่ต้องมีความคิดเหมือนกัน ฉะนั้น แนวความคิดวิชาเศรษฐศาสตร์สมัยใหม่เห็นว่า การห้ามการขายชอร์ตเป็นการขัดขวางการลงทุนของผู้ลงทุนที่มองโลกในแง่ร้าย

สอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงทฤษฎี และผลการศึกษาจากข้อมูลการขายชอร์ต ที่ระบุว่า ไม่มีพยานหลักฐานที่ชัดเจนบ่งบอกว่า การขายชอร์ตเป็นสาเหตุทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน แต่ในทางกลับกัน การขายชอร์ตช่วยทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์สอดคล้องกับทฤษฎีเรื่องตลาดที่มีประสิทธิภาพเป็นอย่างมาก เพราะการขายชอร์ตช่วยสะท้อนราคาที่แท้จริง และเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และช่วยในการตรวจสอบตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

อย่างไรก็ตาม แม้ผลของการศึกษาวิจัยหลายแห่งชี้ว่า การขายชอร์ตเป็นการส่งเสริม ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นก็ตาม แต่การขายชอร์ตยังคงเป็นประเด็นที่ถกเถียงเรื่อยมา และเป็นข้อกังวลต่อหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ว่า การขายชอร์ตส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาหลักทรัพย์ หรือการขายชอร์ตทำให้หลักทรัพย์มีความปั่นป่วน (Volatility) หรือไม่ ฉะนั้น แม้ว่ากฎหมายในหลายประเทศจะไม่ได้ห้ามการขายชอร์ต เช่น สหรัฐอเมริกา ประเทศฮ่องกง ประเทศญี่ปุ่น ประเทศมาเลเซีย เป็นต้น (ยกเว้นประเทศจีน ประเทศโคลอมเบีย ประเทศจอร์แดน ประเทศไนจีเรีย)⁴³ แต่กฎหมายได้อนุญาตให้ผู้ลงทุนขายชอร์ตภายใต้หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดเท่านั้น เพื่อเป็นการป้องกันมิให้ใช้การขายชอร์ตเป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร และป้องกันมิให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลง จนทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน

ดังนั้น องค์การคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions หรือ IOSCO) ซึ่งเป็นหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับดูแล และพัฒนาตลาดทุน โดยคณะกรรมการด้านเทคนิคของ IOSCO (Technical committee of International Organization of Securities Commissions) ได้ออกเอกสารรายงานเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ต หรือ Regulation of short selling Consultation Report เพื่อให้ประเทศที่เป็นสมาชิกนำไปเป็นแนวทางในการออกกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ต โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้⁴⁴

1) การขายชอร์ตควรอยู่ภายใต้การควบคุมที่เหมาะสม เพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น หรือความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น โดยความเสี่ยงดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อระเบียบ และประสิทธิภาพ และความเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์ได้

กล่าวคือ คณะกรรมการด้านเทคนิคแนะนำว่า หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศควรกำหนดมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ตอย่างเคร่งครัด เพื่อป้องกันมิให้เกิดการผิมนัดการส่งมอบหลักทรัพย์จากการขายชอร์ต เช่น มาตรการการบังคับซื้อขายหลักทรัพย์ หรือมาตรการการยืมหลักทรัพย์ เพื่อการขายชอร์ตล่วงหน้า (Pre-borrow) เป็นต้น

⁴³ Archana Jain, Pankaj K. Jain b,n, Thomas H. McInish b, and Michael McKenzie, “Worldwide reach of short selling regulations,” *Journal of Financial Economics* 109(2013), p. 181–183.

⁴⁴ Technical committee of International Organization of Securities Commissions, Regulation of short selling Consultation Report[Online], 6 July 2 0 2 1 . Available from: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf>

2) ควรกำหนดให้มีระบบการรายงานของการขายชอร์ต ที่สามารถรายงานไปยังตลาดหลักทรัพย์ หรือหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ภายในเวลาที่กำหนด

กล่าวคือ คณะกรรมการด้านเทคนิคแนะนำว่า กฎหมายควรกำหนดมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการรายงานการขายชอร์ต เพราะการรายงานการขายชอร์ตสามารถยับยั้งการกระทำของผู้ขายชอร์ตที่มีความประสงค์ในการละเมิดต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ อีกทั้ง หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์สามารถนำข้อมูลการรายงานการขายชอร์ต เป็นหลักฐานในการตรวจสอบและพิจารณาคดีย้อนหลังได้

3) การกำกับดูแลการขายชอร์ตต้องมีประสิทธิภาพและสามารถบังคับใช้ได้จริง

กล่าวคือ คณะกรรมการด้านเทคนิคแนะนำว่า มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ตไม่จำเป็นต้องมีความเข้มงวด แต่มาตรการทางกฎหมายต้องมีประสิทธิภาพ และสามารถปฏิบัติได้จริง เช่น หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์มีอำนาจในการตรวจสอบพฤติกรรมของผู้ลงทุน และมีอำนาจในการสอบสวน และเฝ้าระวังการขายชอร์ต

4) กฎระเบียบการขายชอร์ตควรอนุญาตให้มีข้อยกเว้นที่เหมาะสม สำหรับธุรกรรมบางประเภท เพื่อเป็นการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

กล่าวคือ คณะกรรมการด้านเทคนิคแนะนำว่า มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ตไม่ควรขัดขวางกิจกรรมการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นโดยถูกต้องตามกฎหมาย เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์โดยสุจริต หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ดูแลสภาพคล่อง เป็นต้น

โดยสรุปแล้ว มุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายชอร์ตในปัจจุบัน คือมุมมองและแนวความคิดสมัยใหม่ ที่เห็นว่าการขายชอร์ตมีส่วนช่วยในการทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ แต่อย่างไรก็ตาม เพื่อป้องกันมิให้ผู้ลงทุนนำการขายชอร์ตไปใช้เป็นเครื่องมือที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวน องค์กรคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions หรือ IOSCO) ซึ่งเป็นองค์กรที่ได้รับการยอมรับจากหลากหลายประเทศ จึงออกเอกสารรายงาน เพื่อแนะนำมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ตที่ควรจะเป็น เพื่อให้สมาชิกขององค์กรดังกล่าวนำไปปรับใช้ให้สอดคล้องกับมาตรการทางกฎหมายของประเทศตัวเอง

สำหรับประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้เข้าเป็นสมาชิกประเภทสามัญของ IOSCO ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1992 ซึ่งประเทศไทยเคยได้เข้ารับการประเมินภาคการเงินตามโครงการ Financial Sector Assessment Program (FSAP) เพื่อตรวจสอบว่า มาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยสอดคล้องกับมาตรฐานสากลหรือไม่ โดยผลการประเมินเมื่อเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2562 (ค.ศ. 2019) คือมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยสอดคล้องกับมาตรฐานสากลเกือบครบถ้วน (Broadly Implemented) ทั้งนี้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องพิจารณา และหาแนวทางเพื่อปรับปรุงตามข้อเสนอแนะจากการประเมิน FSAP ต่อไป⁴⁵

2.3 มุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling)

การศึกษาความหมายของการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling จะเห็นได้ว่าหลักสำคัญของการกระทำ Naked Short Selling คือการขายหลักทรัพย์ โดยที่ผู้ขายไม่มีเจตนาในการส่งมอบหลักทรัพย์ตั้งแต่แรก ฉะนั้น การส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ที่เป็น Naked Short Selling ผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องคำนึงว่า ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ในครอบครองหรือไม่ และผู้ลงทุนสามารถส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ได้อย่างไม่จำกัด ไม่ว่าจะกระทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง หรือกระทำเพื่อมุ่งร้ายต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งการกระทำดังกล่าวสามารถส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ เช่น การทำลายความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน หรือ การทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง หรือการควบคุมราคาหลักทรัพย์⁴⁶ เป็นต้น

หนึ่งในปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนคือตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ คือสถานที่ที่ผู้ลงทุนตกลงซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ด้วยเงินสดจำนวนมาก หากตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถป้องกันการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ได้ ผู้ลงทุนย่อมขาดความเชื่อมั่นในตลาดหลักทรัพย์ ว่าตลาดหลักทรัพย์จะสามารถคุ้มครองเงินสดของผู้ลงทุนได้ ฉะนั้น ตลาดหลักทรัพย์

⁴⁵ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, โครงการประเมินภาคการเงิน (Financial Sector Assessment Program: FSAP) โดยกองทุนการเงินระหว่างประเทศและธนาคารโลก[ออนไลน์], 6 July 2021. แหล่งที่มา: <https://www.sec.or.th/th/pages/aboutus/towardinternational-fsap.aspx>

⁴⁶ Paul Ali, "Short Selling and Securities Lending in the Midst of Falling and Volatile Markets," *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 24, p. 3.

จึงต้องป้องกันมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ฉะนั้น หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ จำเป็นต้องกำหนดมาตรการทางกฎหมาย เพื่อป้องกันมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ได้แก่ การห้ามการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง

นอกจากนั้น วิธีการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองอาจนำไปใช้เป็นเครื่องมือในการควบคุมราคาหลักทรัพย์ หรือทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความปั่นป่วนได้⁴⁷ โดยตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ตามหลักวิชาเศรษฐศาสตร์ เชื่อว่าการซื้อขายแลกเปลี่ยนในตลาดเงินที่มีประสิทธิภาพ คือตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนตามความคาดหวังของผู้ลงทุน และความเสียงที่อาจจะเกิดขึ้น ตามข้อมูลทั้งหมดที่เปิดเผยในขณะนั้น⁴⁸ ฉะนั้น หากราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป เพื่อความประสงค์ของบุคคลบางกลุ่ม หรือการที่ผู้ลงทุนจงใจควบคุมราคาหลักทรัพย์ (manipulate) ให้เป็นไปตามความประสงค์ของตนเอง ย่อมเป็นการขัดแย้งตามหลักวิชาเศรษฐศาสตร์ดังกล่าว

การควบคุมราคาหลักทรัพย์สามารถกระทำได้หลากหลายรูปแบบ เช่น การจงใจทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากความจริง (ปั่นหุ้น) หรือการกระทำ Naked Short Selling เป็นต้น โดยการกระทำ Naked Short Selling มีลักษณะเป็นการจงใจทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป เช่นเดียวกัน⁴⁹ ดังตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุน ก. ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์จำนวน 1,000,000 หุ้น โดยผู้ลงทุน ก. ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองเลย ซึ่งการที่ผู้ลงทุน ก. ตกลงขายหุ้นจำนวนมากนั้น เป็นการจงใจทำให้ผู้ลงทุนรายอื่นมีความคิดว่า ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง และตัดสินใจขายหุ้นดังกล่าวทิ้งไป ทั้งที่ในความเป็นจริงผู้ลงทุน ก. ไม่ได้มีหลักทรัพย์จำนวน 1,000,000 หุ้น เป็นต้น

ดังนั้น การกระทำ Naked Short Selling สามารถส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุน และต่อตลาดหลักทรัพย์ และทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวน ด้วยเหตุนี้เอง ในหลายประเทศจึงกำหนดห้ามการขายหลักทรัพย์ โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองโดยเด็ดขาด เช่น เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น ประเทศมาเลเซีย เขตปกครองพิเศษฮ่องกง รวมถึงสหรัฐอเมริกา

⁴⁷ Veljko Fotak, Vikas Raman and Pradeep K. Yadav, “Naked Short Selling: The Emperor’s New Clothes?,” *SSRN Electronic Journal*, p. 2.

⁴⁸ Kevin A. Crisp, “Giving Investors Short Shrift: How Short Sale Constraints Decrease Market Efficiency and a Modest Proposal for Letting More Shorts Go Naked,” *Journal of business & Securities law* volume 8, p. 137.

⁴⁹ Veljko Fotak, Vikas Raman and Pradeep K. Yadav, *Naked Short Selling: The Emperor’s New Clothes*, p.8-9

ยกตัวอย่างเช่น สำนักหักบัญชี ตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา กำหนดที่จะต้องชำระบัญชี และวันส่งมอบคือวันทำการที่ 2 หลังจากวันที่ทำธุรกรรม (T+2)⁵⁰ หากผู้ลงทุนส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ โดยผู้ลงทุนไม่ได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์ หรือจัดหาหลักทรัพย์ เพื่อส่งมอบในวันทำการที่ 2 หลังจากวันที่ทำธุรกรรม (T+2) และผู้ลงทุนผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ถือว่าผู้ลงทุนขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) เป็นต้น

การห้ามการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในต่างประเทศ สอดคล้องกับการห้ามการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในประเทศไทย ตามที่ได้บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5) และกำหนดบทลงโทษตามมาตรา 282 เว้นแต่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนกำหนดยกเว้นให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองได้

2.4 ความทั่วไปเกี่ยวกับหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ลงทุน

2.4.1 แนวความคิดเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

แนวความคิดเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ เริ่มต้นมาจาก แนวความคิดในการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน (Financial Intermediaries) เพื่อนำเงินที่ได้รับจากประชาชนไปแลกเปลี่ยนเป็นหลักทรัพย์ หรือเพื่อให้เกิดสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่งผลทำให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เป็นตัวกลางทางการเงินที่ได้รับความไว้วางใจจากประชาชน หรือผู้ลงทุนจำนวนมาก ดังนั้น เพื่อคุ้มครองประโยชน์แก่ประชาชน และเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพสูงสุด รัฐจึงจำเป็นต้องกำหนดมาตรการทางกฎหมาย เพื่อกำกับดูแลการประกอบธุรกิจของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อย่างเข้มงวด

สำหรับองค์ระคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions หรือ IOSCO) ได้กำหนดแนวทางการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไว้ ตามมาตรฐานสากลของ IOSCO Objectives and

⁵⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Adopts T+2 Settlement Cycle for Securities Transactions [Online], 1 August 2021. Available from: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-68-0>

Principles for Securities Regulation หรือ IOSCO Principles โดยมีวัตถุประสงค์⁵¹ เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน และสร้างตลาดทุนให้มีความเป็นธรรม มีประสิทธิภาพ และโปร่งใส และลดโอกาสที่จะเกิดความเสียหายต่อภาคการเงิน

เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ตามมาตรฐานสากลของ IOSCO Objectives and Principles for Securities Regulation หรือ IOSCO Principles องค์การคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติเห็นควรให้ หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ (Regulator) กำหนดให้การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เป็นธุรกิจที่ต้องได้รับอนุญาตเท่านั้น และผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องมีทุนจดทะเบียนที่เพียงพอต่อการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์นั้นๆ อีกทั้ง หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ต้องกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์คำนึงผลประโยชน์ของผู้ลงทุนเป็นสำคัญ และหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ต้องมีอำนาจที่จะสามารถตรวจสอบการประกอบกิจการของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้

จะเห็นได้ว่า แนวความคิดในการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ตามมาตรฐานสากลของ IOSCO Objectives and Principles for Securities Regulation หรือ IOSCO Principles ได้กำหนดให้การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เป็นกิจการที่ต้องได้รับอนุญาตเท่านั้น ฉะนั้น การที่กฎหมายได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์นั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อคุ้มครองประโยชน์ของประชาชน หรือผู้ลงทุน และเพื่อกำกับดูแลมิให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์กระทำการใดที่ส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ เช่น ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ลงทุนอย่างเต็มความสามารถ และต้องคุ้มครองทรัพย์สินของผู้ลงทุน หรือผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องแบ่งแยกทรัพย์สินของผู้ลงทุนออกจากทรัพย์สินส่วนตัวของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หรือผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่หลีกเลี่ยง มิให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ กับผู้ลงทุน เป็นต้น

⁵¹International Organization of Securities Commissions, **Objectives and Principles of Securities Regulation** [Online], 11 March 2021. Available from: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

2.4.2 บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ลงทุนสถาบัน ตามกฎหมายของประเทศไทย

สำหรับประเทศไทยได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หรือ บริษัทหลักทรัพย์ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยกฎหมายฉบับดังกล่าวไม่ได้ กำหนดหน้าที่ของผู้ลงทุนไว้ แต่กฎหมายได้กำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุน เพื่อป้องกันการกระทำอัน ไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งสามารถจำแนกหน้าที่ และความรับผิดชอบ ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และผู้ลงทุน ดังต่อไปนี้

2.4.2.1 บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

มาตรา 4 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดว่า การเป็น นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ เป็นต้น แต่ธุรกิจ หลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และการขายพอร์ต คือธุรกิจหลักทรัพย์ประเภท นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ เพราะผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ดังกล่าวมีหน้าที่เป็นตัวแทนในการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ลงทุน โดยได้รับค่าธรรมเนียม หรือค่านายหน้าจากผู้ลงทุนเป็น ผลตอบแทน⁵² ฉะนั้น ในวิทยานิพนธ์เล่มนี้จะกล่าวถึงเฉพาะบทบาทหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจ หลักทรัพย์ ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น โดยสามารถแบ่งบทบาทหน้าที่ และความ รับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

2.4.2.1.1 บทบาทหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขาย หลักทรัพย์ในการซื้อขายหลักทรัพย์

บทบาทหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ สามารถจำแนกออกได้ ดังต่อไปนี้

⁵² ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, คำศัพท์ลงทุน [ออนไลน์], 10 มกราคม 2564. แหล่งที่มา : <https://www.set.or.th/set/education/glossary.do?contentId=65>

1. หน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

หน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่บริษัทหลักทรัพย์ต้องมีทุนจดทะเบียนบริษัทซึ่งชำระแล้ว ตามที่กฎหมายกำหนด⁵³ และบริษัทหลักทรัพย์ต้องดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิไม่น้อยกว่า 15 ล้านบาท⁵⁴ การจัดทำบัญชีแสดงผลการดำเนินการ และต้องเก็บรักษาเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ไว้ให้ครบถ้วนเป็นปัจจุบันอย่างน้อยเป็นระยะเวลาสองปี⁵⁵ การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทหลักทรัพย์ และรายงาน เอกสารความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง⁵⁶ บริษัทหลักทรัพย์ต้องมีระบบการควบคุมภายใน และกำหนดนโยบายป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ระบบการบริหารความเสี่ยง และดำเนินการตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนประกาศกำหนด⁵⁷ กล่าวคือประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทค. 35/2556 เรื่อง มาตรฐานการประกอบธุรกิจโครงสร้างการบริหารงานระบบงานและการให้บริการของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และผู้ประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

2. หน้าที่การประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์

ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ไม่ได้กำหนดหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ นอกเหนือจากการที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องทำสัญญาเป็นหนังสือ กับผู้ลงทุนที่เป็นลูกค้า โดยผู้ลงทุนตกลงมอบหมายให้บริษัทหลักทรัพย์ทำการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์⁵⁸ ในนามของผู้ลงทุน และมีอำนาจในการกระทำอื่นใด ที่จำเป็นที่เกี่ยวข้องหลักทรัพย์ ตามสัญญาแต่งตั้งตัวแทนนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ฉะนั้น หน้าที่การประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ คือการปฏิบัติหน้าที่ตามสัญญา ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งใน และนอกตลาดหลักทรัพย์ฯ และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่เก็บรักษา โอน รับโอน ส่งมอบ ตรวจสอบผลประโยชน์ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน เป็นต้น

⁵³ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 96 ประกอบประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ที่กธ. 11/2562 เรื่อง การกำหนดทุนจดทะเบียนซึ่งชำระแล้ว ของผู้ขอรับใบอนุญาต และผู้ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ข้อ 3

⁵⁴ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 96 ประกอบประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ที่กธ. 32/2560 เรื่อง การดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ ข้อ 3

⁵⁵ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 105 ประกอบมาตรา 106

⁵⁶ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 108 และมาตรา 109

⁵⁷ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 113

⁵⁸ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 112

3. หน้าที่การเป็นของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภท นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แล้ว หากบริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าว ต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์นั้นจำเป็นต้องเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อ ได้รับสิทธิในการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และรับบริการใดๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ จัดขึ้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดหน้าที่เพิ่มเติมแก่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ เช่น บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่รวบรวม และประเมินข้อมูลของลูกค้ำ ได้แก่ ข้อมูลส่วนบุคคลของผู้ลงทุน ข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ และแหล่งที่มาของรายได้ ข้อมูลฐานะทางการเงิน ประสบการณ์ลงทุน เป็นต้น⁵⁹ แต่ถ้าหากเป็นลูกค้ำที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน หรือนิติบุคคลที่เป็นผู้ลงทุนรายใหญ่ บริษัทหลักทรัพย์สามารถไม่ประเมินความเหมาะสมในการลงทุน หรือการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนดังกล่าวได้⁶⁰ นอกจากนี้ บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่วิเคราะห์ และแนะนำการลงทุนแก่ลูกค้ำ⁶¹ และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่โดยตรงต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ⁶² เช่น การปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ หนังสือเวียนของตลาดหลักทรัพย์ มติของคณะกรรมการ และมติของที่ประชุมสมาชิกที่เกี่ยวข้อง การส่งรายงาน และงบการเงินตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และบริษัทหลักทรัพย์ต้องไม่กระทำการใดที่เป็นการหลีกเลียง หรือไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดโดยเด็ดขาด

2.4.2.1.2 ความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์

ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อาจต้องรับโทษตามกฎหมาย หากผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนข้อกฎหมาย เช่น การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรี ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 90 และบริษัทหลักทรัพย์ต้องระวางโทษตามมาตรา 289 หรือ หากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ปฏิบัติหน้าที่ตามที่สำนักงาน ก.ล.ต.

⁵⁹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544 ข้อ 30

⁶⁰ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544 ข้อ 34

⁶¹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544 ข้อ 38

⁶² ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับสมาชิก พ.ศ. 2544 ข้อ 17

กำหนด เช่น การดำรงทุนจดทะเบียน หรือการดำรงเงินกองทุนสภาพคล่อง บริษัทหลักทรัพย์ต้องระวางโทษตามมาตรา 282 เป็นต้น

ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้ว เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีสิทธิลงโทษบริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่ปฏิบัติตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ เช่น การลงโทษภาคทัณฑ์ ปรับเงิน การสั่งห้ามทำการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือการสั่งให้พ้นจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจากเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของผู้ลงทุนที่จะได้รับการบริการต่างๆ และตลาดหลักทรัพย์ฯ มีหน้าที่สอดส่องดูแลความโปร่งใส และจรรยาบรรณของสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ⁶³

ในการพิจารณาลงโทษกรณีบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ดำเนินการฝ่าฝืน หรือไม่ปฏิบัติตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ จะเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ เรื่อง การพิจารณาความผิด และลงโทษทางวินัย พ.ศ. 2543 ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ฯ จะมีขั้นตอน และกระบวนการในการพิจารณาความผิด การเปิดโอกาสให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกสามารถโต้แย้ง ชี้แจง และแสดงเอกสารหลักฐาน เพื่อเป็นการแสดงว่าบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้มีการกระทำที่เป็นการฝ่าฝืนข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้⁶⁴ ซึ่งหากตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้พิจารณาจากรายละเอียดข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้น พฤติกรรม ลักษณะการกระทำ ความผิดเจตนาในการกระทำ ตลอดจนผลกระทบ และความเสียหายที่เกิดขึ้น ประกอบกับคำชี้แจง และหลักฐานต่างๆ แล้วตลาดหลักทรัพย์ฯ เห็นว่า บริษัทหลักทรัพย์มีความผิด ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีสิทธิลงโทษปรับบริษัทหลักทรัพย์ได้

⁶³ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การลงทุน[ออนไลน์], 10 มกราคม 2564. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/th/faqs/investment_p1.html#5

⁶⁴ สัมภาษณ์ Sarinya Phungphaophon, 11 พฤศจิกายน 2563.

2.4.2.1.3 บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภท นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ใน ครอบครองและการขายชอร์ต

สำหรับบทบาทหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ในการขายหลักทรัพย์โดยบริษัท
หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบ
คำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน และตรวจสอบหลักทรัพย์ ในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน
หากบริษัทหลักทรัพย์พบว่า ผู้ลงทุนขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ใน
ครอบครอง บริษัทหลักทรัพย์ห้ามส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนโดยเด็ดขาด เพราะเป็นการ
กระทำที่ต้องห้ามตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5)

ในกรณีการขายชอร์ต ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(1) หน้าที่ของบริษัท
หลักทรัพย์คือ บริษัทหลักทรัพย์ต้องมีระบบการตรวจสอบ และการกำกับดูแลการขายชอร์ต เพื่อให้
เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนด และเพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถมั่นใจได้ว่า
ลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนจะมีหลักทรัพย์ที่สามารถส่งมอบได้ภายในระยะเวลาที่สำนักหักบัญชีกำหนด⁶⁵
หากบริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าวครบถ้วน บริษัทหลักทรัพย์จะสามารถส่งคำสั่งขาย
ชอร์ตของผู้ลงทุนไปยังกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ และสำหรับการขาย
หลักทรัพย์ ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนมี
หลักทรัพย์อยู่ในครอบครองหรือไม่ เป็นต้น

หากบริษัทหลักทรัพย์มิได้ตรวจสอบคำสั่งขายชอร์ตของผู้ลงทุน หรือบริษัท
หลักทรัพย์มิได้ตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศ ทธ. 47/2552
ครบถ้วนแล้วหรือไม่ ถือว่าบริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด
หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5) ต้องระวางโทษปรับตามมาตรา 282 และกรณีบริษัท
หลักทรัพย์เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนข้อบังคับ
ตลาดหลักทรัพย์ฯ เรื่องการซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ข้อ
39 (1) ต้องระวางโทษปรับเช่นเดียวกัน ซึ่งจะได้กล่าวไว้ในบทที่ 3 โดยละเอียดต่อไป

⁶⁵ หนังสือเวียนที่ กสธ.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่กส. (ว) 4 / 62 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง

2.4.2.2 บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบันในการซื้อขายหลักทรัพย์

ประเด็นปัญหาที่ผู้วิจัยกำลังศึกษาคือ การขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง สำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบันเป็นหลัก เนื่องจากผู้ลงทุนสถาบัน อย่างเช่น กองทุนรวม หรือกองทุนส่วนบุคคล กฎหมายได้กำหนดให้กองทุนรวม หรือกองทุนส่วนบุคคลต้องมีผู้ดูแลผลประโยชน์กองทุนรวม หรือผู้รับฝากทรัพย์สินของกองทุนส่วนบุคคล ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันได้ ซึ่งก่อให้เกิดปัญหาแก่บริษัทหลักทรัพย์ ฉะนั้น เพื่อให้เข้าใจถึงปัญหาที่เกิดขึ้นจึงจำเป็นต้องศึกษากฎหมายเกี่ยวกับผู้ลงทุนสถาบัน ก่อน

จากการศึกษาประกาศ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 2 ประกอบพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 มาตรา 3 สามารถแบ่งประเภทของผู้ลงทุนสถาบัน (Institution Investor) ดังต่อไปนี้

(1) ผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันการเงิน ตามกฎหมายว่าด้วยธนาคารพาณิชย์

ผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันการเงิน ตามกฎหมายว่าด้วยธนาคารพาณิชย์ ได้แก่⁶⁶ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์

(2) กองทุนรวม

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 4 ได้กำหนดคำนิยามของกองทุนรวม (Mutual Fund) คือการนำเงินของผู้ลงทุนทั้งหลาย นำไปจดทะเบียนเป็นกองทุนรวม โดยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) เป็นผู้บริหารกองทุน และนำเงินที่ได้มาไปลงทุนในหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินประเภทต่างๆ ตามนโยบายที่กำหนดในหนังสือชี้ชวน ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับหน่วยลงทุน (Unit) เป็นหลักฐานการมีส่วนร่วมในกองทุน และได้รับดอกเบี้ยตามผลงานของการลงทุน

⁶⁶ พระราชบัญญัติธุรกิจสถาบันการเงิน พ.ศ. 2551 มาตรา 4

นอกจากที่กฎหมายกำหนดให้กองทุนรวมต้องมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) เป็นผู้บริหารกองทุนแล้ว กฎหมายได้กำหนดให้กองทุนรวมต้องมีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม⁶⁷ ซึ่งผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมต้องมีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด⁶⁸ และต้องไม่มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งทางตรง และทางอ้อมกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.)

(3) กองทุนส่วนบุคคล

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 4 ได้กำหนดคำนิยามของกองทุนส่วนบุคคล (Private Fund) คือการที่ผู้ลงทุนตกลงให้ผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคลจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ที่ได้รับความเห็นชอบของสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้ช่วยเหลือ ในด้านการลงทุนให้เหมาะสมกับผู้ลงทุน ซึ่งจะเห็นได้ว่า ลักษณะของกองทุนส่วนบุคคลจะมีลักษณะคล้ายคลึงกับกองทุนรวม แต่สำหรับกองทุนส่วนบุคคล ผู้ลงทุนสามารถมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายการลงทุน ให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ เจือปนใจ และข้อจำกัดของผู้ลงทุนเองได้ นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่ากองทุนส่วนบุคคลมีความแตกต่างกับกองทุนรวมเรื่องสภาพบุคคล เนื่องจากกองทุนรวมจะต้องจดทะเบียนนิติบุคคล แต่สำหรับกองทุนส่วนบุคคลไม่มีสภาพเป็นนิติบุคคล เป็นเพียงกองทรัพย์สินของผู้ลงทุนเท่านั้น และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนส่วนบุคคลดำเนินบริหารเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุนโดยตรง

นอกจากที่กฎหมายกำหนดให้กองทุนส่วนบุคคลต้องมีผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบของสำนักงาน ก.ล.ต. แล้ว กฎหมายได้กำหนดให้กองทุนส่วนบุคคลต้องมีผู้รับฝากทรัพย์สินของกองทุนส่วนบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.⁶⁹ ซึ่งผู้รับฝากทรัพย์สินต้องมีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด⁷⁰

⁶⁷ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 122

⁶⁸ ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่สน. 14/2544 เรื่อง คุณสมบัติของผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ข้อ 3 ผู้ดูแลผลประโยชน์ต้องเป็นธนาคารพาณิชย์ ตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิตว่าด้วยประกันชีวิต หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ที่มีคุณสมบัติ ดังนี้...

⁶⁹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 135

⁷⁰ ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่สน. 14/2544 เรื่อง คุณสมบัติของผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ข้อ 3 ผู้ดูแลผลประโยชน์ต้องเป็นธนาคารพาณิชย์ ตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนตามกฎหมายว่า

(4) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

พระราชบัญญัติกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ พ.ศ. 2530 มาตรา 5 ได้กำหนดคำนิยามของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Provident Fund) คือกองทุนที่ที่นายจ้าง และลูกจ้างตกลงร่วมกันจัดตั้งขึ้น ถ้าหากกรณีลูกจ้างเกษียณ หรือลาออกจากงาน หรือเพื่อเป็นหลักประกันแก่ครอบครัวลูกจ้าง ถ้าลูกจ้างเสียชีวิต ลูกจ้างจะได้รับเงินสะสม และผลประโยชน์ของเงินสะสมตอบแทน⁷¹ โดยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพดังกล่าวจะนำเงินกองทุนที่ลูกจ้างจ่ายเข้ากองทุนเพื่อสะสม ให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ที่ได้รับความเห็นชอบของสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้บริหารเงิน เพื่อนำไปลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ เพื่อสร้างผลประโยชน์ให้กับกองทุนต่อไป

สำหรับบทบัญญัติกฎหมายเกี่ยวกับการจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมายนั้น กฎหมายได้กำหนดให้การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพอยู่ในบังคับบทบัญญัติเกี่ยวกับการจัดการกองทุนส่วนบุคคล กล่าวคือการเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล (Licenses private fund) และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพต้องมีผู้รับฝากทรัพย์สินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.⁷² ซึ่งผู้รับฝากทรัพย์สินต้องมีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด⁷³

(5) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ

บทบัญญัติกฎหมายที่จัดตั้งกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการคือ พระราชบัญญัติกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พ.ศ. 2539 ซึ่งเป็นกองทุนที่มีวัตถุประสงค์⁷⁴ เพื่อเป็นหลักประกันในการจ่ายบำเหน็จบำนาญ และผลประโยชน์ตอบแทนอื่นๆ แก่ข้าราชการที่ได้ออกจากราชการ และ

ด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ บริษัทหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิตว่าด้วยประกันชีวิต หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ที่มีคุณสมบัติดังนี้...

⁷¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (PVD) คืออะไร[ออนไลน์], 22 ธันวาคม 2563. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content14.pdf

⁷² พระราชบัญญัติกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ พ.ศ. 2530 มาตรา 14 ประกอบพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 135

⁷³ ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่สน. 14/2544 เรื่อง คุณสมบัติของผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ข้อ 3 ผู้ดูแลผลประโยชน์ต้องเป็นธนาคารพาณิชย์ ตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ บริษัทหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิตว่าด้วยประกันชีวิต หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ที่มีคุณสมบัติดังนี้...

⁷⁴ พระราชบัญญัติกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พ.ศ. 2539 มาตรา 5

เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์ และจัดสวัสดิการให้แก่สมาชิกกองทุน โดยกองทุนดังกล่าวมีอำนาจในการกระทำการกิจการต่างๆ ภายในขอบวัตถุประสงค์⁷⁵ เช่น การให้สมาชิกกองทุนกู้ยืมเงิน การลงทุนหาผลประโยชน์จากทรัพย์สินของกองทุน เป็นต้น ดังนั้น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ เพื่อหาผลประโยชน์จากทรัพย์สินของกองทุนได้ โดยกองทุนดังกล่าวต้องมอบหมายให้สถาบันการเงิน หรือนิติบุคคลที่ได้รับอนุญาตตามที่กฎหมายกำหนดค้ำหน้าทีในการดำเนินการจัดการกองทุน⁷⁶

(6) บริษัทประกันวินาศภัยและบริษัทประกันชีวิต

บทบัญญัติกฎหมายเกี่ยวกับบริษัทประกันวินาศภัย และบริษัทประกันชีวิตคือ พระราชบัญญัติประกันวินาศภัย พ.ศ. 2535 และพระราชบัญญัติประกันชีวิต พ.ศ. 2535 ตามลำดับ ซึ่งกฎหมายดังกล่าวกำหนดให้การประกอบธุรกิจประกันวินาศภัย⁷⁷ และธุรกิจประกันชีวิต⁷⁸ ต้องได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรี โดยผ่านการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี

นอกจากการประกอบธุรกิจประกันวินาศภัย และธุรกิจประกันชีวิตแล้ว บริษัทประกันวินาศภัย⁷⁹ และบริษัทประกันชีวิต⁸⁰ สามารถลงทุนประกอบธุรกิจอื่นๆ ได้ ตามที่คณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันวินาศภัยกำหนด เช่น บริษัทประกันวินาศภัยสามารถลงทุนในตราสารหนี้ หรือตราสารทุน ภายใต้หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของประกาศคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันวินาศภัย เรื่องการลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกันวินาศภัย พ.ศ. 2556 และบริษัทประกันชีวิตสามารถลงทุนในตราสารหนี้ หรือตราสารทุน ภายใต้หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของประกาศคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันวินาศภัย เรื่องการลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกันชีวิต พ.ศ. 2556 เป็นต้น

⁷⁵ พระราชบัญญัติกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พ.ศ. 2539 มาตรา 9

⁷⁶ พระราชบัญญัติกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พ.ศ. 2539 มาตรา 69

⁷⁷ พระราชบัญญัติประกันวินาศภัย พ.ศ. 2535 มาตรา 6

⁷⁸ พระราชบัญญัติประกันชีวิต พ.ศ. 2535 มาตรา 7

⁷⁹ พระราชบัญญัติประกันวินาศภัย พ.ศ. 2535 มาตรา 28

⁸⁰ พระราชบัญญัติประกันชีวิต พ.ศ. 2535 มาตรา 28

(7) บริษัทหลักทรัพย์

การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะต้องจัดตั้งในรูปแบบบริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชน จำกัด โดยได้รับใบอนุญาตจากรัฐมนตรีกระทรวงการคลังตามข้อเสนอแนะของคณะกรรมการ ก.ล.ต.⁸¹ โดยสามารถจำแนกใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ทั้งหมด 4 แบบ⁸² ได้แก่ (1) ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์แบบ ก หรือใบอนุญาตที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถประกอบธุรกิจ หลักทรัพย์ได้เฉพาะ การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ การจัดจำหน่าย หลักทรัพย์ การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน การจัดการกองทุนรวมหรือกองทุนส่วนบุคคล เป็นต้น (2) ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์แบบ ข หรือใบอนุญาตที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถประกอบธุรกิจ หลักทรัพย์ได้เฉพาะการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อันเป็นตราสารแห่งหนึ่งและสุก การเป็นที่ ปรึกษาการลงทุน กิจการการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ เป็นต้น (3) ใบอนุญาตประกอบธุรกิจ หลักทรัพย์แบบ ค หรือใบอนุญาตที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้เฉพาะการ จัดการกองทุนรวมหรือกองทุนส่วนบุคคล การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยลงทุน การ เป็นที่ปรึกษาการลงทุน เป็นต้น (4) ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์แบบ ง หรือใบอนุญาตที่ บริษัทหลักทรัพย์สามารถประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้เฉพาะการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ค่า หลักทรัพย์ และการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยลงทุน ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถ ประกอบกิจการอื่นใดที่มีใช้ธุรกิจหลักทรัพย์ในประเภทที่ได้รับอนุญาตโดยเด็ดขาด เว้นแต่บริษัท หลักทรัพย์จะได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับตลาดทุน⁸³

2.4.2.2.1 บทบาทหน้าที่ของผู้ลงทุนสถาบันในการซื้อขายหลักทรัพย์

เนื่องจากพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีวัตถุประสงค์เพื่อคุ้มครอง ผู้ลงทุน อีกทั้ง การที่กฎหมายไม่อนุญาตให้ผู้ลงทุนสามารถส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ไปยังตลาด หลักทรัพย์ฯ ด้วยตนเองได้⁸⁴ ด้วยเหตุนี้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงมิได้ กำหนดหน้าที่แก่ผู้ลงทุนไว้ และกฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาต ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์แทนทั้งหมด เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ดำเนินการ และให้บริการแก่

⁸¹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 90

⁸² กฎกระทรวง ว่าด้วยการอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ พ.ศ. 2551

⁸³ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98(8)

⁸⁴ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 3

ผู้ลงทุน รวมถึงให้คำปรึกษา แนะนำ หรือแก้ไขปัญหาก็เกิดขึ้น กล่าวคือบริษัทหลักทรัพย์มีฐานะเป็น
คนกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ความรับผิดชอบแทนผู้ลงทุนทั้งหมด⁸⁵

แต่อย่างไรก็ตาม สำหรับผู้ลงทุนที่สนใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย จำเป็นต้องอาศัยบริษัทหลักทรัพย์ในการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ไปยังกระดานซื้อ
ขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ลงทุนจึงจำเป็นต้องผูกพันตนในฐานะคู่สัญญากับบริษัท
หลักทรัพย์ และทำให้ผู้ลงทุนมีหน้าที่ ภาระผูกพันกับบริษัทหลักทรัพย์ตามสัญญาแต่งตั้งตัวแทน
นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนต้องปฏิบัติตามหน้าที่ตามหลักเกณฑ์ที่บริษัทหลักทรัพย์กำหนด
เช่น ในการเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องให้ข้อมูลแก่บริษัทหลักทรัพย์ และดำเนินการทำ
แบบสอบถาม เพื่อประเมินความเหมาะสมในการลงทุน เป็นต้น

โดยสรุปแล้ว ผู้ลงทุนมีหน้าที่ปฏิบัติตามสัญญาแต่งตั้งตัวแทนนายหน้าซื้อขาย
หลักทรัพย์เท่านั้น แต่ผู้ลงทุนไม่มีหน้าที่ตามกฎหมาย เช่น หน้าที่ที่ผู้ลงทุนต้องมีหลักทรัพย์อยู่ใน
ครอบครอง ในขณะที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ หรือหน้าที่ที่ผู้ลงทุนต้องยึดหลักทรัพย์ สำหรับการ
ขายชอร์ต เป็นต้น

2.4.2.2.2 ความรับผิดชอบของผู้ลงทุนสถาบัน

แม้ว่าในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มิได้กำหนดหน้าที่แก่
ผู้ลงทุนโดยเฉพาะเจาะจง แต่อย่างไรก็ตาม เพื่อป้องกันมิให้เกิดความไม่เป็นธรรมในตลาด
หลักทรัพย์ฯ และเพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปตามกลไกตลาด (Efficient) ดังนั้น เพื่อให้
ผู้ลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ทุกคนมีข้อมูลที่ถูกต้อง เพียงพอ และเท่าเทียม รวมถึงผู้ลงทุนต้องไม่ถูก
หลอกลวง หรือถูกเอาเปรียบ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2559
จึงมีการแก้ไข เพิ่มเติมการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market
Misconduct) โดยสามารถแบ่งประเภทของการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์
ของผู้ลงทุนออกได้ ดังต่อไปนี้

⁸⁵ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, โบรกเกอร์คืออะไรใครรู้บ้าง[ออนไลน์], 3 พฤษภาคม 2563. แหล่งที่มา:
https://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content10.pdf

1. การเปิดเผยข้อมูลที่อาจทำให้ผู้ลงทุน และตลาดทุนเสียหาย ได้แก่ การห้ามมิให้บุคคลใดบอกกล่าวเผยแพร่หรือเปิดเผยข้อความเท็จ หรือก่อให้เกิดความสำคัญผิดที่น่าจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ หรือ การตัดสินใจการลงทุนในหลักทรัพย์⁸⁶ การวิเคราะห์หรือคาดการณ์ โดยอาศัยข้อมูลอันเป็นเท็จ หรือการบิดเบือนข้อมูล⁸⁷ เช่น ผู้ลงทุนวิเคราะห์สถานะการเงิน ที่เป็นเท็จ

2. การเอาเปรียบผู้ลงทุนโดยการใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่ล่วงรู้มา ได้แก่ การซื้อขายหลักทรัพย์ โดยอาศัยข้อมูลภายใน⁸⁸ เช่น ผู้ลงทุนเป็นกรรมการบริษัท ทำให้สามารถทราบข้อมูลงบการเงินของบริษัทได้ก่อน จึงได้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลในการขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนนั้น ก่อนที่งบการเงินจะเปิดเผยแก่สาธารณชน และการเอาเปรียบผู้ลงทุนโดยการใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่ล่วงรู้มา⁸⁹ เช่น ผู้ลงทุนเปิดเผยข้อมูลแก่ครอบครัว โดยรู้ หรือควรรู้ว่าบุคคลดังกล่าวจะนำไปใช้ประโยชน์ในการซื้อขายหลักทรัพย์

3. การสร้างราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ การส่งคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ อันเป็นการทำให้บุคคลนั้นเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ ในลักษณะที่มุ่งหมายให้ราคา หลักทรัพย์หรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นผิดไปจากสภาพปกติของตลาด⁹⁰ เช่น เช่นการส่งคำสั่ง ซื้อหรือขายในปริมาณมาก และได้ยกเลิกคำสั่งดังกล่าวในเวลาต่อมา หรือการส่งคำสั่งซื้อขาย ในปริมาณมาก โดยมีวัตถุประสงค์ ให้ราคาเปลี่ยนแปลงไป

4. กรณีอื่นๆ ได้แก่ การส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์เข้าไปในระบบซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ จนเป็นเหตุให้ระบบ มีความล่าช้าหรือเกิดการหยุดชะงัก⁹¹ และในการที่ยินยอมให้บุคคลอื่นเปิด และใช้บัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของตน⁹²

นอกเหนือจากผู้ลงทุนอาจมีความรับผิดชอบตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แล้ว เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างผู้ลงทุน และบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์คือคู่สัญญา ดังนั้น หากผู้ลงทุนปฏิบัติหน้าที่ไม่

⁸⁶ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 240

⁸⁷ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 241

⁸⁸ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 242

⁸⁹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 243 และมาตรา 244

⁹⁰ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/3

⁹¹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/7

⁹² พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 297

ถูกต้องตามที่ระบุในสัญญา หรือละเลยไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ตามที่ระบุในสัญญา บริษัทหลักทรัพย์มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายจากการผิดสัญญาจากผู้ลงทุนได้

โดยสรุปแล้ว กฎหมายได้กำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุน ในกรณีที่ผู้ลงทุนกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ฉะนั้น การที่ผู้ลงทุนขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) ผู้ลงทุนไม่มีความผิดทางกฎหมาย เพราะการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่ถือว่าเป็นการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์

2.4.2.2.3 บทบาทหน้าที่และความรับผิดของผู้ลงทุนสถาบันในการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองและการขายชอร์ต

บทบัญญัติกฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทยมิได้บัญญัติหน้าที่ และความรับผิดของผู้ลงทุนสถาบัน ในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และการขายชอร์ตไว้เลย ดังนั้น ผู้ลงทุนสถาบันจึงมีหน้าที่ และความรับผิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป ไม่ว่าจะเป็นการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงผู้ลงทุนสถาบันต้องผูกพัน และมีหน้าที่ปฏิบัติตามสัญญาแต่งตั้งตัวแทนนายหน้าเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์สามารถระบุหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายหลักทรัพย์ต่างๆ ไว้ในสัญญา เพื่อให้ผู้ลงทุนสถาบันรับทราบ และปฏิบัติตาม เช่น การกำหนดวงเงินการขายชอร์ต การกำหนดมูลค่าหลักประกัน รวมถึงการกำหนดความรับผิดของสัญญา หากผู้ลงทุนประพฤติดผิดสัญญา บริษัทหลักทรัพย์มีสิทธิขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในความครอบครองของผู้ลงทุน หรือมีสิทธิเรียกค่าเสียหายได้ เป็นต้น

บทที่ 3

มาตรการทางกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มี
หลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย

บทที่ 3 ว่าด้วย มาตรการทางกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์ โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย โดยเริ่มต้นที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นกฎหมายที่บัญญัติเกี่ยวกับการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการกำหนดหลักเกณฑ์การออกหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และการควบคุมดูแลการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในหมวดธุรกิจหลักทรัพย์ ได้กำหนดเกี่ยวกับการกำกับและควบคุมห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการใดๆ ที่กฎหมายได้กำหนดห้ามไว้ ไม่ว่าจะเป็นการลดทุนโดยที่ไม่ได้รับอนุญาต หรือห้ามกระทำการที่จะส่งผลทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ รวมถึงห้ามการกระทำที่ทำให้ผู้ลงทุนเกิดความเสียหาย หรือในลักษณะที่เป็นการเอาเปรียบผู้ลงทุน และที่สำคัญ คือการห้ามบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง เว้นแต่คณะกรรมการกำกับตลาดทุน ประกาศยกเว้นให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำได้

ซึ่งในปัจจุบัน คณะกรรมการกำกับตลาดทุนได้ประกาศยกเว้นให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองได้ ปรากฏตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ซึ่งในประกาศดังกล่าว ทางคณะกรรมการกำกับตลาดทุนได้กำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไขที่สำคัญเพื่อควบคุมดูแลการขายหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวไว้ และได้กำหนดหน้าที่เพิ่มเติมแก่บริษัทหลักทรัพย์ นอกเหนือจากที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ไว้ เช่น บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบปริมาณจำนวน ประเภทหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน หรือบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบสัญญาอีม และให้อีมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ก่อนมีการส่งคำสั่งขายชอร์ต เป็นต้น

สำหรับการขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้อนุญาต เฉพาะบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ เท่านั้น ที่จะมีสิทธิในการส่งคำสั่งขาย หลักทรัพย์ได้⁹³ ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย ได้แก่ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ที่กำหนดประเภทหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต วิธีการขายชอร์ต การรายงานการขายชอร์ต การห้ามการขายชอร์ต เป็นต้น และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ที่กำหนดระเบียบ การซื้อขายหลักทรัพย์ วันเวลาการซื้อขาย รวมถึงการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นต้น

นอกจากนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีอำนาจในการออกข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ และหนังสือเวียนของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องปฏิบัติตาม เช่น ประกาศตลาดหลักทรัพย์ เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 หนังสือเวียนที่ กต.นร 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ต เป็นต้น

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้ศึกษา และพิจารณามาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ตามลำดับ ดังต่อไปนี้

3.1 ความเป็นมาของมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในประเทศไทย

กฎหมายที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ฉบับแรกอย่างเป็นทางการคือ พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 มีวัตถุประสงค์เพื่อก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น กฎหมายฉบับดังกล่าวไม่ได้กำหนดเรื่องการขายหลักทรัพย์ไว้ ต่อมา มีการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 เนื่องจากบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในขณะนั้นไม่เพียงพอที่จะคุ้มครองบุคคลที่ทำการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การที่ไม่มีบทบัญญัติกฎหมายควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นการอำพราง หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะ

⁹³ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 3

ที่ผู้ลงทุนมีเจตนาเพื่อสร้างราคาหลักทรัพย์ และเพื่อทำให้เกิดสภาพความไม่ปกติของตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง ปรากฏตามที่ระบุในเหตุผลการประกาศแก้ไขเพิ่มเติม ตามท้ายพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527 ซึ่งการแก้ไขเพิ่มเติมดังกล่าวได้มีการกำหนดห้ามการเสนอขาย หรือขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าโดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองเป็นครั้งแรก นับตั้งแต่มีกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์

ตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527 มาตรา 42 จัตวา บัญญัติว่า

“ผู้ใดเสนอขาย หรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียน หรือหลักทรัพย์รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสองแสนบาท เว้นแต่การเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ดังกล่าวได้เป็นไปตามที่รัฐมนตรีประกาศกำหนด

ในกรณีที่นิติบุคคลกระทำความผิดตามวรรคหนึ่ง กรรมการของนิติบุคคล หรือบุคคลที่รับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคลนั้น ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินสองแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนในการกระทำความผิดนั้นด้วย

สมาชิกกระทำความผิดตามวรรคหนึ่ง หรือเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว โดยมีได้มีบุคคลใดมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์นั้น ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสี่แสนบาท

ในกรณีที่สมาชิกกระทำความผิดตามวรรคสาม กรรมการของสมาชิก หรือบุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของสมาชิคนั้น ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสองปี หรือปรับไม่เกินสี่แสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนในการกระทำความผิดด้วย”

จะเห็นได้ว่า บทบัญญัติข้างต้นกำหนดห้ามมิให้ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง เนื่องจากผู้ร่างเห็นว่าการขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าว เป็นการกระทำที่มีลักษณะไม่เป็นธรรม และอาจส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ และการที่บทบัญญัติดังกล่าวได้กำหนดห้ามมิให้ ‘ผู้ใด’ และมีได้ระบุถึงบริษัทหลักทรัพย์โดยเฉพาะ ฉะนั้น เจตนารมณ์ของบทบัญญัติดังกล่าวย่อมมิได้จำกัดเฉพาะกรณีบริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองเท่านั้น แต่รวมถึงการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองของผู้ลงทุนทั่วไปเช่นกัน ดังนั้น หากผู้ลงทุน หรือบริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนกฎหมาย โดยการขายหลักทรัพย์

โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ผู้ลงทุน หรือบริษัทหลักทรัพย์ต้องได้รับโทษปรับตามที่กฎหมายกำหนด

ต่อมา มีการประกาศใช้บังคับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อันมีผลเป็นการยกเลิกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527 เพื่อรวบรวมกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนทั้งหมด ให้อยู่ภายใต้กฎหมายเพียงฉบับเดียว และจัดให้มีหน่วยงานที่มีหน้าที่ควบคุมดูแลโดยเฉพาะ ได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้บัญญัติเพิ่มเติมเกี่ยวกับ หมวดการออกหลักทรัพย์ของบริษัทต่างๆ เพื่อให้หลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เป็นไปตามมาตรฐานเดียวกัน และได้กำหนดหมวดธุรกิจหลักทรัพย์ที่ได้กำหนดให้การจัดตั้ง และการประกอบธุรกิจบริษัทหลักทรัพย์ต้องได้รับใบอนุญาต รวมถึงกำหนดการกำกับ และควบคุมดูแลบริษัทหลักทรัพย์ให้ปฏิบัติหน้าที่ หรือไม่ปฏิบัติตามที่พระราชบัญญัติฉบับนี้กำหนดห้ามไว้ เป็นต้น

สำหรับการแก้ไขเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดห้ามการขายหลักทรัพย์ลักษณะดังกล่าวไว้ ในมาตรา 98 บัญญัติว่า

“ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการดังต่อไปนี้

(5) ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือมิได้มีบุคคลใดมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่คณะกรรมการก.ล.ต. ประกาศกำหนดให้กระทำได้”

และกำหนดโทษปรับ ในกรณีบริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามมาตรา 98 ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 282 บัญญัติว่า

“บริษัทหลักทรัพย์ใดฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามมาตรา 98 ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสามแสนบาท และปรับอีกไม่เกินวันละหนึ่งหมื่นบาทตลอดเวลาที่ยังมีได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง”

จากการพิจารณาบทบัญญัติมาตราดังกล่าว จะเห็นได้ว่า มาตรา 98 (5) อยู่ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หมวด 4 ธุรกิจหลักทรัพย์ ส่วนที่ 2 การกำกับและควบคุม ซึ่งบทบัญญัติในหมวดธุรกิจหลักทรัพย์นั้น จะเป็นไปเพื่อควบคุมดูแลบริษัทหลักทรัพย์ เช่น

การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องได้รับอนุญาต และต้องเป็นบริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนจำกัด รวมถึงกำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์ไว้ เช่น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98 ที่ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์ลดทุนจดทะเบียนโดยที่ไม่ได้รับอนุญาต และห้ามกระทำการใดที่ทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิดเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ หรือห้ามกระทำการใดที่มีลักษณะก่อให้เกิดความเสียหายหรือเอาเปรียบลูกค้า ห้ามประกอบกิจการอื่นที่มีใช้ธุรกิจหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาต หรือขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ฉะนั้น การห้ามการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ซึ่งอยู่ในหมวด 4 ธุรกิจหลักทรัพย์ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงเป็นการกำหนดห้ามเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น

จะเห็นได้ว่า พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะมีความแตกต่างกับพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 และพ.ศ. 2527 เนื่องจากในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5) ได้กำหนดห้ามบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้นดำเนินการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง แต่มิได้กำหนดห้ามมิให้ผู้ลงทุนทั่วไปขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ฉะนั้น ผู้ลงทุนทั่วไปย่อมสามารถขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองไม่เป็นความผิด และไม่ต้องรับโทษตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5)

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาขั้นตอนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดอนุญาตเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์ ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ เท่านั้นที่สามารถส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ โดยบริษัทหลักทรัพย์จะทำหน้าที่เป็นนายหน้า หรือตัวแทนของผู้ลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ แทน⁹⁴ กล่าวคือผู้ลงทุนจะไม่สามารถส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้โดยตรง แต่ผู้ลงทุนจะต้องส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตเท่านั้น เมื่อผู้ลงทุนไม่สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้อีกต่อไป ด้วยเหตุนี้เอง กฎหมายจึงไม่มีความจำเป็นต้องกำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนไว้ แต่

⁹⁴ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 184

กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบดูแลการซื้อขายของผู้ลงทุนแต่เพียงผู้เดียว⁹⁵ รวมถึงมีหน้าที่ในการตรวจสอบห้ามมิให้ผู้ลงทุนขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง

การประกาศใช้บังคับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทางคณะกรรมการ ก.ล.ต. ไม่ได้มีการประกาศยกเว้นให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้ และหากพิจารณาตามเจตนารมณ์ และการตีความของคณะกรรมการพิจารณา ร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว ถือว่าการขายหลักทรัพย์ ที่เป็นการยืมหลักทรัพย์ของบุคคลอื่น เพื่อนำมาส่งมอบนั้น เป็นการกระทำที่ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองด้วย⁹⁶ ซึ่งสอดคล้องกับข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์จดทะเบียน ลงวันที่ 14 สิงหาคม 2539 ข้อ 31 วรรคสอง ที่กำหนดห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ขายหลักทรัพย์ ตามคำสั่งขายของผู้ลงทุน โดยที่ผู้ลงทุนไม่มีหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนได้หลักทรัพย์นั้นมาจากการยืม⁹⁷ ดังนั้น การขายหลักทรัพย์ที่เป็นการยืมหลักทรัพย์ของบุคคลอื่นเพื่อนำมาส่งมอบ เป็นการกระทำที่ฝ่าฝืน พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98(5) และต้องระวางโทษปรับตามมาตรา 282

ต่อมา เนื่องจากนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศ (Financial Liberalization) ที่เกิดขึ้นในหลายประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา และประเทศในทวีปยุโรป ส่งผลทำให้การทำธุรกรรมสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างประเทศ ไม่ว่าจะ เป็น หุ้น หลักทรัพย์ ตราสารอนุพันธ์ มีลักษณะการเปลี่ยนแปลงเป็นไปตามกลไกการตลาดอย่างเสรี และเป็นการลดบทบาทอำนาจของรัฐ⁹⁸ นอกจากนี้ นโยบายดังกล่าวส่งผลทำให้เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายทั่วโลกอย่างเสรี และรวดเร็ว

⁹⁵ สภานิติบัญญัติแห่งชาติ, “รายงานการประชุมคณะกรรมการพิจารณา ร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ (ฉบับที่...) พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน ร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ฉบับที่...) พ.ศ. ...” 30 มกราคม 2535 (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁹⁶ สภานิติบัญญัติแห่งชาติ, “รายงานการประชุมคณะกรรมการพิจารณา ร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ (ฉบับที่...) พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน ร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ฉบับที่...) พ.ศ. ...” 30 มกราคม 2535 (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁹⁷ อรรถวิทย์ ยาวะประภาษ, “ปัญหากฎหมายในการประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย,” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต มหาวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539), หน้า 66.

⁹⁸ ปกป้อง จันวิทย์, *ไอเอ็มเอฟกับการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ* [ออนไลน์], 20 กุมภาพันธ์ 2564. แหล่งที่มา : <http://pokpong.org/writing/imf-and-fin-lib/>

ฉะนั้น นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศดังกล่าวส่งผลทำให้ผู้ลงทุนต่างประเทศจำนวนมากสามารถเข้ามาลงทุนในประเทศไทยได้ ดังนั้น เพื่อรองรับนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินในประเทศไทย รัฐบาลไทยจึงมีความจำเป็นต้องปฏิรูปทางการเงินให้สามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้

หนึ่งในบทบาทสำคัญในการสร้างเสถียรภาพในตลาดการเงิน และระบบเศรษฐกิจ เพื่อให้ประเทศไทยสามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้ คือตลาดอนุพันธ์ (Derivatives Market) เนื่องจากตราสารอนุพันธ์เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงของผู้ลงทุน เพราะตราสารอนุพันธ์สามารถอ้างอิงกับราคาสินทรัพย์ที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจ เช่น สินค้าทางการเกษตร ทองคำ เป็นต้น ทำให้ผู้ผลิต สามารถใช้อนุพันธ์ที่อ้างอิงกับราคาสินค้าต่างๆ ในการควบคุมราคาต้นทุน และราคาจัดจำหน่ายได้ นอกจากนี้ ตราสารอนุพันธ์สามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการลงทุน เพื่อทำกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคาได้อีกด้วย⁹⁹

ฉะนั้น ในปี พ.ศ. 2537 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ว่าจ้าง Power Research Inc. เพื่อดำเนินการศึกษาวិจัยความเป็นไปได้ และความเหมาะสมในการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย ในหัวข้อเรื่อง “ศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย : ประเด็นพิจารณาเพื่อการจัดตั้ง” โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา และวิจัยตราสารอนุพันธ์ เพื่อนำมาเป็นเครื่องมือที่สำคัญต่อการลงทุน และเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่ตลาดการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวม¹⁰⁰ โดยในงานวิจัยดังกล่าวได้กล่าวถึงการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองตอนหนึ่งว่า

“...โดยธรรมชาติของการพัฒนา ให้มีการขายตราสารล่วงหน้า ถือว่าเป็นการอนุญาตให้ทำการขายสินค้าโดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีสินค้านั้นอยู่ในครอบครอง ดังนั้น ผู้ศึกษาวิจัยมีความเห็นว่า เพื่อไม่ให้เกิดความขัดแย้งกับหลักของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณากำหนดเงื่อนไขการอนุญาตให้ทำการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง...”¹⁰¹

⁹⁹ สำนักงานคณะกรรมการกำกับ และส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย, ตลาดการเงิน และตราสารการลงทุน องค์กรกำกับสถาบันการเงิน และสมาคมที่เกี่ยวข้อง[ออนไลน์], 20 กุมภาพันธ์ 2564. แหล่งที่มา: <https://www.oic.or.th/sites/default/files/content/85944/bth5.pdf>

¹⁰⁰ เศรษฐวุฒิ ยังกคล้าย และชาติวี วิสูตรรุจิรา และรุ่งนภา คูเสริมมิตร, ประสิทธิภาพของก.ล.ต.[ออนไลน์], 22 กุมภาพันธ์ 2564. แหล่งที่มา: <http://library1.nida.ac.th/tempaper5/ba/2539/12711.pdf>

¹⁰¹ อรรถวิทย์ ยาวะประภาส, “ปัญหากฎหมายในการประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย,” หน้า 60-61.

ในปีพ.ศ. 2538 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้มีมติแต่งตั้ง คณะอนุกรรมการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดตราสารอนุพันธ์ขึ้นมา เพื่อเสนอแนวทางก่อนการร่าง พระราชบัญญัติอนุพันธ์ (ปรากฏตามคำสั่งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ 1/2538 ลงวันที่ 30 มกราคม 2538 เรื่องการแต่งตั้งคณะอนุกรรมการพิจารณาแนวทางกำกับตลาด อนุพันธ์ โดยมีนายณรงค์ชัย อัครเศรณี เป็นประธานคณะอนุกรรมการฯ) โดยคณะอนุกรรมการฯ เห็น ควรอนุญาตให้ผู้ลงทุนสามารถทำการขายชอร์ตได้ เนื่องจากการขายชอร์ต เป็นเรื่องจำเป็น เช่นเดียวกับการมีตลาดตราสารอนุพันธ์ เพราะตลาดอนุพันธ์สามารถสะท้อนความคาดหวังของราคา ในอนาคตได้ ดังนั้น ในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป ผู้ลงทุนควรได้รับการอนุญาตให้ขายชอร์ตได้ เพื่อให้กลไกในตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ¹⁰² ซึ่งในเวลาต่อมา คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีมติ เห็นชอบในหลักการเกี่ยวกับการอนุญาต และการกำกับดูแลการขายชอร์ตดังกล่าว¹⁰³ ตามรายงาน การประชุมของคณะอนุกรรมการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์ ครั้งที่ 7/2538 ในวันที่ 10 สิงหาคม 2538 และรายงานการประชุมครั้งที่ 5/2530 ในวันที่ 24 กรกฎาคม 2539

ในวันที่ 31 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 ทางคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้อาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 14 และ มาตรา 98(5) กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มี หลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้ ตามที่ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กต. 30/2540 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง กำหนดยกเว้นไว้ กล่าวคือ บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ใน ครอบครอง ได้เฉพาะ 1. การขายชอร์ตในนามบริษัทหลักทรัพย์ หรือการขายชอร์ตตามคำสั่งของ ผู้ลงทุน โดยต้องมีการยืมหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบเท่านั้น และ 2. การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของ ผู้ลงทุน โดยผู้ลงทุนยังไม่มี การส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ ผู้ลงทุนมีคำสั่งขาย แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ของตนเอง

ต่อมา พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมให้ มีความเหมาะสมกับสถานการณ์ปัจจุบันมากยิ่งขึ้น โดยในวันที่ 4 มีนาคม 2551 มีการประกาศใช้ บังคับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ

¹⁰² อภิวัฒน์ จักขุทิพย์, “ความพร้อมของตลาดทุนไทยในการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์,” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขา เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2541), หน้า 153.

¹⁰³ อรรถวิทย์ ยาวะประภาส, “ปัญหากฎหมายในการประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย,” หน้า 73.

การปรับปรุงโครงสร้างองค์กรกำกับดูแลตลาดทุน โดยกำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุน และกำหนดนโยบายการส่งเสริม และการพัฒนาภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และกำหนดให้คณะกรรมการกำกับตลาดทุนทำหน้าที่ในการตรากฎเกณฑ์กำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์แทน ฉะนั้น หน้าที่ในการออกประกาศอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถกระทำการยกเว้นพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ จึงเป็นอำนาจของคณะกรรมการกำกับตลาดทุน

เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับเปลี่ยนโครงสร้างขององค์กร ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สำนักงาน ก.ล.ต. จึงตกลงแก้ไขประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กต. 30/2540 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง โดยมีรายละเอียดปรากฏตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 18/2551 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง

เหตุผลในการแก้ไขเพิ่มเติม ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 18/2551 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองเป็นไปเพื่อขยายประเภทของผู้ลงทุนสถาบัน และผ่อนคลายหลักเกณฑ์การขายชอร์ต และส่งเสริมทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถให้บริการได้ตรงตามความต้องการของลูกค้าเพิ่มมากขึ้น ประกาศดังกล่าวจึงมีสาระสำคัญเพิ่มเติมจากประกาศเดิม ดังต่อไปนี้

(1) แก้ไขคำนิยามของผู้ลงทุนสถาบัน จากเดิม “ธนาคารพาณิชย์ หรือบริษัทเงินทุน หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำการขายชอร์ตเพื่อตนเอง สถาบันการเงินต่างประเทศที่ทำการขายชอร์ตเพื่อตนเอง หรือเพื่อลูกค้าที่มีภูมิลำเนาในต่างประเทศ และบุคคลอื่นที่สำนักงานประกาศกำหนด” เป็น “ให้มีความหมายเช่นเดียวกับบทนิยามคำว่าผู้ลงทุนสถาบัน ตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 และประกาศที่ออกโดยอาศัยอำนาจตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายดังกล่าว¹⁰⁴”

¹⁰⁴ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 18/2551 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 1

(2) ยกเลิกการขายชอร์ตในหลักทรัพย์ที่ขึ้นทะเบียนในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ตเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น¹⁰⁵

(3) เดิม ผู้ลงทุนต้องขายชอร์ตผ่านบัญชีมาร์จิ้น (Margin Account) เท่านั้น แต่การแก้ไขบทบัญญัติดังกล่าวทำให้ผู้ลงทุนสามารถขายชอร์ตได้ในทุกประเภทของบัญชี¹⁰⁶

(4) อนุญาตให้ผู้ลงทุนทุกประเภทสามารถขายชอร์ต โดยดำเนินการยืมหลักทรัพย์จากแหล่งผู้ให้ยืมอื่น และสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ตามรายการที่ขายชอร์ตได้แก่บริษัทหลักทรัพย์ได้ โดยไม่จำเป็นต้องยืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์เท่านั้น¹⁰⁷

ต่อมา มีการยกเลิกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กต. 30/2540 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และการยกเลิกประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 18/2551 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง เพื่อประกาศใช้บังคับ “ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง” ซึ่งเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบัน

3.2 มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) ของประเทศไทย

ความหมายของการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling โดยสรุปแล้ว คือการที่ผู้ลงทุนตกลงขายหลักทรัพย์ โดยไม่มีเจตนาในการส่งมอบหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการที่ผู้ขายจะไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ หรือไม่มีเจตนาในการยืมหลักทรัพย์ ซึ่งการกระทำดังกล่าวก่อให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนสามารถใช้วิธีการ Naked Short Selling เพื่อเป็นเครื่องมือในการควบคุมราคาหลักทรัพย์ (manipulate) และทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนได้

¹⁰⁵ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 18/2551 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 2

¹⁰⁶ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 18/2551 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 3

¹⁰⁷ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 18/2551 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 4

ดังนั้น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98 (5) จึงกำหนดห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หากบริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืน บริษัทหลักทรัพย์ต้องระวางโทษปรับตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 282

ยิ่งไปกว่านั้น หากบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกระทำการฝ่าฝืนกฎหมาย โดยการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองถือว่า บริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 39 (1)¹⁰⁸ และบริษัทหลักทรัพย์ต้องรับโทษทางวินัยอีกประการหนึ่งด้วย ดังนั้น โดยสรุปแล้ว ในประเทศไทย ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง

แต่อย่างไรก็ตาม พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5) ได้กำหนดข้อยกเว้นในตอนท้ายว่า “...คณะกรรมการกำกับตลาดทุนมีอำนาจประกาศกำหนดข้อยกเว้นให้กระทำได้” ฉะนั้น คณะกรรมการกำกับตลาดทุนมีอำนาจให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองได้ ปราบกฏตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือประกาศ ทธ. 47/2552

ประกาศ ทธ. 47/2552 ได้แบ่งประเภทการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ทั้งหมด 2 ลักษณะ ได้แก่ 1. การขายชอร์ต และ 2. การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

¹⁰⁸ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 39 กำหนดว่า “ห้ามสมาชิกกระทำการดังต่อไปนี้ (1) ขายหลักทรัพย์ โดยที่สมาชิก หรือลูกค้ายังมีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือมิได้มีบุคคลใดมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่กฎหมายจะอนุญาตให้กระทำได้”

3.2.1 การขายชอร์ต

สำหรับกฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทยได้กำหนดคำนิยามของคำว่า “การขายชอร์ต” ไว้อย่างชัดเจน ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 2. กำหนดว่า “การขายชอร์ต คือการขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบ” อีกทั้ง ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 3 กำหนดว่า การขายชอร์ตหมายความว่า การขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบ¹⁰⁹ หรือการขายหลักทรัพย์โดยผู้ร่วมค้าหน่วยลงทุนหรือผู้ดูแลสภาพคล่องของกองทุนรวมอิตีเอฟ¹¹⁰

ดังนั้น การขายชอร์ตที่กฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทยอนุญาตคือ การขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบเท่านั้น หากบริษัทหลักทรัพย์ส่งคำสั่งของผู้ขายชอร์ต โดยผู้ขายชอร์ตไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ ณ วันที่ส่งคำสั่งขายชอร์ต ถือว่าบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98 (5) บริษัทหลักทรัพย์ต้องระวางโทษปรับ มาตรา 282

สำหรับบุคคลที่กฎหมายอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการขายชอร์ต แบ่งออกเป็น (1) บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ตในนามบัญชีของตนเอง (2) การขายชอร์ตตามคำสั่งของลูกค้า ดังต่อไปนี้

(1) บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ตในนามบัญชีของตนเอง

โดยทั่วไปแล้ว บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ไม่สามารถซื้อ หรือมีหลักทรัพย์ประเภทหุ้นในตลาดหลักทรัพย์เพื่อผลประโยชน์ของตนเองได้ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(7) เว้นแต่เป็นการได้มาเนื่องจากการประกอบกิจการจำหน่ายหลักทรัพย์ หรือสำนักงาน ก.ล.ต อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ซื้อขายเพื่อผลประโยชน์ของตนเองได้ เช่น บริษัทหลักทรัพย์สามารถถือ หรือซื้อหุ้นของบริษัทจัดการเงินร่วมลงทุน¹¹¹ หรือบริษัทหลักทรัพย์สามารถลงทุนเพื่อ

¹⁰⁹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 3(1)

¹¹⁰ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 3(2)

¹¹¹ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ/น. 53/2552 เรื่องหลักเกณฑ์เงื่อนไขและวิธีการในการซื้อหรือมีหุ้นของบริษัทจัดการเงินร่วมลงทุนเพื่อเป็นทรัพย์สินของบริษัทหลักทรัพย์ ข้อ 2

เป็นทรัพย์สินของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เอง¹¹² หรือบริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ตในนามบัญชีของตนเอง ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(1) เป็นต้น

ในประกาศ ทธ. 47/2552 อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ต ในนามบัญชีของตนเองได้ แต่บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ปฏิบัติตามมาตรฐานการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อย่างเคร่งครัด เช่น บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถนำทรัพย์สินที่เป็นของผู้ลงทุนไปใช้เพื่อผลประโยชน์ของผู้ลงทุนอื่นๆ หรือเพื่อประโยชน์แก่บริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงเพื่อนำไปขายชอร์ตในบัญชีของบริษัทหลักทรัพย์เองแต่อย่างใด¹¹³ นอกจากนี้ บริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดทำบัญชีแสดงทรัพย์สิน เช่น เงินสดหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดเก็บหลักทรัพย์แยกต่างหากออกจากบัญชีแสดงทรัพย์สินของผู้ลงทุนอย่างชัดเจน¹¹⁴

(2) การขายชอร์ตตามคำสั่งของลูกค้า

เนื่องจากตามกฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทยไม่อนุญาตให้ผู้ลงทุนส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ไปยังตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ ฉะนั้น ผู้ลงทุนต้องมอบหมายให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์¹¹⁵ ดำเนินการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์แทนตนเองเท่านั้น ดังนั้น ในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(1) จึงกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ตตามคำสั่งของผู้ลงทุนที่ได้มอบหมายให้บริษัทหลักทรัพย์ส่งคำสั่งขายชอร์ตแทนตนเองได้¹¹⁶

โดยสรุปแล้ว ประกาศ ทธ. 47/2552 อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ต เพื่อผลประโยชน์ของตนเองได้ และบริษัทหลักทรัพย์สามารถขายชอร์ตตามคำสั่งของผู้ลงทุน ในบัญชีที่ผู้ลงทุนได้เปิดบัญชีไว้กับบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ไว้ เมื่อทราบมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ตในเบื้องต้นแล้ว ต่อไป จะศึกษา

¹¹² ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สธ. 15/2558 เรื่องข้อกำหนดในรายละเอียดเกี่ยวกับการลงทุนเพื่อเป็นทรัพย์สินของผู้ประกอบธุรกิจ ข้อ 4

¹¹³ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทธ. 43/2552 เรื่อง การดูแลรักษาทรัพย์สิน ของลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ ข้อ 10

¹¹⁴ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทธ. 43/2552 เรื่อง การดูแลรักษาทรัพย์สิน ของลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ ข้อ 12

¹¹⁵ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 112

¹¹⁶ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัท หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 2 กำหนดว่า “ในประกาศนี้ (3) “ลูกค้า” หมายความว่าบุคคลที่มอบหมายให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการซื้อขายหลักทรัพย์แทนตน

องค์ประกอบการขายชอร์ต ว่าบทบัญญัติกฎหมายของประเทศไทยได้กำหนดองค์ประกอบการขายชอร์ตอย่างไรบ้าง

3.2.1.1 องค์ประกอบการขายชอร์ต

สำหรับองค์ประกอบการขายชอร์ต เมื่อพิจารณาตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายไทยแล้ว องค์ประกอบที่สำคัญในการขายชอร์ต ได้แก่ การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

สำหรับประเทศไทย ทางคณะกรรมการกำกับตลาดทุนกำหนดอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ประเภทการขายชอร์ตได้ เฉพาะในกรณีต้องมีการยืมหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบเท่านั้น (Covered Short) ฉะนั้นการยืมหลักทรัพย์จึงเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นในประเทศไทย

การยืมหลักทรัพย์ เพื่อการขายชอร์ตสามารถกระทำได้ทั้งหมด 2 ประเภท¹¹⁷ ได้แก่ (1) บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ (2) ผู้ลงทุนดำเนินการยืมหลักทรัพย์ด้วยตนเอง ดังต่อไปนี้

(1) บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ หรือดำเนินการจัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์ไว้ให้พร้อม เพื่อให้ผู้ขายชอร์ตสามารถยืมหลักทรัพย์ เพื่อการขายชอร์ต¹¹⁸ กล่าวคือ ในกรณีที่ผู้ลงทุนส่งคำสั่งขายชอร์ต โดยที่ผู้ลงทุนไม่ได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์ เพื่อการขายชอร์ตมาก่อน บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ยืมหลักทรัพย์ให้ตรงกับประเภท จำนวน และปริมาณตามคำสั่งขายชอร์ตของผู้ลงทุน เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ยืมหลักทรัพย์แทนผู้ลงทุนเรียบร้อยแล้ว บริษัทหลักทรัพย์จะสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนไปยังตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้

¹¹⁷ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทศ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัท หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 6

¹¹⁸ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทศ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัท หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 6 วรรค 2 ตอนต้น

นอกจากนั้น หน้าที่ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์แทนผู้ลงทุนนั้น ทางสำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขเพิ่มเติมหน้าที่แก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า¹¹⁹ “...บริษัทหลักทรัพย์ที่สามารถดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์แทนลูกค้าได้ต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการยืม และให้ยืมหลักทรัพย์ (SBL) และบริษัทหลักทรัพย์จะต้องบริหารความเสี่ยง ตามประกาศที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการ เป็นผู้ประกอบการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์ต้องมีระบบการบริหารความเสี่ยง ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สช. 25/2551 เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับระบบงานสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และหลักประกันในธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 35/2556 เรื่องมาตรฐานการประกอบธุรกิจ โครงสร้างการบริหารงาน ระบบงาน และการให้บริการของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และผู้ประกอบการสัญญาซื้อขายล่วงหน้าข้อ 11 และข้อ 12”

กล่าวคือ บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถดำเนินการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุนของตนเองได้ ยกเว้นบริษัทหลักทรัพย์จะได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending หรือ SBL) โดยบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจดังกล่าว มีหน้าที่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ด้วย

(2) ผู้ลงทุนตกลงที่จะดำเนินการจัดการการยืมหลักทรัพย์ด้วยตนเอง

ในกรณีที่ผู้ลงทุนตกลงส่งคำสั่งขายชอร์ต โดยผู้ลงทุนไม่ต้องการให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์แทนตน ผู้ลงทุนมีสิทธิที่จะดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ด้วยตนเองได้ และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนได้จัดให้มีการยืมหลักทรัพย์ไว้แล้วหรือไม่ รวมถึงผู้ลงทุนสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ได้ภายในระยะเวลาที่สำนักหักบัญชีกำหนดหรือไม่ ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 6 วรรค 2 ตอนท้าย

¹¹⁹ หนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่กส. (ว) 4 / 62 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ประกอบหนังสือเวียนที่ กส.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ต

หากพิจารณาตามประกาศ ทธ. 47/2552 แล้วนั้น จะเห็นได้ว่า ในประกาศฉบับดังกล่าวไม่ได้กำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข รวมถึงวิธีการตรวจสอบของบริษัทหลักทรัพย์ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ได้ออกหนังสือสอบถามไปยังสำนักงาน ก.ล.ต. เรื่องวิธีการปฏิบัติของบริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบลูกค้า กรณีลูกค้าได้จัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์ไว้แล้ว

สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ตอบข้อสอบถามเป็นหนังสือไปยังตลาดหลักทรัพย์ฯ¹²⁰ ซึ่งสามารถจำแนกเงื่อนไข วิธีการตรวจสอบของบริษัทหลักทรัพย์ในการที่ผู้ลงทุนได้แสดงว่ามี การยืมหลักทรัพย์แล้ว ทั้งหมด 3 เงื่อนไข ดังต่อไปนี้

1) ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต้องเป็นผู้ให้ยืมที่แน่นอนและมีความน่าเชื่อถือ เช่น ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์เป็นผู้ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจประเภทการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนสถาบัน หรือสถาบันการเงิน เป็นต้น

เนื่องจากหนังสือเวียนฉบับดังกล่าว เป็นการยกตัวอย่างของแหล่งผู้ให้ยืมที่แน่นอนและมีความน่าเชื่อถือไว้ ซึ่งสามารถพิจารณาได้ว่า นอกเหนือจากผู้ลงทุนสถาบัน และสถาบันการเงิน ผู้ให้ยืมรายอื่นๆ สามารถเป็นแหล่งผู้ให้ยืมที่แน่นอน และมีความน่าเชื่อถือได้ แต่เนื่องจากหนังสือเวียนฉบับดังกล่าวไม่ได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการเป็นแหล่งผู้ให้ยืมที่แน่นอน และมีความน่าเชื่อถือไว้ ทำให้ผู้วิจัยไม่สามารถทราบได้ว่า ผู้ลงทุนทั่วไป และผู้ลงทุนต่างประเทศเป็นแหล่งผู้ให้ยืมที่แน่นอน และมีความน่าเชื่อถือหรือไม่

2) สัญญายืมหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต้องมีลักษณะตามสัญญามาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับ

กล่าวคือ สัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ ต้องมีรายละเอียดตามที่กำหนดในประกาศสำนักงาน ก.ล.ต. สธ. 35/2557 เรื่องหลักเกณฑ์ในรายละเอียด เกี่ยวกับการติดต่อ และให้บริการลูกค้าสำหรับผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และผู้ประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 20 รวมถึงประกาศสำนักงาน ก.ล.ต. ที่ สธ. 25/2551 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับระบบงาน สัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ และหลักประกันในธุรกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ ประกอบหนังสือเวียนสำนักงาน

¹²⁰ หนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่กส. (ว) 4 / 62 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ประกอบหนังสือเวียนที่ กส.ต.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ต

ก.ล.ต. ที่ ธ.(ว) 15/2543 เรื่อง การชักชวนความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะ และสาระสำคัญของสัญญา ยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ เช่น สัญญาเช่าและให้ยืมหลักทรัพย์ต้องทำเป็นหนังสือ และมีลักษณะ ดังต่อไปนี้¹²¹ “ผู้ให้ยืมต้องโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ยืมโดยปลอดจากบุริมสิทธิ หรือภาระผูกพันใดๆ และ มีการกำหนดเรื่องการปรับมูลค่าหลักทรัพย์ หรือหลักประกัน เป็นต้น”

จะเห็นได้ว่า สำนักงาน ก.ล.ต. มิได้กำหนดรูปแบบมาตรฐานของสัญญาเช่าและ ให้ยืมหลักทรัพย์อย่างชัดเจน แต่ได้กำหนดลักษณะ และสาระสำคัญโดยกว้างไว้ ซึ่งกรณีดังกล่าวเป็นที่ข้อสงสัยว่า หากผู้ลงทุนต่างประเทศได้นำสัญญาเช่าและให้ยืมหลักทรัพย์แสดงแก่บริษัทหลักทรัพย์ แล้ว บริษัทหลักทรัพย์จะดำเนินการตรวจสอบสัญญาดังกล่าวอย่างไร เพราะหากเป็นสัญญาที่ไม่ทำ ขึ้นในประเทศไทย สัญญาดังกล่าวย่อมไม่อยู่ในบทบังคับกฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทย รวมถึง สัญญาเช่าและให้ยืมหลักทรัพย์อาจจะมี หรือไม่มีรายละเอียดตามคำแนะนำของสำนักงาน ก.ล.ต. ก็ได้

3) บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบชื่อและจำนวนหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนได้ยืม หลักทรัพย์ว่า มีความถูกต้อง และตรงกับจำนวนตามคำสั่งของผู้ลงทุนหรือไม่

ภายหลังจากที่ผู้ขายชอร์ตได้ยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้เปิดบัญชีไว้แล้ว เพื่อให้ ส่งคำสั่งขายชอร์ต หรือผู้ขายชอร์ตได้แสดงหลักฐานเป็นสัญญาเช่าและให้ยืมหลักทรัพย์ตามมาตรฐาน ที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดแล้ว บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบขั้นตอนการเช่าและให้ยืม หลักทรัพย์ และตรวจสอบเอกสารหลักฐานที่ผู้ขายชอร์ตได้ส่งมอบ เช่น สัญญาเช่าและให้ยืมหลักทรัพย์ เอกสารยืนยันการเช่า และให้ยืม หลักทรัพย์ รายชื่อหลักทรัพย์ที่ยืม และจำนวนหลักทรัพย์ที่ลูกค้าได้ยืมหลักทรัพย์ เป็นต้น และ นอกเหนือจากนั้น บริษัทหลักทรัพย์ต้องตรวจสอบพฤติกรรมการส่งคำสั่งของผู้ขายชอร์ต เพื่อป้องกันการ ขายชอร์ตที่ไม่เหมาะสม

3.2.1.2 หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายชอร์ต

เมื่อได้ทราบองค์ประกอบของการขายชอร์ตเป็นที่เรียบร้อยแล้ว จะทำให้เห็นได้ว่าการขายชอร์ตมีลักษณะแตกต่างจากการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป สำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้กำหนด หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายชอร์ตไว้โดยเฉพาะ ดังต่อไปนี้

¹²¹ ประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สธ. 25/2551 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับระบบงาน สัญญาเช่าและให้ยืมหลักทรัพย์ และ หลักประกันในธุรกรรมเช่าและให้ยืมหลักทรัพย์ ข้อ 8

3.2.1.2.1 หลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ขายชอร์ต

เพื่อเป็นการคุ้มครองดูแลผู้ลงทุนทั่วไป และป้องกันความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากคำสั่งของการขายชอร์ต ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนไม่สามารถขายชอร์ตในหลักทรัพย์ทุกประเภท แต่บริษัทหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนต้องส่งคำสั่งขายชอร์ตในหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ประกอบกับข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และประกาศตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ตามที่ระบุในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 4 ได้แก่ หลักทรัพย์ที่เป็นตราสารทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ที่เป็นตราสารหนี้ และหลักทรัพย์ที่เป็นผลสืบเนื่องจากหน้าที่ที่จะต้องปฏิบัติตามความผูกพัน ตามประเภท หรือลักษณะที่สำนักงานประกาศกำหนด

ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ฯ อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ขายชอร์ตเฉพาะตราสารทุนเท่านั้น โดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2545 มาตรา 170 วรรคสอง (9) ในการออกข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ กล่าวคือ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544

ในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ ดังกล่าว กำหนดประเภทหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ตให้เป็นไปตามที่ประกาศตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด¹²² ซึ่งเป็นไปตามประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 ข้อ 2 ได้แก่

- หุ้นสามัญที่เป็นองค์ประกอบของดัชนีหลักทรัพย์ SET100 Index
- หุ้นสามัญที่มีมูลค่าตามตลาดราคาตลาด (Market Capitalization) เฉลี่ยในระยะเวลาสามเดือนตามที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด ไม่น้อยกว่า 5,000 ล้านบาท และมีการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว ตามรายชื่อที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศกำหนด
- หลักทรัพย์ซึ่งตนขึ้นทะเบียนเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง

¹²² ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 4 กำหนดว่า “สมาชิกจะขายชอร์ตได้เฉพาะหลักทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศกำหนด เว้นแต่เป็นการขายชอร์ตโดยผู้ดูแลสภาพคล่อง ให้ขายชอร์ตในหลักทรัพย์ซึ่งตนขึ้นทะเบียนเป็นผู้ดูแลสภาพคล่องด้วย”

- หน่วยลงทุนของกองทุนรวมอีทีเอฟ หรือหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนีอ้างอิง หรือหลักทรัพย์อ้างอิงของกองทุนรวมอีทีเอฟ

- หน่วยของอีทีเอฟ

- หุ้นสามัญ ที่เป็นสินทรัพย์อ้างอิงของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์

- หุ้นสามัญที่เป็นสินค้าอ้างอิงของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Single Stock Futures

- ตราสารแสดงสิทธิการฝากหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DR)¹²³

- ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (NVDR) ทั้งนี้ เฉพาะใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทยที่มีหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นหุ้นสามัญที่สามารถขายชอร์ตได้ตามประกาศนี้¹²⁴

ในปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนสามารถขายชอร์ต ตามประเภทที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด จำนวนทั้งหมด 300 หลักทรัพย์¹²⁵ ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2564 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2564 โดยจำนวนหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ตได้ รวมถึงใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (NVDR) แล้ว ซึ่งการประกาศหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้นั้น เป็นอำนาจของตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่สามารถแก้ไขเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ ตามรายชื่อหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ตที่ปรากฏในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์ฯ

อย่างไรก็ตาม ประเภทของหลักทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนสามารถขายชอร์ตได้ ไม่มีผลใช้บังคับกับผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker)¹²⁶ เนื่องจากทางสำนักงาน ก.ล.ต. เห็นว่า หน้าที่ของผู้ดูแลสภาพคล่อง คือการบริหารความ

¹²³ หนังสือเวียนที่ กส.(ว) 3/2562 เรื่อง การเพิ่มหลักทรัพย์ ที่อนุญาตให้ขายชอร์ต ประกอบประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 (ฉบับที่ 4) ข้อ 2

¹²⁴ หนังสือเวียนที่ กส.(ว) 3/2562 เรื่อง การเพิ่มหลักทรัพย์ ที่อนุญาตให้ขายชอร์ต ประกอบประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 (ฉบับที่ 4) ข้อ 2

¹²⁵ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, รายชื่อหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต ได้ตามประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม ถึง 31 ธันวาคม 2564 [ออนไลน์], 1 สิงหาคม 2564 แหล่งที่มา : https://www.set.or.th/th/company/files/ShortSell_H2_2021_update_20210727.pdf

¹²⁶ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 4

เสียงที่อาจเกิดขึ้นในกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำให้ผู้ดูแลสภาพคล่องอาจจำเป็นต้องมีการขายชอร์ต แต่อย่างไรก็ตามข้อกำหนดดังกล่าวไม่เป็นการยกเว้น หรือจำกัดหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ในการจัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์ไว้พร้อมสำหรับส่งมอบ และหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ในดำเนินการตรวจสอบและควบคุมการขายชอร์ตของผู้ดูแลสภาพคล่องแต่อย่างใด¹²⁷

3.2.1.2.2 การส่งคำสั่งขายชอร์ตของผู้ลงทุน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการระบุอักษร “S” (Flag S) ในคำสั่งขายชอร์ตทุกครั้ง¹²⁸ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ รับทราบว่าคำสั่งดังกล่าว คือคำสั่งขายชอร์ต และเพื่อให้ผู้ขายชอร์ตทราบว่าผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ปิดสถานะการขายชอร์ต โดยการซื้อหลักทรัพย์ได้ตรงกับจำนวน ชนิด และประเภทของหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต

นอกจากนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ส่งคำสั่งขายชอร์ตในช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดเท่านั้น¹²⁹ กล่าวคือบริษัทหลักทรัพย์สามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตของตน หรือของผู้ลงทุนได้เฉพาะในช่วงเวลาทำการช่วงที่ 1 (Trading Session I) ช่วงเวลาทำการช่วงที่ 2 (Trading Session II) ยกเว้นช่วงก่อนปิดทำการช่วงที่ 2 (Pre-Close) เท่านั้น กล่าวคือตั้งแต่เวลา 16.30 น. จนถึงช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการซื้อขาย ผู้ขายชอร์ตไม่สามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตเพื่อเข้ากระดานซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้

3.2.1.2.3 หลักเกณฑ์ด้านราคา

เพื่อลดอุปสรรคในการทำธุรกรรมการขายชอร์ต และเพิ่มโอกาสให้ผู้ลงทุนมีช่องทางการลงทุนเพิ่มมากขึ้น¹³⁰ และป้องกันมิให้การขายชอร์ต เป็นเครื่องมือที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ปรับตัวต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนส่งคำสั่งขายชอร์ตในราคาที่ไม่ต่ำกว่าราคาซื้อขายครั้งสุดท้าย (Zero plus tick rule) ตามที่

¹²⁷ หนังสือเวียนที่ กส.นพ (ว) 27/2558 เรื่องซักซ้อมความเข้าใจเกี่ยวกับการชอร์ตและการส่งมอบหลักทรัพย์ เพื่อการบริหารความเสี่ยงจากการทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) ของบริษัทหลักทรัพย์ และการจัดการทรัพย์สินลูกค้าเมื่อเกิด Internal Short

¹²⁸ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 5(1)

¹²⁹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 5

¹³⁰ หนังสือเวียนที่ กส. (ว) 11/2549 เรื่องการแก้ไขหลักเกณฑ์การขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์

กำหนดใน ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 6

กล่าวคือบริษัทหลักทรัพย์สามารถส่งคำสั่งขายชอร์ต หรือมีหน้าที่ในการตรวจสอบคำสั่งขายชอร์ตของผู้ลงทุน โดยคำสั่งขายชอร์ตดังกล่าวต้องเสนอขายชอร์ตในราคาที่สูงกว่า หรือ เท่ากับราคาซื้อขายครั้งสุดท้าย (Last price) ใน 1 ช่วงราคาเท่านั้น ยกตัวอย่าง เช่นหากหุ้น X มีราคา 20 บาท/หุ้น ผู้ขายชอร์ตสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตหุ้น X ในราคา 20 บาท/หุ้น หรือสูงกว่า 20 บาทเท่านั้น ผู้ขายชอร์ตไม่สามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตในราคาต่ำกว่า 20 บาท/หุ้นได้

3.2.1.2.4 การบันทึกการขายชอร์ต

บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการจัดทำบันทึกการขายชอร์ต¹³¹ โดยต้องระบุรายละเอียดวันที่ทำการขาย รายละเอียดหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต แหล่งที่ผู้ลงทุนได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์มา รวมถึงรายชื่อ และเลขบัญชีของผู้ลงทุนที่ได้ขายชอร์ต เป็นไปตามรูปแบบที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด

(บส/ช 01-00)

ข้อมูลวันที่ _____

บันทึกการขายชอร์ต

บริษัท.....

ชื่อหลักทรัพย์..... ชื่อย่อ

วันที่ทำรายการ	หมายเลขอ้างอิง	รายละเอียด			แหล่งยืมหลักทรัพย์ และวันที่ยืม	ลูกค้าซึ่งขายชอร์ต	
		จำนวน	มูลค่า	รวม		ชื่อ/สกุล	เลขที่ บัญชี

รูป 2 แบบบันทึกการขายชอร์ต¹³²

¹³¹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 7

¹³² ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544

3.2.1.2.5 รายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถตรวจสอบ และควบคุมปริมาณการขายชอร์ตในหลักทรัพย์ได้ และตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถควบคุมบริษัทหลักทรัพย์ไม่ดำเนินการขายชอร์ตที่ส่งผลกระทบต่อธุรกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือส่งผลกระทบต่อธุรกิจหลักทรัพย์โดยรวม¹³³ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมีได้ซื้อคืน ในทุกวันสิ้นทำการ ปรากฏตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 8

นอกจากนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมีได้ซื้อคืน โดยบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่รายงานแก่ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยสามารถแบ่งแยกได้ตามประเภทของหลักทรัพย์ ได้แก่¹³⁴

1) สำหรับหลักทรัพย์ทั่วไป บริษัทหลักทรัพย์จัดทำรายงานการขายชอร์ตที่ยังมีได้ซื้อคืนทุกสิ้นวัน ตามแบบกต. 4

โดยบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการส่งรายงานการขายชอร์ต ทั้งของบัญชีบริษัทหลักทรัพย์ และของผู้ลงทุนที่เป็นผู้ขายชอร์ต โดยรายงานแยกแต่ละรายการในแต่ละหลักทรัพย์ หลังหักจำนวนหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์ที่ได้ซื้อขึ้นไปแล้ว โดยดำเนินการรายงานผ่านทางระบบคอมพิวเตอร์ Online ภายใน 20.00 น. ของวันทำการแต่ละวัน

2) สำหรับหน่วยของอีทีเอฟ และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง บริษัทหลักทรัพย์จัดทำรายงานหน่วยของอีทีเอฟ และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง ตามแบบ กต. 4/1

¹³³ ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, คู่มือการกำกับดูแลตนเองของสมาชิก Checklist- ข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องกับการกำกับบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ [ออนไลน์], 22 กุมภาพันธ์ 2564. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/files/member/Checklist_Member_Supervision.pdf

¹³⁴ หนังสือเวียนที่ กส.ว) 2/2559 เรื่อง การจัดทำ และส่งรายงานของสมาชิก

แบบรายงาน กต.4/1

บริษัท.....

รายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืน

ข้อมูล ณ วันที่

ชื่อย่อหลักทรัพย์	จำนวนหุ้น		
	บัญชีลูกค้า	บัญชีบริษัท	รวม
		รวม	

ขอรับรองว่ารายงานนี้ถูกต้อง

ครบถ้วนต่อความเป็นจริง

(.....)

ผู้มีอำนาจทำการแทนบริษัท

ตำแหน่ง.....

วันที่.....

ผู้จัดทำ.....

โทร.....

รูป 3 แบบรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืน¹³⁵

เดิม ข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่กำหนดให้สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนทุกสิ้นวันนั้น ไม่ได้กำหนดเงื่อนไขเวลาไว้ กล่าวคือ สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนไปเรื่อยๆ จนกว่าผู้ขายชอร์ตแจ้งแก่สมาชิกแล้วว่า ผู้ขายชอร์ตได้ซื้อหลักทรัพย์คืน หรือปิดสถานะการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว แต่ในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดเงื่อนไขเวลาแก่สมาชิก โดยเมื่อพ้นกำหนดเวลา 60 วันนับจากวันที่ผู้ขายชอร์ตส่งคำสั่งขายชอร์ต หากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้รับแจ้งจากผู้ขายชอร์ต ว่าผู้ขายชอร์ตได้มีการปิดสถานะการขายชอร์ตแล้ว บริษัทหลักทรัพย์จะไม่มีหน้าที่ในการ

¹³⁵ หนังสือเวียนที่ กส.(ว) 2/2559 เรื่อง การจัดทำ และส่งรายงานของสมาชิก ซึ่งได้แบ่งประเภทในแต่ละรายงานที่บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่รายงาน

รายงานการขายชอร์ตอีกต่อไป ปราบกฏตามหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ที่ กส. (ว) 8/2563 เรื่องแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืน

โดยสรุปแล้ว หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายชอร์ต คือผู้ลงทุนต้องส่งคำสั่งขายชอร์ตในหลักทรัพย์ ตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดเท่านั้น เช่น หุ้นสามัญที่อยู่ในดัชนีหลักทรัพย์ SET100 Index หรือใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (NVDR) โดยผู้ลงทุนต้องส่งคำสั่งขายชอร์ตผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ซึ่งผู้ลงทุนจะต้องเสนอขายชอร์ตในราคาที่ไม่ต่ำกว่าราคาซื้อขายครั้งสุดท้าย เมื่อคำสั่งการขายชอร์ตได้รับการจับคู่กับคำสั่งซื้อของผู้ลงทุนแล้ว บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบหลักฐานการยึดหลักทรัพย์ และเอกสารยืนยันต่างๆ รวมถึงดำเนินการทำบันทึกการขายชอร์ต และรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทุกวันสิ้นทำการ

3.2.2 การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายแต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง

ในประเทศไทย อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของผู้ลงทุนโดยผู้ลงทุนยังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ผู้ลงทุนมีคำสั่งขายหลักทรัพย์ ปราบกฏตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) ซึ่งกฎหมายได้กำหนดให้การขายหลักทรัพย์ดังกล่าว บริษัทหลักทรัพย์ต้องมั่นใจว่า ‘ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง’

หากบริษัทหลักทรัพย์ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ไม่มั่นใจว่า ‘ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ณ วันที่ส่งคำสั่งขาย’¹³⁶ ถือว่าบริษัทหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) และถือว่าเป็นขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98 (5) บริษัทหลักทรัพย์ต้องระวางโทษปรับ มาตรา 282

¹³⁶ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 3 กำหนดว่า “ให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้เฉพาะกรณีดังต่อไปนี้ (2) ... แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง ทั้งนี้ ไม่ว่าหลักทรัพย์นั้นจะอยู่ในความครอบครองของลูกค้า หรือฝากไว้กับบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือฝากไว้กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์”

3.2.2.1 องค์ประกอบการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายแต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง

สำหรับองค์ประกอบการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง เมื่อพิจารณาตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายไทยแล้ว สามารถจำแนกองค์ประกอบได้ ทั้งหมด 2 องค์ประกอบ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.2.2.1.1 ไม่ใช่การขายชอร์ต

แม้ว่าการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ จะเป็นข้อยกเว้นของกฎหมายที่อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์มิได้มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้ แต่การขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าว จะไม่ใช่การขายชอร์ต (Short Sale) อย่างแน่นอน เนื่องจากการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ได้บัญญัติในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) แต่การขายชอร์ตได้บัญญัติอยู่ในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(1) ดังนั้น การที่กฎหมายได้บัญญัติคนละอนุมาตรา ย่อมแสดงให้เห็นว่ากฎหมายมีวัตถุประสงค์ให้การขายชอร์ต และการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ มีความแตกต่างกัน

นอกจากนั้น การขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์นั้น กฎหมายกำหนดให้ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์เป็นของตนเอง แม้ว่าผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ได้ครอบครองหลักทรัพย์ด้วยตนเอง ซึ่งแตกต่างกับการขายชอร์ต เพราะกฎหมายกำหนดให้การขายชอร์ตต้องมีการยืมหลักทรัพย์ เพื่อส่งมอบเท่านั้น ฉะนั้น ผู้ขายชอร์ตไม่จำเป็นต้องมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์เป็นของตนเอง แต่ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ดำเนินการยืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์ หรือแหล่งผู้ให้ยืมอื่นๆ ด้วยเหตุผลที่กล่าวมาทั้งหมด การขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) จึงไม่ใช่การขายชอร์ต

เมื่อการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ ไม่ใช่การขายชอร์ต ฉะนั้น หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายชอร์ต เช่น หลักทรัพย์ที่อนุญาตให้ขายชอร์ต การส่งคำสั่งขายชอร์ตของลูกค้ำ หลักเกณฑ์ด้านราคา หน้าที่ในรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการซื้อหลักทรัพย์คืน เป็นต้น หลักเกณฑ์และเงื่อนไขดังกล่าวจะไม่ใช้บังคับกับการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์โดยสิ้นเชิง

3.2.2.1.2 ขายหลักทรัพย์

ประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) กำหนดอย่างชัดเจน ว่าบริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ได้ เฉพาะการขายหลักทรัพย์เท่านั้น โดยการขายหลักทรัพย์ คือการที่ผู้ขายตกลงกันระหว่างผู้ซื้อว่าผู้ขายตกลงขายหลักทรัพย์ และผู้ขายตกลงโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ และผู้ขายได้รับชำระราคาเป็นการตอบแทน

3.2.2.1.3 ลูกค้ายังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ำมีหลักทรัพย์ของตนเอง

การขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป เมื่อผู้ลงทุนตกลงส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว ผู้ลงทุนจำเป็นต้องมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ในขณะที่มีคำสั่งขายหลักทรัพย์ เพราะถ้าผู้ลงทุนไม่มีหลักทรัพย์ที่ตนได้ส่งคำสั่งขาย บริษัทหลักทรัพย์ห้ามส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ดังกล่าว เข้าสู่ระบบการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทางกลับกัน การขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องมีหลักทรัพย์ในขณะที่มีคำสั่งขายหลักทรัพย์ดังกล่าว แต่ผู้ลงทุนต้องสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ได้ภายในระยะเวลาที่สำนักหักบัญชีกำหนด หากผู้ลงทุนที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ดังกล่าว ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ได้ทันภายในระยะเวลาที่สำนักหักบัญชีกำหนด การขายหลักทรัพย์ดังกล่าวจะเป็นการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5)

3.2.2.2 หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย

เมื่อได้ทราบองค์ประกอบของการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว จะทำให้เห็นได้ว่าการขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์มีลักษณะแตกต่างจากการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป ทางสำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้กำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวคือ บริษัทหลักทรัพย์ต้องมั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง

แต่อย่างไรก็ตาม กฎหมายไม่ได้กำหนดหลักเกณฑ์ หรือวิธีการตรวจสอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ ว่าบริษัทหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างไรจึงจะเป็นการมั่นใจว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง อีกทั้ง ประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) ได้กำหนดอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการตามคำสั่งของลูกค้าเท่านั้น ซึ่งถ้อยคำ “ลูกค้า” ในประกาศ ทธ. 47/2552 มิได้กำหนดประเภทของผู้ลงทุนไว้ ฉะนั้น ผู้ลงทุนรายย่อย หรือผู้ลงทุนสถาบัน หรือผู้ลงทุนต่างประเทศย่อมสามารถขายหลักทรัพย์ ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) ได้ ดังนั้น หน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ในการมั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง สามารถจำแนกหน้าที่ดังกล่าว ตามประเภทของผู้ลงทุนดังต่อไปนี้

3.2.2.2.1 บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนทั่วไปมีหลักทรัพย์ของตนเอง

เนื่องจากหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เจ้าของหลักทรัพย์ หรือผู้ขายหลักทรัพย์สามารถโอนหลักทรัพย์ผ่านระบบของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้ทันที โดยไม่ต้องดำเนินการโอนหลักทรัพย์ผ่านเอกสารแสดงความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ ซึ่งเรียกว่า ระบบไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless) โดยศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (Thailand Securities Depository หรือ TSD) มีหน้าที่ในการรับฝากหลักทรัพย์ และถอนหลักทรัพย์แทนผู้ลงทุน ตามข้อบังคับของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์

จากบทนิยามตามข้อบังคับของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่า บุคคลที่สามารถฝาก ถอน โอนหลักทรัพย์ หรือใช้บริการหลักทรัพย์แก่ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้นั้น ต้องเป็นบุคคลที่ศูนย์รับฝากอนุญาตให้ใช้บริการเท่านั้น โดยศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้อนุญาตให้บริษัท

หลักทรัพย์เป็นผู้ฝากได้ ตามที่กำหนดในข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301¹³⁷ ประกอบข้อ 303.01¹³⁸

ดังนั้น ผู้ลงทุนทั่วไปไม่สามารถฝากหลักทรัพย์ แก่ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้โดยตรง แต่ผู้ลงทุนสามารถให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการฝากหลักทรัพย์แทนได้ ฉะนั้น การที่ผู้ลงทุนทั่วไปต้องการฝากหลักทรัพย์ หรือดำเนินการถอน โอนหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนทั่วไปต้องติดต่อกับบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกผู้ฝากหลักทรัพย์ของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์เท่านั้น และการซื้อขายหลักทรัพย์ผู้ลงทุนทั่วไปต้องแจ้งให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกผู้ฝากหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์จะดำเนินการผ่านระบบของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ เพื่อให้โอนหลักทรัพย์ไปยังผู้รับโอน หรือผู้ซื้อ

ดังนั้น การที่ผู้ลงทุนทั่วไปไม่สามารถเปิดบัญชีฝากหลักทรัพย์ได้โดยตรง และผู้ลงทุนทั่วไปต้องเปิดบัญชีผ่านบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบจำนวน ชนิด และประเภทของหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั่วไปได้ด้วยตัวเอง ฉะนั้น การขายหลักทรัพย์โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์สำหรับผู้ลงทุนทั่วไป ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) บริษัทหลักทรัพย์สามารถดำเนินการตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั่วไปได้โดยตรง และการที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ได้โดยตรงย่อมทำให้บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่า ผู้ลงทุนทั่วไปมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองจริง

3.2.2.2.2 บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าผู้ลงทุนสถาบันในประเทศไทยและต่างประเทศมีหลักทรัพย์เป็นของตนเอง

“ผู้ลงทุนสถาบัน” ที่สามารถขายหลักทรัพย์ ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) ได้แก่ ผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันการเงิน ตามกฎหมายว่าด้วยธนาคารพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันวินาศภัย บริษัทประกันชีวิต นิติบุคคลประเภทบริษัท กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ตลอดจนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เป็นต้น ปราบกฏตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 2 ประกอบพระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 มาตรา 3

¹³⁷ ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301 กำหนดว่า “บุคคลที่ศูนย์รับฝากอาจอนุญาตให้เป็นผู้ฝากมีดังต่อไปนี้ (2) บริษัทหลักทรัพย์”

¹³⁸ ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 303.01 กำหนดว่า “สิทธิของผู้ฝาก (1) ทำการเปิดบัญชีฝากหลักทรัพย์เพื่อผู้ฝาก หรือเพื่อลูกค้าของผู้ฝากผ่านระบบงานเชื่อมโยงกับศูนย์รับฝาก”

ผู้ลงทุนสถาบันดังกล่าว เป็นบุคคลที่ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ฯ อนุญาตให้เป็นผู้ฝาก ตามข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนของที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301¹³⁹ ดังนั้น การที่ผู้ลงทุนสถาบันต้องการฝากหลักทรัพย์ หรือ ดำเนินการถอน โอนหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนสถาบันสามารถดำเนินการได้ด้วยตัวเอง โดยมีจำเป็นต้อง ดำเนินการฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนสถาบันได้เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ไว้

ยิ่งไปกว่านั้น ในทางปฏิบัติ ผู้ลงทุนสถาบันอนุญาตให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เป็นผู้ดูแลเก็บรักษาหลักทรัพย์แทนตน และผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์เป็น บุคคลที่ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์อนุญาตให้เป็นผู้ฝาก¹⁴⁰ ดังนั้น ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์จึงเป็นผู้ฝาก ถอน โอนหลักทรัพย์และเป็นผู้ถือบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์แทนผู้ลงทุนสถาบันทั้งหมด ฉะนั้น บริษัท หลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบจำนวน ชนิด และประเภทของหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ ของผู้ลงทุนสถาบันได้ และการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ได้โดยตรง ย่อมทำให้ บริษัทหลักทรัพย์ไม่มั่นใจว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีหลักทรัพย์ของตนเองจริง ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2)

ดังนั้น การที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบบัญชีของผู้ลงทุนสถาบัน ได้ ย่อมก่อให้เกิดปัญหาว่า บริษัทหลักทรัพย์ต้องดำเนินการอย่างไร จึงจะเป็นการมั่นใจว่าผู้ลงทุน สถาบันมีหลักทรัพย์อยู่จริง ซึ่งหากพิจารณาตามประกาศ ทธ. 47/2552 แล้วนั้น จะเห็นได้ว่า ใน ประกาศดังกล่าว ไม่มีข้อกำหนดใดที่กล่าวถึงวิธีการตรวจสอบของบริษัทหลักทรัพย์ไว้ ซึ่งก่อให้เกิด ปัญหาทางปฏิบัติแก่บริษัทหลักทรัพย์ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นตัวแทนของ ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้สอบถามไปยังสำนักงาน ก.ล.ต. เรื่องวิธีการปฏิบัติของบริษัทหลักทรัพย์ ในการตรวจสอบลูกค้า กรณีลูกค้าได้จัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์ไว้แล้ว

¹³⁹ ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนของที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301 กำหนดว่า “บุคคลที่ศูนย์รับฝากอาจ อนุญาตให้เป็นผู้ฝากมีดังต่อไปนี้ (1) ธนาคารแห่งประเทศไทย (3) สถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจสถาบันการเงิน (4) บริษัท ประกันชีวิตหรือบริษัทประกันวินาศภัยตามกฎหมายว่าด้วยประกันชีวิตหรือประกันวินาศภัย (5) นิติบุคคลที่ประกอบธุรกิจเป็นผู้ดูแล ผลประโยชน์ของกองทุนรวม ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ ผู้ออกใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์ อ้างอิง (6) นิติบุคคลที่ประกอบธุรกิจเป็นศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ทั้งในและ/หรือต่างประเทศ(8) นิติบุคคลที่ประกอบธุรกิจธนาคารซึ่ง จัดตั้งตามกฎหมายต่างประเทศ และไม่มีสำนักงานสาขาหรือตัวแทนในประเทศไทย”

¹⁴⁰ ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนของที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301(5)

ทางสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ตอบข้อสอบถามของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผ่านหนังสือเวียนที่ ก.ล.ต.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยื่นหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงออกหนังสือเวียนเพื่อแจ้งแก่บริษัทหลักทรัพย์ให้ทราบและให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตามแนวทางอย่างเคร่งครัด ปรากฏตามหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ที่ ก.ล.ต. (ว) 4 / 62 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้สอบถามแก่สำนักงาน ก.ล.ต. ในข้อ 4. ดังนี้

คำถาม: “กรณีที่บล. ขายชอร์ตตามคำสั่งลูกค้า โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่บล. ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย แต่บริษัทมั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง ทั้งนี้ไม่ว่าหลักทรัพย์จะอยู่ในความครอบครองของลูกค้า หรือฝากไว้กับบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือฝากไว้กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) บล. ต้องดำเนินการอย่างไรที่จะมั่นใจว่า ลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเองก่อนการขาย เพื่อมิให้เกิดการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง”

ซึ่งทางสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ชี้แจงข้อหรือ ดังนี้

คำตอบ: “ก่อนที่จะส่งคำสั่งขายชอร์ตให้แก่ลูกค้า บล. ต้องดำเนินการตามที่ได้กล่าวไว้ใน 2.2 หรือทำการตรวจสอบว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์พร้อมที่จะส่งมอบได้จริง เช่น ให้ลูกค้าแสดงเอกสารหลักฐานเกี่ยวกับการครอบครองหลักทรัพย์ ให้ลูกค้ายินยอมให้มีการสอบถามหรือสอบยันกับบล. อื่น หรือผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ที่ลูกค้ามีการกล่าวอ้าง เป็นต้น”

จากการพิจารณาคำชี้แจงของสำนักงาน ก.ล.ต. ที่ได้ตอบคำถามแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะเห็นได้ว่า สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดวิธีการตรวจสอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีหลักทรัพย์ของตนเอง ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) คือ บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบชื่อ และจำนวนหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน และบริษัทหลักทรัพย์ต้องดำเนินการขอเอกสารหลักฐานเกี่ยวกับการครอบครองหลักทรัพย์จากผู้ลงทุนสถาบันให้เรียบร้อย เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจได้ว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง

หากผู้ลงทุนสถาบันอนุญาตให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) มีหน้าที่ในการดูแลหลักทรัพย์แทนผู้ลงทุนสถาบัน บริษัทหลักทรัพย์ต้องให้ผู้ลงทุนสถาบันยินยอมให้บริษัทหลักทรัพย์สอบถามแก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน

โดยสรุปแล้ว หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายคือบริษัทหลักทรัพย์ต้องมั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง โดยการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนรายย่อยทั่วไป บริษัทหลักทรัพย์สามารถมั่นใจให้ผู้ลงทุนรายย่อยขายหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวได้อย่างแน่นอน เพราะบริษัทหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ผ่านบัญชีฝากหลักทรัพย์ที่บริษัทหลักทรัพย์ได้เปิดบัญชี เพื่อผู้ลงทุนรายย่อยโดยเฉพาะ ในทางกลับกัน กรณีผู้ลงทุนสถาบันขายหลักทรัพย์ โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ กฎหมายอนุญาตให้ผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์สามารถเปิดบัญชีฝากหลักทรัพย์กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้โดยตรง ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์จึงไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน และทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่มั่นใจว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีหลักทรัพย์อยู่จริงหรือไม่

แม้ต่อมา สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ออกหนังสือเวียน เพื่อกำหนดหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ ในการตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) เช่น การแสดงหลักฐานหรือการยินยอมให้บริษัทหลักทรัพย์สอบถามแก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถนำไปปฏิบัติได้จริง

บทที่ 4

มาตรการทางกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มี
หลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ

จากการศึกษาถึงมุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายชอร์ต และมุมมองและ
แนวความคิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในบทที่ 2 และ
การศึกษามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์
นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทยในบทที่ 3 จะเห็นได้ว่า มาตรการทางกฎหมายและหลักเกณฑ์
การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองใน
ประเทศไทยนั้นได้กำหนดห้ามบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ใน
ครอบครอง ซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดและมุมมองการห้ามการขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์
นั้นอยู่ในครอบครองตามที่ได้ศึกษามา

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของการขายชอร์ตในประเทศไทยสอดคล้องกับมุมมองและ
แนวความคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายชอร์ตในปัจจุบัน กล่าวคือกฎหมายของประเทศไทย
อนุญาตให้ผู้ลงทุนขายชอร์ตหลักทรัพย์ได้ แต่การขายชอร์ตต้องอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่
กฎหมายกำหนดเท่านั้น เช่น การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต และการระบุตัวอักษร S ในคำสั่ง
ขายชอร์ต เป็นต้น สำหรับหน้าที่ในการตรวจสอบว่า คำสั่งขายชอร์ตเป็นไปตามหลักเกณฑ์และ
เงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดหรือไม่ เป็นหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจ
หลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวอาจมี
ความรับผิดหากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมาย

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าผู้ลงทุน และผู้ลงทุนสถาบันที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์
ไม่มีหน้าที่ และความรับผิดตามกฎหมาย เกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ใน
ครอบครอง และการขายชอร์ตเลย ซึ่งส่งผลทำให้มาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยมีความ
แตกต่างกับมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศที่ได้มีการกำหนดให้ผู้ลงทุนมีหน้าที่ และความ
รับผิดตามกฎหมาย อีกทั้ง มาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์และ
เงื่อนไขการขายชอร์ตไว้อย่างชัดเจน

ดังนั้น บทที่ 4 จึงว่าด้วยการศึกษา และพิจารณามาตรการทางกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ อันได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ซึ่งเหตุผลในการศึกษามาตรการทางกฎหมายของประเทศดังกล่าว เนื่องมาจากประเทศเหล่านั้นได้กำหนดมาตรการทางกฎหมาย และหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองอย่างชัดเจน รวมไปถึงการบังคับใช้มาตรการทางกฎหมายในเรื่องดังกล่าวอาจมีความแตกต่างกับประเทศไทย นอกจากนี้ ในบทนี้ จะนำเสนอการวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายในแต่ละประเทศ และนำมาเปรียบเทียบกับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย เพื่อนำมาใช้เป็นแนวทางในการปรับปรุงแก้ไขมาตรการทางกฎหมายในประเทศไทยให้เหมาะสมมากยิ่งขึ้น

ในการศึกษา และวิเคราะห์กฎหมายต่างประเทศนี้ จะมุ่งเน้นประเด็นศึกษาถึงมาตรการทางกฎหมายที่กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบ เพื่อให้ทราบว่าในแต่ละประเทศนั้น กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบในการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองอย่างไร และมีมาตรการทางกฎหมายอย่างไร นอกจากนี้ จะมุ่งเน้นประเด็นเรื่องการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ต ว่าในแต่ละประเทศกำหนดหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตอย่างไร และได้กำหนดวิธีในการตรวจสอบหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนได้ดำเนินการยึดหลักทรัพย์ด้วยตนเองอย่างไร และประการสุดท้าย ศึกษาหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของการรายงานการขายชอร์ตแก่หน่วยงานกำกับดูแลของแต่ละประเทศว่า มีหลักเกณฑ์และเงื่อนไข รวมถึงการกำกับดูแลการรายงานขายชอร์ตอย่างไร

4.1 ความทั่วไปเกี่ยวกับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองและการขายชอร์ตของต่างประเทศ

ในส่วนนี้ จะกล่าวถึงความเป็นมาของมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศญี่ปุ่น ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง เพื่อให้ได้ทราบว่าในแต่ละประเทศมีการพัฒนา ปรับปรุง มาตรการทางกฎหมายเพื่อควบคุมการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง รวมถึงการกำกับดูแลการขายชอร์ตอย่างไรบ้าง ดังต่อไปนี้

4.1.1 สหรัฐอเมริกา

การห้ามการขายชอร์ตในสหรัฐอเมริกาเกิดขึ้นครั้งแรก ในปีค.ศ. 1792 โดยสภานิติบัญญัติแห่งรัฐนิวยอร์ก (The New York state legislature) ตัดสินใจห้ามการขายชอร์ตชั่วคราวในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก จนกระทั่งปี ค.ศ. 1917 ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กเสนอการควบคุมการขายชอร์ต โดยการให้บริษัทหลักทรัพย์เปิดเผยรายชื่อผู้ลงทุนที่เป็นนักเก็งกำไรโดยเฉพาะ ต่อมา ภายหลังจากเหตุการณ์ตลาดหลักทรัพย์วอลล์สตรีทตกในปี ค.ศ. 1929 (Wall Street Crash of 1929) และในปี ค.ศ. 1931 ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กห้ามการขายชอร์ต ในราคาที่ต่ำกว่าราคาสุดท้ายของหลักทรัพย์ จนกระทั่ง ปีค.ศ. 1932 ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องได้รับเอกสารการยืนยันลายลักษณ์อักษรจากผู้ขายชอร์ตก่อนเท่านั้น¹⁴¹

ต่อมา รัฐสภาได้เสนอมาตรการทางกฎหมาย เพื่อกำกับดูแลการขายชอร์ต ในพระราชบัญญัติการเสียภาษี ค.ศ. 1936 (Taxpayer act of 1936) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันการขายชอร์ตของกองทุนรวม และในปี ค.ศ. 1938 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (U.S. Securities and Exchange Commission) ได้ออกข้อกำหนดให้การขายชอร์ต สามารถกระทำต่อเมื่อราคาหลักทรัพย์สูงกว่าราคาซื้อขายครั้งสุดท้ายเท่านั้น (Uptick Rule) ตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 มาตรา 10a-1 จนกระทั่ง ในปี ค.ศ. 2004¹⁴² สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาตัดสินใจยกเลิกกฎหมายเดิมทั้งหมด และได้เสนอ Regulation of Short Sales หรือ Regulation SHO เพื่อกำกับดูแลการขายชอร์ต ภายใต้อัตลักษณ์และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนด และยังคงบังคับใช้อยู่จวบจนปัจจุบัน

4.1.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์

สาธารณรัฐสิงคโปร์เป็นหนึ่งในประเทศที่กฎหมายอนุญาตให้ผู้ลงทุนสามารถขายหลักทรัพย์ โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้ (Naked Short Selling) อีกทั้ง ภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินอาเซียน (Asian financial crisis) ทางสาธารณรัฐสิงคโปร์ก็ได้ได้ออกกฎหมายห้ามการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือออกข้อกำหนดมาตรการทางกฎหมาย เพื่อ

¹⁴¹ Greg N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, p. 102.

¹⁴² Katherine McGavin, "Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States," *Northwestern Journal of International Law & Business* Volume 30, p. 219.

ควบคุมการขายชอร์ตแต่อย่างใด ซึ่งแตกต่างจากหลายประเทศในทวีปเอเชียที่ต่างเห็นว่า วิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวมีผลมาจากการไม่มีกฎหมายควบคุมการขายชอร์ต

จนกระทั่ง ในช่วงเดือนกันยายน ค.ศ. 2008¹⁴³ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ เริ่มออกกฎหมายเพื่อควบคุมการขายหลักทรัพย์ โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง โดยกำหนดโทษความผิดแก่ผู้ขายชอร์ตที่ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ ภายในระยะเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด กล่าวคือผู้ขายชอร์ตต้องระวางโทษปรับ 5% ของมูลค่าการซื้อขายที่ไม่สามารถส่งมอบได้ และต้องโทษปรับขั้นต่ำอย่างน้อย 1000 ดอลลาร์สิงคโปร์ และผู้ขายชอร์ตต้องหาหลักทรัพย์เพื่อนำมาส่งมอบแก่ สำนักชำระบัญชีตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Central securities depository หรือ CSD) ภายในวันเวลาเดียวกัน

ต่อมาในกลางปี ค.ศ. 2010 ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange Limited หรือ SGX) ได้เปิดรับฟังความคิดเห็น เพื่อเสนอร่างกฎเกณฑ์การเปิดเผยการขายชอร์ต และการรายงานปริมาณการขายชอร์ต เพื่อเพิ่มความโปร่งใสในการซื้อขายชอร์ตหลักทรัพย์ อีกทั้ง สาธารณรัฐสิงคโปร์ ได้มีการศึกษารายงานที่เกี่ยวข้องกับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ต ขององค์กรคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นานาชาติ (International Organization of Securities Commissions หรือ IOSCO) เพื่อนำมาตรฐานกฎหมายที่เกี่ยวข้องนำมาปรับใช้ในการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

ในวันที่ 1 ตุลาคม ค.ศ. 2018¹⁴⁴ ธนาคารกลางสิงคโปร์ (Monetary Authority of Singapore หรือ MAS) ออกประกาศใช้ข้อบังคับ Securities and Futures (Short selling) Regulation 2018 ซึ่งเป็นการกำหนดกฎเกณฑ์ทางกฎหมาย ที่กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องรายงานสถานะการขายชอร์ต (Short position) และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่เปิดเผยคำสั่งการขายชอร์ต (Short sell orders) สำหรับการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์เป็นครั้งแรก โดยผู้วิจัยจะนำเสนอรายละเอียดต่อไป

¹⁴³ Greg N. Gregoriou, *Handbook of Short Selling*, p. 308.

¹⁴⁴ Funds-Axis Limited, **7 Key Features of the new Singapore Short Selling Rule**[Online], 5 พฤษภาคม 2564. Available from : <https://funds-axis.com/contact/>

4.1.3 เครือรัฐออสเตรเลีย

มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ตในเครือรัฐออสเตรเลีย เริ่มมีการกำกับดูแลในช่วงยุคทองของการขุดเหมืองในช่วงปลาย ค.ศ. 1960 และช่วงต้นปีค.ศ. 1970¹⁴⁵ ที่มีการค้นพบแร่ธาตุ निकเกิล ส่งผลทำให้ราคาหุ้นของบริษัทขุดเหมืองมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นการดึงดูดผู้ลงทุนจำนวนมากในการเข้าซื้อหุ้นดังกล่าว อย่างไรก็ตาม จากความผิดพลาดในการคำนวณของนักธรณีวิทยา การซื้อขายโดยใช้ข้อมูลภายในของบริษัท รวมถึงการเก็งกำไรในการขายชอร์ต ส่งผลทำให้บริษัทขุดเหมืองหลายแห่งต้องปิดกิจการ ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนจำนวนมาก โดยเครือรัฐออสเตรเลียเห็นว่า การที่บริษัทขุดเหมืองต้องปิดกิจการเป็นผลมาจากการไม่จำกัดกฎหมายในการขายชอร์ต เพราะการขายชอร์ตส่งผลทำให้ตลาดมีความผันผวนสูง¹⁴⁶

ฉะนั้น คณะกรรมการบริษัทและหลักทรัพย์แห่งชาติ (National companies and Securities Commission หรือ NCSC) จึงประกาศห้ามการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียเป็นครั้งแรก ตามพระราชบัญญัติอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ ค.ศ. 1980 (Securities Industry Act 1980) มาตรา 68 ต่อมา คณะกรรมการบริษัทและหลักทรัพย์แห่งชาติได้ตั้งข้อสังเกตประโยชน์ของการขายชอร์ต เนื่องจากการขายชอร์ตจะส่งผลให้ตลาดมีความผันผวนสูง แต่หากการขายชอร์ตมีการกำกับดูแลที่ดี และมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างเหมาะสม การกำกับดูแลดังกล่าวสามารถลดผลกระทบที่เกิดจากการขายชอร์ตได้ ดังนั้น ในปี ค.ศ. 1986 คณะกรรมการบริษัทและหลักทรัพย์แห่งชาติจึงได้มีการแก้ไข และเพิ่มเติมกฎหมาย โดยเปลี่ยนจากการห้ามการขายชอร์ต เป็นการจำกัดการขายชอร์ต และการกำกับดูแลการขายชอร์ตอย่างใกล้ชิด¹⁴⁷ เช่น ผู้ลงทุนสามารถขายชอร์ตในหลักทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียกำหนดเท่านั้น และห้ามการขายชอร์ต ในกรณีที่มีการขายชอร์ตมากกว่าร้อยละ 10 ของปริมาณหลักทรัพย์ทั้งหมด เป็นต้น

¹⁴⁵ Andrew Kedzior, **Short selling in Australia**[Online] , 4 April 2021. Available from: <http://classic.austlii.edu.au/au/journals/AdelLawRw/1988/4.pdf>

¹⁴⁶ Ibid., p. 333.

¹⁴⁷ Vivien Goldwasser, **Stock Market Manipulation and Short Selling**[Online], 4 April 2021. Available from: https://law.unimelb.edu.au/_data/assets/pdf_file/0007/1721167/4-_small_Stock_Market___Short_Sell_.pdf

ในปัจจุบัน ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหลักทรัพย์ในเครือรัฐออสเตรเลียได้ในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (Australian Securities Exchange Ltd หรือ ASX Limited) 148 โดยมีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และการลงทุนของออสเตรเลีย (Australian Securities and Investments Commission หรือ ASIC) ทำหน้าที่กำกับดูแลกฎหมายเกี่ยวกับบริษัท และกฎหมายการเงินเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน และมีการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง อย่างเช่นการขายชอร์ต ตามที่ปรากฏในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 (Corporations Act 2001 หรือ CA 2001) ซึ่งจะได้ศึกษาในเบื้องลึกต่อไป

4.1.4 ประเทศญี่ปุ่น

เดิม การขายชอร์ตหลักทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่นสามารถกระทำได้ โดยไม่มีข้อจำกัดทางกฎหมายใดๆ จนกระทั่ง ประมาณปี ค.ศ. 2002 หน่วยงานกำกับดูแลการให้บริการทางการเงินของประเทศญี่ปุ่น (Japanese Financial Services Agency หรือ FSA) ซึ่งเป็นหน่วยงานของรัฐบาลประเทศญี่ปุ่นที่มีหน้าที่กำกับดูแลธนาคาร หลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อคุ้มครองเงินฝากประชาชน และคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์¹⁴⁹ เห็นว่าการขายชอร์ตหลักทรัพย์มีปริมาณเพิ่มสูงขึ้นผิดปกติ และบริษัทหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ได้กระทำผิดทางวินัย เกี่ยวกับการขายชอร์ต ฉะนั้น หน่วยงานกำกับดูแลการให้บริการทางการเงินของประเทศญี่ปุ่น และตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น (Tokyo Stock Exchange) จึงร่วมกันเรียกร้องให้รัฐบาลญี่ปุ่นกำหนดนโยบาย เพื่อลดภาวะเงินฝืดลง¹⁵⁰ โดยหนึ่งในนโยบายเพื่อลดภาวะเงินฝืดคือ การควบคุมและลดปริมาณการขายชอร์ต และกำกับดูแลการขายชอร์ตให้เหมาะสมมากยิ่งขึ้น

¹⁴⁸ Equilend holdings LLC Pan Asia Securities Lending Association, and The Risk Management Association, **Asia Pacific Securities Lending Market User Guide 2 0 2 0** [Online], 4 May 2021. Available from: <https://www.equilend.com/press-releases/asia-pacific-securities-lending-market-user-guide-2020/p> 5.

¹⁴⁹ Wikipedia, **Financial Services Agency - Financial services in Japan**[Online], 4 May 2021. Available from : https://th.wikiarabi.org/wiki/Financial_Services_Agency

¹⁵⁰ S. Ghon Rhee, K. J. Luke, and Asia-Pacific Financial Markets Research Center University of Hawai'i, **Short-Sale Constraints: Good or Bad News for the Stock Market?**[Online], 7 February 2021. Available from: <https://citeserx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.230.474&rep=rep1&type=pdf>

เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายของรัฐบาลญี่ปุ่น หน่วยงานกำกับดูแลให้บริการทางการเงินของประเทศญี่ปุ่นได้กำหนดมาตรการทางกฎหมาย เพื่อจำกัดปริมาณการขายชอร์ต ได้แก่ กฎเกณฑ์เรื่องการกำหนดราคาในการส่งคำสั่งขายชอร์ต กล่าวคือผู้ขายชอร์ตสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตในราคาที่สูงกว่าราคาซื้อขายครั้งสุดท้ายเท่านั้น (Up-tick rule)¹⁵¹ และกำหนดกฎเกณฑ์การตรวจสอบการขายชอร์ต โดยการทำเครื่องหมาย เพื่อแสดงว่าธุรกรรมดังกล่าวเป็นการขายชอร์ต และปรับปรุงเรื่องการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการขายชอร์ต และการเผยแพร่ปริมาณการขายชอร์ตในแต่ละวัน¹⁵²

ต่อมา ช่วงประมาณเดือนตุลาคม ค.ศ. 2008 ราคาหุ้นของ Nikkei 225 มีการปรับตัวลดลงมากกว่า 18%¹⁵³ หน่วยงานกำกับดูแลให้บริการทางการเงินของประเทศญี่ปุ่นจึงกำหนดมาตรการทางกฎหมายเพิ่มเติม เพื่อควบคุมปริมาณการขายชอร์ต ได้แก่ การกำหนดห้ามการขายชอร์ตโดยผู้ขายชอร์ตไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Sales กล่าวคือผู้ขายชอร์ตต้องยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเท่านั้น นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลดังกล่าวได้กำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต หากผู้ขายชอร์ตถือสถานะการขายชอร์ตหุ้นมากกว่า 0.25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดผู้ขายชอร์ตต้องรายงานแก่บริษัทหลักทรัพย์ เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์เปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนต่อไป

4.1.5 ประเทศมาเลเซีย

เดิม การขายชอร์ตในประเทศมาเลเซียนั้นไม่สามารถกระทำได้ จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1995 รัฐบาลมาเลเซียตัดสินใจแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมาย พระราชบัญญัติอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ (Securities Industry Act) เพื่อเปิดโอกาสให้มีการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียได้ แต่อย่างไรก็ตามการแก้ไขกฎหมายดังกล่าว เป็นการอนุญาตให้เฉพาะบริษัทหลักทรัพย์ ที่ได้รับอนุญาตเท่านั้นที่จะสามารถขายชอร์ตในนามของบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น¹⁵⁴ กล่าวคือ ผู้ลงทุนทั่วไปไม่สามารถมอบหมายให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการขายชอร์ตหลักทรัพย์ได้

¹⁵¹ Ibid., p.5.

¹⁵² Gregoriou, G. N., *Handbook of Short Selling*, p. 307 - 308.

¹⁵³ Ibid., p.308.

¹⁵⁴ Asjeet S. Lamba, and Mohamed Ariff, "Short Selling Restrictions and Market Completeness: The Malaysian Experience," *Applied Financial Economics* 16 no. 5(2006), p. 386.

ในเวลาต่อมา คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซีย (The Securities Commission หรือ SC) ซึ่งเป็นผู้กำกับดูแลตราสารทางการเงินที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ตัดสินใจอนุญาตให้ผู้ลงทุนสามารถขายชอร์ตในหลักทรัพย์ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์มาเลเซียประกาศเท่านั้น ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 50 หุ้น อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินอาเซียน (Asian financial crisis) รัฐบาลมาเลเซียตัดสินใจระงับการขายชอร์ตทั้งหมดที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ในวันที่ 28 สิงหาคม ค.ศ. 1997¹⁵⁵

จนกระทั่งในเดือนมีนาคม ค.ศ. 2002 รัฐบาลมาเลเซียอนุญาตให้ผู้ลงทุนสามารถขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียได้อีกครั้งหนึ่ง แต่การขายชอร์ตดังกล่าวต้องอยู่ภายใต้การควบคุมอย่างเคร่งครัด กล่าวคือ รัฐบาลมาเลเซียอนุญาตให้การขายชอร์ตต้องขายในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่กฎหมายกำหนดเท่านั้น แบ่งเป็น 1. IDSS Account สำหรับการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย โดยผู้ขายชอร์ตต้องซื้อหลักทรัพย์คืน หรือปิดสถานะการขายชอร์ตภายในวันเดียวกัน และ 2. RSS Account สำหรับการขายชอร์ต ที่ผู้ขายชอร์ตต้องยึดหลักทรัพย์ เพื่อนำมาส่งมอบเท่านั้น

4.1.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ในช่วงเริ่มต้นการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เขตปกครองพิเศษฮ่องกงไม่ได้กำหนดห้ามการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง รวมถึงการห้ามการขายชอร์ตไว้ โดยเฉพาะ จนกระทั่งปี ค.ศ. 1994¹⁵⁶ เขตปกครองพิเศษฮ่องกงเริ่มมีการกำกับดูแลการขายชอร์ตเกิดขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงกำหนดหลักทรัพย์ที่เห็นควรว่าเหมาะสมสำหรับการขายชอร์ต และมีการกำหนดราคาที่สามารถขายชอร์ตได้กล่าวคือ ผู้ลงทุนสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตในราคาที่เท่ากับ หรือมากกว่าราคาซื้อขายครั้งสุดท้ายในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น

ต่อมา ในปี ค.ศ. 1989 เขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้มีการออกประกาศใช้บังคับข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Ordinance หรือ SFO) ขึ้นมา โดยมี คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Commission หรือ SFC) เป็นผู้ดำเนินการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์และตลาดซื้อขายสัญญาล่วงหน้า ภายหลังจากการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินอาเซียน (Asian financial crisis) ในปี

¹⁵⁵ Ibid., p.386.

¹⁵⁶ S. Hauzen LLP., **Short Selling Regulation**[Online], 13 March 2021. Available from: <https://hauzen.hk/short-selling-regulation>

ค.ศ. 1998 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้กำหนดมาตรการทางกฎหมาย เพื่อการควบคุมการขายชอร์ตเพิ่มมากขึ้นอย่างเข้มงวด¹⁵⁷ เช่น การกำหนดคุณสมบัติของหุ้นที่สามารถขายชอร์ตได้ การกำหนดหลักเกณฑ์ในการรายงานการขายชอร์ต การเปิดเผยสถานะในการขายชอร์ต เป็นต้น

4.2 การกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง

เมื่อได้ศึกษาถึงความทั่วไปเกี่ยวกับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของแต่ละประเทศข้างต้นแล้ว ทำให้ทราบว่าประเทศโดยส่วนใหญ่ไม่อนุญาตให้มีการขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ยกเว้นผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดไว้ อย่างเช่น การขายชอร์ตที่กฎหมายกำหนดให้ผู้ลงทุนต้องดำเนินการยืมหลักทรัพย์ก่อน เป็นต้น นอกจากนี้ ในกรณีที่มีการฝ่าฝืนหลักเกณฑ์และเงื่อนไขของการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้ กฎหมายในแต่ละประเทศต่างได้บัญญัติการกระทำความผิดเป็นความผิด และกำหนดบทลงโทษไว้โดยเฉพาะ ซึ่งสามารถศึกษามาตรการทางกฎหมายในแต่ละประเทศ ดังต่อไปนี้

4.2.1 สหรัฐอเมริกา

มาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกาไม่ได้กำหนดความหมายของการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง (Naked Short Sales) แต่ตามที่ได้ศึกษาเอกสารของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (U.S. Securities and Exchange Commission) ได้อธิบายความหมายของ Naked Short Sales คือการขายหลักทรัพย์โดยผู้ขายไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ที่จะส่งมอบภายในวันที่สำนักหักบัญชีกำหนด (หรือวันที่ทำการที่ 2 นับจากวันที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์¹⁵⁸) และผู้ขายมีเจตนาในการผิณฑ์การส่งมอบ

¹⁵⁷ Securities and Futures Commission, **Research Paper No. 42 – Short selling in the Hong Kong Stock Market** [Online], 13 March 2021. Available from : [https://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/research/RS%20Paper %2042.pdf](https://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/research/RS%20Paper%2042.pdf)

¹⁵⁸ U.S. Securities and Exchange Commission, **About Settling Trades In Three Days: Introducing T+3**[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubstplus3htm.html>

หลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์¹⁵⁹ ยิ่งไปกว่านั้น สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาเห็นว่าการกระทำ Naked Short Sales ถือว่าเป็นหนึ่งในวิธีการที่ทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิดในราคาหลักทรัพย์ โดยการที่ผู้ขายส่งคำสั่งขายโดยไม่จำเป็นต้องส่งมอบหลักทรัพย์ ซึ่งการกระทำดังกล่าวเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมายภายใต้กฎหมายของรัฐบาลกลางว่าด้วยการป้องกันการฉ้อฉล และอาจมีความรับผิดตาม มาตรา 10b-5 ตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934¹⁶⁰

นอกจากการกระทำ Naked Short Sales คือการที่ผู้ขายไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และมีเจตนาในการพิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์แล้ว สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาได้อธิบาย ความหมายเพิ่มเติมในเอกสาร Key Points About Regulation SHO¹⁶¹ ว่า Naked Short Sales หมายความว่ารวมถึงการขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่ผู้ขายชอร์ตไม่ได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์ หรือตกลงที่จะ จัดหาหลักทรัพย์ หรือการขายชอร์ตหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของสำนักหักบัญชี ไม่สามารถจัดหาหลักทรัพย์เพื่อมาทดแทนได้ ตามที่กำหนดใน Regulation of Short sales (Regulation SHO) ฉะนั้น แม้ว่าจะในพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 จะไม่ได้กำหนด คำนิยามของ Naked Short Sales และไม่ได้กำหนดห้าม หรือบดบังโทษเกี่ยวกับ Naked Short Sales ไว้โดยเฉพาะ แต่จากการศึกษาเอกสาร และความเห็นของสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกา สรุปความได้ว่า การกระทำ Naked Short Sales เป็นการกระทำที่ต้องห้ามตามกฎหมายของ สหรัฐอเมริกา

ต่อมาในปี ค.ศ. 2008 สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาเสนอเพิ่มเติมความรับผิดของ ผู้ลงทุน ในกรณีที่ผู้ลงทุนหลอกลวงผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากพระราชบัญญัติตลาด หลักทรัพย์ได้กำหนดหน้าที่ ความรับผิดแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว ฉะนั้น การ ปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมายของผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ จะเป็นการกระทำที่ขัดหรือแย้งต่อกฎหมาย หรือไม่นั้น ต้องขึ้นอยู่กับกระทำของผู้ขายหลักทรัพย์ ว่าผู้ขายหลักทรัพย์ได้กระทำการที่ขัดแย้ง ต่อกฎหมายหรือไม่¹⁶² ยกตัวอย่างเช่น ในการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องส่งคำสั่งผ่าน

¹⁵⁹ The Securities and Exchange Commission, **Corrected to conform to federal register version**[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57511.pdf>

¹⁶⁰ Ibid., p.3

¹⁶¹ Securities and Exchange Commission, **Key Points About Regulation SHO** [Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm>

¹⁶² Erik R. Sirri, **Regulatory Politics And Short Selling**[Online], 9 July 2021. Available from: https://www.researchgate.net/publication/274671079_Regulatory_Politics_And_Short_Selling

ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น ผู้ลงทุนไม่สามารถดำเนินการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ด้วยตนเองได้ ฉะนั้น หากผู้ลงทุนทำให้นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เชื่อว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือได้มีหลักทรัพย์แล้วจริง แต่ในความเป็นจริงแล้ว ผู้ลงทุนไม่มีหลักทรัพย์ และไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อได้อย่างแน่นอน กรณีดังกล่าวถือว่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบแทนผู้ลงทุนทั้งหมด และผู้ลงทุนไม่ต้องรับผิดชอบทางกฎหมาย ด้วยเหตุนี้ ทางสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาจึงกำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุน ปราบกฏตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 มาตรา 10b-21

มาตรา 10b-21 “(a) ให้ถือว่า บุคคลใดที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะด้วยการใช้เครื่องมือ หรือสิ่งประดิษฐ์ ระบุไว้ในมาตรา 10(b) โดยมีเจตนาหลอกลวงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือสมาชิกของสำนักหักบัญชี หรือผู้ซื้อ ว่าบุคคลดังกล่าวมีเจตนาที่จะส่งมอบหลักทรัพย์ในวันส่งมอบ และบุคคลนั้นผิดนัดไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ก่อน หรือวันถึงกำหนดส่งมอบ”

วัตถุประสงค์ของมาตรา 10b-21¹⁶³ คือการกำหนดบทลงโทษแก่ผู้ใด (any person) ซึ่งหมายความรวมถึงผู้ขายหลักทรัพย์ที่ได้หลอกลวงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ รวมถึงกำหนดความรับผิดแก่บุคคลที่หลอกลวงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์เกี่ยวกับแหล่งที่มาการยืมหลักทรัพย์ หรือกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ และบุคคลนั้นไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์

ในกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์กระทำการฝ่าฝืนพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 มาตรา 10b-21 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกามีอำนาจตามกฎหมายในการให้จัดทำบันทึก และบังคับให้เปิดเผย หรือสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาพิจารณา และวินัยฉัยแล้วว่าเป็นความผิด สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาสามารถกำหนดบทลงโทษทางแพ่ง เช่น ค่าปรับ ยกตัวอย่างเช่น สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาเรียก

¹⁶³ U.S. Securities and Exchange Commission, Adoption of "Naked" Short Selling Antifraud Rule, Exchange Act Rule 10b-21 - A Small Entity Compliance Guide[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/rule10b21-secg.htm>

ค่าปรับแก่บริษัทฯ ที่ประกอบธุรกิจออนไลน์ เพราะบริษัทดังกล่าวใช้เครื่องมือในการหลอกลวง เพื่อหลีกเลี่ยงการปฏิบัติตามข้อกำหนดของการขายชอร์ต¹⁶⁴ เป็นต้น

โดยสรุปแล้ว กฎหมายของสหรัฐอเมริกาถือว่าการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง เป็นการกระทำที่ขัดต่อกฎหมายว่าด้วยการป้องกันการฉ้อฉล เนื่องจากผู้ขายมีเจตนาในการไม่ส่งมอบหลักทรัพย์ และสามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการเก็งกำไร และกฎหมายได้กำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุน ถ้าผู้ลงทุนตกลงขายหลักทรัพย์ โดยที่ผู้ลงทุนหลอกลวงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ การกระทำของผู้ลงทุนดังกล่าวถือว่าเป็นกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 10b-21 ตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934

4.2.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์

พระราชบัญญัติบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Act (Chapter 289))¹⁶⁵ ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า “กฎ SFA” ได้กำหนดในส่วนของ 7A หัวข้อการขายชอร์ต (Part VIIA Short Selling) อนุญาตให้การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling สามารถกระทำได้ โดยผู้ขายไม่มีความรับผิดใดๆ ในทางกฎหมาย กล่าวคือ การขายชอร์ตหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครอง หรือการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย กฎหมายของสาธารณรัฐสิงคโปร์อนุญาตให้ผู้ลงทุนกระทำได้

แต่อย่างไรก็ตาม การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling นั้นส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก เนื่องจากผู้ขายอาจใช้วิธีการขายหลักทรัพย์ดังกล่าว ในการกระทำละเมิดต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ เช่น ผู้ขายชอร์ตดำเนินการเผยแพร่ข้อความอันเป็นเท็จ ซึ่งส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลง และทำให้ผู้ขายชอร์ตได้รับกำไรจากราคาหลักทรัพย์ที่ปรับตัวลดลง หรือผู้ขายชอร์ตตกลงส่งคำสั่งขายชอร์ตโดยมิได้มีหลักทรัพย์ เพื่อการขายชอร์ตเลย ดังนั้น เมื่อถึงกำหนดระยะเวลาที่ผู้ขายต้องส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ ผู้ซื้อย่อมไม่ได้รับมอบหลักทรัพย์ดังกล่าว ฉะนั้น เพื่อบรรเทาผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากชนิด

¹⁶⁴ U.S. Securities and Exchange Commission, **SEC Charges optionsXpress and Five Individuals Involved in Abusive Naked Short Selling Scheme** [Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubstplus3htm.html>

¹⁶⁵ รัฐบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Act (Chapter 289)) ซึ่งเป็นการแก้ไขเพิ่มเติมจากพระราชบัญญัติ 42 ค.ศ. 2001 ในวันที่ 1 เมษายน ค.ศ. 2006

ในการส่งมอบหลักทรัพย์ ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (The Central Depository (Pte) Limited หรือ CDP) จึงกำหนดมาตรการทางกฎหมายเพื่อให้การขายหลักทรัพย์มีความโปร่งใสมากขึ้นไม่ว่าจะเป็นมาตรการบังคับซื้อหลักทรัพย์ (buying-in mechanism) หรือมาตรการการเปิดเผยข้อมูล

มาตรการบังคับซื้อหลักทรัพย์ (buying-in mechanism)¹⁶⁶ คือกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling และผู้ขายไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ที่ขายตามจำนวน ปริมาณ และประเภทของหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้ ภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนดให้ส่งมอบ (ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์กำหนดระยะเวลาที่ต้องส่งมอบ คือภายในวันทำการที่ 2 นับจากวันที่ส่งคำสั่งขาย) ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะดำเนินการซื้อหลักทรัพย์ ตามจำนวน ปริมาณ และประเภทของหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อด้วยตนเอง ซึ่งศูนย์รับฝากหลักทรัพย์จะดำเนินการเรียกเก็บค่าใช้จ่ายในการบังคับซื้อหลักทรัพย์แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ ที่ผิดนัดในการส่งมอบหลักทรัพย์ และหากศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ไม่สามารถดำเนินการบังคับซื้อหลักทรัพย์ได้ครบ ตามจำนวน ปริมาณ และประเภทของหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange Securities Trading Limited หรือ SGX-ST) สามารถกำหนดค่าเสียหาย เพื่อลงโทษผู้ขายหลักทรัพย์ ที่ผิดนัดในการส่งมอบหลักทรัพย์ได้ เพื่อลดผลกำไรที่เกิดขึ้นของผู้ขายหลักทรัพย์¹⁶⁷

สำหรับมาตรการการเปิดเผยข้อมูล¹⁶⁸ คือการที่กฎหมายกำหนดให้ ผู้ใดที่ต้องการขายหลักทรัพย์ แต่ไม่มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์ หรือไม่ได้ครอบครองหลักทรัพย์ในเวลาทำการขายหลักทรัพย์ (ซึ่งเรียกว่า Short Sell Order) ผู้ขายดังกล่าวมีหน้าที่ในการเปิดเผยว่าคำสั่งขายหลักทรัพย์ดังกล่าว คือ Short Sell Order โดยผู้ขายต้องเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วยตนเอง หรือเปิดเผยต่อบุคคลที่ทำหน้าที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์แทน เช่น นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งหากผู้ขายส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ในลักษณะ Short Sell Order ด้วยตนเอง หรือนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของผู้ขาย แต่ถ้าผู้ขาย หรือนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว

¹⁶⁶ Monetary Authority of Singapore, **Review of Securities Market Structure and Practices**[Online], 17 March 2021. Available from: <https://www.mas.gov.sg/publications/consultations/2014/review-of-securities-market-structure-and-practices>

¹⁶⁷ The Business Times, **Short-sales: Rules and safeguards** [Online], 17 March 2021. Available from: <https://www.besinesstimes.com.sg/companies-markets/short-sales-rules-and-safeguards>

¹⁶⁸ Securities and Futures Act (Chapter 289) Securities and Futures (Short Selling) Regulation 2018 Section 137ZJ

ไม่ได้เปิดเผยคำสั่งตามที่กฎหมายได้กำหนด ผู้ขาย หรือนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์นั้นมีความผิดทางอาญา และต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 25,000 ดอลลาร์สิงคโปร์¹⁶⁹

ดังนั้น กฎหมายของสาธารณรัฐสิงคโปร์ อนุญาตให้มีการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และไม่เป็นความผิดทางกฎหมาย ยกเว้นในกรณีเกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ทางศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์มีอำนาจในการเรียกเก็บค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการบังคับซื้อหลักทรัพย์ (buying-in mechanism) ทั้งหมดจากผู้ขายหลักทรัพย์

โดยสรุปแล้ว กฎหมายของสาธารณรัฐสิงคโปร์ไม่ได้กำหนดให้ผู้ลงทุนมีหน้าที่ใดๆ ในการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง เว้นแต่เป็นคำสั่งการขายชอร์ต และนอกจากนั้น กฎหมายกำหนดความรับผิดแก่ผู้ขายหลักทรัพย์โดยตรง เฉพาะกรณีการเกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์เท่านั้น

4.2.3 เครือรัฐออสเตรเลีย

มาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและการดำเนินงานขององค์กรธุรกิจ เช่น บริษัท รวมถึงการกำกับดูแลเรื่องการซื้อขายหลักทรัพย์ของเครือรัฐออสเตรเลีย ได้กำหนดอยู่ในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 (Corporations Act 2001 หรือ CA 2001)¹⁷⁰ ซึ่งในพระราชบัญญัติฉบับดังกล่าวได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายหลักทรัพย์ไว้อย่างชัดเจน เพื่อป้องกันมิให้เกิด Naked Short Sales (หรือการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง) อีกทั้ง กฎหมายได้กำหนดให้การ Naked Short Sales เป็นความผิด และบุคคลที่เป็นผู้ส่งคำสั่งขายนั้นต้องรับโทษทางกฎหมาย ฉะนั้น การขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (ASX Limited) ผู้ลงทุนมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ ที่ปรากฏอยู่ในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 บทที่ 7 ตามมาตรา 1020B(2) ดังนี้

มาตรา 1020B (2) “ภายใต้มาตรานี้ และกฎหมายฉบับนี้ บุคคล (A person) ต้องขายผลิตภัณฑ์ที่กำหนดในมาตรา 1020B แก่ผู้ซื้อ ถ้าในเวลาที่ยขาย

(a) บุคคลนั้นมี หรือกรณีบุคคลนั้นตกลงขายในนามบุคคลอื่น และบุคคลนั้นมี หรือ

¹⁶⁹ Securities and Futures Act (Chapter 289) Securities and Futures (Short Selling) Regulation 2018 Section 137ZJ(4)

¹⁷⁰ พระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 (Corporations Act 2001) มีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 15 กรกฎาคม ค.ศ. 2001

(b) บุคคลนั้นเชื่อโดยมีเหตุผลอันสมควรว่าบุคคลนั้นมี หรือกรณีบุคคลนั้นตกลงขายในนามบุคคลอื่น บุคคลเชื่อโดยมีเหตุผลอันสมควรว่าบุคคลนั้นมี

และในขณะนั้น ต้องสามารถใช้สิทธิในขณะนั้น โดยไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองผลิตภัณฑ์แก่ผู้ซื้อ”

กล่าวคือ การขายผลิตภัณฑ์นั้น บุคคลที่ต้องการขายผลิตภัณฑ์ดังกล่าวนี้ ต้องมีผลิตภัณฑ์หรือเชื่อโดยมีเหตุผลอันสมควรว่ามีผลิตภัณฑ์ หรือกรณีที่บุคคลที่ต้องการขายผลิตภัณฑ์นั้นต้องยืนยันแก่บุคคลที่มอบอำนาจให้ขายแทนว่ามีผลิตภัณฑ์ หรือเชื่อโดยมีเหตุผลอันสมควรว่ามีผลิตภัณฑ์ ซึ่งต้องมีผลิตภัณฑ์ หรือเชื่อโดยมีเหตุผลอันสมควรว่า มีผลิตภัณฑ์ ในเวลาที่ส่งคำสั่งขายเท่านั้น โดยไม่รวมถึงการมีผลิตภัณฑ์ ในเวลาที่ต้องส่งมอบผลิตภัณฑ์แก่ผู้ซื้อ หรือ ณ เวลาสิ้นสุดการซื้อขาย ในวันนั้นๆ¹⁷¹ เช่น ผู้ลงทุน ก. ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์จำนวน 10,000 หลักทรัพย์ ในวันที่ส่งคำสั่ง (ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า “T”) ถึงแม้ว่าผู้ลงทุน ก. จะได้รับมอบหลักทรัพย์ประเภทเดียวกัน และจำนวนเดียวกัน ก่อนเวลาที่ต้องส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ หรือในวันเดียวกันก็ตาม ผู้ลงทุน ก. มีหน้าที่ในการพิสูจน์ต่อตลาดหลักทรัพย์ว่า ในเวลาที่ผู้ลงทุน ก. ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์จำนวน 10,000 หลักทรัพย์นั้น ผู้ลงทุน ก. มีจำนวน ปริมาณ และประเภทหลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่จริง

นอกจากการที่ผู้ขายจะต้องมีผลิตภัณฑ์ หรือเชื่อ โดยมเหตุผลอันสมควรว่ามีผลิตภัณฑ์ ในเวลาที่ส่งคำสั่งขายแล้ว ผู้ขายต้องมีสิทธิและสามารถใช้สิทธิที่ขายได้ในขณะที่ส่งคำสั่งขายได้ โดยสิทธิในการขายดังกล่าวต้องไม่ตกอยู่ภายใต้ข้อจำกัดสิทธิ ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B(2) วรรคสอง กล่าวคือผู้ขายมีอำนาจในการโอนผลิตภัณฑ์ หรือสามารถที่จะส่งมอบการครอบครองผลิตภัณฑ์ให้แก่ผู้ซื้อในทันที¹⁷² ฉะนั้น ผู้ที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ และมีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครอง ย่อมเป็นผู้มีสิทธิ และสามารถใช้อิทธิพลที่ขายผลิตภัณฑ์ดังกล่าวได้ เช่น ผู้ลงทุน ก. มีอำนาจโดยตรงในการโอนหลักทรัพย์ แก่ผู้ซื้อแต่เพียงผู้เดียว และสามารถโอนกรรมสิทธิ์แก่ผู้ซื้อได้อย่างเด็ดขาด

¹⁷¹ Australian securities & Investments Commission, **Regulatory guide 196 Short selling(2018)**[Online], 17 March 2021. Available from: <https://asic.gov.au/media/4896780/rg196-published-8-october-2018.pdf>

¹⁷² Ibid., p. 8.

ดังนั้น องค์ประกอบที่สำคัญในการขายผลิตภัณฑืตามทีกฎหมายอนุญาตนั้น ไม่ว่าผู้ใด หรือ บุคคลใดจะเป็นผู้ขาย บุคคลนั้นต้องมี หรือเชื่อโดยมีเหตุอันสมควร ประกอบกับสามารถใช้สิทธิ โดย ไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองผลิตภัณฑืแก่ผู้ซื้อ (a presently exercisable and unconditional right to vest) หากบุคคลที่ตกลงขายผลิตภัณฑืโดยไม่มีผลิตภัณฑื หรือไม่สามารถ แสดงให้เห็นได้ว่า มีเหตุผลอันสมควรว่ามีผลิตภัณฑือยู่จริง ย่อมเป็นการขายหลักทรัพย์โดยไม่มี หลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง (Naked Short Sales) ซึ่งเป็นกระทำที่ฝ่าฝืนพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B (2) และต้องระวางโทษปรับ 25 หน่วย (หรือเท่ากับ 2,500 ดอลลาร์ ออสเตรเลีย¹⁷³) หรือจำคุก 6 เดือน หรือทั้งจำทั้งปรับ สำหรับความผิดครั้งแรก หรือต้องระวางโทษ ปรับ 100 หน่วย (เท่ากับ 100,00 ดอลลาร์ออสเตรเลีย) หรือจำคุก 2 ปี หรือทั้งจำทั้งปรับ สำหรับ ความผิดครั้งต่อไป ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1311 (1) ประกอบตารางแนบที่ 3 (Schedule 3 - Penalties) ดังนั้น เพื่อหลีกเลี่ยงการกระทำที่ฝ่าฝืนกฎหมาย ณ เวลาที่ขาย หลักทรัพย์ บุคคลที่ขายหลักทรัพย์ต้องสามารถใช้สิทธิโดยไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการ ครอบครองผลิตภัณฑืแก่ผู้ซื้อ (a presently exercisable and unconditional right to vest)¹⁷⁴

อย่างไรก็ตาม เครือรัฐออสเตรเลียเห็นว่า ความเสี่ยงที่อาจจะเกิดการผิดนัดการส่งมอบ หลักทรัพย์ที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Sales โดยส่วนใหญ่ มีสาเหตุที่สำคัญมาจากการที่ผู้ขายตกลงส่งคำสั่งขายโดยที่ผู้ขายยังไม่มีสิทธิใน การครอบครองผลิตภัณฑื และไม่มีเงื่อนไขที่จะได้รับผลิตภัณฑืดังกล่าว¹⁷⁵ ฉะนั้น ในกรณีทีบุคคลมี ความประสงค์ในการขายหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นการขายชอร์ต และผู้ขายไม่มีหลักทรัพย์อยู่ใน การครอบครอง ในเวลาที่ส่งคำสั่งขาย แต่ผู้ขายได้ดำเนินการตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดเรียบร้อยแล้ว เครือรัฐออสเตรเลียถือว่าการขายหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าว ไม่เป็นการขายหลักทรัพย์โดยไม่มี หลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือไม่เป็น Naked Short Sales ดังกรณีตัวอย่างดังต่อไปนี้

¹⁷³ Section 1375 (1) "If, because of this Part, an offence can be prosecuted after the commencement in respect of conduct that occurred solely before the commencement, the amount of a penalty unit in respect of that offence is \$100."

¹⁷⁴ Australian securities & Investments Commission, **Regulatory guide 196 Short selling** (2018), p. 7,9.

¹⁷⁵ Australian securities & Investments Commission, **Regulatory guide 196 Short selling** (2018), p. 4-5.

1. การทำสัญญาซื้อผลิตภัณฑ์ ก่อนในเวลาที่จะส่งคำสั่งขาย ตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B (4) กล่าวคือผู้ขายได้ตกลงทำสัญญาซื้อผลิตภัณฑ์ก่อนเวลาทำการขายชอร์ต โดยบุคคลนั้นมีสิทธิที่จะได้รับผลิตภัณฑ์ในครอบครอง ต่อเมื่อสามารถพิสูจน์ได้ว่ามีหลักฐานทั้งหมด หรืออย่างใดอย่างหนึ่ง ได้แก่ หลักฐานการชำระเงินซื้อผลิตภัณฑ์ หรือใบเสร็จที่เป็นตราสารการโอนหลักทรัพย์ของบุคคลนั้น หรือใบเสร็จที่เป็นเอกสาร หรือเป็นเอกสารที่แสดงกรรมสิทธิ์ในผลิตภัณฑ์ของบุคคลนั้น¹⁷⁶

จะเห็นได้ว่า ในกรณีดังกล่าว การที่ผู้ขายมีสิทธิที่จะได้รับมอบผลิตภัณฑ์ตามประเภท และจำนวนเดียวกับคำสั่งขายของตนนั้น ภายหลังจากเวลาที่ผู้ขายได้ส่งคำสั่งขายผลิตภัณฑ์ดังกล่าวไป ซึ่งตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B(2) ถือว่าผู้ขายนั้นยังไม่มีสิทธิในการครอบครองผลิตภัณฑ์ และไม่มีเงื่อนไขที่จะได้รับผลิตภัณฑ์ดังกล่าว จึงเป็นการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือเรียกว่า Naked Short Sales แต่ตามมาตรา 1020B (4) กำหนดยกเว้นให้ผู้ขายสามารถกระทำได้ และไม่มีความผิด หากมีเอกสารหรือหลักฐานตามที่กฎหมายกำหนด

2. การขายผลิตภัณฑ์ ตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดใน ASIC Corporations (Short Selling) Instrument 2018/745 เช่น การขายผลิตภัณฑ์ของผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market makers) ที่เป็นผู้จัดการกองทุนของกองทุนรวม การขายชอร์ตที่เกิดจากการใช้สิทธิที่จะซื้อ หรือขายอนุพันธ์ (Options) การขายชอร์ตในช่วงระยะเวลาการชำระบัญชี ในการเสนอขายหุ้นครั้งแรก เป็นต้น

ดังนั้น กฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลียกำหนดให้การขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Sales) นั้นไม่สามารถทำได้ และมีความผิด ต้องระวางโทษปรับ 2,500 ดอลลาร์ออสเตรเลีย หรือจำคุก 6 เดือน ในกรณีเป็นความผิดครั้งแรก เว้นแต่บุคคลซึ่งเป็นผู้ขายได้แสดงให้เห็นว่า บุคคลดังกล่าวมีหลักทรัพย์ และสามารถขายหลักทรัพย์นั้นได้ โดยไม่มีข้อจำกัดใดๆ ในการส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B(2) หรือเป็นการขายผลิตภัณฑ์ตามที่กฎหมายกำหนด เช่น การขายผลิตภัณฑ์ตามเงื่อนไขมาตรา 1020B(4) หรือการขายผลิตภัณฑ์ตามที่กำหนดใน ASIC Corporations (Short Selling) Instrument 2018/745

¹⁷⁶ Corporations Act 2001 Section 1020B (4)

โดยสรุปแล้ว กฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บุคคลที่ ต้องการขายหลักทรัพย์โดยตรง มีโซ่ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ โดยกฎหมายได้กำหนด หน้าที่ในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B (2) และกำหนดบทลงโทษ ในตารางแนบที่ 3 แห่งพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001

4.2.4 ประเทศญี่ปุ่น

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นคือ พระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ (Financial Instruments and Exchange Act หรือ FIEA)¹⁷⁷ โดยกฎหมายฉบับดังกล่าวได้กำหนดบทนิยามของความหมายของการซื้อขายหลักทรัพย์ ให้หมายความรวมถึงการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ หรือการตกลงซื้อขายตราสารอนุพันธ์ระหว่างกันเอง (Over-the-Counter Derivatives Transactions)¹⁷⁸ ซึ่งการซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้พระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์นั้น กำหนดห้ามมิให้บุคคลใด (A person) กระทำการในกรณีดังต่อไปนี้เป็นการฝ่าฝืนคำสั่งคณะรัฐมนตรี ได้แก่¹⁷⁹

(1) การขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือการขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ ยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ (หรือในลักษณะอื่นที่คณะรัฐมนตรีกำหนด) รวมถึงการมอบหมายให้บุคคล อื่นขายหลักทรัพย์ หรือได้รับการมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์ หรือ

(2) การมอบหมายให้บุคคลอื่นซื้อหลักทรัพย์ในทันทีที่ราคาหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่าราคา หลักทรัพย์ที่ได้รับมอบหมาย จนถึงอย่างน้อยในระดับราคาที่ผู้มอบหมายกำหนด หรือการขาย หลักทรัพย์ในทันทีที่ราคาหลักทรัพย์ปรับลดต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ที่ได้รับมอบหมาย จนถึงอย่างน้อย ในระดับราคาที่ผู้มอบหมายกำหนด

กล่าวคือกฎหมายกำหนดความรับผิด ในกรณีการขายหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ใน ครอบครอง หรือการขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบแก่บุคคลดังต่อไปนี้ 1. บุคคลที่ ขายหลักทรัพย์ 2. บุคคลที่มอบหมายให้บุคคลอื่นขายหลักทรัพย์ 3. บุคคลที่ได้รับมอบหมายในการ ขายหลักทรัพย์ (เช่น ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์)

¹⁷⁷ พระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 (Financial Instruments and Exchange Act หรือ FIEA) มีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 1 เมษายน ค.ศ. 2008.

¹⁷⁸ Financial Instruments and Exchange Act Article 159 (2)

¹⁷⁹ Financial Instruments and Exchange Act Article 162 (1)

หากบุคคลใดขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือขายหลักทรัพย์ โดยไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ ถือว่าเป็นการกระทำที่ฝ่าฝืนพระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 162 (1) และต้องระวางโทษปรับไม่น้อยกว่า 300,000 เยน ตามที่กำหนดใน มาตรา 208-2¹⁸⁰ แต่การกระทำความผิดดังกล่าว ไม่เป็นความผิดทางอาญาแต่อย่างใด

โดยสรุปแล้ว กฎหมายของประเทศญี่ปุ่นกำหนดว่า การขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) นั้นไม่สามารถทำได้ และมีความผิด เว้นแต่บุคคลซึ่งเป็นผู้ขาย หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์มีหลักทรัพย์ หรือได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบแล้ว ตามพระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 162 (1) หากกระทำการฝ่าฝืน ต้องระวางโทษปรับไม่น้อยกว่า 300,000 เยน ตามมาตรา 208-2 ซึ่งจะเห็นได้ว่ากฎหมายของประเทศญี่ปุ่นได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บุคคลที่ต้องการขายหลักทรัพย์ และผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์

4.2.5 ประเทศมาเลเซีย

กฎหมายเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียคือ พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน ค.ศ. 2007 (Capital Markets and Services Act 2007 หรือ CMSA)¹⁸¹ ซึ่งในพระราชบัญญัตินี้ได้กำหนดประเภทของสินค้าที่สามารถซื้อขายแลกเปลี่ยนภายใต้กฎหมายฉบับนี้ เรียกว่า สินค้าในตลาดทุน (Capital Market Products)¹⁸² อันได้แก่ หลักทรัพย์ อนุพันธ์ แผนเกษียณส่วนบุคคล (Private Retirement Scheme) แผนหน่วยลงทุน (Unit Trust Scheme) สินค้า หรือข้อตกลงซึ่งมีพื้นฐานจากหลักทรัพย์หรืออนุพันธ์ หรือทั้งสองอย่างรวมกัน หรือสินค้าอื่นใด ตามที่รัฐมนตรีประกาศกำหนดให้เป็นสินค้าในตลาดทุน

โดยการซื้อขายสินค้าในตลาดทุนดังกล่าว ประเทศมาเลเซียอนุญาตให้บุคคลใดก็ตาม (A person) ขายสินค้าในตลาดทุน ตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดในมาตรา 98(1) เท่านั้น หากบุคคลใดกระทำการฝ่าฝืนหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในมาตรา 98(1) ถือว่าเป็นการกระทำ

¹⁸⁰ Financial Instruments and Exchange Act Article 208-2 “A person that falls under one of the following items is subject to punishment by a non-criminal fine of not more than 300 thousand yen: (ii) a person that violates the provisions of Article 162, paragraph (1) (including as applied mutatis mutandis pursuant to Article 162, paragraph (2));”

¹⁸¹ พระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 (Corporations Act 2001) มีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 15 กรกฎาคม ค.ศ. 2001.

¹⁸² Capital Markets and Services Act 2007 Section 2

ความผิด และต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 5 ล้าน ริงกิตมาเลเซีย หรือจำคุกไม่เกิน 10 ปี หรือทั้งจำทั้งปรับ ตามมาตรา 98(2)¹⁸³

หลักเกณฑ์และเงื่อนไขเรื่องการขายหลักทรัพย์ที่สามารถกระทำได้ และไม่มีความผิดอยู่ในพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน มาตรา 98(1) ดังต่อไปนี้

มาตรา 98 (1) “ภายใต้บังคับตามมาตรา นี้ และข้อบังคับใดๆ ที่ทำขึ้น ห้ามมิให้บุคคลขายหลักทรัพย์ เว้นแต่ในเวลาทีบุคคลขายหลักทรัพย์

(a) บุคคลนั้นมี หรือกรณีขายในฐานะเป็นตัวแทน ตัวการนั้นมี หรือ

(b) บุคคลนั้นเชื่อ โดยมีเหตุอันสมควรจะเชื่อได้ว่าบุคคลมี หรือกรณีขายในฐานะเป็นตัวแทน ตัวแทนเชื่อและมีเหตุอันสมควรจะเชื่อได้ว่าตัวการมีหลักทรัพย์

และมีสิทธิในขณะนั้น และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ”

กล่าวคือ บุคคลที่ต้องการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวต้องมีหลักทรัพย์ หรือเชื่อโดยมีเหตุอันสมควรจะเชื่อได้ว่ามีหลักทรัพย์ในการครอบครองของตนเองโดยการมีหลักทรัพย์ ต้องเป็นสิทธิที่จะได้รับหลักทรัพย์ขณะที่มีการขายหลักทรัพย์นั้น และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ

พระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุนได้อธิบายความหมายของหลักเกณฑ์และเงื่อนไขตามมาตรา 98(1) วรรคสองที่ระบุว่า “สิทธิที่จะได้รับขณะนั้น และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ” เพิ่มเติม กล่าวคือ การที่ผู้ขายสามารถโอนหลักทรัพย์ด้วยตนเอง หรือสิทธิดังกล่าวขึ้นอยู่กับความควบคุมของตนเองแก่ผู้ซื้อ ในเวลาใดเวลาหนึ่ง มิจำเป็นต้องมีสิทธิดังกล่าวตลอดเวลาที่ส่งคำสั่ง¹⁸⁴ นอกจากนั้น “ข้อจำกัดสิทธิ” นั้นหมายความรวมถึงหลักทรัพย์ที่อาจถูกเรียกเก็บเงินในภายหลัง หรือผู้ขายได้นำไปจำหน่าย เพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่น ในการประกันการชำระหนี้

¹⁸³ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98(2) “A person who contravenes subsection (1) commits an offence and shall, on conviction, be liable to a fine not exceeding five million ringgit or to imprisonment for a term not exceeding ten years or to both.”

¹⁸⁴ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98(3) “For the purposes of subsection (1)– (a) person who, at any particular time, has a presently exercisable and unconditional right to have securities vested in him or in accordance with directions shall be deemed to have at that time a presently exercisable and unconditional right to vest the securities in another person; and”

เรียบร้อยแล้ว¹⁸⁵ กล่าวคือหากผู้ขายได้ตกลงเงื่อนไขแก่บุคคลอื่น ๆ ในการส่งมอบหลักทรัพย์ หรือได้นำหลักทรัพย์ไปจำหน่ายเพื่อประกันหนี้บุคคลอื่น ถือว่าผู้ขายไม่มีสิทธิที่จะได้รับขณะนั้น และมีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ ซึ่งหากผู้ขายได้ขายหลักทรัพย์โดยมีข้อจำกัดสิทธิดังกล่าวถือว่า เป็นการขายหลักทรัพย์ที่ฝ่าฝืนพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน มาตรา 98 (1) ต้องระวางโทษตามมาตรา 98(2)

อย่างไรก็ตาม ประเทศมาเลเซียได้กำหนดข้อยกเว้นของการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือเรียกว่า Naked Short Selling นั้น นอกเหนือการที่บุคคลที่เป็นผู้ขายจะต้องมีสินค้าในตลาดทุน หรือได้ยืมสินค้าในตลาดทุนแล้ว ปรากฏอยู่ในพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน มาตรา 98(4) ดังต่อไปนี้

1. การขายหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นโดยผู้ที่ได้รับอนุญาตในการให้บริการตลาดทุน (Capital Markets Services Licence) ประเภทการซื้อขายหลักทรัพย์ และมีความเชี่ยวชาญในการทำธุรกรรมซื้อขายเศษหลักทรัพย์ (odd lots) จำนวนมาก และต้องมีวัตถุประสงค์เพื่อการรับคำสั่งซื้อหลักทรัพย์จำนวนมาก หรือการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาเสนอขาย (marketable parcel)¹⁸⁶

ผู้ที่ได้รับอนุญาตในการให้บริการตลาดทุน คือผู้ที่ได้รับอนุญาตให้สามารถดำเนินธุรกิจที่กฎหมายได้มีการควบคุมและกำกับดูแลไว้ซึ่งธุรกิจที่มีการควบคุมและกำกับดูแล ได้แก่ ธุรกิจการซื้อขายหลักทรัพย์ ธุรกิจการซื้อขายตราสารล่วงหน้า ธุรกิจการจัดการด้านการลงทุน เป็นต้น โดยผู้ที่ได้รับอนุญาตมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดต่างๆ ที่ระบุในพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดคุณสมบัติของกรรมการ การดำรงเงินทุน เป็นต้น

¹⁸⁵ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98(3) “For the purposes of subsection (1) (b) a right of a person to vest securities in another person shall not be deemed not to be unconditional by reason only of the fact that the securities are charged or pledged in favour of another person to secure the repayment of monies.”

¹⁸⁶ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98 (4) (a)

2. การขายหลักทรัพย์ที่ผู้ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ได้ตกลงเข้าทำสัญญาซื้อหลักทรัพย์ และมีสิทธิที่จะได้รับหลักทรัพย์ในครอบครอง โดยมีครบองค์ประกอบตามเงื่อนไขอย่างใดอย่างหนึ่ง หรือทั้งหมดดังต่อไปนี้ ได้แก่ หลักฐานการชำระเงินซื้อผลิตภัณฑ์ หรือใบเสร็จรับเงินการโอนตราสาร หรือใบเสร็จรับเงินที่เป็นเอกสารแสดงกรรมสิทธิ์¹⁸⁷

3. การขายหลักทรัพย์ตามประเภทหลักทรัพย์ที่กำหนดในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ (The rules of the stock exchange) และปฏิบัติข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ และเป็นการขายที่เกิดขึ้นโดยบริษัทร่วมขององค์กรที่เป็นผู้ออก หรือจัดหาหลักทรัพย์¹⁸⁸

4. การขายหลักทรัพย์ระยะสั้น (The short-term money market) ที่ธนาคารกลางมาเลเซีย (Bank Negara) อนุญาต¹⁸⁹

5. การซื้อขายแลกเปลี่ยนอนุพันธ์ในตลาดอนุพันธ์¹⁹⁰

โดยสรุปแล้ว กฎหมายของประเทศมาเลเซียกำหนดว่า การขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) นั้นไม่สามารถทำได้ และมีความผิด ต้องระวางโทษปรับ และหรือโทษจำคุก เว้นแต่บุคคลซึ่งเป็นผู้ขาย หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ขายได้แสดงให้เห็นว่า ผู้ขายดังกล่าวมีหลักทรัพย์ และสามารถขายหลักทรัพย์นั้นได้ โดยไม่มีข้อจำกัดใดๆ ในการส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ ตามพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน มาตรา 98(1) เว้นแต่ผู้ขายมีหลักทรัพย์ หรือได้ยืมหลักทรัพย์ หรือเข้าช้อยกเว้นที่กฎหมายอนุญาตให้สามารถขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองได้ ซึ่งการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบทั้งหมดเป็นความรับผิดชอบของบุคคลที่ต้องการขายหลักทรัพย์ และผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์

4.2.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Ordinance 2002 หรือ SFO) เป็นกฎหมายที่ใช้ในการควบคุมการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และกำกับดูแลการทำธุรกรรมในตลาดทุน ซึ่งเขตปกครองพิเศษฮ่องกงกำหนดห้ามการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และห้ามการ

¹⁸⁷ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98 (4) (b)

¹⁸⁸ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98 (4) (c)

¹⁸⁹ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98 (4) (d)

¹⁹⁰ Capital Markets and Services Act 2007 Section 98 (4) (f)

ขายชอร์ตที่ไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ (Uncovered Short Selling) เว้นแต่เป็นการขายหลักทรัพย์ที่กฎหมายได้อนุญาตไว้ หากดำเนินการฝ่าฝืนหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดมีความผิด ซึ่งอาจเป็นความผิดทางอาญา ต้องระวางโทษปรับในระดับ 6 (เท่ากับ 100,000 ดอลลาร์ฮ่องกง¹⁹¹) และจำคุก 2 ปี¹⁹²

การขายหลักทรัพย์ที่ไม่เป็นการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และไม่เป็นการขายชอร์ตที่ไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ (Uncovered Short Selling) นั่นคือ บุคคล (A person) ซึ่งเป็นผู้ขายนั้นต้องมีหรือเชื่อ และมีเหตุผลอันควรที่จะเชื่อได้ว่ามีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และในขณะนั้น สามารถใช้สิทธิโดยไม่มีข้อจำกัดสิทธิในการส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อได้ ปรากฏตามข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 170(1) ดังนี้

ข้อ 170(1) “ภายใต้ข้อ 170 (2) และ (3) ห้ามบุคคลใดขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เว้นแต่ในกรณีดังต่อไปนี้

(a) บุคคลนั้นมี หรือในกรณีขายในฐานะเป็นตัวแทน ตัวการนั้นมี หรือ

(b) บุคคลนั้นเชื่อ และมีเหตุอันควรที่จะเชื่อได้ว่าบุคคลนั้นมีหลักทรัพย์ หรือกรณีทำในฐานะตัวแทนเชื่อและมีเหตุอันควรที่จะเชื่อได้ว่าตัวการมีหลักทรัพย์

ในขณะนั้น ต้องสามารถใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว”

กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือเชื่อและมีเหตุอันควรที่จะเชื่อได้ว่าบุคคลนั้นมีหลักทรัพย์ และกรณีที่ขายในฐานะของตัวแทน และเชื่อได้ว่าตัวการมีหลักทรัพย์ และการมีหลักทรัพย์นั้นต้องสามารถใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ได้ (a presently exercisable and unconditional right to vest the securities in the purchaser)

¹⁹¹ Chapter 221 Criminal Procedure Ordinance, schedule 8 – Level of fines for offences

¹⁹² Securities and Futures Ordinance 2002 section 170(4) “A person who contravenes subsection (1) commits an offence and is liable on conviction to a fine at level 6 and to imprisonment for 2 years.”

ข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้อธิบายความหมายของข้อ 170(1) วรรคสองเพิ่มเติมว่า “ข้อจำกัดสิทธิ” นั้นหมายความรวมถึง ผู้ขายตกลงผูกพันเงื่อนไขเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรือผู้ขายได้นำหลักทรัพย์ไปจำหน่าย เพื่อประกันหนี้บุคคลอื่น ถือว่าผู้ขายมีข้อจำกัดสิทธิในการส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์¹⁹³ นอกจากนี้กฎหมายได้กำหนดค่านิยมของ “ใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ ในการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว” เพิ่มเติม คือ การที่ผู้ขายมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ได้ ถือว่าผู้ขายสามารถใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ ในการซื้อขายหลักทรัพย์¹⁹⁴

ยิ่งไปกว่านั้น หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ฮ่องกงได้ยกตัวอย่าง การขายหลักทรัพย์ที่ถือว่าผู้ขายหลักทรัพย์สามารถ “ใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ ในการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว” ตาม SFO ข้อ 170(1) วรรคสองแล้ว ดังนี้¹⁹⁵ 1. ก่อนที่ผู้ลงทุนส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนได้ซื้อหลักทรัพย์แล้ว แต่ผู้ลงทุนยังไม่ได้รับมอบหลักทรัพย์ ถือว่าเป็นการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป และไม่เป็นการขัดต่อ SFO ข้อ 170(1) 2. ผู้ลงทุนได้ให้บุคคลอื่นยืมหลักทรัพย์ แต่ผู้ลงทุนมีสิทธิที่จะเรียกหลักทรัพย์คืนได้ ตามสัญญายืมหลักทรัพย์ ถือว่าเป็นการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป และไม่เป็นการขัดต่อ SFO ข้อ 170(1) เป็นต้น

นอกจากข้อยกเว้นตามตัวอย่างที่หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ฮ่องกงแล้ว เขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้กำหนดข้อยกเว้นเพิ่มเติม ปรากฏอยู่ในข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 170(3) ดังต่อไปนี้

1. บุคคลใดที่กระทำโดยสุจริต น่าเชื่อถือ และมีเหตุอันควรจะเชื่อได้ว่า มีกรรมสิทธิ์ หรือมีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์ที่ขายตามความหมายที่ระบุใน (1)¹⁹⁶

¹⁹³ Securities and Futures Ordinance 2002 section 170(2)(c)

¹⁹⁴ Securities and Futures Ordinance 2002 section 170(2)(b)

¹⁹⁵ Securities and Futures Commission, **The Guidance Note on Short Selling Reporting and Stock Lending Record Keeping Requirements**[Online], 16 March 2 5 6 4. Available from: <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidance-note-on-short-selling-reporting-and-st/guidance-note-on-short-selling-reporting-and-stock-lending-record-keeping-requirements.pdf>

¹⁹⁶ Securities and Futures Ordinance 2002 section 170(3)(a)

2. การขายหลักทรัพย์ที่กระทำโดยตัวแทนของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ (Intermediary) ประเภทที่ 1 ที่กระทำโดยสุจริต โดยได้รับมอบหมายจากบุคคลอื่น และมีเหตุอันควรจะเชื่อได้ว่า บุคคลที่มอบหมายนั้นมีกรรมสิทธิ์ หรือมีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์ที่ขาย¹⁹⁷

กล่าวคือ หากผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้รับมอบหมายจากบุคคลอื่นให้ขายหลักทรัพย์ หากผู้ประกอบธุรกิจกระทำการโดยสุจริต และได้รับการยืนยันจากบุคคลที่มอบหมายว่า บุคคลนั้นมีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครองจริง ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ถือว่า การขายหลักทรัพย์ดังกล่าว ไม่เป็นการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่มีความผิด และไม่ต้องรับโทษตามข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 170(4)

3. การขายหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นโดยสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (Exchange participant) ที่ดำเนินการในฐานะตัวการในการซื้อขายเศษหลักทรัพย์ (odd lots) ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนดในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์¹⁹⁸

4. การขายหลักทรัพย์ ที่เป็นการทำธุรกรรมที่จะซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทอนาคต (Put option)¹⁹⁹

โดยสรุปแล้ว กฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงกำหนดว่า การขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และการขายชอร์ตที่ไม่ได้ยึดหลักทรัพย์ (Uncovered Short Selling) นั้นไม่สามารถกระทำได้ และมีความผิด ต้องระวางโทษปรับ 100,000 ดอลลาร์ฮ่องกง และจำคุก 2 ปี เว้นแต่บุคคลซึ่งเป็นผู้ขาย หรือผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ขายได้แสดงให้เห็นว่า ผู้ขายดังกล่าวมีหลักทรัพย์ และสามารถขายหลักทรัพย์นั้นได้ โดยไม่มีข้อจำกัดใดๆ ในการส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ ตามข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 170(1) ซึ่งจะเห็นได้ว่า กฎหมายกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บุคคลที่ต้องการขายหลักทรัพย์ และผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

¹⁹⁷ Securities and Futures Ordinance 2002 section 170(3)(b)

¹⁹⁸ Securities and Futures Ordinance 2002 section 170(3)(c)

¹⁹⁹ Securities and Futures Ordinance 2002 section 170(3)(d)

4.3 หลักเกณฑ์การขายชอร์ต

จากการศึกษามาตรการทางกฎหมายในแต่ละประเทศจะเห็นได้ว่า การขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) นั้นไม่สามารถกระทำได้ หากกระทำการฝ่าฝืนเป็นความผิด และต้องระวางโทษทางอาญา เว้นแต่สาธารณรัฐสิงคโปร์ที่ไม่ได้กำหนดห้ามการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) โดยกฎหมายในสาธารณรัฐสิงคโปร์อนุญาตทั้งการกระทำ Naked Short Selling หรือการขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ (Uncovered Short Sales) และการขายชอร์ตที่ยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ (Covered Short Sales)

เพื่อมิให้การขายชอร์ตหลักทรัพย์เป็นการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) ที่กฎหมายได้บัญญัติเป็นความผิดนั้น ผู้ขายชอร์ตจึงต้องปฏิบัติตามหน้าที่ให้ครบองค์ประกอบตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กฎหมายในแต่ละประเทศได้กำหนด โดยหลักเกณฑ์และเงื่อนไขดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ขายชอร์ตสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ที่ยืมภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนดได้ และไม่เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขการขายชอร์ตแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ซึ่งสามารถแบ่งแยกได้ ดังต่อไปนี้

4.3.1 สหรัฐอเมริกา

ภายใต้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ได้กำหนดคำนิยามของการขายชอร์ตปรากฏใน Regulation of Short Sales หรือ Regulation SHO ข้อ 200(a) “การขายชอร์ตหมายความว่า การขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายไม่ได้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ หรือการขายใดๆ ที่บรรลุผลโดยการส่งมอบหลักทรัพย์ ที่ผู้ขายชอร์ตได้ยืมมา” ดังนั้น หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่สำคัญในการขายชอร์ตคือ การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

ใน Regulation SHO ได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของการยืมหลักทรัพย์ เพื่อการขายชอร์ตไว้ กล่าวคือกฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (broker) หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ (dealer) ต้องดำเนินการยืมหลักทรัพย์แทนผู้ขายชอร์ต หรือนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ได้ตรวจสอบแล้ว และมีเหตุอันควรที่จะเชื่อได้ว่า ผู้ขายชอร์ตได้ยืมหลักทรัพย์แล้ว (Locate Requirement) ปรากฏตาม Regulation SHO ข้อ 203(b)(1)

กล่าวคือการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตสามารถกระทำได้ทั้งหมด 2 ประเภท ได้แก่ (1) บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์แทนผู้ขายชอร์ต (2) ผู้ลงทุนดำเนินการยืมหลักทรัพย์ด้วยตนเอง ดังต่อไปนี้

(1) นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ (ต่อไปนี้จะเรียกว่า ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์) จะส่งคำสั่งขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตไปยังตลาดหลักทรัพย์ได้ ต่อเมื่อผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์แทนผู้ขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว หรือผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้จัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์แก่ผู้ขายชอร์ต ตามจำนวน ปริมาณ มูลค่าตรงกับคำสั่งขายชอร์ต²⁰⁰ ทั้งนี้ การยืมหลักทรัพย์ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะต้องกระทำเป็นลายลักษณ์อักษร²⁰¹

(2) ในกรณีที่ผู้ขายชอร์ตไม่ต้องการให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ดำเนินการยืมหลักทรัพย์แทน กฎหมายอนุญาตให้ผู้ขายชอร์ตดำเนินการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตด้วยตนเองได้ แต่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะส่งคำสั่งขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตไปยังตลาดหลักทรัพย์ ต่อเมื่อผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้ดำเนินการตรวจสอบและมีเหตุอันควรที่จะเชื่อได้ว่า ผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว²⁰² ทั้งนี้ การยืมหลักทรัพย์ของผู้ขายชอร์ตจะต้องกระทำเป็นลายลักษณ์อักษร²⁰³ หากผู้ขายชอร์ตไม่ดำเนินการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตถือว่าผู้ขายชอร์ตฝ่าฝืน Regulation SHO ข้อ 203(b) และถือว่าผู้ขายชอร์ตฝ่าฝืนพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 มาตรา 10b-21 ผู้ขายชอร์ตต้องรับผิดชอบ

สำหรับ Regulation SHO ข้อ 203(b)(1)(ii) คำว่า “มีเหตุอันควรที่จะเชื่อ” กฎหมายไม่ได้กำหนดว่า ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะต้องตรวจสอบอย่างไร หรือเชื่อถือน้อยเพียงใด แต่ในทางปฏิบัตินั้น ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะให้ผู้ขายชอร์ตแสดงเอกสารที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ได้ยืนยันแก่ผู้ยืมหลักทรัพย์ว่า ผู้ให้ยืมมีหลักทรัพย์เพียงพอกับการขายชอร์ต

สำหรับความคิดเห็นของสำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาคือ หากผู้ขายชอร์ตตกลงยืมหลักทรัพย์ที่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ได้กำหนดเป็นรายชื่อหลักทรัพย์ที่สามารถยืมได้ง่าย หรือเรียกว่า Easy to borrow ถือว่าผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีเหตุอันควรที่จะเชื่อได้แล้วว่าได้มีการ

²⁰⁰ Regulation of Short Sales Rule 203(b)(1)(i)

²⁰¹ Regulation of Short Sales Rule 203(b)(1)(iii)

²⁰² Regulation of Short Sales Rule 203(b)(1)(ii)

²⁰³ Regulation of Short Sales Rule 203(b)(1)(iii)

ยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแล้ว และสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ ในวันที่ต้องส่งมอบหลักทรัพย์ได้ ตาม Regulation SHO ข้อ 203 (b) (1) (ii) แต่อย่างไรก็ตาม ในกรณีรายชื่อหลักทรัพย์ที่สามารถยืมได้ยาก หรือเรียกว่า Hard to borrow ไม่ได้หมายความว่า ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่มีเหตุอันควร จะเชื่อได้แล้วว่า ได้มีการยืมหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ขึ้นกับแต่ละสถานการณ์²⁰⁴

อย่างไรก็ตาม กฎหมายได้ยกเว้นหน้าที่ของนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ ไม่ต้องปฏิบัติตาม Regulation SHO ข้อ 203(b)(1) ในกรณีดังต่อไปนี้²⁰⁵ 1. นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ได้รับคำสั่งขายชอร์ตจากผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่ได้ปฏิบัติหน้าที่ ตาม Regulation SHO ข้อ 203(b)(1) เรียบร้อยแล้ว 2. การขายหลักทรัพย์ที่กฎหมายถือว่าผู้ขาย เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ตามที่กำหนดใน Regulation SHO ข้อ 200²⁰⁶ และนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ได้รับข้อมูลจากผู้ขายหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว 3. การขายชอร์ตของผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) 4. การทำธุรกรรมอนุพันธ์ เป็นต้น

ภายหลังจากที่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ดำเนินการตามที่กำหนดใน Regulation SHO ข้อ 203 (b) เรียบร้อยแล้ว ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการระบุว่า คำสั่งขายหลักทรัพย์ดังกล่าวคือคำสั่งประเภทใด²⁰⁷ เช่น เป็นคำสั่งซื้อ หรือคำสั่งขาย หรือคำสั่งขายชอร์ต เมื่อผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ดำเนินการเรียบร้อยแล้ว ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ถึงจะสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตไปยัง ตลาดหลักทรัพย์ได้

²⁰⁴ Securities and Exchange Commission, **Federal register part iii securities and exchange commission**[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.pdf>

²⁰⁵ Regulation of Short Sales Rule 200 (b)(2)

²⁰⁶ Regulation of Short Sales Rule 200 “(b) A person shall be deemed to own a security if: (1) The person or his agent has title to it; or (2) The person has purchased, or has entered into an unconditional contract, binding on both parties thereto, to purchase it, but has not yet received it; or (3) The person owns a security convertible into or exchangeable for it and has tendered such security for conversion or exchange; or (4) The person has an option to purchase or acquire it and has exercised such option; or (5) The person has rights or warrants to subscribe to it and has exercised such rights or warrants; or n(6) The person holds a security futures contract to purchase it and has received notice that the position will be physically settled and is irrevocably bound to receive the underlying security.”

²⁰⁷ Regulation of Short Sales Rule 200 (g)

เมื่อผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ดำเนินการส่งคำสั่งขายชอร์ต และในวันที่ต้องส่งมอบหลักทรัพย์ ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ตามคำสั่งการขายชอร์ตได้ ไม่ว่าจะมีความรับผิดชอบของผู้ขายชอร์ต หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่ตาม Regulation SHO กฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกสำนักหักบัญชี มีหน้าที่ในการปิดสถานะการผิन्दการส่งมอบหลักทรัพย์ (Close-out Requirement) ตามที่กำหนดใน Regulation SHO ข้อ 204 กล่าวคือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกสำนักหักบัญชีต้องดำเนินการซื้อ หรือดำเนินการยืมหลักทรัพย์ เพื่อปิดสถานะการผิन्दในการส่งมอบหลักทรัพย์จากการขายชอร์ต และต้องดำเนินการให้เรียบร้อยไม่ช้าเกิน 1 วัน หลังจากวันที่ควรต้องส่งมอบ (T+3) ยกเว้นกรณีดังต่อไปนี้²⁰⁸

1. ในกรณีที่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์แสดงบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ และบันทึกการซื้อหลักทรัพย์ที่สามารถพิสูจน์ได้ว่าการผิन्दเกิดจากการซื้อหลักทรัพย์ กฎหมายขยายระยะเวลาให้ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ดำเนินการปิดสถานะการผิन्दในการส่งมอบหลักทรัพย์ไม่ช้าเกินกว่า 3 วัน หลังจากวันที่ควรต้องส่งมอบ (T+5)²⁰⁹

2. ในกรณีที่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์สามารถพิสูจน์ได้ว่าการผิन्दเกิดจากการขายหลักทรัพย์ของผู้ขายหลักทรัพย์ที่กฎหมาย ถือว่าผู้ขายหลักทรัพย์เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ตาม Regulation SHO ข้อ 200 และผู้ขายหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะส่งมอบหลักทรัพย์ทันที กฎหมายขยายระยะเวลาให้ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ดำเนินการปิดสถานะการผิन्दในการส่งมอบหลักทรัพย์ไม่ช้าเกินกว่า 35 วัน หลังจากวันที่ควรต้องส่งมอบ (T+36)²¹⁰

3. ในกรณีที่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ผิन्दการส่งมอบหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยสุจริต หรือเป็นการกระทำของผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market maker) เป็นต้น กฎหมายขยายระยะเวลาให้ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ดำเนินการปิดสถานะการผิन्दในการส่งมอบหลักทรัพย์ไม่ช้าเกินกว่า 3 วัน หลังจากวันที่ควรต้องส่งมอบ (T+5)²¹¹

²⁰⁸ Regulation of Short Sales Rule 204 (a)

²⁰⁹ Regulation of Short Sales Rule 204 (a)(1)

²¹⁰ Regulation of Short Sales Rule 204 (a)(2)

²¹¹ Regulation of Short Sales Rule 204 (a)(3)

4. ในกรณีที่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ผิณฑ์การส่งมอบหลักทรัพย์ต่อเนื่องเป็นเวลา 13 วัน และหลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในรายชื่อของ Threshold securities (หรือรายชื่อตราสารทุนที่มีการผิณฑ์ในการส่งมอบหลักทรัพย์เป็นเวลาติดต่อกัน 5 วัน และรวมถึงรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในการควบคุมดูแลเป็นพิเศษของ Self-Regulatory organization หรือ SRO) ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องปิดสถานะการผิณฑ์ในการส่งมอบหลักทรัพย์ในทันที โดยการซื้อหลักทรัพย์ตามจำนวน และปริมาณของหลักทรัพย์ที่ผิณฑ์การส่งมอบ²¹²

ตราบใดที่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกสำนักหักบัญชีไม่สามารถซื้อ หรือยืมหลักทรัพย์ เพื่อปิดสถานะการผิณฑ์ในการส่งมอบหลักทรัพย์จากการขายชอร์ต กฎหมายกำหนดห้ามผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และสมาชิกสำนักหักบัญชีดำเนินการส่งคำสั่งขายชอร์ต โดยที่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ เพื่อการขายชอร์ต (Pre-borrow)²¹³ เว้นแต่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์รับรองแก่สมาชิกสำนักหักบัญชีว่า ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ได้ผิณฑ์การส่งมอบหลักทรัพย์ หรือเข้าช้อยกเว้นตาม Regulation SHO ข้อ 204(e) เช่น การซื้อหรือการยืมหลักทรัพย์ โดยสุจริต เป็นต้น

ดังนั้น หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาที่สำคัญคือ การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต โดยกฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เท่านั้นในการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต โดยการที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดหาหลักทรัพย์แทนผู้ขายชอร์ต หรือบริษัทหลักทรัพย์ได้ตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนแล้ว แต่อย่างไรก็ตามกฎหมายได้ยกเว้นหน้าที่การตรวจสอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หากเป็นการขายชอร์ตตาม Regulation of Short Sales Rule 200 (b)(2) เช่น การขายชอร์ตที่กฎหมายถือว่าผู้ขายเป็นเจ้าของหลักทรัพย์แล้ว เป็นต้น

อีกทั้ง กฎหมายได้กำหนดความรับผิดแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ในการปิดสถานะการขายชอร์ต รวมถึงห้ามการส่งคำสั่งขายชอร์ตโดยไม่มีการยืมหลักทรัพย์แล้ว จนกว่าผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะดำเนินการปิดสถานะการผิณฑ์แล้วเสร็จ อย่างไรก็ตามกฎหมายไม่ได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เคร่งครัดมาก เนื่องจากกฎหมายได้ยกเว้นหน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต หากผู้ขายชอร์ตส่งคำสั่งขายชอร์ตในรายชื่อหลักทรัพย์ Easy to

²¹² Regulation of Short Sales Rule 203 (b)(3)

²¹³ Regulation of Short Sales Rule 204 (b)

borrow อีกทั้ง กฎหมายได้กำหนดความรับผิดแก่ผู้ขายชอร์ต ในกรณีที่ตรวจสอบแล้วพบว่าผู้ขายชอร์ตหลอกลวงผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ ตามที่ได้กำหนดในพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 10b-21

4.3.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (The Securities and Futures Act) หรือ “กฎ SFA” ได้แบ่งการขายชอร์ตออกเป็น 2 ประเภท²¹⁴ ได้แก่ 1. Covered Short Selling คือ การที่ผู้ขายตกลงยืม หรือตกลงที่จะยืมหลักทรัพย์ ก่อนมีการขายชอร์ต กับ 2. Uncovered Short Selling หรือ Naked Short Selling หรือผู้ขายไม่ได้ครอบครองหลักทรัพย์ในเวลาที่จะตกลงขาย หรือไม่ได้ตกลงที่จะยืมหลักทรัพย์ก่อนการขายชอร์ต โดย Uncovered Short Selling หรือ Naked Short Selling สามารถกระทำได้ อย่างไรก็ตาม หากผู้ขายไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ผู้ขายต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ทั้งหมด

กฎ SFA จึงได้แบ่งการหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของการขายชอร์ต แบบ Covered Short Selling ตามประเภทการรายงานทั้งหมด 2 ระดับ ได้แก่ 1. การเปิดเผยการขายชอร์ต (Short Sell Order) 2. การรายงานการขายชอร์ต (Short Position) โดยในหัวข้อนี้จะกล่าวถึงเฉพาะการเปิดเผยการขายชอร์ต (Short Sell Order) ดังนี้

กฎ SFA ได้กำหนดคำนิยามของความหมาย ‘Short Sell Order’ หมายความว่า การสั่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ที่กฎหมายอนุญาต โดยที่บุคคลที่ทำคำสั่งขายไม่มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์นั้น ในเวลาที่ทำคำสั่งขาย²¹⁵ กล่าวคือ หากผู้ขายจะส่งคำสั่งขายชอร์ตแบบ Short Sell Order ได้ต่อเมื่อผู้ขายไม่มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์นั้น ซึ่งความหมายของ “การไม่มีส่วนได้เสีย²¹⁶” รวมถึงผู้ขายได้ทำสัญญา ยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ หรือผู้ขายมีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครอง แต่ได้ขายหลักทรัพย์ไปทั้งหมดแล้ว ดังนั้น การขายชอร์ตแบบ Short Sell Order คือผู้ขายไม่ได้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ตามกฎหมาย หรือเป็นผู้รับประโยชน์จากความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ หรือมีอำนาจในหลักทรัพย์ไม่ว่าโดยตรง โดย อ้อม ชัดแจ้ง หรือโดยปริยาย

²¹⁴ Monetary Authority of Singapore, GUIDELINES ON THE REGULATION OF SHORT SELLING[Online], 17 March 2021. Available from: <https://www.mas.gov.sg/regulation/guidelines/guidelines-on-the-regulation-of-short-selling>

²¹⁵ The Securities and Futures Act Section 137ZH (1)

²¹⁶ The Securities and Futures Act Section 137ZH (3)

ผู้ขายที่ต้องการขายชอร์ตแบบ Short Sell Order จะสามารถขายหลักทรัพย์ตามที่กฎหมายได้กำหนดเท่านั้น (Specified capital markets products) และผู้ขายมีหน้าที่ในการเปิดเผยการขายชอร์ตต่อตลาดหลักทรัพย์ ปราบกฏตามกฎ SFA มาตรา 137ZJ

กล่าวคือ หากผู้ลงทุนที่ตกลงขายหลักทรัพย์โดยไม่มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์ และส่งคำสั่งการขายชอร์ตดังกล่าวผ่านตัวแทน หรือบริษัทหลักทรัพย์ ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการเปิดเผยต่อตัวแทน หรือบริษัทหลักทรัพย์ว่า ตนมีเจตนาในการสั่งคำสั่งขายชอร์ต และระบุจำนวน ปริมาณ หรือมูลค่าหลักทรัพย์ที่ต้องการขายชอร์ตแก่ตัวแทน หรือบริษัทหลักทรัพย์²¹⁷

เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ตรวจสอบแล้วว่า ผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขดังกล่าวครบถ้วนแล้ว บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลที่ได้รับแก่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์²¹⁸ หากตัวแทน หรือบริษัทหลักทรัพย์เห็นว่า ผู้ขายชอร์ตไม่ได้ปฏิบัติตามเงื่อนไข เช่น ผู้ขายไม่ได้แสดงเจตนาในการขายชอร์ต หรือไม่ได้ระบุจำนวน ปริมาณ หรือมูลค่าหลักทรัพย์ที่ต้องการขายชอร์ต ตัวแทน และบริษัทหลักทรัพย์ต้องไม่ส่งคำสั่งการขายชอร์ตแก่ตลาดหลักทรัพย์โดยเด็ดขาด หากตัวแทน หรือบริษัทหลักทรัพย์ฝ่าฝืนโดยไม่ได้ตรวจสอบคำสั่งการขายชอร์ต ตัวแทน หรือบริษัทหลักทรัพย์มีความผิดอาญา และต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 25,000 ดอลลาร์สิงคโปร์ ตามที่กำหนดในมาตรา 137ZJ(4)

4.3.3 เครือรัฐออสเตรเลีย

หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของเครือรัฐออสเตรเลียได้อธิบายความหมายของการขายชอร์ต (Short Sale) หมายความว่า “การที่บุคคลขายผลิตภัณฑ์ ที่ผู้ขายมิได้เป็นเจ้าของผลิตภัณฑ์นั้น โดยคาดหวังว่าจะซื้อผลิตภัณฑ์ดังกล่าวคืน เมื่อราคาปรับตัวลดลง²¹⁹” โดยการขายชอร์ตสามารถเป็นได้ทั้ง Naked Short Sales หรือการขายชอร์ตแบบ Covered Short Sales

กล่าวคือ หากบุคคลส่งคำสั่งขายชอร์ตโดยบุคคลดังกล่าวไม่ได้ทำสัญญาอิมหลักทรัพย์ ถือว่าบุคคลดังกล่าวกระทำการ Naked Short Sales ซึ่งเป็นการกระทำที่ฝ่าฝืนพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 ตามมาตรา 1020B (2) ต้องระวางโทษปรับตามมาตรา 1311(1) ในทางกลับกัน หากบุคคลส่งคำสั่งขายชอร์ต และได้อาศัยข้อตกลงของสัญญาอิมหลักทรัพย์โดยไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบ

²¹⁷ The Securities and Futures Act section 137ZJ(1)

²¹⁸ The Securities and Futures Act section 137ZJ(3)

²¹⁹ Australian securities & Investments Commission, **Regulatory guide 196 Short selling (2018)**, p. 4.

การครอบครองผลิตภัณฑ์แก่ผู้ซื้อ ในขณะที่ทำการขาย ตามที่กำหนดในมาตรา 1020B(2) วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 ถือว่าเป็นการขายชอร์ตแบบ Covered Short Sales²²⁰

ดังนั้น หลักเกณฑ์ที่สำคัญของการขายชอร์ตแบบ Covered Short Sales ที่ถูกต้องตามกฎหมายคือ การที่ผู้ขายชอร์ตต้องสามารถ ‘ใช้สิทธิในขณะนั้น โดยไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองผลิตภัณฑ์แก่ผู้ซื้อ²²¹’ หรือการที่ผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบผลิตภัณฑ์ให้แก่ผู้ซื้อ เช่น ผู้ขายชอร์ตเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต หรือผู้ขายชอร์ตได้รับการรับประกันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (Firm commitment)²²² ว่าผู้ให้ยืมหลักทรัพย์สามารถส่งมอบผลิตภัณฑ์แก่ผู้ขายชอร์ตได้ ซึ่งกฎหมายมิได้กำหนดแบบของการรับประกันการยืมผลิตภัณฑ์ของผู้ให้ยืม แต่สำหรับความเห็นของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์เห็นว่า การรับประกัน (Firm commitment) ควรทำเป็นลายลักษณ์อักษร²²³

จากการสังเกตจะเห็นได้ว่า เครื่องรัฐออสตรเลียมีความเห็นว่า การแสดงสัญญายืมและให้ยืมผลิตภัณฑ์ และเอกสาร Hold Notices หรือเอกสารที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ตกลงเก็บรักษา หรือจองหลักทรัพย์ตามที่ผู้ขายชอร์ตตกลงไว้นั้น ไม่ใช่หลักฐานที่ดีที่สุดในการตรวจสอบการยืมผลิตภัณฑ์เพื่อการขายชอร์ต เนื่องจากสัญญายืมและให้ยืมผลิตภัณฑ์ไม่สามารถรับประกันได้ว่า ผู้ให้ยืมผลิตภัณฑ์จะส่งมอบผลิตภัณฑ์แก่ผู้ยืมผลิตภัณฑ์ และสัญญายืมและให้ยืมผลิตภัณฑ์มีรูปแบบที่หลากหลาย คู่สัญญาสามารถตกลงได้ตามเจตนา และสำหรับเอกสาร Hold Notices อาจถูกเพิกถอน หรือถูกยกเลิกในภายหลังได้ ดังนั้น การที่ผู้ขายชอร์ตแสดงเฉพาะสัญญายืมและให้ยืมผลิตภัณฑ์ หรือเอกสาร Hold Notices การกระทำของผู้ขายชอร์ตดังกล่าว ไม่ถือว่าผู้ขายชอร์ตสามารถ ‘ใช้สิทธิในขณะนั้น โดยไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองผลิตภัณฑ์แก่ผู้ซื้อ²²⁴’

นอกจากผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่แสดงว่า ผู้ขายชอร์ตมีอำนาจที่จะส่งมอบผลิตภัณฑ์แก่ผู้ซื้อได้แล้ว ผู้ขายมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AB ดังนี้

²²⁰ Ibid., p.4

²²¹ Corporations Act 2001 Section 1020B (2)

²²² Ibid., p. 8-9.

²²³ Ibid., p. 9.

²²⁴ Corporations Act 2001 Section 1020B (2)

มาตรา 1020AB (1) “บังคับใช้ (3) ถ้า

(ก) ใดอย่างหนึ่ง

(i) ผู้ให้บริการการเงินที่ได้รับอนุญาตในนามของบุคคล ซึ่งบุคคลนั้นเรียกว่าผู้ขาย ตกลงขายผลิตภัณฑ์ตาม Section 1020B ในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตแก่ผู้ซื้อ หรือ

(ii) ผู้ให้บริการการเงินที่ได้รับอนุญาตตกลงขายผลิตภัณฑ์ตาม Section 1020B ในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตแก่ผู้ซื้อด้วยตนเอง

(ข) และก่อนเวลาที่ขาย ผู้ขายได้ทำสัญญา หรือได้รับผลประโยชน์จากสัญญาเยี่ยมและให้เยี่ยมหลักทรัพย์ และ

(ค) ในเวลาที่ขาย ผู้ขายมีเจตนาว่า สัญญาเยี่ยมและให้เยี่ยมหลักทรัพย์จะทำให้แน่ใจว่าทั้งหมด หรือบางส่วนของผลิตภัณฑ์ตาม Section 1020B จะส่งมอบการครอบครองแก่ผู้ซื้อได้”

มาตรา 1020AB(3) “ผู้ขายต้อง

(a) ส่งมอบให้รายละเอียดที่ระบุไว้ในข้อบังคับของสถานการณ์ที่กล่าวถึงใน (1)(a)(b) และ (c) แก่องค์กรที่กล่าวถึงใน (4) และ

(b) ดำเนินการ (i) ในเวลา หรือก่อนเวลาที่กำหนดในกฎหมาย และ (ii) ตามลักษณะที่กำหนดในกฎหมาย”

กล่าวคือ ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ปฏิบัติตามดังนี้ (1) ผู้ขายชอร์ตต้องส่งคำสั่งขายชอร์ตผ่านผู้ให้บริการการเงินที่ได้รับอนุญาตเท่านั้น (Financial Services Licensee)²²⁵ และ (2) ผู้ขายชอร์ตสามารถขายชอร์ตในผลิตภัณฑ์ที่กฎหมายได้กำหนดในมาตรา 1020B เท่านั้น และ (3) ผู้ขายชอร์ตต้องได้ทำสัญญา หรือได้รับผลประโยชน์จากสัญญาเยี่ยมและให้เยี่ยมหลักทรัพย์ (4) การเยี่ยมหลักทรัพย์ดังกล่าวสามารถครอบคลุมคำสั่งการขายชอร์ตผลิตภัณฑ์ทั้งหมดแล้ว และสุดท้าย (5) ผู้ขายชอร์ตต้องส่งมอบรายละเอียดแก่ผู้ให้บริการการเงินที่ได้รับอนุญาต

²²⁵ Corporations Act 2001 Section 761A

โดยสรุปแล้ว บทบาทหน้าที่ในการขายชอร์ต และหน้าที่ในการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตตามกฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย เป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต โดยผู้ขายชอร์ตต้องสามารถแสดงว่า ผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบผลิตภัณฑ์ให้แก่ผู้ซื้อได้ ตามที่กำหนดในมาตรา 1020B(2) วรรคสอง และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ปฏิบัติตามมาตรา 1020AB(1) แห่งพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 หากผู้ขายชอร์ตไม่กระทำตามที่กฎหมายกำหนด ถือว่าผู้ขายชอร์ตกระทำความผิด และต้องรับโทษ ตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1311 (1)

4.3.4 ประเทศญี่ปุ่น

ตามที่ได้ศึกษาพระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ (Financial Instruments and Exchange Act หรือ FIEA) เกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการขายหลักทรัพย์ในเบื้องต้น แล้วนั้นจะเห็นได้ว่า บุคคลผู้ขายต้องมีหลักทรัพย์ หรือได้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบแล้วเท่านั้น หากผู้ขายไม่มีหลักทรัพย์ หรือไม่ได้ยืมหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 162 (1) แสดงว่าเป็นการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling และเป็นการละเมิดคำสั่งคณะรัฐมนตรีต้องระวางโทษปรับ ดังนั้น ในการที่ผู้ลงทุนต้องการขายชอร์ตหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น ผู้ลงทุนต้องยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ

โดยหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายชอร์ต คณะรัฐมนตรีอาจอำนาจตามที่ระบุไว้ในพระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ ในการออกประกาศกฎบัญญัติรัฐบาลเกี่ยวกับการบังคับใช้พระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ (Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act) ซึ่งสามารถแบ่งหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายชอร์ตออกเป็น 1. การปฏิบัติตามที่ระบุในมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) 226 2. การยืนยันว่าคำสั่งดังกล่าวเป็นคำสั่งขายชอร์ต²²⁷ 3. ห้ามสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นส่งคำสั่งขายชอร์ต ถ้าราคาของคำสั่งการขายชอร์ตต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์สุดท้ายที่ตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นได้ประกาศ²²⁸ 4. ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่

²²⁶ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-2-2 (1)

²²⁷ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-3

²²⁸ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-4(1)

รายงานข้อมูลเกี่ยวกับการขายชอร์ตแก่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น²²⁹ สำหรับในหัวข้อนี้จะกล่าวถึงหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขเรื่องการปฏิบัติตามที่ระบุในมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) เป็นสำคัญ

มาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures)²³⁰ คือมาตรการที่ออกโดยคำสั่งคณะรัฐมนตรี ซึ่งเป็นมาตรการที่ยืนยันว่าได้มีการทำสัญญาซื้อหลักทรัพย์ หรือการโอนหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ตแล้ว ซึ่งมาตรการดังกล่าวจำกัดเฉพาะหลักทรัพย์ที่คณะกรรมการกิจการของหน่วยงานกำกับดูแลให้บริการทางการเงินของประเทศญี่ปุ่น (Japanese Financial Services Agency หรือ FSA) ได้ประกาศออกมาให้สามารถดำเนินการขายชอร์ตได้เท่านั้น โดยกฎหมายได้กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หรือสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นมีหน้าที่ยืนยันแล้วว่า ผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติตามหน้าที่ตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) ดังกล่าวเรียบร้อยแล้ว โดยสามารถแบ่งหน้าที่การตรวจสอบ ดังต่อไปนี้

(1) สำหรับสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น (A Member, etc. of a Financial Instruments Exchange หรือ Trading Participants²³¹) จะสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตไปยังกระดานซื้อขายตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นได้ ต่อเมื่อสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นได้รับมอบหมายให้ดำเนินการส่งคำสั่งขายชอร์ตแทน ประกอบกับสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นสามารถยืนยันได้ว่า บุคคลที่มอบหมายนั้นได้ปฏิบัติตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบทั้งหมดแล้ว (Settlement Measures)²³²

(2) ถ้าหากบุคคลที่ได้รับข้อเสนอในการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลอื่น และเป็นการขายชอร์ต ถ้าบุคคลดังกล่าวไม่สามารถยืนยันได้ว่า มีการปฏิบัติตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) แล้ว ห้ามมิให้บุคคลดังกล่าวเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลอื่นโดยเด็ดขาด²³³

²²⁹ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-5

²³⁰ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-2-2 (1)

²³¹ Financial Instruments and Exchange Act Article 81 (1) (iii)

²³² Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-2-2 (1)

²³³ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-2-2 (2)

(3) สำหรับบุคคลที่เสนอที่จะได้รับการมอบหมายจากผู้ลงทุนในการขายชอร์ต หรือบุคคลที่เสนอที่จะเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อื่น บุคคลดังกล่าวต้องสามารถแสดงต่อคู่สัญญาซึ่งเป็นบุคคลที่มอบหมาย (ผู้ลงทุน) หรือคู่สัญญาที่เสนอให้เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อื่นได้ปฏิบัติตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบทั้งหมดแล้ว²³⁴ ยกตัวอย่างเช่น ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะรับมอบหมายจากผู้ลงทุนในการส่งคำสั่งขายชอร์ต ต่อเมื่อผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ยืนยันว่า ผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบทั้งหมดแล้ว

ในกรณีที่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นไม่สามารถยืนยันตามที่กล่าวไปในเบื้องต้น หรือสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นตรวจสอบแล้วพบว่า คำสั่งการขายชอร์ตดังกล่าวเป็นการขายชอร์ตโดยที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือไม่มีการทำสัญญายืมหลักทรัพย์ สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นต้องไม่รับมอบหมายในการดำเนินการส่งคำสั่งการขายชอร์ตโดยเด็ดขาด²³⁵

ดังนั้น หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นที่สำคัญคือ มาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) โดยผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นมีหน้าที่ในการตรวจสอบว่า ผู้ขายชอร์ตส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ โดยผู้ขายชอร์ตได้ทำสัญญายืมหลักทรัพย์ หรือผู้ขายชอร์ตมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองหรือไม่ ตามที่กำหนดในมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures)

4.3.5 ประเทศมาเลเซีย

หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซียได้อนุญาตให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และเป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า Participating Organisation) สามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตเพื่อตนเอง หรือเพื่อผู้ลงทุนภายใต้หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดเท่านั้น (Regulated short selling)²³⁶ ปรากฏอยู่ในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Rules of Bursa Securities) บทที่ 8 เรื่อง Trading ในหัวข้อ C เรื่องการกำกับดูแลการขายชอร์ต

²³⁴ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-2-2 (3)

²³⁵ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-2-2 (1)

²³⁶ Rules of Bursa Securities Rule 8.22(1) “A Participating Organisation may execute short selling if the same is carried out in accordance with this Part C of Chapter 8.”

ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียได้กำหนดหน้าที่ของ Participating Organisation เพียงฝ่ายเดียว ได้แก่ 1. ห้าม Participating Organisation ส่งคำสั่งขายชอร์ตของผู้ลงทุน ถ้าผู้ลงทุนหรือตัวแทนของผู้ลงทุนมีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์²³⁷ 2. Participating Organisation ต้องส่งคำสั่งขายชอร์ตเฉพาะหลักทรัพย์ที่ได้รับการอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น²³⁸ 3. Participating Organisation ต้องส่งคำสั่งขายชอร์ต ในบัญชี RSS Account เท่านั้น²³⁹ 4. Participating Organisation มีหน้าที่ตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามที่กฎหมายกำหนดหรือไม่²⁴⁰

หนึ่งในข้อกำหนดที่ Participating Organisation ต้องปฏิบัติก่อนที่ Participating Organisation จะส่งคำสั่งขายชอร์ตคือ Participating Organisation ต้องทำให้แน่ใจว่า ผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามที่ตามกฎหมายทั้งหมดแล้ว โดย Participating Organisation ต้องตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ ดังต่อไปนี้

(1) Participating Organisation ต้องตรวจสอบว่า คำสั่งขายชอร์ตเป็นการขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่ได้รับการอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ และ Participating Organisation ต้องตรวจสอบว่า หลักทรัพย์ดังกล่าวได้มีการยืมหลักทรัพย์ตามสัญญายืมหลักทรัพย์และให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending หรือ SBL) หรือไม่²⁴¹ หรือ Participating Organisation ได้รับการยืนยันจากผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์แล้ว ว่าผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ดังกล่าวสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ที่ใช้ในการขายชอร์ตได้²⁴²

(2) Participating Organisation มั่นใจว่า ผู้ขายชอร์ตไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ตามที่กำหนดใน Rule 8.21 และ Participating Organisation ได้รับการยืนยันจากผู้ขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว²⁴³

²³⁷ Rules of Bursa Securities Rule 8.22(2)

²³⁸ Rules of Bursa Securities Rule 8.22(4)

²³⁹ Rules of Bursa Securities Rule 8.25(2)

²⁴⁰ Rules of Bursa Securities Rule 8.26

²⁴¹ Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1)(a)

²⁴² Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1)(b)

²⁴³ Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1)(c)

(3) Participating Organisation ต้องตรวจสอบว่า ราคาคำสั่งขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตต้องห้ามตามที่ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดหรือไม่²⁴⁴

(4) Participating Organisation ต้องส่งคำสั่งขายชอร์ตผ่านระบบ ATS สำหรับการขายชอร์ตเท่านั้น²⁴⁵

ถ้า Participating Organisation ได้ตรวจสอบแล้วว่า ผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติตามที่กำหนดที่กำหนดใน Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1) แล้ว Participating Organisation จะสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตไปยังตลาดหลักทรัพย์ได้ แต่ถ้า Participating Organisation ส่งคำสั่งขายชอร์ต โดย Participating Organisation ไม่ได้ดำเนินการตรวจสอบ ถือว่า Participating Organisation กระทำการฝ่าฝืน Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1) และตลาดหลักทรัพย์สามารถวินิจฉัย และกำหนดบทลงโทษได้ ตาม Rules of Bursa Securities Rule 8.32

นอกจากนั้น Participating Organisation มีหน้าที่ในการจัดเก็บเอกสารที่เป็นหลักฐานเป็นเวลาอย่างน้อย 7 ปี²⁴⁶ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียสามารถตรวจสอบย้อนหลังได้ ได้แก่ เอกสารการยืนยันของผู้ขายชอร์ตที่ผู้ขายชอร์ตได้ยึดหลักทรัพย์แล้ว และเอกสารยืนยันของผู้ขายชอร์ตที่ผู้ขายชอร์ตไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เป็นต้น จะเห็นได้ว่า ประเทศมาเลเซียกำหนดให้ Participating Organisation มีหน้าที่ในการตรวจสอบการขายชอร์ตแต่เพียงผู้เดียว

4.3.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ตามที่ได้ศึกษาข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Ordinance 2002 หรือ SFO) จะเห็นได้ว่าเขตปกครองพิเศษฮ่องกงไม่อนุญาตให้ขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงไม่อนุญาตการขายชอร์ตที่ไม่ได้ยึดหลักทรัพย์ (Uncovered Short Selling) เพราะเป็นการขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายหลักทรัพย์ไม่สามารถ “ใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ ให้กับผู้ซื้อ” ตามที่กำหนดใน SFO ข้อ 170(1) วรรคสองได้ หากบุคคลใดฝ่าฝืนกระทำการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือขายชอร์ตโดยไม่ยึดหลักทรัพย์ ถือว่าบุคคลนั้นกระทำความผิด และต้องรับโทษทางอาญา

²⁴⁴ Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1)(d)

²⁴⁵ Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1)(e)

²⁴⁶ Rules of Bursa Securities Rule 8.26(4)

ดังนั้น หลักเกณฑ์ของการขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่ถูกต้องตามกฎหมาย (Covered Short Selling) คือการที่ผู้ขายชอร์ตต้องสามารถ “ใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ให้กับผู้ซื้อ” ตามที่กำหนดใน SFO ข้อ 170(1) วรรคสอง โดย SFO ได้กำหนดว่า การขายชอร์ตแบบ Short Selling Order คือการที่ผู้ขายชอร์ตสามารถ “ใช้สิทธิ และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์ ในการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว”

Short Selling Order คือคำสั่งการขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายกระทำด้วยตนเอง หรือเพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่น โดยผู้ขายมีสิทธิในขณะนั้น และไม่มีข้อจำกัดสิทธิในการส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้อื่น (1) ผู้ขายชอร์ตได้เข้าทำสัญญาขยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ หรือ (2) ผู้ขายชอร์ตได้รับการยืนยันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ว่าผู้ให้ยืมหลักทรัพย์มีหลักทรัพย์ที่สามารถให้ยืมหลักทรัพย์ได้²⁴⁷

จะเห็นได้ว่า เขตปกครองพิเศษฮ่องกงอนุญาตให้ผู้ขายชอร์ตสามารถส่งมอบเอกสารที่ได้รับการยืนยันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ที่ระบุว่าผู้ให้ยืมหลักทรัพย์มีหลักทรัพย์ที่สามารถให้ยืมหลักทรัพย์ได้ ยกตัวอย่างเช่นเอกสาร Blanket Assurance (Blanket Assurance คือการที่ผู้ให้ยืมรับประกันว่ามีหลักทรัพย์เพียงพอที่จะสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ ภายในเวลาที่กำหนดแก่ผู้ยืมได้) หรือเอกสาร Hold Notice (เอกสารยืนยันว่า ในเวลาที่กำหนดผู้ให้ยืมตกลงส่งมอบหลักทรัพย์ที่กำหนดในสัญญาแก่ผู้ยืมได้²⁴⁸) ในขณะที่กฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลียอนุญาตเฉพาะเอกสารที่ผู้ให้ยืมรับประกันว่ามีหลักทรัพย์เพียงพอ (Firm Commitment)²⁴⁹ เท่านั้น และกฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลียไม่อนุญาตให้ผู้ขายชอร์ตแสดงเอกสาร Hold Notice

ยิ่งไปกว่านั้น หลักเกณฑ์ของการขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่ถูกต้องตามกฎหมาย (Covered Short Selling) ต้องเป็นไปตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (The Stock Exchange of Hong Kong Limited rule หรือ SEHK rules) เช่น ผู้ขายชอร์ตสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่

²⁴⁷ Securities and Futures Ordinance 2002 Schedule 1 Part 1 Interpretation

²⁴⁸ Securities and Futures Commission, **The Guidance Note on Short Selling Reporting and Stock Lending Record Keeping Requirements**[Online], 16 March 2 5 6 4. Available from: <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidance-note-on-short-selling-reporting-and-st/guidance-note-on-short-selling-reporting-and-stock-lending-record-keeping-requirements.pdf>

²⁴⁹ Ibid., p. 8-9.

ตลาดหลักทรัพย์กำหนดเท่านั้น และผู้ขายชอร์ตสามารถส่งคำสั่งเฉพาะราคาในตลาดหลักทรัพย์ กำหนดเท่านั้น เป็นต้น และการขายชอร์ตต้องเป็นไปตาม SFO ข้อ 171 ดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีที่ผู้ลงทุนตกลงขายชอร์ตในนามของตนเอง (selling as principal)

ถ้าผู้ลงทุนตกลงขายชอร์ตในนามของตนเอง เช่น ผู้จัดการกองทุน เป็นต้น ผู้ลงทุนดังกล่าว ต้องส่งมอบเอกสาร Documentary Assurance แก่ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ ภายในเวลาที่ผู้ลงทุนได้ส่งคำสั่ง Short Selling Order แก่ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์

เอกสาร Documentary Assurance คือเอกสารที่แสดงว่า ผู้ลงทุนมีสิทธิในขณะนั้น และไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครองหลักทรัพย์ในการซื้อขายแก่ผู้อื่น และถ้าเป็นการยืมหลักทรัพย์ ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์มีหลักทรัพย์ที่สามารถส่งมอบแก่ผู้ลงทุนได้ครบตามคำสั่งขายชอร์ต²⁵⁰ โดยเอกสาร Documentary Assurance สามารถทำในรูปแบบเป็นลายลักษณ์อักษร หรือการบันทึกเสียง หรือการบันทึกผ่านโทรศัพท์ก็ได้

ในกรณีที่ผู้ขายชอร์ตไม่ได้ส่งมอบเอกสาร Documentary Assurance แก่ตัวแทนภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด ถือว่าผู้ขายชอร์ตกระทำความผิดทางอาญา และต้องรับโทษปรับในระดับ 5 (เท่ากับ 50,000 ดอลลาร์ฮ่องกง²⁵¹) และจำคุกเป็นเวลา 1 ปี เว้นแต่มีเหตุผลอันสมควร²⁵²

(2) ในกรณีที่ตัวแทนขายชอร์ตในนามของบุคคลอื่น (selling as agent)

ภายหลังจากที่ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ได้รับมอบเอกสาร Documentary Assurance จากผู้ขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่ส่งมอบเอกสาร และส่งคำสั่งขายชอร์ตไปยังสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง²⁵³ ซึ่งในทางปฏิบัติ ผู้ประกอบการธุรกิจจะดำเนินการส่งสำเนาเอกสารยืนยันที่ได้รับจากผู้ขายชอร์ตไปยังตลาดหลักทรัพย์ และยืนยันว่าเป็นการขายชอร์ตที่ตรวจสอบแล้ว²⁵⁴

²⁵⁰ Securities and Futures Ordinance 2002 Section 171(1)

²⁵¹ Chapter 221 Criminal Procedure Ordinance, schedule 8 – Level of fines for offences

²⁵² Securities and Futures Ordinance 2002 Section 171(12)

²⁵³ Securities and Futures Ordinance 2002 Section 171(5)

²⁵⁴ Securities and Futures Commission, The Guidance Note on Short Selling Reporting and Stock Lending Record Keeping Requirements, p.9

นอกจากนี้ ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่เก็บเอกสารไว้อย่างน้อย 1 ปี²⁵⁵ ในกรณีที่ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ได้เก็บเอกสารตามระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด ถือว่าตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์กระทำความผิดทางอาญา และต้องรับโทษปรับในระดับ 5 (หรือเท่ากับ 50,000 ดอลลาร์ฮ่องกง²⁵⁶) และจำคุกเป็นเวลา 1 ปี เว้นแต่มีเหตุผลอันสมควร²⁵⁷

อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์เห็นว่า การเตรียมเอกสาร Documentary Assurance ก่อนส่งคำสั่งขายชอร์ต ส่งผลทำให้การทำธุรกรรมเกิดความล่าช้า และเป็นการยับยั้งการ ขายแบบเก็งกำไร เนื่องจากผู้ประกอบการหลักทรัพย์ไม่สามารถดำเนินการได้ทันที²⁵⁸ ฉะนั้น เพื่อลด ความล่าช้าที่เกิดจากการเตรียมเอกสาร (Documentary Assurance) และอำนวยความสะดวกแก่ ผู้ขายชอร์ต ตาม Securities and Futures (Short Selling and Securities borrowing and lending (Miscellaneous)) Rules ข้อ 4(1)(2)(3) จึงได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตไม่ต้องดำเนินการตาม ข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าข้อ 171 หรือผู้ขายชอร์ตไม่ต้องทำเอกสาร Documentary Assurance แต่ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ยืนยันแก่ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ด้วยวาจา และให้ผู้ประกอบการหลักทรัพย์บันทึกข้อความไว้ ซึ่งผู้ขายชอร์ตต้องได้ให้ความยินยอมแก่ ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ในการให้ผู้ประกอบการหลักทรัพย์บันทึกคำยืนยัน หรือบันทึกรายการที่ เกี่ยวข้องดังกล่าวแล้ว และผู้ขายชอร์ตต้องส่งมอบเอกสารการยืนยันดังกล่าวแก่ผู้ประกอบการ หลักทรัพย์ภายในสิ้นวัน

โดยสรุปแล้ว บทบาทหน้าที่ในการขายชอร์ต และหน้าที่ในการยืมหลักทรัพย์เพื่อการ ขายชอร์ตตามกฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงเป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต โดยผู้ขายชอร์ตต้อง สามารถแสดงว่า ผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้ ตามที่กำหนด ใน SFO ข้อ 170(1) วรรคสอง และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ปฏิบัติตาม SFO ข้อ 171(1) โดยผู้ขาย ชอร์ตต้องจัดทำเอกสาร Documentary Assurance เพื่อยืนยันการยืมหลักทรัพย์ และส่งมอบแก่ ตัวแทน หรือผู้ประกอบการหลักทรัพย์

²⁵⁵ Securities and Futures Ordinance 2002 Section 171(8)

²⁵⁶ Chapter 221 Criminal Procedure Ordinance, schedule 8 – Level of fines for offences

²⁵⁷ Securities and Futures Ordinance 2002 Section 171(12)

²⁵⁸ Securities and Futures Commission, The Guidance Note on Short Selling Reporting and Stock Lending Record Keeping Requirements, p.9

สำหรับหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์คือการตรวจสอบว่าผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติหน้าที่ครบตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดหรือไม่ หากไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จะต้องไม่ส่งคำสั่งขายชอร์ตไปยังตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และถือว่าผู้ขายชอร์ตกระทำความผิดทางอาญา และต้องรับโทษปรับ 50,000 ดอลลาร์ฮ่องกง และจำคุกเป็นเวลา 1 ปี เว้นแต่มีเหตุผลอันสมควร ตาม SFO ข้อ 171(4)

4.4 หลักเกณฑ์การรายงานสถานะการขายชอร์ต

เมื่อได้ศึกษาถึงมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายชอร์ตในแต่ละประเทศข้างต้นแล้วจะเห็นได้ว่า กฎหมายในแต่ละประเทศกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการขายชอร์ตแตกต่างกันออกไป โดยหลักเกณฑ์การขายชอร์ตมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันมิให้เกิดการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และเพื่อมิให้เกิดการผิมนัดการส่งมอบหลักทรัพย์

นอกจากเรื่องการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแล้ว หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศต่างได้กำหนดหลักเกณฑ์เรื่องการรายงานสถานะการขายชอร์ต เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนั้นได้ทราบว่า ในปัจจุบันสัดส่วนในการขายชอร์ตมีจำนวนเท่าไร โดยหลักเกณฑ์การรายงานการขายชอร์ตในแต่ละประเทศนั้นมีความแตกต่างกันออกไป ซึ่งสามารถแบ่งแยกได้ดังต่อไปนี้

4.4.1 สหรัฐอเมริกา

สำหรับหลักเกณฑ์การรายงานการขายชอร์ตของสหรัฐอเมริกาเป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ในการตรวจสอบ และรวบรวมสถานะการขายชอร์ตสุทธิทั้งหมด เพื่อให้หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบปริมาณสถานะการขายชอร์ตสุทธิได้ ตามที่กำหนดใน Regulation SHO ข้อ 200(f) และผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของหน่วยงานกำกับดูแลอุตสาหกรรมการเงินของสหรัฐอเมริกา (Financial Industry Regulatory Authority หรือ FINRA) มีหน้าที่ในการเก็บรักษา และบันทึกการขายชอร์ตทั้งหมดของผู้ขายชอร์ต และรายงานสถานะการขายชอร์ตทั้งหมดของผู้ขายชอร์ต (Short-Interest Reporting) ไปยังหน่วยงาน FINRA ปรากฏตาม FINRA Rule 4560 โดยผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องรายงานทั้งหมด 2 ครั้ง/เดือน กล่าวคือตอนกลางเดือนในแต่ละวัน และตอนสิ้นเดือน

การรายงานสถานะการขายชอร์ตไปยังหน่วยงาน FINRA สามารถจำแนกได้ตามประเภทของหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้ 1. ถ้าเป็นการขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก FINRA ต้องรายงานการขายชอร์ตไปยัง FINRA Trade Reporting Facility (TRF) หรือ Alternative Display Facility (ADF) และ 2. สำหรับการขายชอร์ต OTC ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก FINRA ต้องรายงานไปยัง Over the Counter Reporting Facility (ORF) ของ FINRA²⁵⁹ ภายหลังจากที่หน่วยงาน FINRA ได้รับการรายงานสถานะการขายชอร์ตแล้ว หน่วยงานจะดำเนินการเปิดเผยปริมาณการขายชอร์ตต่อสาธารณชน²⁶⁰ โดยแบ่งประเภทการเปิดเผยออกเป็น 1. ปริมาณการขายชอร์ตรายวัน และ 2. ปริมาณการขายชอร์ตรายเดือน

นอกจากหน่วยงาน FINRA จะรายงานสถานะการขายชอร์ตต่อสาธารณชนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถรายงานสถานะการขายชอร์ตได้ด้วยตนเอง เนื่องจากสหรัฐอเมริกาใช้กฎเกณฑ์ขององค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-Regulatory organization หรือ SRO) ทำให้กฎเกณฑ์มีความแตกต่างกันไปในแต่ละตลาดหลักทรัพย์ และทำให้ตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาแต่ละแห่งสามารถเปิดเผยข้อมูลปริมาณการขายชอร์ตได้เช่นเดียวกับหน่วยงาน FINRA ยกตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ²⁶¹ (รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ Nasdaq BX (BX) และตลาดหลักทรัพย์ Nasdaq PSX (PSX)) และตลาดหลักทรัพย์ NYSE²⁶² (รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ NYSE, NYSE Arca และตลาดหลักทรัพย์ NYSE MKT) เป็นต้น

กล่าวโดยสรุป กฎหมายกำหนดให้หน้าที่ในการรวบรวมสถานะการขายชอร์ต และหน้าที่ในการรายงานแก่ขายชอร์ตแก่นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ โดยนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์มีหน้าที่รายงานไปยังหน่วยงาน FINRA ทั้งหมด 2 ครั้ง/เดือน เพื่อให้หน่วยงาน FINRA เปิดเผยต่อสาธารณชนต่อไป

²⁵⁹ FINRA, **Short Sale Volume Daily**[Online], 7 July 2021. Available from: <https://www.finra.org/finra-data/short-sale-volume-daily>

²⁶⁰ FINRA, **Understanding Short Sale Volume Data on FINRA's Website**[Online], 7 July 2021. Available from: <https://www.finra.org/sites/default/files/2019-07/information-notice-051019.pdf>

²⁶¹ รายงานสถานะการขายชอร์ต ตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ ปรากฏบนเว็บไซต์ <http://www.nasdaqtrader.com/Trader.aspx?id=ShortInterest>.

²⁶² รายงานสถานะการขายชอร์ต ตลาดหลักทรัพย์ NYSE ปรากฏบนเว็บไซต์ <http://www.nyxdata.com/hyusedata/default.aspx?tabID=748>.

4.4.2 สาธารณรัฐสิงคโปร์

เนื่องจากรัฐบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (The Securities and Futures Act) หรือ “กฎ SFA” ได้แบ่งการหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของการขายชอร์ต แบบ Covered Short Selling ตามประเภทการรายงานทั้งหมด 2 ระดับ ได้แก่ 1. การเปิดเผยการขายชอร์ต (Short Sell Order) 2. การรายงานการขายชอร์ต (Short Position) โดยในหัวข้อนี้จะกล่าวถึงเฉพาะการรายงานการขายชอร์ต (Short Position) ดังนี้

กฎ SFA ได้กำหนดคำนิยามของความหมาย ‘Short Position’ หมายความว่า จำนวนทั้งหมดของ ปริมาณ หรือมูลค่าของผลิตภัณฑ์ โดยบุคคลที่ขายหลักทรัพย์มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์ แต่บุคคลดังกล่าวมีจำนวนน้อยกว่าจำนวน ปริมาณ หรือมูลค่าของหลักทรัพย์ ที่บุคคลนั้นมีหน้าที่ต้องส่งมอบ²⁶³ กล่าวคือ จำนวน ปริมาณ หรือมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถส่งมอบแก่ผู้ซื้อได้ คือ จำนวนที่บุคคลดังกล่าวต้องขายชอร์ต

โดยการรายงานการขายชอร์ต (Short Position) กฎหมายกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องรายงานสถานะการขายชอร์ต ต่อเมื่อสถานะการขายชอร์ตเกินกว่าปริมาณที่กฎหมายกำหนด โดยผู้ขายชอร์ตต้องรายงานโดยตรงแก่ Monetary Authority of Singapore หรือ MAS ปรากฏตามกฎ SFA มาตรา 137ZK ดังต่อไปนี้

มาตรา 137ZK (1) กำหนดว่า “เมื่อสถานะการขายชอร์ตของ “ก” ถ้าหลักทรัพย์ที่กำหนดเท่ากับ หรือมากกว่าจำนวนที่กำหนดใน มาตรา 137ZM “ก” ต้องรายงานเอง หรือให้ “ข” รายงานแทนไปยัง MAS ในเวลา ในรูปแบบ และลักษณะที่กำหนดในมาตรา 137ZM โดยรายงานประกอบด้วย

(a) ข้อมูลดังต่อไปนี้

(1) ตัวตน และการประกอบธุรกิจของ “ก” และ “ข”

(2) สถานะการขายชอร์ตของ “ก” ที่กำหนดในมาตรา 137ZM

(b) ข้อมูลที่เปลี่ยนแปลงไปจากที่ระบุใน (ก)”

²⁶³ The Securities and Futures Act Section 137ZH (1)

กล่าวคือ หากผู้ลงทุนที่ตกลงขายชอร์ตแบบ Short Position และสถานะการขายชอร์ตเข้าหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กำหนดใน กฎ SFA มาตรา 137ZM ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการรายงานต่อ MAS โดยรายงานดังกล่าวประกอบด้วยตัวตนของผู้ขายชอร์ต และสถานะการขายชอร์ต

กฎ SFA มาตรา 137ZM ได้ให้อำนาจแก่ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ในการออกกฎข้อบังคับเพื่อควบคุมการขายชอร์ตเพิ่มเติม ซึ่งกฎข้อบังคับดังกล่าวคือ Securities and Futures (Short selling) Regulation 2018 โดยข้อบังคับ Securities and Futures (Short selling) Regulation 2018 ได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการรายงานตำแหน่งการขายชอร์ตไว้ ดังต่อไปนี้

ข้อ 7 กำหนดว่า “เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์มาตรา 137ZK (1) ขั้นต่ำจำนวนหลักทรัพย์ที่จะต้องไม่รายงานหลักทรัพย์จะกำหนดใน Schedule แนบท้าย - Threshold

- (a) น้อยกว่า 0.2% ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด หรือ
- (b) มูลค่าการซื้อขาย น้อยกว่า 2,000,000 ดอลลาร์สิงคโปร์”

ข้อ 8 กำหนดว่า

“(1) เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ มาตรา 137ZK (1) เมื่อสถานะการขายชอร์ตของ “ก” ของหลักทรัพย์ที่กำหนดเท่ากับ หรือมากกว่าขั้นต่ำของจำนวนหลักทรัพย์ที่ต้องรายงาน “ก” ต้องรายงานตามที่ระบุ

- (2) แก่ผู้มีอำนาจ โดยต้อง
- (ก) อยู่ในรูปแบบที่กำหนดผ่านออนไลน์ และ

(ข) ยื่นแบบฟอร์มทางออนไลน์โดยตรง หรือผ่าน “ข” ภายใน

T+2”

โดยสรุปแล้ว ในกรณีที่สถานะการขายชอร์ตมีจำนวนน้อยกว่า 0.2% ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด หรือสถานะการขายชอร์ตมีมูลค่าการซื้อขายน้อยกว่า 2,000,000 ดอลลาร์สิงคโปร์ ผู้ขายชอร์ตไม่มีหน้าที่ในการรายงานแก่ MAS ในทางกลับกัน หากผู้ขายชอร์ตได้ตกลงขายชอร์ตแบบ Short Position และตำแหน่งในการขายชอร์ตมีจำนวนมากกว่า 0.2% ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด หรือตำแหน่งในการขายชอร์ตมีมูลค่าการซื้อขายมากกว่า 2,000,000 ดอลลาร์สิงคโปร์ ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ตต่อ MAS ทางออนไลน์ ภายในวันทำการที่ 2

หลังจากสถานะการขายชอร์ตมีจำนวน หรือมูลค่าเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด หากผู้ขายชอร์ตไม่ได้รายงานแก่ MAS การกระทำดังกล่าวเป็นการฝ่าฝืนมาตรา 137ZK (1) ต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 25,000 ดอลลาร์สิงคโปร์ และหากเป็นการกระทำผิดต่อเนื่อง ต้องระวางโทษปรับเพิ่มไม่เกินวันละ 2,500 ดอลลาร์สิงคโปร์จนกว่าจะมีการตัดสิน ตามที่กำหนดในมาตรา 137ZK (2)

4.4.3 เครือรัฐออสเตรเลีย

ตามที่ได้ศึกษามาตรการทางกฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย จะเห็นได้ว่าการขายชอร์ตที่ผู้ขายชอร์ตสามารถกระทำได้ตามกฎหมายคือ การขายชอร์ตแบบ Covered Short Sales เท่านั้น หรือการที่ผู้ขายชอร์ตเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ หรือผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ในการส่งมอบการครอบครอง ฉะนั้น การขายชอร์ตตามกฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย สามารถแบ่งได้ทั้งหมด 2 ประเภท ได้แก่ 1. การขายชอร์ตแบบ Short Sale Transaction Reporting 2. การขายชอร์ตแบบ Short Position Reporting โดยการขายชอร์ตทั้งสองประเภท กฎหมายได้กำหนดหลักเกณฑ์การรายงานการขายชอร์ตแตกต่างกันออกไป ดังต่อไปนี้

(1) การขายชอร์ตแบบ Short Sale Transaction Reporting

การขายชอร์ตแบบ Short Sale Transaction Reporting หรือการขายชอร์ตที่ผู้ขายชอร์ตตกลงส่งคำสั่งขายชอร์ตผ่านผู้ให้บริการการเงินที่ได้รับอนุญาต และผู้ขายชอร์ตได้ทำสัญญา หรือได้รับผลประโยชน์จากสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ อีกทั้ง การยืมหลักทรัพย์ต้องสามารถครอบคลุมคำสั่งการขายชอร์ตผลิตภัณฑ์ทั้งหมด ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AB (1)

เมื่อผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AB (1) แล้ว ผู้ขายชอร์ตจะมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมดแก่ผู้ให้บริการการเงินที่ได้รับอนุญาต (Financial Services Licensee)²⁶⁴ โดยรายละเอียดและข้อมูลที่ต้องเปิดเผยเป็นไปตามข้อบังคับบริษัท ค.ศ. 2001 (Corporations Regulations 2001) ซึ่งผู้ขายชอร์ตต้องเปิดเผยก่อน หรือในเวลาทีระบุในข้อบังคับ หากผู้ขายชอร์ตไม่เปิดเผยตามที่ข้อบังคับกำหนด ผู้ขายชอร์ตต้องระวางโทษปรับ

²⁶⁴ Corporations Act 2001 Section 1020AB (3)

25 หน่วย (เท่ากับ 2,500 ดอลลาร์ออสเตรเลีย²⁶⁵) หรือจำคุก 6 เดือน หรือทั้งจำทั้งปรับ ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1311(1) ประกอบตารางแนบที่ 3 (Schedule 3 - Penalties)

รายละเอียดและข้อมูลที่ผู้ขายชอร์ตต้องเปิดเผยปรากฏตามข้อบังคับบริษัท ค.ศ. 2001 (Corporations Regulations 2001) ซึ่งข้อบังคับดังกล่าวได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการเปิดเผยต่อผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาต ดังต่อไปนี้ 1. ตัวเลขของผลิตภัณฑ์ตาม Section 1020B ที่ผู้ขายจะส่งมอบการครอบครองแก่ผู้ซื้อภายใต้สัญญาอิมและให้ยืมหลักทรัพย์ 2. คำอธิบายของผลิตภัณฑ์ 3. ชื่อกิจการที่ออกผลิตภัณฑ์ และ 4. สถานะการขายชอร์ต ปรากฏตาม Corporations Regulations 2001 Regulation 7.9.100 (a)

เมื่อผู้ขายชอร์ตได้เปิดเผยต่อผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาตแล้ว ผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาตมีหน้าที่ที่ต้องสอบถามกับผู้ขายชอร์ตว่า ผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AB หรือไม่ และผู้ให้บริการทางการเงินดังกล่าวต้องบันทึกคำตอบของผู้ขายชอร์ตเป็นลายลักษณ์อักษร หากผู้ขายชอร์ตไม่ได้เปิดเผยข้อมูล หรือผู้ให้บริการทางการเงินไม่ได้สอบถามกับผู้ขายชอร์ต หรือไม่ได้บันทึกคำตอบของผู้ขายชอร์ต กฎหมายกำหนดห้ามมิให้ผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาตส่งคำสั่งขายชอร์ตแก่ตลาดหลักทรัพย์โดยเด็ดขาด ปรากฏตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AE และถ้าผู้ให้บริการทางการเงินดังกล่าวกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 1020AE ผู้ให้บริการทางการเงินมีความผิดตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1311 (1)

(2) การขายชอร์ตแบบ Short Position Reporting

การขายชอร์ตแบบ Short Position Reporting หรือการขายชอร์ตโดยบุคคลที่ขายผลิตภัณฑ์มีผลิตภัณฑ์ หรือเชื่อ โดยมีเหตุอันสมควรว่ามีผลิตภัณฑ์ แต่มีจำนวนผลิตภัณฑ์น้อยกว่าที่จะต้องส่งมอบ²⁶⁶ ซึ่งในส่วนที่ไม่สามารถส่งมอบแก่ผู้ซื้อได้ คือจำนวนในการขายชอร์ต โดยการขายชอร์ตประเภทดังกล่าว กฎหมายได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องรายงานสถานะการขายชอร์ต

²⁶⁵ Corporations Act 2001 Section 1375 (1) “If, because of this Part, an offence can be prosecuted after the commencement in respect of conduct that occurred solely before the commencement, the amount of a penalty unit in respect of that offence is \$100.”

²⁶⁶ Corporations Regulations 2001 Regulation 7.9.99 (2)

ต่อเมื่อสถานะการขายชอร์ตเกินกว่าปริมาณที่กฎหมายกำหนด โดยผู้ขายชอร์ตต้องรายงานโดยตรงแก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (Australian Securities and Investments Commission หรือ ASIC) ภายในเวลา หรือก่อนเวลาเช้า 9.00 น. ในวันทำการที่สาม หลังจากสถานะการขายชอร์ตเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด²⁶⁷ หากผู้ขายชอร์ตไม่รายงาน ผู้ขายชอร์ตต้องระวางโทษปรับ 25 หน่วย (เท่ากับ 2,500 ดอลลาร์ออสเตรเลีย²⁶⁸) หรือจำคุก 6 เดือน หรือทั้งจำทั้งปรับ ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1311(1) ประกอบตารางแนบที่ 3 (Schedule 3 - Penalties)

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียได้กำหนดรายละเอียดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการรายงานการขายชอร์ตเพิ่มเติมใน ASIC Corporations (Short Selling) Instrument 2018745 ข้อ 15 ดังต่อไปนี้

ข้อ 15 (1) กำหนดว่า “ผู้ขายที่มีสถานะการขายชอร์ตที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ หรือการจัดการลงทุนผลิตภัณฑ์ที่ไม่เกินมูลค่า หรือปริมาณที่กำหนดในวันนั้น ไม่ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับ ที่เกี่ยวข้องกับตำแหน่งการขายชอร์ต”

ข้อ 16 กำหนดว่า “มูลค่า 100,000 ดอลลาร์ออสเตรเลีย และปริมาณ 0.01% ของจำนวนหลักทรัพย์ หรือผลิตภัณฑ์ทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง”

กล่าวคือ บุคคลที่ขายชอร์ตโดยมีผลิตภัณฑ์ หรือเชื่อโดยมีเหตุอันสมควรว่ามีผลิตภัณฑ์ แต่มีจำนวนผลิตภัณฑ์น้อยกว่าที่จะต้องส่งมอบ ผู้ขายชอร์ตดังกล่าวนั้นต้องรายงานสถานะการขายชอร์ตแก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ต่อเมื่อสถานะการขายชอร์ตมีมูลค่าเกินกว่า 100,000 ดอลลาร์ออสเตรเลีย และมีปริมาณการขายชอร์ตเกินกว่า 0.01% ของจำนวนผลิตภัณฑ์ทั้งหมด

โดยสรุปแล้ว มาตรการทางกฎหมายของออสเตรเลียเกี่ยวกับการรายงานสถานะการขายชอร์ตกำหนดให้ผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาตมีหน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ตไปยังฝ่ายการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (market operator) ต่อเมื่อผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติ

²⁶⁷ Corporations Regulations 2001 Regulation 7.9.100A

²⁶⁸ Corporations Act 2001 Section 1375 (1) “If, because of this Part, an offence can be prosecuted after the commencement in respect of conduct that occurred solely before the commencement, the amount of a penalty unit in respect of that offence is \$100.”

หน้าที่ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AB (1) และผู้ขายชอร์ตได้เปิดเผยข้อมูลสถานะการขายชอร์ตแก่ผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาต ณ เวลา หรือก่อนคำสั่งการขายชอร์ต²⁶⁹

แต่สำหรับการขายชอร์ตโดยบุคคลที่ขายผลิตภัณฑ์ที่มีผลิตภัณฑ์ หรือเชื่อโดยมีเหตุอันสมควรว่ามีผลิตภัณฑ์ แต่มีจำนวนผลิตภัณฑ์น้อยกว่าที่จะต้องส่งมอบ ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่รายงานโดยตรงแก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (Australian Securities and Investments Commission หรือ ASIC) ต่อเมื่อผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติหน้าที่ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AB (1) และสถานะการขายชอร์ตมีจำนวนมากกว่าที่กฎหมายกำหนด

4.4.4 ประเทศญี่ปุ่น

สำหรับหลักเกณฑ์การรายงานการขายชอร์ตของประเทศญี่ปุ่นกำหนดให้สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น (A Member, etc. of a Financial Instruments Exchange หรือ Trading Participants) มีหน้าที่ในการรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น (Principal Financial Instruments Exchange)²⁷⁰ โดยสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ต้องรายงานยอดคงเหลือในการขายชอร์ตและข้อมูลอื่นๆ เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ต²⁷¹ เช่น ชื่อ และที่อยู่ผู้ขายชอร์ต สถานะการขายชอร์ต เป็นต้น

กฎหมายได้กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่ในได้รับข้อมูลยอดคงเหลือ และข้อมูลอื่นๆ เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ต (Outstanding Short Selling Positions) และส่งมอบข้อมูลดังกล่าวแก่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น เพื่อให้สมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์²⁷² โดยสามารถแบ่งหน้าที่การตรวจสอบ ดังต่อไปนี้

(1) บุคคลที่ส่งคำสั่งขายชอร์ตตามที่ได้รับมอบหมาย (ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์) ต้องให้ยอดคงเหลือ และข้อมูลอื่นๆ เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ตแก่สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น (A Member, etc. of a Financial Instruments Exchange หรือ Trading Participants)²⁷³

²⁶⁹ Corporations Regulations 2001 Regulation 7.9.100 (a)

²⁷⁰ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-5(2)

²⁷¹ Cabinet Office Ordinance No. 59 of 2007 Article 15-3(1)

²⁷² Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-5

²⁷³ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-5 (2)

(2) ถ้าหากบุคคลที่ได้รับข้อเสนอในการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลอื่น และเป็นการขายชอร์ตต้องให้ยอดคงเหลือ และข้อมูลอื่นๆ เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ตแก่คู่สัญญาที่ได้รับมอบหมายจากบุคคลอื่น²⁷⁴

(3) สำหรับบุคคลที่เสนอที่จะได้รับการมอบหมายจากบุคคลอื่นในการขายชอร์ตต้องให้ยอดคงเหลือ และข้อมูลอื่นๆ เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ตจากคู่สัญญาซึ่งเป็นบุคคลที่เสนอที่จะมอบหมายหรือคู่สัญญาที่เสนอให้เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อื่น²⁷⁵

สมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นรายงานสถานะในการขายชอร์ต (Outstanding Short Selling Positions) แก่ตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น (Principal Financial Instruments Exchange) ต่อเมื่อสถานะในการขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตหารด้วยจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดแล้ว มีจำนวนมากกว่า 0.002 หรือ 0.2% ของจำนวนหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต หรือกรณีมีจำนวนสถานะในการขายชอร์ตที่แสดงในหน่วยการซื้อขายเกิน 50 หน่วย หรือในกรณีที่สถานะการขายชอร์ตมีการเปลี่ยนแปลงมากกว่า 0.0025 ขึ้นไป หรือมีจำนวนสถานะในการขายชอร์ต เปลี่ยนแปลงเกิน 50 หน่วย²⁷⁶ และตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นจะเปิดเผยต่อสาธารณะชนต่อไป หากสถานะในการขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตหารด้วยจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดแล้ว มีจำนวนมากกว่า 0.005 หรือ 0.5% ขึ้นไป²⁷⁷

โดยสรุปแล้ว มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการรายงานการชอร์ตกำหนดให้สมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นมีหน้าที่ในการรายงานสถานะการขายชอร์ต ต่อเมื่อสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นได้รับยอดคงเหลือในการขายชอร์ต และข้อมูลอื่นๆ เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ตจากผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์แล้ว และสถานะในการขายชอร์ตหารด้วยจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดแล้ว มีจำนวนมากกว่า 0.002 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต หรือมีจำนวนสถานะในการขายชอร์ตที่แสดงในหน่วยการซื้อขายเกิน 50 หน่วย และตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นจะเปิดเผยข้อมูลการขายชอร์ตต่อสาธารณะชน ต่อเมื่อสถานะการขายชอร์ตมีจำนวนมากกว่า 0.005 หรือ 0.5% ขึ้นไป

²⁷⁴ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-5 (3)

²⁷⁵ Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-5(4)

²⁷⁶ Cabinet Office Ordinance No. 59 of 2007 Article 15-2

²⁷⁷ Cabinet Office Ordinance No. 59 of 2007 Article 15-4

4.4.5 ประเทศมาเลเซีย

ตามที่ได้ศึกษามาตรการทางกฎหมายของประเทศมาเลเซีย เกี่ยวกับหลักเกณฑ์และเงื่อนไขในการขายชอร์ต จะเห็นได้ว่าในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Rules of Bursa Securities) กำหนดให้ Participating Organisation มีหน้าที่ในการตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนได้ปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมายทั้งหมดแล้ว ตามที่กำหนดใน Rules of Bursa Securities Rule 8.26(1) เช่น ผู้ลงทุนต้องมีการยึดหลักทรัพย์ตามสัญญายึดหลักทรัพย์ เป็นต้น

นอกจากนั้น ตามที่ได้ศึกษามาตรการการกำกับดูแลการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย กฎหมายได้กำหนดหน้าที่ให้ผู้ขายชอร์ตต้องส่งคำสั่งผ่าน Participating Organisation เท่านั้น และผู้ขายชอร์ตสามารถขายชอร์ตในบัญชี RSS Account เพื่อการขายชอร์ตเท่านั้น ส่งผลทำให้การขายชอร์ตที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย หน้าที่ในการกำกับดูแลการขายชอร์ตทั้งหมดเป็นของ Participating Organisation

หน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย เป็นหน้าที่ของ Participating Organisation ปรากฏอยู่ใน Rules of Bursa Securities Rule 8.30 กล่าวคือ Participating Organisation มีหน้าที่ในการรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ในทุกวันๆ หรือตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด โดย Participating Organisation ต้องรายงานสถานะการขายชอร์ตสุทธิ (Net short position) และข้อมูลที่เกี่ยวข้องสถานะการขายชอร์ตสุทธิอื่นๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์เรียกร้อง แต่ถ้ำ Participating Organisation ไม่รายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ ถือว่า Participating Organisation กระทำการฝ่าฝืน Rules of Bursa Securities Rule 8.30 และตลาดหลักทรัพย์สามารถวินิจฉัย และลงโทษ Participating Organisation ได้ ตาม Rules of Bursa Securities Rule 8.32

โดยสรุปแล้ว บทบาทหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตไปยังตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายประเทศมาเลเซีย เป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หรือ Participating Organisation

4.4.6 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การรายงานการขายชอร์ตตามกฎหมายเขตปกครองพิเศษฮ่องกง คือ Securities and Futures (Short Position Reporting) Rules (L.N. 48 of 2012) โดยกฎหมายดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Commission หรือ SFC) สามารถกำกับดูแลการขายชอร์ต

ให้เกิดประสิทธิภาพ และสามารถยับยั้ง และตรวจสอบพฤติกรรมกรรมการขายชอร์ตที่ไม่เหมาะสม และเปิดเผยข้อมูลการขายชอร์ตแก่สาธารณชน²⁷⁸

กฎหมายฉบับดังกล่าวได้กำหนดหน้าที่ให้ผู้ที่ทำหน้าที่ในการรายงานสถานะการขายชอร์ต (person) คือบุคคลที่มีข้อมูลสถานะการขายชอร์ตสุทธิ²⁷⁹ เช่น ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม (trustee) มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ต²⁸⁰ แม้ว่าผู้ส่งคำสั่งขายชอร์ตคือผู้จัดการกองทุนรวมก็ตาม

บุคคลที่มีข้อมูลสถานะการขายชอร์ตจะต้องรายงานสถานะการขายชอร์ตสุทธิ ไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ต่อเมื่อสถานะการขายชอร์ตสุทธิ (สถานะการขายชอร์ตสุทธิคือ (จำนวนสถานะการขายชอร์ต – จำนวนหลักทรัพย์ที่ได้ซื้อ) X ราคาปิดของหลักทรัพย์²⁸¹) มีจำนวนเท่ากับ หรือมากกว่า 30 ล้านดอลลาร์ฮ่องกง หรือ 0.02% ของราคาปิดตลาดคูณด้วยจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด²⁸²

ยกตัวอย่างเช่น²⁸³

ผู้ลงทุน ก. มีบัญชีซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมด 3 บัญชี

	บัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่ 1		บัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่ 2		บัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่ 3	
1.	ซื้อ	1,000,000	ซื้อ	50,000	ซื้อ	1,200,000
2.	ขาย	800,000	ขาย	80,000	ขาย	1,500,000
3	สุทธิ	200,000	สุทธิ	-30,000	สุทธิ	-300,000

²⁷⁸ Securities and Futures Commission, **GUIDANCE NOTE ON SHORT POSITION REPORTING**[Online], 18 March 2021. Available from: https://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/short-position-reporting/Guidance%20Note_on_SPR_EN.pdf

²⁷⁹ Securities and Futures (Short Position Reporting) Rules (L.N. 48 of 2012) Rule 4(1) and Rule 4(3)

²⁸⁰ Securities and Futures (Short Position Reporting) Rules (L.N. 48 of 2012) Rule 4(5)

²⁸¹ Securities and Futures (Short Position Reporting) Rules (L.N. 48 of 2012) Rule 3(2)(a)

²⁸² Securities and Futures (Short Position Reporting) Rules (L.N. 48 of 2012) Rule 3(2)(b)

²⁸³ Securities and Futures Commission, **GUIDANCE NOTE ON SHORT POSITION REPORTING**[Online], 18 March 2021. Available from: https://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/short-position-reporting/Guidance%20Note_on_SPR_EN.pdf

กรณีดังกล่าวถือว่า ผู้ลงทุน ก. มีสถานะการขายชอร์ต 330,000 หุ้น เนื่องจากในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่ 1 ถือว่าผู้ลงทุนไม่มีสถานะการขายชอร์ต แต่ในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่ 2 และ 3 ถือว่าผู้ขายมีสถานะการขายชอร์ต และถ้าผู้ลงทุน ก. นำสถานะการขายชอร์ตคูณกับราคาปิดตลาดของหลักทรัพย์ และมีจำนวนเท่ากับ หรือมากกว่า 30 ล้านดอลลาร์ฮ่องกง หรือ 0.02% ของราคาปิดตลาดคูณด้วยจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด²⁸⁴ ผู้ลงทุน ก. มีหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ตสุทธิภายในวันทำการที่ 2 หลังจากสถานะในการขายชอร์ตมีจำนวน หรือมูลค่าเท่ากับ หรือเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด เป็นต้น

หากผู้ขายชอร์ตไม่ได้รายงานแก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ผู้ขายชอร์ตมีความผิดตามที่กฎหมายกำหนดคือข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 398(6) ซึ่งกฎหมายกำหนดโทษปรับ 500,000 ดอลลาร์ฮ่องกงและจำคุกระยะเวลา 2 ปี หากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้พิสูจน์แล้วว่าเป็นการกระทำความผิดจริง หรือกรณีเป็นความผิดลหุโทษ ต้องระวางโทษปรับในระดับ 6 และจำคุกระยะเวลา 6 เดือน

โดยสรุปแล้ว มาตรการทางกฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงกำหนดหน้าที่แก่บุคคลที่มีข้อมูลสถานะการขายชอร์ตในการรายงานสถานะการขายชอร์ตสุทธิไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

4.5 เปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายและหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศ

จากการศึกษามาตรการทางกฎหมายต่างประเทศทั้งหมด ได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศญี่ปุ่น ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง สามารถแบ่งประเด็นที่สำคัญทั้งหมด 3 ประเด็น ดังต่อไปนี้ 1. การกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง 2. หลักเกณฑ์การขายชอร์ต 3. หลักเกณฑ์การรายงานสถานะการขายชอร์ต โดยนำมาเปรียบเทียบตามตารางเปรียบเทียบกฎหมายในต่างประเทศตามตาราง ดังต่อไปนี้

²⁸⁴ Securities and Futures (Short Position Reporting) Rules (L.N. 48 of 2012) rule 3(2)(b)

4.5.1 การกำหนดความรับผิดในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ใน

กรอบครอง

เรื่องการกำหนดความรับผิดในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในกรอบครอง		
ประเทศ	ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
สหรัฐอเมริกา	-	<input checked="" type="checkbox"/> Securities Exchange Act of 1934 มาตรา 10b-21
สาธารณรัฐสิงคโปร์	-	<input checked="" type="checkbox"/> โดยผู้ลงทุนต้องชดใช้ค่าใช้จ่ายของ มาตรการบังคับซื้อหลักทรัพย์ เฉพาะ กรณีเกิดการผิดนัดการส่งมอบ หลักทรัพย์เท่านั้น
เครือรัฐออสเตรเลีย	-	<input checked="" type="checkbox"/> Corporations Act 2001 มาตรา 1020B(2) ยกเว้นทำสัญญาซื้อแล้ว และมีหลักฐานตามมาตรา 1020B(4)
ประเทศญี่ปุ่น	<input checked="" type="checkbox"/> Financial Instruments and Exchange Act มาตรา 162(1)	<input checked="" type="checkbox"/> Financial Instruments and Exchange Act มาตรา 162(1)
ประเทศมาเลเซีย	<input checked="" type="checkbox"/> CMSA of 2007 มาตรา 98 (1)	<input checked="" type="checkbox"/> CMSA of 2007 มาตรา 98 (1) ยกเว้นทำสัญญาซื้อแล้ว และมี หลักฐานตามมาตรา 98(4)
เขตปกครองพิเศษ ฮ่องกง	<input checked="" type="checkbox"/> SFO ข้อ 170(1) ยกเว้นการขาย หลักทรัพย์โดยสุจริต และน่าเชื่อได้ ว่ามีหลักทรัพย์	<input checked="" type="checkbox"/> SFO ข้อ 170(1) ยกเว้นการขาย หลักทรัพย์โดยสุจริต และน่าเชื่อได้ว่า มีหลักทรัพย์

ตาราง 3 เปรียบเทียบกฎหมายของต่างประเทศเรื่องการกำหนดความรับผิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในกรอบครอง

4.5.2 การกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

เรื่องการกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต		
ประเทศ	ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
สหรัฐอเมริกา	☑ หน้าที่ในการยึดหลักทรัพย์ หรือตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน REG S ข้อ 203(b)(1) ยกเว้น Easy to borrow และ REG S ข้อ 200(b)(2)	-
สาธารณรัฐสิงคโปร์	-	☑ ผู้ลงทุนไม่มีหน้าที่ในการยึดหลักทรัพย์ แต่ผู้ลงทุนมีหน้าที่เปิดเผยว่ามีเจตนาขายชอร์ตตาม SFA ข้อ 137ZJ
เครือรัฐออสเตรเลีย	-	☑ หน้าที่ปฏิบัติตาม Corporations Act 2001 มาตรา 1020B(2) เช่น แสดงเอกสาร Firm commitment และมีหน้าที่ตามมาตรา 1020AB
ประเทศญี่ปุ่น	☑ หน้าที่ตรวจสอบว่าผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามหน้าที่ตามที่กำหนดใน settlement measure หรือไม่ ตาม Order for Enforcement of Financial Instrument ข้อ 26-2-2	-
ประเทศมาเลเซีย	☑ หน้าที่ตรวจสอบว่าผู้ลงทุนได้ยึดหลักทรัพย์หรือไม่ ตาม Rule of Bursa Securities ข้อ 8.26	-
เขตปกครองพิเศษฮ่องกง	☑ SFO ข้อ 171(5) กำหนดหน้าที่ตรวจสอบว่าผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนดหรือไม่	☑ หน้าที่ปฏิบัติตาม SFO ข้อ 170(1) เช่น แสดงเอกสาร blanket assurance หรือเอกสาร hold notice ต่อผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ และมีหน้าที่ส่งมอบเอกสาร documentary assurance ตามข้อ 171

ตาราง 4 เปรียบเทียบกฎหมายของต่างประเทศเรื่องการกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

4.5.3 การกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต

เรื่องการกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต		
ประเทศ	ผู้ประกอบการหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
สหรัฐอเมริกา	☑ หน้าที่รวบรวม และรายงานสถานะการ ขายชอร์ตทั้งหมด ตาม FINRA rule 4560	-
สาธารณรัฐสิงคโปร์	-	☑ หน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ต หรือ มอบอำนาจแก่ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ ตาม SFA ข้อ 137ZK ต่อเมื่อสถานะการ ขายชอร์ตเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด
เครือรัฐออสเตรเลีย	☑ Corporations Act 2001 มาตรา 1020AE กำหนดหน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ต ต่อเมื่อผู้ลงทุนได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่ กฎหมายกำหนดแล้ว	☑ หน้าที่ปฏิบัติตาม Corporations Act 2001 มาตรา 1020AB(1) และหน้าที่เปิดเผย ข้อมูลสถานะการขายชอร์ตตาม Corporations Regulation 2001 ข้อ 7.9.100(a)
ประเทศญี่ปุ่น	☑ Order for Enforcement of Financial Instrument ข้อ 26-5 กำหนดสมาชิกตลาด หลักทรัพย์มีหน้าที่การรายงานสถานะการ ขายชอร์ต ต่อเมื่อได้รับข้อมูลจากผู้ขาย ชอร์ตแล้ว และสถานะการขายชอร์ตเกินก ว่าที่กฎหมายกำหนด	-
ประเทศมาเลเซีย	☑ หน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ต ตาม Rule of Bursa Securities ข้อ 8.30	-
เขตปกครองพิเศษ ฮ่องกง	-	☑ ตาม Securities and Futures (short position reporting) Rule (L.N. 48 of 2012)

ตาราง 5 เปรียบเทียบกฎหมายของต่างประเทศเรื่องการกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต

บทที่ 5

บทวิเคราะห์ปัญหามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มี
 หลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบันในประเทศไทยและบทวิเคราะห์
 เปรียบเทียบระหว่างมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศกับประเทศไทย

โดยสรุปแล้ว มาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่
 บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในประเทศไทย ได้แก่ (1) พระราชบัญญัติ
 หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (2) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ.
 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (3)
 ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ (4) หนังสือเวียนฉบับต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น โดย
 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และประกาศ ทธ. 47/2552 ได้กำหนดหน้าที่ และ
 ความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจระเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์²⁸⁵
 อีกทั้ง กฎหมายได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องตรวจสอบจำนวน ปริมาณของหลักทรัพย์ของ
 ผู้ลงทุนสถาบัน²⁸⁶

ยิ่งไปกว่านั้น สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ออกหนังสือเวียนที่ กลต.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือ
 เกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ต เพื่อตอบคำถามของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 และกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์เพิ่มเติม เช่น การ
 กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนได้ยืมหลักทรัพย์จากแหล่งให้ยืมที่แน่นอน และ
 นำเชื่อถือหรือไม่ และผู้ลงทุนได้ทำสัญญายืมหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีลักษณะตามสัญญา
 มาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับหรือไม่ เป็นต้น อีกทั้ง บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงาน
 สถานะการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนในทุกสิ้นวันทำการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย²⁸⁷
 กล่าวโดยสรุป มาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัท
 หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทยกำหนดบทบาทหน้าที่ และความ
 รับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมด

²⁸⁵ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5) ประกอบมาตรา 282

²⁸⁶ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัท หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ใน
 ครอบครอง ข้อ 3

²⁸⁷ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 8

แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษามาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศได้แก่ สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ได้มีการกำหนดบทบาทหน้าที่ และความรับผิดชอบแตกต่างจากมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเด็นเรื่องความรับผิดชอบของบุคคลที่กระทำการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง (Naked Short Selling) และประเด็นหน้าที่ความรับผิดชอบของบุคคลที่กระทำการขายชอร์ต (Short Sales)

ดังนั้น บทที่ 5 จึงว่าด้วย การวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย ว่าสามารถกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวได้หรือไม่ และมาตรการทางกฎหมายดังกล่าวมีความเหมาะสมมากน้อยเพียงใด รวมถึงพิจารณามาตรการทางกฎหมายดังกล่าวว่ามีข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคต่อการปฏิบัติตามหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ หรือข้อจำกัดทางกฎหมายดังกล่าวเป็นอุปสรรคที่ก่อให้เกิดภาระเกินสมควรที่อาจนำไปสู่ปัญหาที่สมควรต่อการพิจารณาแก้ไขหรือไม่ อย่างไรก็ตาม อีกทั้ง การวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายต่างประเทศที่ได้ศึกษาไปแล้ว ในบทที่ 4 เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับระหว่างมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ และมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย

5.1 บทวิเคราะห์ปัญหามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองสำหรับผู้ลงสถาบันในประเทศไทย

ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวความคิดและมุมมองเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และการขายชอร์ต ในบทที่ 2 และศึกษามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในประเทศไทย ในบทที่ 3 ผู้วิจัยเห็นว่า มาตรการทางกฎหมายที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันนี้มีข้อจำกัดทางกฎหมายอยู่หลายประการ ซึ่งสามารถแบ่งออกได้ทั้งหมด 3 ประเด็น ได้แก่ 1. ปัญหาเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง 2. ปัญหาการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต 3. ปัญหาการรายงานสถานะการขายชอร์ต ดังต่อไปนี้

5.1.1 วิเคราะห์ปัญหาเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง

การกำหนดหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองปรากฏอยู่ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยกฎหมายฉบับดังกล่าวได้บัญญัติให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่และความรับผิดชอบแต่เพียงผู้เดียว โดยกฎหมายไม่ได้กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ลงทุนที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ และกฎหมายไม่ได้บังคับให้ผู้ลงทุนที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ต้องมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถป้องกันการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ที่เกิดจากพฤติกรรมของผู้ลงทุนได้

ยิ่งไปกว่านั้น กฎหมายได้กำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องมั่นใจว่า ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ของตนเอง ก่อนมีการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์นั้น²⁸⁸ แต่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมายได้ เนื่องจากกฎหมายมิได้ให้อำนาจแก่บริษัทหลักทรัพย์ในการเข้าตรวจสอบบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์กับบริษัทหลักทรัพย์ อีกทั้ง บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถดำเนินการตรวจสอบบุคคล หรือองค์กรอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับผู้ลงทุนสถาบันได้ อาทิเช่น ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เป็นต้น

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้พิจารณา และวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาการไม่กำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนที่ไม่มีเจตนาในการส่งมอบหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง สำหรับผู้ลงทุนสถาบัน ดังต่อไปนี้

5.1.1.1 การกำหนดความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว

ตามที่ได้ศึกษาความหมาย และลักษณะของการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในบทก่อนหน้า จะเห็นได้ว่าการขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าวได้มีการบัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ในหมวด 4 เรื่องธุรกิจหลักทรัพย์ ส่วนที่ 2 การกำกับและควบคุม มาตรา 98(5) และกำหนดโทษในมาตรา 282 ซึ่งมีวัตถุประสงค์ที่จะลงโทษแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถควบคุม และกำกับดูแล

²⁸⁸ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทช. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัท หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 3(2)

คำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนได้ และลงโทษแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถป้องกันการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ดังตัวอย่าง ดังต่อไปนี้

ตัวอย่างที่ 1

ผู้ลงทุนสถาบัน ก. ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์จำนวน 10,000 หลักทรัพย์ ในวันที่ส่งคำสั่ง (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “T”) ในวันที่ T ถ้าบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้ตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน และบริษัทหลักทรัพย์ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน ก. เข้าระบบกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ดังนั้น การที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ภายในวันทำการที่ 2 หลังจากวันที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “T+2”) ตามข้อบังคับสำนักหักบัญชีกำหนด การกระทำของบริษัทหลักทรัพย์ถือว่าเป็นการฝ่าฝืนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5)

ตัวอย่างที่ 2

ผู้ลงทุนสถาบัน ข. ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์จำนวน 10,000 หลักทรัพย์ ในวันที่ T โดยบริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันได้ เนื่องจากหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันอยู่ในความดูแลของผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (custodian) ต่อมา ถ้าบริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ภายในระยะเวลา T+2 กรณีดังกล่าวถือว่า บริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ไม่เป็นการฝ่าฝืนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5) แต่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายจากการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์

โดยทั่วไป บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน รวมถึงตรวจสอบจำนวน ปริมาณ และประเภทหลักทรัพย์ว่าตรงกับคำสั่งขายของผู้ลงทุนหรือไม่ หากผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ และสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ได้ บริษัทหลักทรัพย์ย่อมไม่มีความรับผิดชอบตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แต่ในทางกลับกัน ดังตัวอย่างที่ 1 จะเห็นได้ว่า หากบริษัทหลักทรัพย์ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์เข้าระบบกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้ตรวจสอบว่าผู้ลงทุนสถาบันมีหลักทรัพย์ในเวลาที่จะส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์หรือไม่ กรณีดังกล่าวถือว่า การกระทำของบริษัทหลักทรัพย์เป็นการฝ่าฝืนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5) บริษัทหลักทรัพย์ต้องระวางโทษปรับมาตรา 282

หากพิจารณาตามตัวอย่างที่ 2 จะเห็นได้ว่า ในความเป็นจริง บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันได้ เพราะหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองของผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ฉะนั้น การที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ภายในระยะเวลาที่สำนักหักบัญชีกำหนดนั้น ไม่ได้เกิดจากความบกพร่องในหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ แต่บริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องชดใช้ค่าใช้จ่ายในกรณีการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ทั้งๆ ที่กฎหมายไม่ควรให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบ และผู้ลงทุนสถาบันควรต้องรับผิดชอบด้วยตนเอง

แต่อย่างไรก็ตาม มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทยกำหนดเฉพาะหน้าที่ และความรับผิดแก่บริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ดังนั้น เมื่อเกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจึงไม่มีความรับผิดทางกฎหมาย ในทางกลับกัน บริษัทหลักทรัพย์อาจต้องระวางโทษปรับตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง²⁸⁹ โดยสรุปแล้ว การที่กฎหมายกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบเพียงฝ่ายเดียวนั้น เป็นการผลักภาระหน้าที่ และความรับผิดซึ่งควรจะเป็นของผู้ลงทุนสถาบัน ให้เป็นหน้าที่ และความรับผิดของบริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว

ยิ่งไปกว่านั้น การที่กฎหมายมิได้กำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุนที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครอง ทำให้ผู้ลงทุนสามารถส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์โดยผู้ลงทุนไม่ต้องคำนึงว่าตนมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองหรือไม่ อีกทั้ง ผู้ลงทุนสามารถนำวิธีการขายหลักทรัพย์ดังกล่าว เพื่อนำไปใช้เป็นเครื่องมือในสร้างการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ โดยที่กฎหมายไม่สามารถลงโทษผู้ลงทุนได้เลย

²⁸⁹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5) ประกอบมาตรา 282 และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 39

5.1.1.2 การกำหนดหน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์แก่บริษัท หลักทรัพย์

การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมิได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายหลักทรัพย์ซึ่งมีการบัญญัติไว้ในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) คือการที่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนอนุญาตให้ผู้ลงทุนที่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือฝากไว้แก่ผู้รับฝากหลักทรัพย์ หรือฝากไว้แก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์ได้ รวมถึงเป็นการอนุญาตให้ผู้ลงทุนดังกล่าวสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ภายหลังจากการคำสั่งขายหลักทรัพย์ได้ แต่ต้องอยู่ภายในระยะเวลาที่สำนักหักบัญชีกำหนด ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องมั่นใจว่าผู้ลงทุนดังกล่าวมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง

ดังนั้น หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่สำคัญตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) คือ “บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่า ลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง” ซึ่งการกำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าวส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนว่า “ก่อนส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองจริงหรือไม่ และผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ตรงตามจำนวน ปริมาณ และประเภทหลักทรัพย์ที่ส่งคำสั่งขายหรือไม่” โดยบริษัทหลักทรัพย์สามารถสอบถามแก่ผู้ลงทุน หรือสอบถามแก่บริษัทหลักทรัพย์รายอื่นที่ผู้ลงทุนได้ฝากหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์รายนั้นไว้ หรือบริษัทหลักทรัพย์สามารถสอบถามแก่ผู้รับฝากหลักทรัพย์ หรือผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์เพื่อเป็นการยืนยันว่า ผู้ลงทุนนั้นมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองจริง หากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ดำเนินการตรวจสอบ อาจเข้าข่ายเป็นการกระทำที่ฝ่าฝืนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5) หรือเรียกว่า Naked Short Selling ต้องระวางโทษปรับตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 282 และบริษัทหลักทรัพย์อาจมีความผิดต้องระวางโทษทางวินัย ตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ เรื่องการซื้อขาย การชำระราคา และการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ข้อ 39 (1)

แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษา และวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายที่กำหนดหน้าที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องดำเนินการตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนนั้น พบว่ามีข้อจำกัดของหน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

ข้อจำกัดประการแรก คือ บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนที่ไม่ได้ได้ฝากหลักทรัพย์กับบริษัทหลักทรัพย์ได้

กล่าวคือ สำหรับผู้ลงทุนทั่วไป (Individual Investor) การซื้อขายหลักทรัพย์ในกระดานซื้อขายตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผู้ลงทุนทั่วไปไม่สามารถฝากหลักทรัพย์แก่ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (Thailand Securities Depository หรือ TSD) ได้โดยตรง²⁹⁰ ฉะนั้น ผู้ลงทุนทั่วไปต้องดำเนินการฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้เปิดบัญชีไว้เท่านั้น ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์สามารถกำหนดให้ผู้ลงทุนแสดงบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของตนเอง และดำเนินการตรวจสอบหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั่วไปได้

ในทางกลับกัน สำหรับผู้ลงทุนสถาบัน (Institutional Investors)²⁹¹ เช่น ผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยธนาคารพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกัน วิทยาศาสตร์ บริษัทประกันชีวิต กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล เป็นต้น ตามข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับงานรับฝากหลักทรัพย์) อนุญาตให้ผู้ลงทุนสถาบันสามารถฝากหลักทรัพย์กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (TSD) ได้โดยตรง²⁹² ทำให้ผู้ลงทุนสถาบันไม่ต้องดำเนินการฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ไว้ หรือบริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องเปิดบัญชีฝากหลักทรัพย์ เพื่อลูกค้า เหมือนอย่างเช่นผู้ลงทุนทั่วไป แต่อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติ ผู้ลงทุนสถาบันโดยส่วนใหญ่จะไม่ดำเนินการฝากหลักทรัพย์ในนามบัญชีของตนเอง แต่ผู้ลงทุนสถาบันจะฝากหลักทรัพย์ และเปิดบัญชีฝากหลักทรัพย์ในนามของผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) แทน

จะเห็นได้ว่า การที่ผู้ลงทุนสถาบันได้ดำเนินการฝากหลักทรัพย์ผ่านผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ประกอบกับการที่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) สามารถฝากหลักทรัพย์กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ด้วยตนเอง ทำให้การฝากหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันไม่ต้องดำเนินการผ่านตัวกลาง อย่างเช่น บริษัทหลักทรัพย์ และส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถ

²⁹⁰ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 3

²⁹¹ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทศ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 2

²⁹² ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301

ตรวจสอบการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนสถาบันด้วยตนเอง เหมือนอย่างเช่นการตรวจสอบการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนทั่วไป

ดังนั้น หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดให้การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้า โดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย ที่กำหนดให้ “บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่า ลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง” ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) สำหรับผู้ลงทุนทั่วไป บริษัทหลักทรัพย์สามารถมั่นใจได้อย่างเต็มที่เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนทั่วไปได้ว่า ผู้ลงทุนทั่วไปมีหลักทรัพย์ตามจำนวน ชนิด และประเภทเดียวกับหลักทรัพย์ที่ขายหรือไม่

ในทางกลับกัน บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันได้ เนื่องจากหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันอยู่ในความดูแลของหน่วยงานที่มีอำนาจเก็บรักษา หรือผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เช่น ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม หรือผู้รับฝากทรัพย์สินของกองทุนส่วนบุคคล เป็นต้น ฉะนั้น บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถมั่นใจได้ว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองหรือไม่ และทำให้บริษัทหลักทรัพย์มีความเสี่ยงต้องได้รับโทษจากการฝ่าฝืนประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2)

ข้อจำกัดประการสุดท้ายคือ ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนสถาบัน และความสัมพันธ์ระหว่างผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์

ถึงแม้ว่าบริษัทหลักทรัพย์จะไม่สามารถตรวจสอบการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนสถาบันได้ตามที่ได้อธิบายไปก่อนหน้านี้ แต่บริษัทหลักทรัพย์สามารถดำเนินการวิธีอื่นเพื่อให้ตนเองมั่นใจได้ว่า ‘ลูกค้ามีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครอง’ ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) กล่าวคือบริษัทหลักทรัพย์สามารถสอบถามไปยังผู้ลงทุนสถาบัน หรือให้ผู้ลงทุนสถาบันแสดงเอกสารหลักฐานเกี่ยวกับการครอบครองหลักทรัพย์ หรือให้ผู้ลงทุนสถาบันยินยอมให้มีการสอบถามไปยังบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) โดยตรง²⁹³ แต่เมื่อพิจารณาถึงมาตรการทางกฎหมาย และความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทหลักทรัพย์และผู้ลงทุนสถาบัน และ

²⁹³ หนังสือเวียนที่ กต.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ประกอบหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่ กส. (ว) 4 / 2562 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ข้อ 4.

ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์จะเห็นได้ว่า วิธีดังกล่าวมีข้อจำกัดและอุปสรรคอยู่หลายประการ ดังต่อไปนี้

(1) บริษัทหลักทรัพย์สอบถามไปยังผู้ลงทุนสถาบัน

การที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องสอบถามไปยังผู้ลงทุนสถาบันโดยตรงนั้น บริษัทหลักทรัพย์ย่อมสามารถกระทำได้ เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนสถาบันต่างมีความสัมพันธ์ในฐานะเป็นคู่สัญญาในสัญญาแต่งตั้งตัวแทนเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ฉะนั้น บริษัทหลักทรัพย์ย่อมสามารถกำหนดในข้อสัญญา โดยกำหนดให้ผู้ลงทุนสถาบันมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อความจริงได้ หากผู้ลงทุนสถาบันบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ หรือไม่ยอมเปิดเผยข้อความแก่บริษัทหลักทรัพย์ การกระทำของผู้ลงทุนสถาบันย่อมเป็นการผิดสัญญา และบริษัทหลักทรัพย์สามารถเรียกร้องค่าเสียหาย หรือใช้สิทธิเลิกสัญญา ในกรณีที่มีการผิดสัญญาดังกล่าวเป็นสาระสำคัญแห่งสัญญา

อย่างไรก็ตาม จะเห็นได้ว่าผู้ลงทุนสถาบันมีหน้าที่ในการเปิดเผย หรือยืนยันความมีอยู่ของหลักทรัพย์ ในฐานะที่ผู้ลงทุนสถาบันเป็นคู่สัญญาเท่านั้น แต่ผู้ลงทุนสถาบันไม่มีหน้าที่ตามกฎหมายในการยืนยันความมีอยู่ของหลักทรัพย์ และการที่ผู้ลงทุนสถาบันเปิดเผยข้อความอันเป็นเท็จแก่บริษัทหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนสถาบันย่อมไม่มีความผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉะนั้น แม้จะมีการกำหนดหน้าที่ในสัญญาแก่ผู้ลงทุนสถาบันในการเปิดเผยข้อความจริง แต่บริษัทหลักทรัพย์จะมั่นใจได้อย่างไรว่า คำบอกกล่าวของผู้ลงทุนสถาบันนั้นถูกต้อง และน่าเชื่อถือ

แม้ว่าบริษัทหลักทรัพย์สามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากการที่ผู้ลงทุนสถาบันผิดสัญญา แต่บริษัทหลักทรัพย์อาจไม่สามารถเรียกร้องค่าเสียหายที่เกิดขึ้นในทันทีที่ผิดสัญญาได้ เพราะการดำเนินการเรียกร้องค่าเสียหายอาจต้องมีการฟ้องร้องเป็นคดีความ ซึ่งมีภาระค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น และต้องใช้ระยะเวลาในการพิจารณา และพิพากษาเป็นคดี อีกทั้ง การเรียกร้องค่าเสียหายในทางแพ่งนั้น ศาลมีอำนาจกำหนดค่าเสียหายเพิ่มขึ้น หรือลดลงจากคำขอของโจทก์ได้ตามความเสียหายที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งภาระการพิสูจน์ในประเด็นแห่งคดีดังกล่าวคือหน้าที่ของโจทก์ หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่มีหน้าที่พิสูจน์ว่าผู้ลงทุนสถาบันกระทำการผิดสัญญาจริง และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่พิสูจน์จำนวนความเสียหายที่เกิดขึ้น ดังนั้น จะเห็นได้ว่า การที่ผู้ลงทุนสถาบันมีฐานะเป็นเพียงคู่สัญญากับบริษัทหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนสถาบันไม่มีภาระผูกพันตามกฎหมายในการเปิดเผยข้อความจริง ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับความเสี่ยงแต่เพียงฝ่ายเดียว

(2) ผู้ลงทุนสถาบันยินยอมให้มีการสอบถามไปยังบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือ ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian)

นอกจากวิธีการที่บริษัทหลักทรัพย์สอบถามแก่ผู้ลงทุนสถาบันโดยตรง บริษัทหลักทรัพย์อาจจะกำหนดข้อสัญญาให้ผู้ลงทุนสถาบันมีหน้าที่แสดงเอกสารหลักฐานเกี่ยวกับการครอบครองหลักทรัพย์ เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบัน ก่อนมีการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ได้ ซึ่งการกำหนดข้อสัญญาดังกล่าวไม่ขัดต่อความสงบเรียบร้อย หรือศีลธรรมอันดีของประชาชน โดยข้อสัญญาดังกล่าวมีผลผูกพันระหว่างคู่สัญญาเท่านั้น ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนสถาบัน อย่างไรก็ตาม เอกสารหลักฐานความมีอยู่ของหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันอยู่ในความครอบครองของผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ซึ่งเป็นนิติบุคคลแยกออกจากผู้ลงทุนสถาบัน ฉะนั้น ข้อสัญญาที่กำหนดให้ผู้ลงทุนสถาบันมีหน้าที่แสดงเอกสารหลักฐานเกี่ยวกับการครอบครองหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่ได้ให้ความช่วยเหลือ หรือให้ความสะดวกแก่บริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันเลย เพราะข้อสัญญาดังกล่าวไม่มีผลผูกพัน ก่อให้เกิดหน้าที่แก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ที่ต้องปฏิบัติตามสัญญา ยกเว้นผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์แสดงเอกสารหลักฐานตามคำสั่งของผู้ลงทุนสถาบัน

นอกจากนั้น บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีนิติสัมพันธ์ใดๆ กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการสัมพันธ์ในเชิงกฎหมาย หรือความสัมพันธ์ในฐานะของคู่สัญญา เนื่องจากผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์มีความผูกพันในฐานะเป็นคู่สัญญากับผู้ลงทุนสถาบันเท่านั้น โดยผู้ลงทุนสถาบันตกลงให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการดูแล และเก็บรักษาหลักทรัพย์ของตนไว้ ซึ่งการที่ผู้ลงทุนสถาบันตกลงซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ มิได้ทำให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์มีนิติสัมพันธ์แก่บริษัทหลักทรัพย์ อีกทั้ง ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ย่อมมีหน้าที่ในการรักษาความลับของผู้ลงทุนสถาบัน ดังนั้น การที่บริษัทหลักทรัพย์สอบถามแก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ และให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์แจ้งจำนวน ปริมาณ ประเภทของหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนมีนั้น ย่อมไม่สามารถเป็นไปได้ในทางปฏิบัติ

ถึงแม้ว่า บริษัทหลักทรัพย์จะให้ผู้ลงทุนสถาบันยินยอมให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถสอบถามแก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ก็ตาม แต่ในทางปฏิบัติ การสอบถามแก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์มีข้อจำกัด และอุปสรรคอย่างมาก กล่าวคือ ผู้ลงทุนสถาบันสามารถตั้งผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ที่เป็นนิติบุคคลที่จดทะเบียนในต่างประเทศได้ อีกทั้ง ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน

ในประเทศไทยอาจตกลงให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ในต่างประเทศดำเนินการเก็บรักษาหลักทรัพย์อีกทอดหนึ่ง ทำให้ผู้ลงทุนสถาบันมีผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์มากกว่าหนึ่งราย ฉะนั้น การที่บริษัทหลักทรัพย์จะได้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนสถาบันมีอยู่ในครอบครองจากผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์นั้นอาจเป็นไปได้ค่อนข้างยาก เพราะผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนสถาบันได้ฝากไว้แก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์รายอื่นได้โดยตรง และข้อจำกัดเรื่องระยะเวลาที่บริษัทหลักทรัพย์อาจไม่ได้รับข้อมูลภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด

ดังนั้น จากการพิจารณาถึงข้อจำกัดประการที่สอง อาจสรุปความได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทหลักทรัพย์และผู้ลงทุน และความสัมพันธ์ระหว่างผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์และบริษัทหลักทรัพย์ต่างไม่มีความผูกพันในทางกฎหมาย ซึ่งส่งผลทำให้ผู้ลงทุน และผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ไม่มีหน้าที่ในทางกฎหมายใดๆ ต่อบริษัทหลักทรัพย์เลย ดังนั้น ผู้ลงทุน และผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์จึงไม่มีหน้าที่ในการบอกกล่าวข้อความจริง หรือยืนยันความมีอยู่ของหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์เพื่อให้ “บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่า ลูกคามีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง”

5.1.2 วิเคราะห์ปัญหาของวิธีการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ซึ่งปรากฏอยู่ในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (1) ที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบัน ประกอบหนังสือเวียนที่ กสท.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ข้อ 2.1 ที่กฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่บริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบว่า ผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการยึดหลักทรัพย์แล้วหรือไม่ หรือผู้ขายชอร์ตได้ยึดหลักทรัพย์จากแหล่งให้ยืมที่แน่นอน และน่าเชื่อถือ และผู้ขายชอร์ตมีการทำสัญญายึดหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีลักษณะตามสัญญามาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับหรือไม่

การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขวิธีการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตดังกล่าวนี้เป็น การกำหนดหลักเกณฑ์ที่ก่อให้เกิดความลำบากในการปฏิบัติตาม ยิ่งไปกว่านั้น การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขดังกล่าวอาจไม่สามารถป้องกันการฉ้อฉลการส่งมอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนได้ทั้งหมด อันเนื่องมาจากสาเหตุที่สำคัญประการหนึ่งคือ สัญญายึดและให้ยืมหลักทรัพย์ไม่สามารถเป็นเครื่องยืนยันต่อบริษัทหลักทรัพย์ว่า ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะดำเนินการส่งมอบหลักทรัพย์ที่ผู้ยึดหลักทรัพย์ตกลงไว้ภายในระยะเวลาที่สำนักหักบัญชีกำหนด

นอกจากนั้น การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขดังกล่าวเป็นการกำหนดที่มีลักษณะเป็นการกีดกัน หรือจำกัดเสรีภาพในการขายชอร์ตของผู้ลงทุนต่างประเทศ เนื่องมาจากการกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่ผู้ขายชอร์ตต้องดำเนินการยืมหลักทรัพย์จากแหล่งผู้ให้ยืมที่แน่นอน และนำเชื่อถือเท่านั้น ฉะนั้น ผู้ลงทุนต่างประเทศจะเป็นแหล่งผู้ให้ยืมที่แน่นอน และนำเชื่อถือหรือไม่ ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศไทย และยิ่งไปกว่านั้น สัญญายืม และให้ยืมหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนต่างประเทศ อาจจะไม่เป็นรูปแบบตามสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับก็เป็นได้

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้พิจารณา และวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมาย ที่เกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาของวิธีการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ตที่เกี่ยวข้องกับการขายหลักทรัพย์ โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองประเภทการขายชอร์ต ดังต่อไปนี้

ข้อจำกัดประการแรก คือ การกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตที่มีลักษณะเคร่งครัดมากเกินไป และก่อให้เกิดความลำบากในทางปฏิบัติเกินสมควร

ตามที่ได้ศึกษาความหมายของการขายชอร์ต และองค์ประกอบของการขายชอร์ตจะเห็นได้ว่า องค์ประกอบที่สำคัญในการขายชอร์ตคือ “ต้องยืมหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบ (Covered Short)” เท่านั้น โดยบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการจัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์ไว้ให้พร้อมก่อนที่จะมีคำสั่งขายชอร์ต หรือผู้ลงทุนตกลงที่จะดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ด้วยตนเอง สำหรับการที่บริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้จัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตนั้นจะไม่มีปัญหาในทางปฏิบัติ แต่ในทางกลับกัน สำหรับการขายชอร์ตโดยผู้ลงทุนตกลงที่จะดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ด้วยตนเองนั้น ก่อให้เกิดความยุ่งยากในการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ เนื่องจากสำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขเพิ่มเติม

หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กำหนดเพิ่มเติมมีทั้งหมด 3 เงื่อนไข²⁹⁴ ได้แก่ 1. ต้องยืมจากแหล่งให้ยืมที่แน่นอน และนำเชื่อถือเท่านั้น เช่น ผู้ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจ (Securities Borrowing and Lending หรือ SBL) เป็นผู้ลงทุนสถาบัน หรือเป็นสถาบันการเงิน เป็นต้น และ

²⁹⁴ หนังสือเวียนที่ ก.ล.ต.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ประกอบหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่ กส. (ว) 4 / 2562 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ข้อ 2.1

2. ต้องมีการทำสัญญาอัยมหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ที่มีลักษณะตามสัญญามาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับ 3. บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบสัญญาอัยมและให้ยืมหลักทรัพย์

แม้ว่าเงื่อนไขการอัยมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตนั้นระบุอยู่ในหนังสือเวียนของสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นเพียงคำแนะนำของสำนักงาน ก.ล.ต. เท่านั้น แต่ในทางปฏิบัติทางบริษัทหลักทรัพย์จะกำหนดเงื่อนไขดังกล่าวในสัญญาแต่งตั้งตัวแทนนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่แรก ซึ่งหากบริษัทหลักทรัพย์เห็นว่า การอัยมหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนไม่ถูกต้องตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการอัยมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตดังกล่าว หรือตามที่กำหนดในสัญญาแต่งตั้งตัวแทนนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ย่อมมีอำนาจในการปฏิเสธคำสั่งการขายชอร์ตของลูกค้าได้ ดังนั้นหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขการอัยมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตมีความสำคัญในการขายชอร์ตมาก ส่งผลทำให้ผู้ลงทุนต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขดังกล่าวอย่างเคร่งครัด และเช่นเดียวกับบริษัทหลักทรัพย์ที่ต้องตรวจสอบการอัยมหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน ก่อนส่งคำสั่งการขายชอร์ต เพื่อให้เกิดความมั่นใจได้ว่าการอัยมหลักทรัพย์จริง และบริษัทหลักทรัพย์จะได้ไม่มีความเสี่ยงที่ต้องรับโทษปรับตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ

แต่อย่างไรก็ตาม การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขดังกล่าวมีความเคร่งครัดเกินความเหมาะสม และก่อให้เกิดความลำบากในทางปฏิบัติ เช่น เงื่อนไขการทำสัญญาอัยมหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ที่มีลักษณะตามสัญญามาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับ เป็นต้น

เนื่องจากสัญญาอัยมและให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้นจากความตกลงระหว่างคู่สัญญา คือ ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ และผู้ยืมหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์ไม่มีความเกี่ยวข้อง หรือมีนิติสัมพันธ์ใดๆ ในสัญญาอัยมและให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าว การกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์เข้าตรวจสอบสัญญาอัยมและให้ยืมหลักทรัพย์ เพื่อตรวจสอบว่าผู้ลงทุนมีการอัยมหลักทรัพย์อยู่จริง จึงเป็นการกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่ไม่เหมาะสม นอกจากนี้ การกำหนดเงื่อนไขดังกล่าว ส่งผลทำให้เกิดความล่าช้าในการทำธุรกรรมการขายชอร์ต เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา และการขายชอร์ตเป็นการที่คาดหวังว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง ฉะนั้น หากเกิดความล่าช้าในการทำธุรกรรมดังกล่าวย่อมส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ได้ปรับตัวลดลงไปแล้วก็เป็นได้

ยิ่งไปกว่านั้น การกำหนดการตรวจสอบ ตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขดังกล่าวอาจไม่สามารถป้องกันการฉ้อฉลการส่งมอบหลักทรัพย์ได้ และก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็น เนื่องมาจากการส่งมอบหลักทรัพย์ ในกรณีการอัยมหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ การที่ผู้ซื้อ

หลักทรัพย์จะได้รับมอบหลักทรัพย์ที่ยืมหรือไม่ ไม่ได้พิจารณาว่า ผู้ยืมหลักทรัพย์ได้มีการทำสัญญายืมหลักทรัพย์หรือไม่ หรือผู้ยืมหลักทรัพย์ได้ยืมหลักทรัพย์ได้ครบถูกต้องตามคำสั่งหรือไม่ แต่การยืมหลักทรัพย์ต้องพิจารณาสำคัญที่ ‘ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะส่งมอบหลักทรัพย์ที่ยืมแก่ผู้ยืมหลักทรัพย์เพื่อนำไปส่งมอบแก่ผู้ซื้อหรือไม่’ ฉะนั้น การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขดังกล่าวที่ผู้ลงทุนต้องจัดทำสัญญา และบริษัทหลักทรัพย์ต้องตรวจสอบว่าผู้ขายชอร์ตได้ยืมหลักทรัพย์แล้วหรือไม่ อาจจะไม่สามารถป้องกันการผิดนัดในการส่งมอบหลักทรัพย์ได้ อีกทั้ง ก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นในการทำสัญญาให้ตรงตามมาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับอีกด้วย

นอกจากบริษัทหลักทรัพย์ต้องตรวจสอบว่า ผู้ขายชอร์ตได้ทำสัญญายืมหลักทรัพย์ตามที่กฎหมายกำหนดหรือไม่ บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องตรวจสอบกับการยืมหลักทรัพย์ ว่าผู้ให้ยืมหลักทรัพย์มีหลักทรัพย์ตรงกับชื่อ และจำนวนที่ผู้ขายชอร์ตได้ตกลงยืมหลักทรัพย์หรือไม่ หรือบริษัทหลักทรัพย์ต้องแสดงเอกสารที่แสดงถึงการยืนยันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์เท่านั้น²⁹⁵ จะเห็นได้ว่าผู้ขายชอร์ตซึ่งเป็นคู่สัญญาตามสัญญายืมหลักทรัพย์ย่อมมีข้อมูล และสามารถส่งมอบเอกสารการยืนยันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ได้ง่ายกว่าบริษัทหลักทรัพย์ แต่กฎหมายได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่แทน ฉะนั้น การกำหนดเงื่อนไข และวิธีการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตจึงก่อให้เกิดความลำบากในทางปฏิบัติต่อบริษัทหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก

ข้อจำกัดประการที่สอง คือ การขายชอร์ตของผู้ลงทุนต่างประเทศที่ได้มีการยืมหลักทรัพย์มาแล้วซึ่งสามารถพิจารณาได้ ดังต่อไปนี้

เพื่อควบคุมการใช้จ่ายเงินตราต่างประเทศ และป้องกันการโอนเงินทุนออกนอกประเทศไทย จึงจำเป็นต้องมีกฎหมายควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน โดยกฎหมายได้กำหนดให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมอบหมายให้ธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่กำกับดูแลการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ซึ่งหลักเกณฑ์ และวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการซื้อ ขาย แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศได้กำหนดเงินลงทุนจากต่างประเทศ โดยผู้ลงทุนต่างประเทศสามารถเข้ามาลงทุนในประเทศไทย ไม่ว่าจะลงทุนโดยตรง ลงทุนในหุ้น หรือตราสารทางการเงิน โดยไม่มีข้อจำกัด

²⁹⁵ หนังสือเวียนที่ กต.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ประกอบหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่กส. (ว) 4 / 2562 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ข้อ 2.2

เรื่องการลงทุนใดๆ²⁹⁶ กล่าวคือผู้ลงทุนต่างประเทศสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ หรือซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงการขายชอร์ตได้โดยไม่มีข้อจำกัด

เมื่อผู้ลงทุนต่างประเทศตกลงที่จะขายชอร์ตหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฉะนั้น ผู้ลงทุนต่างประเทศจึงต้องปฏิบัติตามที่กฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทยได้กำหนดไว้ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต กฎหมายได้กำหนดว่า การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต บริษัทหลักทรัพย์สามารถจัดหาหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแก่ผู้ลงทุนต่างประเทศเอง เว้นแต่ผู้ลงทุนต่างประเทศได้มีการจัดให้มีการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตไว้แล้ว²⁹⁷ ซึ่งในกรณีที่ผู้ลงทุนต่างประเทศจัดให้มีการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตไว้แล้ว สามารถแบ่งการพิจารณาได้ ดังต่อไปนี้²⁹⁸

(1) การยืมหลักทรัพย์กับบริษัทหลักทรัพย์ หรือยืมหลักทรัพย์กับสถาบันการเงิน

ตามหนังสือเวียนธนาคารแห่งประเทศไทยที่ ธพท.ฝกง.(21) ว.834/2560 เรื่องการปรับปรุงหลักเกณฑ์ และวิธีปฏิบัติมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท เพื่อจำกัดการทำธุรกรรมเงินบาท ระหว่างสถาบันการเงินในประเทศไทย กับผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ (Non-resident หรือ NR) ที่ไม่มีธุรกรรมการค้า การลงทุนในประเทศ (Underlying) โดยธนาคารแห่งประเทศไทย กำหนดให้ผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศพิจารณาตามสัญชาติของบุคคลนั้น ไม่ว่าจะเป็บุคคลธรรมดา นิติบุคคล หรือองค์กรของรัฐบาลที่มีสัญชาติไทยทั้งหมด

มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทเกี่ยวกับการปล่อยสภาพคล่องเงินบาท หรือสร้างภาระผูกพันใดๆ ที่มีผลให้ต้องจ่ายเงินตราต่างประเทศในอนาคตแก่ผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศ เช่นการให้สินเชื่อสกุลบาท (THB Loan) การเบิกเงินเกินบัญชี (Overdraft) ธุรกรรมประเภทตราสารอนุพันธ์ต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นธุรกรรม Buy-Sell FX/THB และธุรกรรม Buy-Sell FX/THB Cross Currency Swap ธุรกรรม FX Option รวมไปถึงธุรกรรมยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities

²⁹⁶ ธนาคารแห่งประเทศไทย, “กฎหมายควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน” [Online] Accessed: 15 มีนาคม 2564. Available from: <https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/ForeignExchangeRegulations/FXRegulation/Pages/default.aspx>

²⁹⁷ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ทช. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัท หลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ข้อ 6

²⁹⁸ หนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ ที่กส. (ว) 4 / 62 เรื่องการดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ประกอบหนังสือเวียนที่ กสท.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ต

Borrowing and Lending) สถาบันการเงินต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทย กำหนด

สำหรับการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่า การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ดังกล่าวมีผลเป็นการนำเงินบาทออกไป หรือมีผลเสมือนการปล่อยเงินบาทออกนอกประเทศไทย เพื่อผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงกำหนดห้ามมิให้สถาบันการเงินของประเทศไทยทำธุรกรรมที่มีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินอื่น โดยการสัญญาว่าจะขายคืน หรือซื้อคืน โดยไม่ต้องพิจารณาว่า ผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศมีการทำธุรกรรมการค้า การลงทุนในประเทศไทย (Underlying) หรือไม่ และไม่ต้องพิจารณาว่ามีสินทรัพย์ค้ำประกันการกู้ยืมหรือไม่ก็ตาม กล่าวคือประกาศธนาคารแห่งประเทศไทยไม่อนุญาตให้สถาบันการเงินทุกประเภท ไม่ว่าจะ เป็นธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ สามารถทำธุรกรรมการให้ยืมและยืมหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุนต่างประเทศ เว้นแต่สถาบันการเงิน หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะเท่านั้น

จะเห็นได้ว่า การกำหนดให้ผู้ลงทุนต่างประเทศต้องยืมหลักทรัพย์กับบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทยเท่านั้น เป็นข้อจำกัดทางกฎหมายที่ส่งผลทำให้การขายชอร์ตของผู้ลงทุนต่างประเทศกระทำได้ยากขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น ข้อกฎหมายดังกล่าวส่งผลกระทบต่อทำให้ผู้ลงทุนต่างประเทศเลือกที่จะยืมหลักทรัพย์กับแหล่งผู้ให้ยืมอื่น ๆ แทน เช่น ยืมหลักทรัพย์กับผู้ลงทุนต่างประเทศด้วยตนเอง เป็นต้น ซึ่งส่งผลต่อเนื่องทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ลงทุนต่างประเทศด้วยตนเองได้ อีกทั้ง ส่งผลกระทบต่อความถูกต้องของข้อมูลรายงานการขายชอร์ตที่ยังไม่ได้ซื้อคืนที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องเปิดเผยแก่สาธารณชนอีกประการหนึ่งด้วย

(2) การยืมหลักทรัพย์กับแหล่งผู้ให้ยืมอื่นๆ

เนื่องจากข้อจำกัดทางกฎหมายที่ผู้ลงทุนต่างประเทศต้องการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตจากบริษัทหลักทรัพย์ หรือสถาบันการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยอนุญาตเท่านั้น อีกทั้ง ในทางปฏิบัติ ผู้ลงทุนต่างประเทศมีความสนใจในการขายชอร์ตหลักทรัพย์ประเภทใบแสดงสิทธิใน

ผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (NVDR)²⁹⁹ เท่านั้น ซึ่งโดยส่วนใหญ่ ผู้ครอบครองหลักทรัพย์ประเภทใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (NVDR) คือผู้ลงทุนต่างประเทศ ส่งผลทำให้ผู้ลงทุนต่างประเทศมีความประสงค์ที่จะยืมหลักทรัพย์เพื่อนำไปขายชอร์ตด้วยตนเอง มากกว่าการให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์แทน เช่น การยืมหลักทรัพย์ระหว่างผู้ลงทุนต่างประเทศด้วยกันเอง

ถึงแม้ว่า การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตจะเกิดขึ้นระหว่างผู้ลงทุนต่างประเทศด้วยกันเอง แต่ผู้ลงทุนต่างประเทศที่สนใจในการขายชอร์ตย่อมมีหน้าที่ในการปฏิบัติตามที่กฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทยได้กำหนดเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็น การปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต เป็นต้น

หลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตปรากฏในหนังสือเวียนที่ กส.นร 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต จากการศึกษาหนังสือเวียนดังกล่าวจะเห็นได้ว่า สำนักงาน ก.ล.ต. มิได้ยกตัวอย่างว่า ผู้ลงทุนต่างประเทศและผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศเป็นแหล่งผู้ให้ยืมที่น่าเชื่อถือและแน่นอนหรือไม่

หากหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศไทยเห็นว่า ผู้ลงทุนต่างประเทศสามารถยืมหลักทรัพย์จากผู้ลงทุนต่างประเทศได้ ผู้ลงทุนต่างประเทศย่อมไม่มีข้อจำกัดในเรื่องเงื่อนไขของแหล่งผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม ผู้ลงทุนต่างประเทศต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตอีก ไม่ว่าจะเป็นการจัดทำสัญญากับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (Standing Agreement) โดยสำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดให้สัญญาดังกล่าวต้องมีลักษณะตามสัญญามาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับ และใช้กันโดยทั่วไป ซึ่งหากเป็นการยืมหลักทรัพย์ระหว่างผู้ลงทุนต่างประเทศด้วยกันเอง คู่สัญญาย่อมเป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ และถ้าคู่สัญญาไม่มีภูมิลำเนาอยู่ที่ประเทศไทย และคู่สัญญาไม่ได้ตกลงทำสัญญาที่ประเทศไทย สัญญาดังกล่าวจึงไม่อยู่ภายใต้บังคับกฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทย ฉะนั้น การตรวจสอบ และการบังคับใช้กฎหมายสำหรับสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวย่อมกระทำได้ยาก ซึ่งก่อให้เกิดปัญหาแก่บริษัทหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็น ปัญหาในการขอสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ เพื่อใช้ในการตรวจสอบตามที่กฎหมายกำหนด และเป็นปัญหาแก่บริษัท

²⁹⁹ หนังสือเวียนที่ กส.ว) 3/2562 เรื่อง การเพิ่มหลักทรัพย์ ที่อนุญาตให้ขายชอร์ต ประกอบประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 (ฉบับที่ 4) ข้อ 2

หลักทรัพย์ ในกรณีที่เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์โดยความผิดของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จะสามารถเรียกร้องค่าเสียหายใดๆ จากผู้ลงทุนต่างประเทศที่เป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ได้หรือไม่

ในทางกลับกัน หากหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศไทยเห็นว่า ผู้ลงทุนต่างประเทศไม่สามารถยืมหลักทรัพย์จากผู้ลงทุนต่างประเทศได้ ย่อมส่งผลทำให้เกิดข้อจำกัดทางกฎหมายแก่ผู้ลงทุนต่างประเทศทันที เพราะผู้ลงทุนต่างประเทศต้องยืมหลักทรัพย์จากสถาบันการเงินหรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทยเท่านั้น

ซึ่งในปัจจุบัน ยังไม่ปรากฏชัดเจนว่า ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต่างประเทศมีคุณสมบัติเป็นแหล่งให้ยืมที่แน่นอนและน่าเชื่อถือ ตามหลักเกณฑ์ และวิธีการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตในประเทศไทยหรือไม่ เนื่องจากเป็นดุลพินิจของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศไทยที่จะพิจารณาจากคุณสมบัติผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

โดยสรุปแล้ว ผู้ลงทุนต่างประเทศสามารถยืมหลักทรัพย์จากสถาบันการเงิน และบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทยเท่านั้นตามมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท ผู้ลงทุนต่างประเทศจึงเลือกวิธีการยืมหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (lender) ต่างประเทศด้วยตนเอง ซึ่งผู้ลงทุนต่างประเทศจะถือว่าเป็นแหล่งผู้ให้ยืมที่น่าเชื่อถือ และแน่นอนหรือไม่ ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของประเทศไทย นอกจากนั้น หากเป็นการยืมหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (lender) ต่างประเทศยังคงมีประเด็นปัญหาที่น่าสนใจว่า บริษัทหลักทรัพย์จะตรวจสอบสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์อย่างไร และบริษัทหลักทรัพย์จะมีข้อจำกัดในเรื่องระยะเวลาในการตรวจสอบหรือไม่ ยิ่งไปกว่านั้น หากเกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยความผิดของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จะสามารถเรียกร้องค่าเสียหายใดๆ จากผู้ลงทุนต่างประเทศที่เป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ได้หรือไม่ เนื่องจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่มีนิติสัมพันธ์ใดๆ กับบริษัทหลักทรัพย์ในแง่ของสัญญา และในแง่มุมมองของกฎหมาย

5.1.3 วิเคราะห์ปัญหาการรายงานสถานะการขายชอร์ต

การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขในการรายงานสถานะการขายชอร์ตแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปรากฏอยู่ในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 8 โดยกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จัดส่งรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทุกสิ้นวันทำการ ตามรูปแบบตามที่ตลาด

หลักทรัพย์ฯ กำหนด เช่น แบบกต. 4 และแบบ กต. 4/1 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถตรวจสอบ และควบคุมปริมาณการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นได้

เมื่อได้พิจารณาถึงองค์ประกอบหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 8 ดังกล่าวนั้น คือการที่บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในจัดส่งรายงานการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นทั้งหมดแก่ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตจนกว่าผู้ลงทุนจะได้ดำเนินการปิดสถานะการขายชอร์ต หรือจนกว่าผู้ลงทุนได้ดำเนินการซื้อหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบคืนแก่แหล่งผู้ให้ยืมหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว นอกจากนี้ ความถี่ หรือจำนวนครั้งที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงานแก่ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ คือทุกๆ สิ้นวันทำการ กล่าวคือ เมื่อผู้ลงทุนมีคำสั่งขายชอร์ต トラบไคที่ผู้ลงทุนยังไม่ได้มีการปิดสถานะการขายชอร์ต บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตตลอดเวลา

ดังตัวอย่าง ในวันที่ 1 มกราคม 2564 ผู้ลงทุน ก. ตกลงขายชอร์ต โดยให้บริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้จัดหาหลักทรัพย์ให้ยืม ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2564 บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตแก่ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทุกๆ สิ้นวันทำการ จนกว่าผู้ลงทุน ก. จะได้แจ้งแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ตนได้มีการส่งคำสั่งซื้อหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบคืนหลักทรัพย์ที่กำหนดแก่บริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษา และวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายที่กำหนดหน้าที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรายงานการขายชอร์ตที่ยังไม่ได้ซื้อคืนแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น พบว่ามีข้อจำกัดของหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตของบริษัทหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

ข้อจำกัดประการที่หนึ่ง คือ บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถทราบได้ว่า ผู้ลงทุนมีการซื้อหลักทรัพย์คืนหรือไม่ และในเวลาใด ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถรายงานการขายชอร์ตที่ถูกต้อง และตรงกับความเป็นจริงได้

ตามข้อบังคับของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์อนุญาตให้สถาบันการเงิน ตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจสถาบันการเงิน และผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) สามารถฝากหลักทรัพย์แก่ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้โดยตรง³⁰⁰ ซึ่งบุคคลดังกล่าวไม่ต้องดำเนินการฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์

³⁰⁰ ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301

ส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบความมืออยู่ของหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของสถาบันการเงิน และผู้ลงทุนสถาบันที่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้แก่ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ได้ ฉะนั้น ไม่ว่าผู้ลงทุนสถาบันจะดำเนินการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ย่อมไม่สามารถตรวจสอบได้ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ เหมือนเช่นการตรวจสอบบัญชีซื้อขายของผู้ลงทุนทั่วไป ฉะนั้น บริษัทหลักทรัพย์ย่อมไม่ทราบว่าผู้ลงทุนสถาบันได้ปิดสถานะการขายชอร์ตแล้วหรือไม่

ดังนั้น หากผู้ลงทุนสถาบันดำเนินการขายชอร์ตหลักทรัพย์แล้ว ต่อมา ผู้ลงทุนสถาบันตกลงที่จะปิดสถานะการขายชอร์ต โดยการซื้อหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบหลักทรัพย์คืนแก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนสถาบันสามารถทำได้ด้วยตนเองตามเหตุผลที่กล่าวไป นอกจากนั้น บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถทราบได้ว่า ผู้ลงทุนสถาบันได้มีการปิดสถานะการขายชอร์ตแล้วหรือไม่ หรือผู้ลงทุนสถาบันได้ดำเนินการปิดสถานะการขายชอร์ตเป็นจำนวนเท่าไร เว้นแต่บริษัทหลักทรัพย์จะดำเนินการสอบถามไปยังผู้ลงทุนสถาบัน หรือผู้ลงทุนสถาบันยินดีที่จะแจ้งแก่บริษัทหลักทรัพย์ ฉะนั้น เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ไม่ทราบว่า ผู้ลงทุนสถาบันได้มีการปิดสถานะการขายชอร์ตแล้ว บริษัทหลักทรัพย์ยังคงมีหน้าที่ และความรับผิดชอบที่ต้องรายงานการขายชอร์ตแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อไปเรื่อยๆ

ฉะนั้น บริษัทหลักทรัพย์จะสามารถทราบว่า ผู้ลงทุนสถาบันได้มีการปิดสถานะการขายชอร์ต หรือได้ดำเนินการซื้อหลักทรัพย์คืนแล้วหรือไม่ ต่อเมื่อบริษัทหลักทรัพย์ได้สอบถามไปยังผู้ลงทุนสถาบันเท่านั้น ซึ่งหากผู้ลงทุนสถาบันไม่ได้แจ้งให้ทราบ บริษัทหลักทรัพย์ย่อมรายงานการขายชอร์ตที่ยังไม่ได้ซื้อคืนตามที่บริษัทหลักทรัพย์ได้ทราบเท่านั้น ส่งผลทำให้รายงานการขายชอร์ตฉบับดังกล่าว มีความเสี่ยงที่อาจจะตรงกับความจริง หรือไม่ตรงกับความจริงก็เป็นได้ ซึ่งกรณีดังกล่าวส่งผลกระทบต่อ การตรวจสอบ และการควบคุมดูแลการขายชอร์ตของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะเมื่อบริษัทหลักทรัพย์รายงานการขายชอร์ตไม่ถูกต้อง หรือไม่ตรงกับความ เป็นจริง ข้อมูลที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้รับไปย่อมคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง และอาจทำให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ห้ามการขายชอร์ตผิดพลาดไป เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ฯ มีอำนาจในการห้ามการขายชอร์ต หากมี

การขายชอร์ตเกินปริมาณสูงสุดของหลักทรัพย์ โดยตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดปริมาณสูงสุดในการขายชอร์ตคือร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่จดทะเบียนทั้งหมดของบริษัทนั้น³⁰¹

จากการที่ปริมาณการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืน (Outstanding Short Position) ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้รับมีจำนวนสูงเกินกว่าความเป็นจริง ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงได้หารือร่วมกับบริษัทหลักทรัพย์ เพื่อแก้ไขปัญหาการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถติดตามสถานะการซื้อคืนการขายชอร์ตของผู้ลงทุนได้ โดยตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถปรับปรุงรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืน เมื่อครบกำหนด 60 วัน นับจากผู้ลงทุนมีการส่งคำสั่งขายชอร์ต³⁰² กล่าวคือ เมื่อพ้นกำหนดเวลา 60 วันนับจากวันที่ผู้ลงทุนส่งคำสั่งขายชอร์ต หากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้รับแจ้งจากผู้ลงทุนว่า ผู้ลงทุนได้มีการปิดสถานะการขายชอร์ตแล้ว บริษัทหลักทรัพย์จะไม่มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตอีกต่อไป

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าเงื่อนไขการกำหนดระยะเวลาดังกล่าวส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์หลุดพ้นจากหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตก็ตาม แต่การแก้ไขปัญหาดังกล่าวอาจไม่สามารถแก้ไขข้อจำกัดทางกฎหมายที่เกิดขึ้นได้ทั้งหมด เพราะหากผู้ลงทุนไม่ได้ปิดสถานะการขายชอร์ตภายในเวลา 60 วันนับจากวันที่ผู้ลงทุนส่งคำสั่งการขายชอร์ต แต่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนแล้ว ย่อมทำให้ข้อมูลที่บริษัทหลักทรัพย์ได้รายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ เป็นข้อมูลที่ไม่ถูกต้องและไม่ตรงกับความเป็นจริง

ข้อจำกัดประการที่สอง คือเงื่อนไขของการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เงื่อนไขที่สำคัญของการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนของบริษัทหลักทรัพย์ ประกอบด้วย รายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนซึ่งบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ภายในสิ้นวันทำการ และตามแบบที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด จะเห็นได้ว่า หนึ่งในเงื่อนไขที่สำคัญคือการกำหนดระยะเวลาในการส่งรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ

³⁰¹ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 9 ประกอบหนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ กต.(ว) 53/2540 เรื่องหลักเกณฑ์การขายชอร์ต

³⁰² หนังสือเวียนตลาดหลักทรัพย์ที่ กส. (ว) 8/2563 เรื่องแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืน

การที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานในทุกสิ้นวันทำการ กล่าวคือหากบริษัทหลักทรัพย์นั้นมีผู้ลงทุนส่งคำสั่งขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์ในทุกๆ วันทำการ แปลว่าบริษัทหลักทรัพย์จะมีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตในทุกๆ วันทำการ เช่นเดียวกัน ซึ่งวันทำการ ตามที่ได้กล่าวไป คือวันที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดการซื้อขายหลักทรัพย์ จะเห็นได้ว่า หากเป็นตามกรณีดังกล่าว บริษัทหลักทรัพย์จะมีหน้าที่ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบตลอดเวลา และบริษัทหลักทรัพย์อาจจำเป็นต้องมีระบบการบริหารจัดการแยกออกมาเพื่อทำหน้าที่รายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืน ซึ่งก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่าย และความยุ่งยากต่อบริษัทหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก

ยิ่งไปกว่านั้น หากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้รับการรายงานจากผู้ลงทุนว่า ผู้ลงทุนได้มีการปิดสถานะการขายชอร์ตแล้ว กรณีดังกล่าวส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนต่อไปเรื่อยๆ และทำให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องมีภาระหน้าที่อย่างต่อเนื่องไม่รู้จบ ดังนั้น เจื่อนไขที่กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์รายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ นั้น เป็นการกำหนดเงื่อนไขที่สร้างภาระเกินสมควรแก่บริษัทหลักทรัพย์ และก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่ายในการรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ไม่จำเป็น

โดยสรุปแล้ว สามารถแบ่งประเด็นปัญหาของมาตรการทางกฎหมาย เกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองในประเทศไทย ดังต่อไปนี้

(1) ประเด็นการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง เนื่องจากมาตรการทางกฎหมายกำหนดเฉพาะความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียวเท่านั้น โดยมีได้กำหนดความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุนไว้

(2) ประเด็นในการตรวจสอบหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์ที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบความมีอยู่ของหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนได้ด้วยตนเอง และมาตรการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อขายชอร์ตที่กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่เคร่งครัดมากเกินไป และส่งผลทำให้เกิดความยุ่งยากในทางปฏิบัติ และเป็นการจำกัดทางเลือกในการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศอีกประการหนึ่งด้วย

(3) ประเด็นการกำหนดหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์รายงานสถานะการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจากการที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถทราบได้ว่า ผู้ลงทุนสถาบัน มีการซื้อหลักทรัพย์คืนหรือไม่ และในเวลาใด ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถรายงานการขายชอร์ตที่

ถูกต้อง และตรงกับความเป็นจริง ซึ่งก่อให้เกิดภาระเกินสมควรแก่บริษัทหลักทรัพย์ ทั้งหน้าที่การตรวจสอบ และค่าใช้จ่ายในการรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ

5.2 วิเคราะห์เปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศกับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย

ตามที่ได้วิเคราะห์ปัญหาของมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองตามที่ได้กล่าวในข้างต้น หากนำปัญหาต่างๆ ที่ได้วิเคราะห์มาเปรียบเทียบกับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้น อยู่ในครอบครองของต่างประเทศ ในบทที่ 4 ไม่ว่าจะเป็นสหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง จะเห็นได้ว่ามาตรการทางกฎหมายต่างประเทศได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขแตกต่างกับประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบ เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองแก่ผู้ลงทุนโดยตรง หรือในบางประเทศกำหนดให้ผู้ลงทุนมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นในการขายหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์ เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบข้อมูลคำสั่งขายหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ เป็นต้น

ฉะนั้น เพื่อแก้ไขปัญหามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย จึงมีความจำเป็นต้องวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ และนำมาเปรียบเทียบระหว่างมาตรการทางกฎหมายในแต่ละประเทศ และประเทศไทย เพื่อนำมาเป็นแนวทางที่เหมาะสมในการแก้ไขปัญหามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองในประเทศไทย โดยผู้วิจัยได้แบ่งประเด็นการเปรียบเทียบตามประเด็นปัญหาที่ได้วิเคราะห์ในเบื้องต้น ทั้งหมด 3 ประเด็น ดังต่อไปนี้

5.2.1 ประเด็นเกี่ยวกับการกำหนดความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุน

5.2.1.1 การวิเคราะห์เปรียบเทียบการกำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนของต่างประเทศ

สำหรับสาธารณรัฐสิงคโปร์ ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Act (Chapter 289)) อนุญาตให้การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling ไม่เป็นความผิดทางกฎหมาย แต่ถ้าผู้ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้ภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด

ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จะดำเนินการซื้อหลักทรัพย์ตามจำนวน โดยจะเรียกเก็บค่าใช้จ่ายในการดำเนินการทั้งหมดจากผู้ส่งคำสั่งขายที่ผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ ซึ่งเรียกมาตรการทางกฎหมายดังกล่าวว่า มาตรการบังคับซื้อหลักทรัพย์ (buying-in mechanism) โดยสรุปแล้ว สาธารณรัฐสิงคโปร์ไม่ได้กำหนดความผิด และไม่ได้กำหนดโทษทางอาญาแก่บุคคลที่ขายหลักทรัพย์ แต่บุคคลที่เป็นผู้ขายหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุนต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายในมาตรการการบังคับซื้อหลักทรัพย์ หากเกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์³⁰³ และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการเปิดเผยว่าเป็นคำสั่งขายชอร์ต³⁰⁴ ถ้าผู้ขายชอร์ตไม่ได้เปิดเผย ผู้ขายชอร์ตมีความผิดทางอาญา และต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 25,000 ดอลลาร์สิงคโปร์³⁰⁵

เครือรัฐออสเตรเลียได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บุคคลที่ต้องการขายหลักทรัพย์โดยตรง โดยมีได้กำหนดหน้าที่ และความผิดแก่ตัวแทน หรือผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์แต่อย่างใด ซึ่งกฎหมายกำหนดให้ผู้ขายต้องสามารถใช้สิทธิในขณะนั้น โดยไม่มีข้อจำกัดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองผลิตภัณฑ์แก่ผู้ซื้อ ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B (2) หากผู้ขายไม่มีหลักทรัพย์ และไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่ามีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ผู้ขายมีความผิด และต้องรับโทษปรับ 2,500 ดอลลาร์ออสเตรเลีย หรือจำคุก 6 เดือน หรือทั้งจำทั้งปรับ ตามที่ระบุในตารางแนบที่ 3 แห่งพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 ยกเว้นกฎหมายกำหนดให้ไม่เป็นความผิด เช่นพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020B (4)

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา กำหนดความรับผิดชอบแก่บุคคลที่ขายหลักทรัพย์ ในกรณีที่ผู้ขายได้หลอกลวงผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ รวมถึงหลอกลวงผู้ซื้อ ไม่ว่าจะกระทำโดยวิธีการ เครื่องมือ หรือสิ่งประดิษฐ์ใดๆ ตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 มาตรา 10b-21 หากบุคคลที่ขายหลักทรัพย์กระทำความผิดดังกล่าว สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจในการตรวจสอบ และอำนาจในการลงโทษทางแพ่ง และทางอาญาได้

³⁰³ The Business Times, **Short-sales: Rules and safeguards** [Online], 17 March 2021. Available from: <https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/short-sales-rules-and-safeguards>

³⁰⁴ The Securities and Futures Act Section 137ZJ

³⁰⁵ Securities and Futures Act (Chapter 289) Securities and Futures (Short Selling) Regulation 2018 Section 137ZJ(4)

ประเทศญี่ปุ่น ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บุคคลที่ต้องการขายหลักทรัพย์ และผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ ยกตัวอย่างเช่น กฎหมายของประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง กำหนดให้ผู้ชายต้องสามารถใช้สิทธิใน ขณะนั้น และไม่มีข้อกำหนดสิทธิที่จะส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ หรือผู้ประกอบการ หลักทรัพย์สามารถพิสูจน์ได้ว่า ผู้ขายสามารถใช้สิทธิในขณะนั้น และไม่มีข้อกำหนดสิทธิที่จะส่งมอบการ ครอบครองหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อ ตามพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน มาตรา 98(1) เป็นต้น

โดยสามารถสรุป เรื่องการกำหนดความรับผิดชอบในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มี หลักทรัพย์อยู่ในครอบครองของแต่ละประเทศ รวมถึงประเทศไทย ตามตารางข้างล่างดังต่อไปนี้

เรื่องการกำหนดความรับผิดชอบในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง		
ประเทศ	ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
ประเทศไทย	☑	-
สหรัฐอเมริกา	-	☑
สาธารณรัฐสิงคโปร์	-	☑ เฉพาะกรณีเกิดการผิดนัดการส่งมอบ หลักทรัพย์เท่านั้น
เครือรัฐออสเตรเลีย	-	☑
ประเทศญี่ปุ่น	☑	☑
ประเทศมาเลเซีย	☑	☑
เขตปกครองพิเศษ ฮ่องกง	☑	☑

ตาราง 6 เปรียบเทียบกฎหมายระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศเรื่องการกำหนดความรับผิดชอบในกรณีที่ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ใน ครอบครอง

5.2.1.2 การพิจารณาการกำหนดความรับผิดชอบของผู้ลงทุนของประเทศไทย

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยไม่ได้กำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบ และความผิดแก่ผู้ลงทุน แต่กฎหมายกำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ฉะนั้น หากเกิด การผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยเป็นความผิดของผู้ลงทุน ผู้ลงทุนจะไม่ต้องรับผิดชอบตามกฎหมาย เพราะกฎหมายไม่ได้ระบุให้ผู้ลงทุนต้องรับผิดชอบ ซึ่งจะแตกต่างกับต่างประเทศตามที่ได้กล่าวในข้างต้น

จากการวิเคราะห์ และเปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายในต่างประเทศจะเห็นว่า กฎหมายในต่างประเทศนั้นกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่ตัวบุคคลที่เป็นผู้ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ (a person) กล่าวคือหากผู้ลงทุนต้องการขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องปฏิบัติตามมาตรการทางกฎหมายให้ถูกต้อง และครบถ้วน ไม่ว่าจะเป็นการที่ผู้ลงทุนจะต้องมีหลักทรัพย์อยู่ในการครอบครอง และผู้ลงทุนต้องยืนยันว่า ผู้ลงทุนสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้โดยไม่มีข้อจำกัดในการส่งมอบหลักทรัพย์ นอกจากนี้ หากบุคคลที่เป็นผู้ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ (a person) กระทำการฝ่าฝืนมาตรการทางกฎหมาย ไม่ว่าจะเป็นการที่บุคคลดังกล่าวไม่สามารถแสดงให้เห็นได้ว่า ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองจริง หรือบุคคลดังกล่าวมีข้อจำกัดในการส่งมอบหลักทรัพย์ เช่น การใช้หลักทรัพย์เป็นการประกันหนี้ บุคคลที่ส่งคำสั่งนั้นมีความผิดทางกฎหมาย และต้องรับโทษทางกฎหมาย อย่างเช่น สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศมาเลเซีย ประเทศญี่ปุ่น และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง และถึงแม้ว่าสาธารณรัฐสิงคโปร์อนุญาตให้การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling ไม่เป็นความผิดทางกฎหมาย แต่หากเกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ บุคคลที่ต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายและค่าเสียหาย คือบุคคลที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ดังกล่าว มิใช่บริษัทหลักทรัพย์ และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการเปิดเผยว่าเป็นคำสั่งขายชอร์ตแต่อย่างใด³⁰⁶ ถ้าผู้ขายชอร์ตไม่ได้เปิดเผย ผู้ขายชอร์ตมีความผิดทางอาญา และต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 25,000 ดอลลาร์สิงคโปร์³⁰⁷

ถึงแม้ว่ามาตรการทางกฎหมายของประเทศมาเลเซีย ประเทศญี่ปุ่น และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุน และผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ด้วย แต่กฎหมายของประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้กำหนดข้อยกเว้นการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ไว้ เช่น หากผู้ลงทุนที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ได้ตกลงเข้าทำสัญญาซื้อหลักทรัพย์ ก่อนเวลาที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ และผู้ลงทุนมีหลักฐานตามที่กฎหมายกำหนด เช่น หลักฐานการชำระเงินซื้อผลิตภัณฑ์ หรือใบเสร็จรับเงินการโอนตราสาร หรือใบเสร็จรับเงิน ที่เป็นเอกสารแสดงกรรมสิทธิ์ ตามพระราชบัญญัติตลาดทุนและบริการด้านทุน มาตรา 98(4) ซึ่งถือว่าผู้ขายมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และไม่เป็น Naked Short Selling เป็นต้น

³⁰⁶ The Securities and Futures Act Section 137ZJ

³⁰⁷ Securities and Futures Act (Chapter 289) Securities and Futures (Short Selling) Regulation 2018 Section 137ZJ(4)

อย่างไรก็ตาม จะเห็นได้ว่า ข้อยกเว้นการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ กฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ลงทุนในการแสดงหลักฐานการซื้อหลักทรัพย์ ก่อนมีการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ ฉะนั้น การยกเว้นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ กฎหมายต้องกำหนดหน้าที่ของผู้ลงทุนด้วย

ฉะนั้น จะเห็นได้ว่าการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุนมีความสำคัญ และมีความจำเป็นอย่างมากสำหรับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย เพราะในปัจจุบัน บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบเพียงฝ่ายเดียว และบริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันได้ อีกทั้ง การกำหนดหน้าที่แก่ผู้ลงทุนสถาบันที่มีนิติสัมพันธ์กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ ย่อมทำให้ผู้ลงทุนสถาบันสามารถสอบถามจำนวน และปริมาณหลักทรัพย์กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ได้โดยตรง ดังนั้น การกำหนดหน้าที่แก่บุคคลที่มีข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์โดยตรงย่อมมีประสิทธิภาพมากกว่าการกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ตรวจสอบแทน นอกเหนือจากนั้น การกำหนดให้ผู้ลงทุนต้องมีความรับผิดชอบ เป็นไปเพื่อบังคับให้ผู้ลงทุนต้องปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมาย ด้วยเหตุนี้เอง ผู้วิจัยจึงเห็นควรแก้ไขเพิ่มเติม โดยการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุนสถาบันในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

5.2 ประเด็นเกี่ยวกับหน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

5.2.2.1 การวิเคราะห์เปรียบเทียบหน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตของต่างประเทศ

ตามที่ได้ศึกษามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับหน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตในแต่ละประเทศมีการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขดังกล่าวแตกต่างกันออกไป อย่างเช่นสหรัฐอเมริกา กฎหมายกำหนดให้หน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ของผู้ขายชอร์ตเป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ได้แก่ นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะ เป็นหน้าที่ในการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแทนผู้ขายชอร์ต หรือหน้าที่ในการตรวจสอบ และมีเหตุอันควรที่จะเชื่อได้ว่า ผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว ปรากฏตาม Regulation SHO Rule 203(b) แต่อย่างไรก็ตาม สำนักงาน ก.ล.ต. ของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดแนวปฏิบัติอย่างชัดเจน รวมถึงกำหนดข้อยกเว้นในการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ของผู้ขายชอร์ต ได้แก่ การที่ผู้ขายชอร์ตขายชอร์ตหลักทรัพย์ในรายชื่อหลักทรัพย์ที่สามารถยืมได้ง่าย หรือเรียกว่า Easy to borrow ถือว่าผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีเหตุอันควรจะ

เชื่อได้แล้ว³⁰⁸ ดังนั้น ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์สามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตไปยังตลาดหลักทรัพย์ได้ตาม Regulation SHO Rule 203(b) อีกทั้ง กฎหมายได้กำหนดความรับผิดชอบแก่ผู้ขายชอร์ต ในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. สหรัฐอเมริกาตรวจสอบแล้วพบว่า ผู้ขายชอร์ตหลอกลวงผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ปรากฏตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 10b-21 ดังนั้น แม้ว่าการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตของสหรัฐอเมริกา เป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ แต่กฎหมายได้กำหนดข้อยกเว้นหน้าที่การตรวจสอบของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ตาม Regulation SHO Rule 200 (b)(2)

สำหรับประเทศมาเลเซีย กฎหมายกำหนดให้หน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ของผู้ขายชอร์ต เป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หรือ Participating Organisation ทั้งหมด ไม่ว่าจะเป็นการตรวจสอบว่า คำสั่งขายชอร์ตเป็นการขายชอร์ตหลักทรัพย์ที่ได้รับการอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ และหน้าที่ในการตรวจสอบว่า หลักทรัพย์ดังกล่าวได้มีการยืมหลักทรัพย์ตามสัญญายืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending หรือ SBL) หรือไม่ เป็นต้น ตามที่กำหนดในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Rules of Bursa Securities) Rule 8.26(1) โดยกฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ เนื่องจากกฎหมายกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องขายชอร์ตในบัญชี RSS Account เท่านั้น³⁰⁹ และเงื่อนไขการเปิดบัญชี RSS Account ผู้ขายชอร์ตต้องทำสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว³¹⁰

สำหรับประเทศญี่ปุ่น กฎหมายกำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นมีหน้าที่ในปฏิบัติตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) ที่กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ และสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นต้องทำให้แน่ใจว่าผู้ขายชอร์ตได้ทำสัญญายืมหลักทรัพย์ หรือผู้ขายมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองหรือไม่ ปรากฏตาม Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act Article 26-2-2 (3)

³⁰⁸ Securities and Exchange Commission, **Federal register part iii securities and exchange commission**[Online], 6 July 2021. Available from: <https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.pdf>

³⁰⁹ Rules of Bursa Securities Rule 8.25(2)

³¹⁰ Rules of Bursa Securities Rule 8.25(4)

แม้ว่าสาธารณรัฐสิงคโปร์ได้กำหนดให้การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือ Naked Short Selling ไม่เป็นความผิดทางกฎหมาย ฉะนั้น สาธารณรัฐสิงคโปร์จึงไม่มีข้อกำหนดมาตรการทางกฎหมายในเรื่องการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต แต่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (The Securities and Futures Act) ได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ตในการเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ว่า ผู้ขายชอร์ตมีเจตนาส่งคำสั่งขายชอร์ต ปรากฏตามกฎ SFA มาตรา 137ZJ ดังนั้น หน้าที่ในการขายชอร์ตตามมาตรการทางกฎหมายของสาธารณรัฐสิงคโปร์เป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต

เครือข่ายออสเตรเลียได้กำหนดให้เป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ตแต่เพียงผู้เดียว โดยผู้ขายชอร์ตต้องสามารถแสดงว่า ผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบผลิตภัณฑ์ให้แก่ผู้ซื้อได้ตามที่กำหนดในมาตรา 1020B(2) วรรคสอง และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ปฏิบัติตามมาตรา 1020AB แห่งพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 เช่น ผู้ขายมีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลสถานะการขายชอร์ต อีกทั้งกฎหมายได้กำหนดความรับผิดแก่ผู้ขายชอร์ต ในกรณีที่ฝ่าฝืนกฎหมายอีกด้วย ปรากฏตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1311 (1) ประกอบตารางแนบที่ 3 (Schedule 3 - Penalties)

สำหรับเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่แสดงว่า ผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้ ตามที่กำหนดใน SFO ข้อ 170(1) วรรคสอง และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ปฏิบัติตาม SFO ข้อ 171(1) โดยผู้ขายชอร์ตต้องจัดทำเอกสาร Documentary Assurance เพื่อยืนยันการยืมหลักทรัพย์ และส่งมอบแก่ตัวแทน หรือผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ โดยผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบว่า ผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนด และผู้ขายชอร์ตได้ส่งมอบเอกสาร Documentary Assurance แล้วหรือไม่ ตามที่กำหนดใน SFO ข้อ 171(5)

โดยสามารถสรุป เรื่องการกำหนดความรับผิดในเรื่องการกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตของแต่ละประเทศ รวมถึงประเทศไทย ตามตารางข้างล่าง ดังต่อไปนี้

เรื่องการกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต		
ประเทศ	ผู้ประกอบการหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
ประเทศไทย	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่ในการยึดหลักทรัพย์ หรือตรวจสอบ การยึดหลักทรัพย์ของ ผู้ลงทุน	-
สหรัฐอเมริกา	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่ในการยึดหลักทรัพย์ หรือตรวจสอบ การยึดหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน REG S ข้อ 203(b)(1) ยกเว้น Easy to borrow และ REG S ข้อ 200(b)(2)	-
สาธารณรัฐสิงคโปร์	-	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่เปิดเผยว่ามีเจตนาขาย ชอร์ตตาม SFA ข้อ 137ZJ
เครือรัฐออสเตรเลีย	-	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่ปฏิบัติตาม Corporations Act 2001 มาตรา 1020B(2) เช่นแสดงเอกสาร Firm commitment และมีหน้าที่ตาม มาตรา 1020AB
ประเทศญี่ปุ่น	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่ตรวจสอบว่าผู้ลงทุนได้ปฏิบัติหน้าที่ ตามที่กำหนดใน settlement measure หรือไม่	-
ประเทศมาเลเซีย	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่ตรวจสอบว่าผู้ลงทุนได้ยึด หลักทรัพย์หรือไม่	-

เรื่องการกำหนดหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินเพื่อการขายชอร์ต		
ประเทศ	ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
เขตปกครองพิเศษ ฮ่องกง	☑ SFO ข้อ 171(5) กำหนดหน้าที่ตรวจสอบ ว่าผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามที่กฎหมาย กำหนดหรือไม่	☑ หน้าที่ปฏิบัติตาม SFO ข้อ 170(1) เช่น แสดงเอกสาร blanket assurance หรือ เอกสาร hold notice ต่อผู้ประกอบการ หลักทรัพย์ และมีหน้าที่ส่งมอบเอกสาร documentary assurance ตามข้อ 171

ตาราง 7 เปรียบเทียบกฎหมายระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศเรื่องการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินเพื่อการขายชอร์ต

5.2.2.2 การพิจารณาการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินเพื่อการขายชอร์ตของประเทศไทย

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยกำหนดหน้าที่แก่บริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินเพื่อการขายชอร์ต อีกทั้งเงื่อนไขการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินเพื่อการขายชอร์ตมีลักษณะเคร่งครัดมากกว่ามาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ เนื่องจากกฎหมายของประเทศไทยได้กำหนดแหล่งที่มาในการยึดหลักทรัพย์สิน และกำหนดรูปแบบของสัญญาเป็นต้น ดังนั้น การกำหนดหลักเกณฑ์การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินเพื่อการขายชอร์ตจึงเป็นอุปสรรคต่อผู้ขายชอร์ตที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศ

จากการวิเคราะห์ และเปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายในต่างประเทศจะเห็นว่า ในการแก้ไขปัญหาหน้าที่การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินเพื่อการขายชอร์ตของประเทศไทยสามารถกระทำได้ทั้งหมด 2 วิธี 1.เพิ่มข้อยกเว้นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ 2.กำหนดให้เป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต ดังต่อไปนี้

(1) เพิ่มข้อยกเว้นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

มาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา ประเทศมาเลเซีย และประเทศญี่ปุ่น กำหนดหน้าที่ในการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์สินของผู้ขายชอร์ต เป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ สำหรับประเทศมาเลเซีย กฎหมายได้ให้อำนาจแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ในการตรวจสอบบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนอย่างเต็มที่ ซึ่งแตกต่างกับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบบัญชีซื้อขายของผู้ลงทุนที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์กับ

บริษัทหลักทรัพย์ ฉะนั้น การนำมาตรการทางกฎหมายของประเทศมาเลเซียมาปรับใช้กับประเทศไทย จึงมีข้อจำกัด เพราะข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้กำหนดให้การขายชอร์ตต้องทำในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์สำหรับการขายชอร์ต หรือในบัญชีสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะ

สำหรับสหรัฐอเมริกา กฎหมายได้กำหนดข้อยกเว้นของหน้าที่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ในการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน โดยใช้ความยากง่ายในการจัดหาหลักทรัพย์เป็นหลักเกณฑ์ หากเป็นการขายชอร์ตในหลักทรัพย์ที่อยู่ในรายชื่อ Easy to borrow ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์จะไม่มีหน้าที่ในการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ ซึ่งการกำหนดข้อยกเว้นหน้าที่แก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ส่งผลดีต่อผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ และสามารถแก้ไขปัญหาการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตของประเทศไทยได้ แต่การนำมาตรการดังกล่าวของสหรัฐอเมริกามีข้อจำกัดคือ หากเป็นการขายชอร์ตในหลักทรัพย์ที่อยู่ในรายชื่อ Hard to borrow ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์จะไม่สามารถตรวจสอบผู้ขายชอร์ตได้ อีกทั้ง ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้กำหนดรายชื่อหลักทรัพย์ Easy to borrow และ Hard to borrow เหมือนอย่างเช่น สหรัฐอเมริกา

สำหรับประเทศญี่ปุ่น กฎหมายได้กำหนดหน้าที่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ และสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นในการตรวจสอบว่า ผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติหน้าที่ตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) ที่กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องทำสัญญายืมหลักทรัพย์ อีกทั้ง กฎหมายได้กำหนดห้ามมิให้ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ และสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นส่งคำสั่งขายชอร์ต ในกรณี que ผู้ขายชอร์ตไม่ได้ปฏิบัติหน้าที่ตามมาตรการดังกล่าว ฉะนั้น มาตรการการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตของประเทศญี่ปุ่นมีการกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่รัดกุม ซึ่งแตกต่างกับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย ที่กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบชื่อ และจำนวนหลักทรัพย์ที่ขายชอร์ต หรือบริษัทหลักทรัพย์ต้องได้รับเอกสารจากผู้ยืมหลักทรัพย์เท่านั้น

(2) กำหนดให้เป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต

กฎหมายในต่างประเทศได้แก่ เครือรัฐออสเตรเลีย สาธารณรัฐสิงคโปร์ และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงนั้นได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ตในการยืนยันว่า ผู้ขายชอร์ตได้ยืมหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว และผู้ขายชอร์ตต้องดำเนินการยืนยันแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์เป็นเอกสาร เพื่อให้

ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ต้องดำเนินการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์ด้วยตนเอง และผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์สามารถใช้เอกสารการยืนยันของผู้ขายชอร์ตดังกล่าว เพื่อแสดงเป็นหลักฐานในการตรวจสอบการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ได้อีกด้วย

ดังนั้น การกำหนดให้เป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ตในการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตโดยนำมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศมาปรับใช้กับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยนั้นมีความเหมาะสมมากกว่า เนื่องจากผู้ขายชอร์ตเป็นผู้ยึดหลักทรัพย์ตามสัญญาและให้ยืมหลักทรัพย์ ฉะนั้น บุคคลที่ทราบว่าผู้ขายชอร์ตได้ยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแล้วหรือไม่ คือผู้ขายชอร์ต ไม่ใช่บริษัทหลักทรัพย์

อีกทั้ง การที่ผู้ขายชอร์ตต้องยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ผู้ขายชอร์ตได้ยึดหลักทรัพย์แล้ว เป็นการลดภาระหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ตเรื่องแหล่งที่ยืมหลักทรัพย์ และรูปแบบของสัญญา เป็นต้น รวมถึงเป็นการลดข้อจำกัดการลงทุนของผู้ลงทุนต่างประเทศที่สามารถยึดหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศโดยไม่มีข้อจำกัดทางกฎหมาย และบริษัทหลักทรัพย์สามารถยืนยันการยึดหลักทรัพย์ของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ เพื่อเป็นหลักฐานแสดงแก่ตลาดหลักทรัพย์ว่าบริษัทหลักทรัพย์ได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนดแล้ว

สำหรับหลักฐานที่ผู้ขายชอร์ตต้องส่งมอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพื่อยืนยันว่าผู้ขายชอร์ตได้ยึดหลักทรัพย์แล้ว ผู้วิจัยเห็นด้วยกับความเห็นของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของเครือรัฐออสเตรเลีย เรื่องผู้ขายชอร์ตสามารถแสดงเอกสารการรับประกันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (Firm commitment)³¹¹ เนื่องจากเอกสารดังกล่าวเป็นการบังคับให้ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต้องส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ขายชอร์ต และผู้วิจัยไม่เห็นด้วยกับความเห็นของหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง เรื่องผู้ขายชอร์ตสามารถแสดงเอกสาร Hold Notice³¹² ได้ เพราะวาเอกสารดังกล่าวอาจถูกเพิกถอน หรือถูกยกเลิกได้ อีกทั้ง เอกสารดังกล่าวไม่ได้กำหนดเป็นที่แน่นอนว่าผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ยึดหลักทรัพย์

³¹¹ Australian securities & Investments Commission, **Regulatory guide 196 Short selling (2018)**, p. 8-9.

³¹² Securities and Futures Commission, **The Guidance Note on Short Selling Reporting and Stock Lending Record Keeping Requirements**, p.16,18.

แต่อย่างไรก็ตาม การกำหนดหน้าที่ของผู้ขายชอร์ตดังกล่าวมีข้อจำกัด เนื่องจากประกาศ ทธ. 47/2552 เป็นประกาศที่อาศัยอำนาจตามที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด โดยข้อกำหนดดังกล่าวอยู่ในหมวด 4 ธุรกิจหลักทรัพย์ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉะนั้น การแก้ไขเพิ่มเติมหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต ในประกาศ ทธ. 47/2552 จึงไม่สามารถกระทำได้อีกทั้ง การกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ต้องส่งมอบเอกสารการยืนยันการยืมหลักทรัพย์จากผู้ยืมหลักทรัพย์อาจเป็นการผลักระหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ต และทำให้ผู้ขายชอร์ตไม่ดำเนินการขายชอร์ตอีกต่อไป นอกจากนี้ การที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องเก็บรักษาหลักฐานเพื่อเป็นหลักฐานยืนยันการขายชอร์ตอาจเป็นการสร้างภาระแก่บริษัทหลักทรัพย์เกินสมควร

สำหรับความคิดเห็นของผู้วิจัยนั้น ผู้วิจัยเห็นว่า การกำหนดหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ตในการยืนยันว่าผู้ขายชอร์ตได้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแล้ว ไม่เป็นการสร้างภาระแก่ผู้ขายชอร์ต เพราะผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ต้องยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตอยู่แล้ว อีกทั้ง การยืมหลักทรัพย์ตามกฎหมายของประเทศไทยส่วนใหญ่จัดทำเป็นลายลักษณ์อักษรอยู่แล้ว นอกเหนือจากนั้น ผู้วิจัยเห็นว่า การกำหนดหน้าที่ให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่เก็บรักษาหลักฐานที่ผู้ขายชอร์ตได้ส่งมอบ ก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทหลักทรัพย์มากกว่าข้อเสีย เพราะการที่บริษัทหลักทรัพย์เก็บหลักฐานดังกล่าว ทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถยืนยันการปฏิบัติหน้าที่แก่หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ได้ อีกทั้ง บริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องเก็บรักษาหลักฐานตลอดเวลา โดยบริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องเก็บรักษาหลักฐาน โดยคำนึงเวลาการปิดสถานะการขายชอร์ตที่เกิดขึ้นในประเทศไทยเท่านั้น

ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยเห็นควรกำหนดหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ตเกี่ยวกับการยืนยันการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตในหมวดการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้างอิงตามมาตรการทางกฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง เพราะกฎหมายประเทศดังกล่าวได้กำหนดหน้าที่ทั้งผู้ขายชอร์ต และผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ในการร่วมกันตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ส่งผลทำให้ภาระหน้าที่การตรวจสอบดังกล่าวไม่ตกเป็นภาระหน้าที่ของฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง อีกทั้ง การกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ยืนยันการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตมีความเหมาะสมมาก เพราะผู้ขายชอร์ตมีฐานะเป็นผู้ยืมหลักทรัพย์ตามสัญญายืมหลักทรัพย์ ฉะนั้น การนำหลักฐานการยืนยันการยืมหลักทรัพย์ ผู้ขายชอร์ตย่อมสามารถกระทำได้ด้วยตนเอง

5.2.3 ประเด็นเกี่ยวกับการรายงานสถานะการขายชอร์ต

5.2.3.1 การวิเคราะห์เปรียบเทียบการรายงานสถานะการขายชอร์ตของต่างประเทศ

มาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา ประเทศมาเลเซีย ประเทศญี่ปุ่น และ เครือรัฐออสเตรเลียได้กำหนดให้หน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ตเป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ อย่างเช่น สหรัฐอเมริกาได้กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ตรวจสอบ และ รวบรวมสถานะการขายชอร์ตสุทธิทั้งหมด ตามที่กำหนดใน Regulation SHO ข้อ 200(f) นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลอุตสาหกรรมการเงินของสหรัฐอเมริกา (Financial Industry Regulatory Authority หรือ FINRA) กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องเก็บรักษา บันทึกการ ขายชอร์ตทั้งหมดของในบัญชีหลักทรัพย์ของลูกค้า และผู้ลงทุนสถาบันทุกราย ตามที่กำหนดใน FINRA Rule 4560 และสำหรับประเทศมาเลเซียกำหนดให้ Participating Organisation หรือ ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละวันทำการ ตาม Rules of Bursa Securities Rule 8.30 หาก Participating Organisation กระทำการฝ่าฝืน ตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียมีอำนาจในการวินิจฉัย และลงโทษแก่ Participating Organisation ได้ ตามที่กำหนดใน Rules of Bursa Securities Rule 8.32

สำหรับประเทศญี่ปุ่นได้กำหนดให้สมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นมีหน้าที่ในการ รายงานยอดคงเหลือในการขายชอร์ต และข้อมูลอื่นๆ เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ต เช่น ชื่อผู้ส่งคำสั่ง สถานะการขายชอร์ต เป็นต้น ตามกฎบัญญัติรัฐบาลเกี่ยวกับการบังคับใช้พระราชบัญญัติตราสารทางการเงินและตลาดหลักทรัพย์ ข้อ 26-5 ต่อเมื่อสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นได้รับข้อมูลการขายชอร์ตจากผู้ขายชอร์ต หรือผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว และสถานะการขายชอร์ตเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด

สำหรับเครือรัฐออสเตรเลีย ผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาตมีหน้าที่รายงาน สถานะการขายชอร์ตไปยังฝ่ายการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย (market operator) ปราบกฏตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1020AE ต่อเมื่อผู้ขายชอร์ตได้เปิดเผยข้อมูล สถานะการขายชอร์ตแก่ผู้ให้บริการทางการเงินที่ได้รับอนุญาต หากผู้ขายชอร์ตไม่เปิดเผยตามที่ ข้อบังคับกำหนด ผู้ขายชอร์ตต้องระวางโทษตามกฎหมาย ตามพระราชบัญญัติบริษัท ค.ศ. 2001 มาตรา 1311(1)

สำหรับเขตปกครองพิเศษฮ่องกง กฎหมายได้กำหนดให้หน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตเป็นหน้าที่ของบุคคลที่มีข้อมูลสถานะการขายชอร์ตสุทธิ โดยรายงานสถานะการขายชอร์ตไปยังคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าภายในเวลาที่กำหนด หากสถานะในการขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด ตามที่กำหนดใน Securities and Futures (Short Position Reporting) Rules (L.N. 48 of 2012) Rule 4(1) and Rule 4(3)

และสุดท้าย สำหรับสาธารณรัฐสิงคโปร์ กฎหมายได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่เปิดเผยสถานะการขายชอร์ตแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ สำหรับการขายชอร์ตโดยการยืมหลักทรัพย์ และสำหรับการขายชอร์ตโดยบุคคลที่ขายหลักทรัพย์มีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์ แต่มีจำนวนน้อยกว่าจำนวน ปริมาณ หรือมูลค่าของหลักทรัพย์ที่บุคคลนั้นมีหน้าที่ต้องส่งมอบ ผู้ขายชอร์ตสามารถรายงานสถานะการขายชอร์ตแก่ MAS หรือผู้ขายชอร์ตมอบอำนาจให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์รายงานต่อ MAS แทนได้เช่นกัน ในกรณีที่สถานะในการขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด หากผู้ขายชอร์ตไม่ได้รายงานแก่ MAS การกระทำดังกล่าวเป็นการฝ่าฝืน มาตรา 137ZK (1) ต้องระวางโทษปรับตามที่กำหนดในมาตรา 137ZK (2)

โดยสามารถสรุปเรื่องการกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต ของแต่ละประเทศ รวมถึงประเทศไทย ตามตารางข้างล่างดังต่อไปนี้

เรื่องการกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต		
ประเทศ	ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
ประเทศไทย	<input checked="" type="checkbox"/> ตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์	-
สหรัฐอเมริกา	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่รวบรวม และรายงานสถานะการขายชอร์ตทั้งหมด	-
สาธารณรัฐสิงคโปร์	-	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ต หรือมอบอำนาจแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ตาม SFA ข้อ 137ZK ต่อเมื่อสถานะการขายชอร์ตเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด

เรื่องการกำหนดหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ต		
ประเทศ	ผู้ประกอบการหลักทรัพย์	ผู้ลงทุน
เครือรัฐออสเตรเลีย	<input checked="" type="checkbox"/> กำหนดหน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ต ต่อเมื่อผู้ลงทุนได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่ กฎหมายกำหนดแล้ว	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่ปฏิบัติตาม Corporations Act 2001 มาตรา 1020AB(1) และหน้าที่เปิดเผย ข้อมูลสถานะการขายชอร์ตตาม Corporations Regulation 2001 ข้อ 7.9.100(a)
ประเทศญี่ปุ่น	<input checked="" type="checkbox"/> สมาชิกตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่การรายงาน สถานะการขายชอร์ต ต่อเมื่อได้รับข้อมูล จากผู้ขายชอร์ต และสถานะการขายชอร์ต ต่เกินกว่าที่กฎหมายกำหนด	-
ประเทศมาเลเซีย	<input checked="" type="checkbox"/> หน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ต	-
เขตปกครองพิเศษ ฮ่องกง	-	<input checked="" type="checkbox"/> ตาม Securities and Futures (short position reporting) Rule (L.N. 48 of 2012)

ตาราง 8 เปรียบเทียบกฎหมายระหว่างประเทศไทยและต่างประเทศเรื่องการรายงานสถานะการขายชอร์ต

CHULALONGKORN UNIVERSITY

5.2.3.2 การพิจารณาการรายงานสถานะการขายชอร์ตของประเทศไทย

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนไปยังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 8 แต่ในทางปฏิบัติ บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถทราบได้ว่า ผู้ลงทุนได้ซื้อหลักทรัพย์คืนแล้วหรือไม่ ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้ซื้อคืนถูกต้อง และตรงกับความเป็นจริงได้ ฉะนั้น เห็นควรปรับปรุงแก้ไขกฎหมาย

จากการวิเคราะห์ และเปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายในต่างประเทศจะเห็นว่า หน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ตสามารถแบ่งหน้าที่การรายงานทั้งหมด 3 ประเภทได้แก่ 1. หน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ 2. หน้าที่ของผู้ขายชอร์ต และ 3. หน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ขายชอร์ต ดังต่อไปนี้

(1) หน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

มาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา และประเทศมาเลเซียได้กำหนดหน้าที่ในรายงานสถานะการขายชอร์ต เป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ สำหรับประเทศมาเลเซีย กฎหมายได้ให้อำนาจแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ในการตรวจสอบบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนอย่างเต็มที่ ทำให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ทราบได้ว่าสถานะการขายชอร์ตของผู้ลงทุนเป็นอย่างไร และผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์สามารถรายงานสถานะการขายชอร์ตด้วยข้อมูลที่ถูกต้องแก่ตลาดหลักทรัพย์ได้ และสำหรับสหรัฐอเมริกา กฎหมายได้กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่บันทึกการขายชอร์ต และรายงานสถานะการขายชอร์ต ฉะนั้น เจื่อนใจที่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องรายงานสถานะการขายชอร์ตทั้งหมด คือเมื่อผู้ขายชอร์ตส่งคำสั่งขายชอร์ตแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เท่านั้น

สำหรับประเทศญี่ปุ่น กฎหมายได้กำหนดเป็นหน้าที่ของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ (ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์) เช่นเดียวกับมาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา และประเทศมาเลเซีย โดยกฎหมายได้กำหนดให้เป็นหน้าที่ของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ในการรายงานสถานะการขายชอร์ต ต่อเมื่อผู้ขายชอร์ตเปิดเผยสถานะการขายชอร์ต ฉะนั้น ถ้าผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ได้รับข้อมูลสถานะการขายชอร์ตจากผู้ขายชอร์ต สมาชิกตลาดหลักทรัพย์ไม่มีหน้าที่ในการรายงานสถานะการขายชอร์ต

ผู้วิจัยเห็นว่า การนำกฎหมายประเทศญี่ปุ่นโดยการกำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องได้รับข้อมูลสถานะการขายชอร์ตก่อน มาปรับใช้กับกฎหมายของประเทศไทยอาจมีข้อจำกัด เพราะข้อมูลที่ผู้ขายชอร์ตเปิดเผยแก่ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์อาจเป็นข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง และไม่ตรงกับความเป็นจริง ซึ่งผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่สามารถตรวจสอบได้ และเมื่อผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ส่งข้อมูลการขายชอร์ตไปยังสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ย่อมทำให้ข้อมูลสถานะการขายชอร์ตไม่ถูกต้อง เช่นเดียวกัน

สำหรับการนำมาตรการทางกฎหมายของประเทศมาเลเซียมาใช้กับประเทศไทย อาจมีข้อจำกัด แม้ว่าการขายชอร์ตในประเทศมาเลเซียต้องทำในบัญชีที่กฎหมายกำหนดเท่านั้น แต่ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ไม่สามารถทราบสถานะการขายชอร์ตสุทธิของผู้ขายชอร์ตได้ และสำหรับการนำมาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกามาใช้กับประเทศไทย มีข้อจำกัดเช่นกัน เพราะผู้ประกอบการหลักทรัพย์ไม่ทราบว่า สถานะการขายชอร์ตสุทธิของผู้ขายชอร์ตมีจำนวนเท่าไร

(2) หน้าที่ของผู้ขายชอร์ต

สาธารณรัฐสิงคโปร์กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลการขายชอร์ต และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการรายงานการชอร์ตด้วยตนเอง โดยผู้ขายชอร์ตต้องรายงานสถานะการขายชอร์ตต่อ Monetary Authority of Singapore หรือ MAS ต่อเมื่อสถานะการขายชอร์ตเกินกว่า ปริมาณที่กฎหมายกำหนด หากผู้ขายชอร์ตไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ ผู้ขายชอร์ตมีความรับผิดทางกฎหมาย

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง มีความแตกต่างกับกฎหมายในหลายประเทศ เนื่องจากกฎหมายไม่ได้กำหนดหน้าที่ในการรายงานสถานะการขายชอร์ตแก่ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ แต่กฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่บุคคลที่มีข้อมูลสถานะการขายชอร์ต ฉะนั้น หากผู้ลงทุนเป็นผู้ส่งคำสั่งขายชอร์ตเพื่อประโยชน์ของตนเอง ย่อมทำให้ผู้ลงทุนย่อมมีข้อมูลสถานะการขายชอร์ต ฉะนั้น หน้าที่การรายงานการขายชอร์ตคือ หน้าที่ของผู้ลงทุน

ผู้วิจัยเห็นควรว่า หน้าที่ในการรายงานสถานะการขายชอร์ตเป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต เพราะผู้ขายชอร์ตเป็นบุคคลที่มีข้อมูลสถานะการขายชอร์ต ดังนั้น การที่กฎหมายกำหนดหน้าที่แก่บุคคลที่มีข้อมูลการขายชอร์ตย่อมเป็นเรื่องที่สมควรจะเกิดขึ้นมากที่สุด แต่อย่างไรก็ตาม การกำหนดหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ต กฎหมายควรกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีความรับผิดทางกฎหมายด้วย เพื่อเป็นการบังคับให้ผู้ขายชอร์ตปฏิบัติตามหน้าที่ตามกฎหมาย

(3) หน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และผู้ขายชอร์ต

สำหรับเครือรัฐออสเตรเลีย กฎหมายได้กำหนดเป็นหน้าที่ของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ในการรายงานสถานะการขายชอร์ต และกฎหมายได้กำหนดให้การเปิดเผยข้อมูลสถานะการขายชอร์ตเป็นเงื่อนไขของการขายชอร์ต และเป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ตด้วย ฉะนั้น ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการจัดส่งมอบสถานะการขายชอร์ตให้แก่ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ เพื่อให้

ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์รายงานไปยังหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ต่อไป หากผู้ขายชอร์ตไม่ส่งมอบสถานะการขายชอร์ต ถือว่าผู้ขายชอร์ตมีความรับผิดชอบตามกฎหมาย

ผู้วิจัยเห็นว่า การกำหนดเงื่อนไขการส่งคำสั่งขายชอร์ตโดยผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ต้องได้รับข้อมูลสถานะการขายชอร์ตก่อน ตามกฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย เพื่อนำมาปรับใช้กับกฎหมายของประเทศไทยมีความน่าสนใจ เนื่องจากกฎหมายได้กำหนดเป็นหน้าที่ของผู้ขายชอร์ตในการเปิดเผยข้อมูลสถานะการขายชอร์ต ทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์สามารถมั่นใจได้ว่า ข้อมูลที่ผู้ขายชอร์ตได้เปิดเผยเป็นข้อมูลที่ถูกต้องในระดับหนึ่ง แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนอยู่ในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งเป็นข้อกำหนดหน้าที่ระหว่างบริษัทหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้กฎหมายไม่สามารถกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่ผู้ขายชอร์ตในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้

เป็นที่น่าสังเกตว่า ในต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นประเทศญี่ปุ่น เขตปกครองพิเศษฮ่องกง และสาธารณรัฐสิงคโปร์ต่างกำหนดขั้นต่ำของปริมาณการขายชอร์ตที่ต้องรายงานแก่หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ทั้งสิ้น จากการศึกษา และวิเคราะห์การกำหนดปริมาณขั้นต่ำดังกล่าว อาจจะมีสาเหตุมาจากการศึกษาปริมาณการขายชอร์ตที่จะสามารถส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ได้ ซึ่งตามที่ได้กล่าวไปในบทที่ 2 ในบางประเทศเชื่อว่า การขายชอร์ตไม่สามารถส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ เว้นแต่จะมีปริมาณการขายชอร์ตที่สูงเกินไป ฉะนั้น หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ในต่างประเทศจึงกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อควบคุมการขายชอร์ตมิให้เกินกว่าที่กฎหมายกำหนด และกำหนดมาตรการเพื่อเฝ้าระวังการขายชอร์ตที่มีปริมาณสูงๆ เท่านั้น

การกำหนดขั้นต่ำในการรายงานดังกล่าวส่งผลในแง่ดีต่อภาระหน้าที่ของบุคคลที่มีหน้าที่การรายงานการขายชอร์ต เนื่องจากบุคคลดังกล่าวไม่ต้องรายงานการขายชอร์ตในทุกครั้งที่มีการซื้อขายชอร์ตซึ่งเป็นการลดภาระค่าใช้จ่ายในการรายงานดังกล่าวอีกด้วย ด้วยเหตุนี้เอง ผู้วิจัยเห็นควรนำมาตรการเรื่องการกำหนดขั้นต่ำของปริมาณการขายชอร์ตที่ต้องรายงานแก่หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์มาปรับใช้กับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทยด้วยเช่นกัน

บทที่ 6 บทสรุปและข้อเสนอแนะ

6.1 บทสรุป

จากการศึกษามุมมองและแนวความคิดเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และการขายชอร์ต สรุปความได้ว่า กฎหมายควรห้ามขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองโดยเด็ดขาด (Naked Short Selling) เพราะการทำ Naked Short Selling ส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวน และผู้ลงทุนอาจจําการ Naked Short Selling ไปใช้เป็นเครื่องมือการเก็งกำไรได้ สำหรับประเด็นถกเถียงเรื่องการอนุญาตให้มีการขายชอร์ตนั้น สามารถพิจารณาได้หลากหลายมุมมองและแนวความคิด โดยหากพิจารณาตามมุมมองศีลธรรม กฎหมายไม่ควรอนุญาตให้มีการขายชอร์ตหลักทรัพย์ เพราะการขายชอร์ตหลักทรัพย์ส่งผลทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่า ไม่มีพยานหลักฐานอย่างชัดเจนว่า การขายชอร์ตทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงิน ประกอบกับแนวความคิดและมุมมองทางวิชาเศรษฐศาสตร์ในปัจจุบันเห็นว่า การขายชอร์ตเป็นการเปิดโอกาสการลงทุนของบุคคลที่มองโลกในแง่ร้าย หรือผู้ลงทุนที่คิดว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง อีกทั้งมุมมองดังกล่าวเห็นว่า การห้ามการขายชอร์ตเป็นการปิดโอกาสการลงทุนของผู้ที่มองโลกในแง่ร้าย ยิ่งไปกว่านั้น การขายชอร์ตส่งผลทำให้เกิดตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ เพราะการขายชอร์ตช่วยให้ราคาสะท้อนกับความจริง สภาพคล่องการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น และการขายชอร์ตช่วยในการกำกับดูแลตามหลักการกำกับดูแลกิจการ สำหรับแนวความคิดเกี่ยวกับการขายชอร์ตในปัจจุบัน คือกฎหมายควรอนุญาตให้มีการขายชอร์ต แต่การขายชอร์ตต้องอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดเท่านั้น

กฎหมายแห่งราชอาณาจักรไทยได้กำหนดห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ปรากฏตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 98(5) หากบริษัทหลักทรัพย์ฝ่าฝืน ต้องระวางโทษปรับ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 282 เว้นแต่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนกำหนดเป็นอย่างอื่น ซึ่งในปัจจุบัน คณะกรรมการกำกับตลาดทุนประกาศกำหนดโดยกเว้น มาตรา 98(5) กล่าวคือประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดย

บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือประกาศ ทธ. 47/2552 อนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้ ทั้งหมด 2 ลักษณะ แบ่งออกเป็น (1) การขายชอร์ต และ (2) การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้า ยังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายหลักทรัพย์ แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง

สำหรับการขายชอร์ต หรือ “Short Selling” ตามความหมายที่กำหนดในประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 2 คือการขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบ กล่าวคือผู้ลงทุนตกลงขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้ลงทุนได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์ หรือจาก ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์แล้ว ซึ่งการขายชอร์ตมีลักษณะพิเศษที่แตกต่างจากการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป เนื่องจากการขายชอร์ตเป็นการขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบเท่านั้น โดยผู้ลงทุน สามารถให้บริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการจัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์แทนตนเอง หรือผู้ลงทุนจะ ดำเนินการยืมหลักทรัพย์จากแหล่งผู้ให้ยืมอื่นๆ เช่น ยืมจากบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตประกอบ ธุรกิจการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ ภายใต้ตามคำแนะนำที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด

เนื่องจากการขายชอร์ตมีลักษณะแตกต่างกับการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป ทำให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่เพิ่มเติมในการกำกับดูแลการขายชอร์ต ไม่ว่าจะเป็นการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน ว่าผู้ลงทุนได้ปฏิบัติตามคำแนะนำที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดใน หนังสือเวียนที่ กสท.นธ 891/2562 เรื่องตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยืมหลักทรัพย์เพื่อการ ขายชอร์ตแล้วหรือไม่ และผู้ลงทุนจะสามารถส่งคำสั่งขายชอร์ตในหลักทรัพย์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยอนุญาตเท่านั้น³¹³ ในราคาที่ต่ำกว่าราคาซื้อขายครั้งสุดท้าย³¹⁴ และบริษัทหลักทรัพย์มี หน้าที่ในการระบุตัวอักษร “S” (Flag S) ในคำสั่งขายชอร์ตของผู้ลงทุน³¹⁵ และบริษัทหลักทรัพย์ต้อง รายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทุกสิ้นวันทำการ

³¹³ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ใน ครอบครอง ข้อ 4 ประกอบประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 ข้อ 2

³¹⁴ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 6

³¹⁵ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 ข้อ 5

สำหรับการขายหลักทรัพย์อีกวิธีหนึ่งที่กำหนดใน ประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) คือการขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายหลักทรัพย์ แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง ซึ่งประกาศฉบับดังกล่าวไม่ได้กำหนดคำนิยามความหมายไว้อย่างชัดเจน แต่หากวิเคราะห์ตามความหมายในแต่ละถ้อยคำ เห็นว่าการขายหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวหมายถึง การที่ผู้ลงทุนตกลงขายหลักทรัพย์แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยผู้ลงทุนมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ แต่ยังไม่ส่งมอบหลักทรัพย์ในเวลาที่ยังมีคำสั่งขายแก่บริษัทหลักทรัพย์ แต่เมื่อถึงกำหนดระยะเวลาการส่งมอบหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจะสามารถส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ได้

จะเห็นได้ว่า การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้าโดยลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขายหลักทรัพย์นั้น แต่บริษัทหลักทรัพย์มั่นใจว่าลูกค้ามีหลักทรัพย์ของตนเอง ไม่ใช่เป็นกรณีการขายซอร์ตอย่างแน่นอน และมีความแตกต่างจากการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป กล่าวคือการขายหลักทรัพย์ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3 (2) นั้น คือการที่ผู้ลงทุนอาจไม่ได้ครอบครองหลักทรัพย์ด้วยตนเองในขณะที่มีการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ เช่น ผู้ลงทุนประเภทผู้ลงทุนสถาบันที่มีผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เป็นผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์แทนผู้ลงทุน ดังนั้น เพื่อป้องกันมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ กฎหมายได้กำหนดหน้าที่ให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องมั่นใจว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ของตนเองจริงๆ เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์ตรวจสอบว่า ผู้ลงทุนมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์อยู่จริงหรือไม่

เมื่อได้ศึกษาถึงหลักการเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้ อธิบายว่า บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน (Financial Intermediaries) ที่นำเงินที่ได้รับมาจากประชาชนเพื่อนำไปแลกเปลี่ยนเป็นหลักทรัพย์ ฉะนั้น เพื่อคุ้มครองประโยชน์ของประชาชน และเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ รัฐจึงจำเป็นต้องกำหนดมาตรการทางกฎหมายเพื่อกำกับดูแลธุรกิจบริษัทหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ต้องได้รับอนุญาตเท่านั้น หรือบริษัทหลักทรัพย์ต้องมีทุนจดทะเบียนที่เหมาะสม เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากลของ IOSCO Objectives and Principles for Securities Regulation หรือ IOSCO Principles ที่หลากหลายประเทศได้นำไปปรับใช้

เดกเช่นเดียวกับประเทศไทยที่ได้มีการบัญญัติกฎหมายในเรื่องดังกล่าวไว้เช่นกัน ปรากฏตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นอกจากนั้น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดหน้าที่ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติ ไม่ว่าจะเป็นการปฏิบัติตามมาตรฐานการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ หน้าที่ในการรวบรวม และประเมินข้อมูลของลูกค้ายิ่งไปกว่านั้น หากบริษัทหลักทรัพย์เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับต่างๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด เช่น การส่งคำสั่งซื้อ หรือขายของผู้ลงทุนไปยังกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น

จากการศึกษาหลักการเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์ และพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะเห็นได้ว่า พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ในลักษณะที่สอดคล้องกับหลักการที่ได้กล่าวในข้างต้น แต่สำหรับมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองที่มีการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมด ไม่ว่าจะ เป็นหน้าที่ในการตรวจสอบปริมาณหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนได้ครอบครองหลักทรัพย์นั้นอยู่ หน้าที่ในการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต รวมถึงกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบกรณีเกิดการผิดนัดในการส่งมอบหลักทรัพย์ เป็นต้น

การกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์ในการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองดังกล่าวนี้ กฎหมายต้องการกำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน มิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งเริ่มต้นมาจากการยกเลิกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527 และการประกาศใช้บังคับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หมวดธุรกิจหลักทรัพย์ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ โดยในหมวดธุรกิจหลักทรัพย์นั้นได้กำหนดห้ามบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง เว้นแต่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด ดังนั้น มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองทั้งหมดจึงต้องกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว

ต่อมา ผู้วิจัยได้ศึกษามาตรการทางกฎหมายต่างประเทศในบทที่ 4 ได้แก่ สหรัฐอเมริกา สาธารณรัฐสิงคโปร์ เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง และได้เปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ กับประเทศไทยพบว่า มาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศกำหนดแตกต่างจากประเทศไทย โดยสรุปความดังต่อไปนี้

(1) การกำหนดความรับผิดของลูกค้ำที่ไม่มีเจตนาส่งมอบหลักทรัพย์

มาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา และเครือรัฐออสเตรเลียกำหนดหน้าที่ และความรับผิดแก่ตัวบุคคลที่เป็นผู้ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ (a person) เท่านั้น สำหรับประเทศญี่ปุ่น ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงกำหนดหน้าที่และความรับผิดแก่ผู้ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ และผู้ประกอบการหลักทรัพย์ สำหรับสาธารณรัฐสิงคโปร์ ไม่ได้กำหนดความรับผิดโดยเฉพาะ แต่ผู้ขายหลักทรัพย์มีหน้าที่ชำระค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการผิณฑ์การส่งมอบหลักทรัพย์ และผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่เปิดเผยว่าเป็นคำสั่งขายชอร์ต ถ้าผู้ขายชอร์ตไม่เปิดเผย ถือว่าผู้ขายชอร์ตมีความผิดตามกฎหมาย

แต่สำหรับประเทศไทย กฎหมายไม่ได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดแก่บุคคลที่เป็นผู้ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์เลย ทำให้หน้าที่ และความรับผิดทั้งหมด บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบฝ่ายเดียว

(2) การตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

มาตรการทางกฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่แสดงว่า ผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบผลิตภัณฑ์ให้แก่ผู้ซื้อได้ (a presently exercisable and unconditional right to vest) และผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมายแล้ว โดยเฉพาะอย่างยิ่ง สำหรับเขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ ในการตรวจสอบว่าผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติหน้าที่ครบถ้วนตามกฎหมายหรือไม่

สาธารณรัฐสิงคโปร์ได้ไม่มีข้อกำหนดมาตรการทางกฎหมายในเรื่องการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต แต่กฎหมายได้กำหนดหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ตในการเปิดเผยว่าเป็นคำสั่งขายชอร์ต ถ้าผู้ขายชอร์ตไม่เปิดเผย ถือว่าผู้ขายชอร์ตมีความผิดตามกฎหมาย

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย สหรัฐอเมริกา ประเทศญี่ปุ่น และประเทศมาเลเซียกำหนดหน้าที่แก่ผู้ประกอบการหลักทรัพย์ในการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม มาตรการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกาคำหนดแนวทางปฏิบัติในการตรวจสอบของผู้ประกอบการ

หลักทรัพย์อย่างชัดเจน รวมถึงข้อยกเว้นในการปฏิบัติหน้าที่ และกฎหมายของประเทศมาเลเซียได้ให้อำนาจแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ในการตรวจสอบ และกฎหมายของประเทศญี่ปุ่นได้กำหนดห้ามมิให้ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ส่งคำสั่งขายชอร์ต ถ้าผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ได้รับการยืนยันจากผู้ขายชอร์ตตามมาตรการเกี่ยวกับการชำระราคาและการส่งมอบ (Settlement Measures) ที่กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องทำสัญญาอีมและให้ยืมหลักทรัพย์

(3) การรายงานการขายชอร์ต

มาตรการทางกฎหมายของประเทศญี่ปุ่นกำหนดหน้าที่การรายงานการขายชอร์ตแก่สมาชิกตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น ต่อเมื่อผู้ขายชอร์ตได้จัดหาข้อมูลการขายชอร์ต เพื่อส่งมอบแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ หรือสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แล้ว สำหรับมาตรการทางกฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่รายงานสถานะการขายชอร์ตไปยังฝ่ายการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย ต่อเมื่อผู้ขายชอร์ตได้ปฏิบัติหน้าที่ที่ตามมาตรา 1020AB (1) และผู้ขายชอร์ตได้เปิดเผยข้อมูลสถานะการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง กฎหมายกำหนดให้หน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตเป็นหน้าที่ของบุคคลที่มีข้อมูลสถานะการขายชอร์ตสุทธิ และสำหรับสาธารณรัฐสิงคโปร์ กฎหมายกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่เปิดเผยสถานะการขายชอร์ตแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์

สำหรับมาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย สหรัฐอเมริกา และประเทศมาเลเซียกำหนดหน้าที่แก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ในการรายงานการขายชอร์ต

ด้วยเหตุนี้เอง ผู้วิจัยจึงได้ศึกษา และวิเคราะห์ปัญหามาตรการทางกฎหมายของประเทศไทย โดยสรุปแล้ว แบ่งปัญหาออกได้ทั้งหมด 3 ปัญหาดังต่อไปนี้

(1) ปัญหาเกี่ยวกับการไม่กำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุน

สาเหตุที่สำคัญคือ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดความรับผิดแก่บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว และข้อกำหนดกฎหมายที่ห้ามบริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองปรากฏอยู่ในหมวด 4 ธุรกิจหลักทรัพย์ ทำให้กฎหมายไม่ได้กำหนดหน้าที่และความรับผิดแก่ผู้ลงทุน

นอกจากนั้น ประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2) กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ที่จะต้องมั่นใจว่า ลูกคามีหลักทรัพย์ของตนเอง แต่ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอนุญาตให้ผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) สามารถฝากหลักทรัพย์แก่ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์โดยตรง ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถที่จะตรวจสอบหลักทรัพย์ในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันที่ฝากหลักทรัพย์ไว้กับผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เหมือนดังเช่น การตรวจสอบการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนทั่วไป เพราะผู้ลงทุนทั่วไปต้องฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนทั่วไปได้

(2) ปัญหาเกี่ยวกับวิธีการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

เนื่องจากประกาศ ทธ. 47/2552 ประกอบหนังสือเวียนที่ กต.นธ 891/2562 เรื่องการตอบข้อหารือเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต กำหนดหน้าที่แก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียวในการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต อีกทั้ง ประกาศดังกล่าวได้กำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตที่มีลักษณะเคร่งครัด และเป็นอุปสรรคต่อการขายชอร์ตของผู้ลงทุนต่างประเทศ

(3) ปัญหาการรายงานการขายชอร์ต

ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ตในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืน ในทุกสิ้นวันทำการแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การกำหนดหน้าที่ในการรายงานดังกล่าวมีข้อจำกัดทางกฎหมาย ได้แก่ การที่บริษัทหลักทรัพย์ไม่ทราบว่า ผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการซื้อหลักทรัพย์คืนหรือที่เรียกว่าปิดสถานะการขายชอร์ตแล้วหรือไม่ ส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์อาจรายงานการขายชอร์ตที่ยังมิได้มีการซื้อคืนไม่ตรงกับความเป็นจริง และส่งผลต่อข้อมูลที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้รับความคลาดเคลื่อนอีกด้วย อีกทั้ง การกำหนดหน้าที่ให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องส่งรายงานแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทุกสิ้นวันทำการ จนกว่าผู้ขายชอร์ตดำเนินการปิดสถานะการขายชอร์ตนั้น ก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่าย และภาระหน้าที่ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบเพียงฝ่ายเดียว

ฉะนั้น ประเทศไทยจึงควรศึกษามาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นมาตรฐานการทางกฎหมายของสหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศญี่ปุ่น สาธารณรัฐสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ที่มีมาตรการทางกฎหมายในการกำกับดูแลการขาย

หลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองเช่นเดียวกับประเทศไทย เพื่อศึกษา และนำมาตราทางกฎหมายดังกล่าวมาปรับใช้ให้เหมาะสมในประเทศไทย

6.2 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทยในบทที่ 3 และได้ศึกษา และวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของต่างประเทศ ในบทที่ 4 นำไปสู่การวิเคราะห์ปัญหามาตรการทางกฎหมายดังกล่าวว่ามีข้อจำกัดอย่างไรบ้าง และเปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ ในบทที่ 5 จากการศึกษาดังกล่าวทั้งหมด ผู้วิจัยจึงใคร่ขอพิจารณา โดยการนำมาตรการทางกฎหมายต่างประเทศมาปรับใช้ และขอเสนอข้อเสนอแนะที่เหมาะสม และสามารถแก้ไขปัญหามาตรการทางกฎหมายในเรื่องต่างๆ ได้ ซึ่งสามารถแบ่งข้อเสนอแนะออกเป็น ดังต่อไปนี้

6.2.1 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง

ตามที่ได้ศึกษา และวิเคราะห์ปัญหาเกี่ยวกับการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบ เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองในบทที่ 5 แล้วนั้น สามารถแบ่งประเด็นปัญหาที่สำคัญได้ทั้งหมด 2 ประเด็น คือ 1.การกำหนดความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว และ 2.การกำหนดหน้าที่ในการตรวจสอบหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งประเด็นของปัญหาดังกล่าวส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์มีความรับผิดชอบเพียงฝ่ายเดียว และบริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงที่อาจจะต้องรับโทษตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย ต่อมา ผู้วิจัยจึงได้ศึกษามาตรการทางกฎหมายในต่างประเทศพบว่า ในหลายประเทศที่ได้ศึกษามีการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแตกต่างออกจากกฎหมายของประเทศไทย เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยเห็นควรศึกษา และนำมาตรการทางกฎหมายต่างประเทศมาปรับใช้ให้เหมาะสมสำหรับประเทศไทย

ปัญหาการกำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบในเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองมีผลมาจากการที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบแก่บริษัทหลักทรัพย์เพียงฝ่ายเดียว ในทางกลับกัน ในการศึกษามาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็น สหรัฐอเมริกา เครือรัฐออสเตรเลีย ประเทศมาเลเซีย ประเทศ

ญี่ปุ่น และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ที่กฎหมายได้กำหนดให้ผู้ลงทุนมีความรับผิดชอบ และต้องได้รับโทษทางกฎหมาย หรือกรณีสาธารณรัฐสิงคโปร์ที่กฎหมายกำหนดให้บุคคลที่ผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ทั้งหมด นอกจากนี้กฎหมายได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องรับผิดชอบในกรณีที่ผู้ขายชอร์ตไม่ได้เปิดเผยคำสั่งขายชอร์ต ดังนั้น ผู้วิจัยเห็นว่าหากกฎหมายได้กำหนดหน้าที่ และความรับผิดชอบในเรื่องขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองเป็นหน้าที่ และความรับผิดแก่ผู้ขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์ จะส่งผลทำให้ภาระหน้าที่ในการตรวจสอบของบริษัทหลักทรัพย์ลดลง และบริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องรับผิดชอบเพียงฝ่ายเดียว

เมื่อได้พิจารณาพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2559 ที่ได้มีการเพิ่มเติมกฎหมายเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Misconduct) อีกทั้ง การแก้ไขเพิ่มเติมดังกล่าวได้กำหนดบทลงโทษแก่ผู้ลงทุน และหรือบริษัทหลักทรัพย์ หากบุคคลใดกระทำความผิดในเรื่องที่ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ฉะนั้น จากการศึกษาผลกระทบของการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ในบทที่ 2 จะเห็นได้ว่า การขายหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์เช่นกัน ดังนั้น หากบุคคลใดขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองอาจถือได้ว่า เป็นการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกัน

ด้วยเหตุนี้ เพื่อป้องกันมิให้เกิดการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง และลงโทษแก่บุคคลที่ไม่มีเจตนาในการส่งมอบหลักทรัพย์ ผู้วิจัยจึงขอเสนอข้อเสนอแนะให้กำหนดให้บุคคลที่ขายหลักทรัพย์แต่ไม่มีเจตนาในการส่งมอบหลักทรัพย์ถือว่า เป็นการกระทำความผิด และสมควรต้องได้รับโทษ

1. ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นมาตรา 244/8 วรรคหนึ่ง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

“มาตรา 244/8 วรรคหนึ่ง ห้ามมิให้บุคคลใดดำเนินการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์เอง หรือให้บุคคลอื่นดำเนินการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์แทน ถ้าบุคคลหรือตัวแทนของบุคคลนั้นไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือบุคคลนั้นไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่า มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ณ เวลาที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์”

คำว่า “บุคคล” หมายความรวมถึงบุคคลธรรมดา และนิติบุคคล ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนทั่วไป ผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนต่างประเทศ และบริษัทหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันมิให้เกิดการกระทำที่ฝ่าฝืนต่อกฎหมาย และเพื่อให้หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์สามารถสอดส่อง และควบคุมการทำธุรกรรมการขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ทั้งหมด

แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษากฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์ของประเทศไทยจะเห็นได้ว่า ผู้ลงทุนทั่วไปโดยส่วนใหญ่ฝากหลักทรัพย์ฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้เปิดบัญชีไว้เท่านั้น³¹⁶ ทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถกำหนดให้ผู้ลงทุนแสดงบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของตนเอง และดำเนินการตรวจสอบหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั่วไปได้ ฉะนั้น ข้อเสนอแนะนี้จึงไม่อาจจะส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนทั่วไป และไม่ทำให้ผู้ลงทุนทั่วไปต้องรับผิดชอบ ในกรณีที่ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่า มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ณ เวลาที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์นั้นแต่อย่างใด

สำหรับกรณีผู้ลงทุนไม่มีหลักทรัพย์ หรือไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่ามีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ถือว่าผู้ลงทุนกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคหนึ่ง ในหมวดการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Misconduct) เนื่องจากหมวดดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อกำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุน และหรือบริษัทหลักทรัพย์ อีกทั้ง เพื่อป้องกันมิให้เกิดการกระทำ ความผิดในเรื่องที่ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ

แต่อย่างไรก็ตาม การกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคหนึ่ง ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ มากเท่ากับการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading)³¹⁷ หรือการสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation)³¹⁸ ฉะนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่าเป็นโทษในกรณีผู้ขายชอร์ตกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคหนึ่ง ควรมีโทษจำคุก และโทษปรับน้อยกว่าโทษในกรณีมีการใช้ข้อมูลภายใน หรือการสร้างราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

³¹⁶ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 3

³¹⁷ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 242

³¹⁸ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/3

2. โหยงเลิกความในมาตรา 3(2) แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทช. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และให้ใช้ความต่อไปนี้เป็นแทน

“ให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์ โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองได้เฉพาะกรณีดังต่อไปนี้

(2) การขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งของลูกค้า ในขณะที่ลูกค้ามีคำสั่งขาย ลูกค้ายังมีได้ส่งมอบการครอบครองหลักทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ แต่ลูกค้าได้พิสูจน์แก่บริษัทหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้วว่า ลูกค้ามีปริมาณ จำนวน ประเภทของหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์อื่นอยู่จริง”

ถ้อยคำดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อลดภาระหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ กล่าวคือบริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องดำเนินการตรวจสอบปริมาณ จำนวน ประเภทหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสถาบันด้วยตนเอง แต่บริษัทหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบปริมาณ จำนวน ประเภทหลักทรัพย์ผ่านหลักฐานที่ผู้ลงทุนได้ส่งมอบ (ไม่ว่าจะเป็นเอกสาร หรือจดหมายอิเล็กทรอนิกส์ที่แสดงว่าผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่จริง) และผู้ลงทุนมีหน้าที่แสดงหลักฐานดังกล่าวแก่บริษัทหลักทรัพย์ หากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้รับหลักฐาน หรือบริษัทหลักทรัพย์ตรวจสอบแล้วพบว่า ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์ไม่ตรงกับคำสั่งขายหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ควรปฏิเสธคำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนดังกล่าวอย่างเด็ดขาด

ยิ่งไปกว่านั้น ในกรณีที่เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์สามารถแสดงหลักฐานที่ได้รับจากผู้ลงทุนเพื่อแสดงต่อคณะกรรมการวินัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นการแสดงว่า บริษัทหลักทรัพย์ได้ดำเนินการตรวจสอบหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนเรียบร้อยแล้ว หากบริษัทหลักทรัพย์สามารถพิสูจน์แก่คณะกรรมการวินัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แล้วว่า การผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์มิได้เกิดจากความบกพร่องในหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ย่อมไม่ต้องรับโทษทางกฎหมาย

6.2.2 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับวิธีการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต

ตามที่ได้ศึกษามาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับวิธีการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ในบทที่ 3 ที่กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องยึดหลักทรัพย์จากแหล่งให้ยืมที่แน่นอน และนำเชื่อถือเท่านั้น และผู้ขายชอร์ตต้องมีการทำสัญญายึดหลักทรัพย์กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีลักษณะตามสัญญามาตรฐานที่สำนักงาน ก.ล.ต. ยอมรับ ต่อมา ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ปัญหาเกี่ยวกับวิธีการ

ตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ในบทที่ 4 จะเห็นได้ว่า การกำหนดหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขดังกล่าวมีลักษณะเคร่งครัดมากเกินไป ยิ่งไปกว่านั้น การที่กฎหมายกำหนดให้การยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตต้องยืมจากแหล่งที่ให้ยืมแน่นอนเท่านั้น ทำให้เกิดข้อจำกัดการยืมหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากสถาบันการเงิน และบริษัทหลักทรัพย์ถือว่าเป็นแหล่งที่ให้ยืมแน่นอน แต่สถาบันการเงิน และบริษัทหลักทรัพย์บางรายเท่านั้นที่จะสามารถให้ยืมหลักทรัพย์แก่ผู้ลงทุนต่างประเทศได้ ปรากฏตามมาตรการป้องกันการเก็งกำไรค่าเงินบาท อีกทั้ง ในการขายชอร์ตหลักทรัพย์ประเภทใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (NVDR)³¹⁹ บริษัทหลักทรัพย์ไม่สามารถจัดหาหลักทรัพย์เพื่อให้ผู้ลงทุนต่างประเทศดำเนินการยืมหลักทรัพย์ได้ ฉะนั้น ผู้ลงทุนต่างประเทศจำเป็นต้องยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต่างประเทศด้วยตนเองเท่านั้น

ต่อมา ผู้วิจัยจึงได้ศึกษามาตรการทางกฎหมายในต่างประเทศพบว่า กฎหมายในหลายประเทศมีการกำหนดวิธีการตรวจสอบการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแตกต่างออกจากกฎหมายของประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นการที่ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่แสดงเจตนาต่อผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ว่าผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้วเท่านั้น อย่างเช่น เครือรัฐออสเตรเลีย นอกจากนี้ กฎหมายของเครือรัฐออสเตรเลีย และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่แสดงเอกสารการรับประกันจากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ ฉะนั้น เพื่อลดความเคร่งครัดของกฎหมาย และเพิ่มมาตรการป้องกันการผิฉัดการส่งมอบหลักทรัพย์ให้มากขึ้น ผู้วิจัยจึงเห็นควรมีมาตรการทางกฎหมายต่างประเทศมาปรับใช้ให้เหมาะสม และสอดคล้องกับมาตรการทางกฎหมายในประเทศไทย โดยผู้วิจัยขอเสนอข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

1. กำหนดหลักเกณฑ์การขายชอร์ตเพิ่มเติม โดยให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นมาตรา 244/8 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

“มาตรา 244/8 วรรคสอง ห้ามมิให้บุคคลใดดำเนินการขายชอร์ต หรือให้บุคคลอื่นขายชอร์ตแทน เว้นแต่บุคคลหรือตัวแทนของบุคคลนั้นได้ดำเนินการตามเงื่อนไข ดังต่อไปนี้

(1) บุคคลหรือตัวแทนของบุคคลนั้นดำเนินการยืมหลักทรัพย์ในจำนวนที่เพียงพอกับคำสั่งขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว และ

³¹⁹ หนังสือเวียนที่ กส.ว) 3/2562 เรื่อง การเพิ่มหลักทรัพย์ ที่อนุญาตให้ขายชอร์ต ประกอบประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องกำหนดหลักทรัพย์ที่สามารถขายชอร์ตได้ พ.ศ. 2553 (ฉบับที่ 4) ข้อ 2

(2) บุคคลหรือตัวแทนของบุคคลนั้นได้ยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า บุคคลนั้นได้กระทำการตามที่กำหนดใน (1) เรียบร้อยแล้ว และ

(3) บุคคลหรือตัวแทนของบุคคลนั้นแจ้งข้อมูลสถานะการขายชอร์ตที่ถูกต้องของแต่ละหลักทรัพย์ให้บริษัทหลักทรัพย์ทราบ ภายหลังจากที่ได้ดำเนินการขายชอร์ต

มาตรา 244/8 วรรคสาม คำว่า “ขายชอร์ต” ตามวรรคสอง หมายความว่า การขายหลักทรัพย์ที่ต้องมีการยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ”

คำว่า “บุคคล” หมายความรวมถึงบุคคลธรรมดา และนิติบุคคล ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนทั่วไป ผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนต่างประเทศ และบริษัทหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการขายชอร์ตในนามของตนเอง หรือตามคำสั่งของผู้ลงทุนก็ตาม

ข้อเสนอแนะดังกล่าวไม่ได้เปลี่ยนแปลงเรื่องเงื่อนไขการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ฉะนั้น ผู้ขายชอร์ตยังคงมีหน้าที่ในการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเช่นเดิม แต่ผู้ขายชอร์ตไม่จำเป็นต้องแสดงสัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์อีกต่อไป โดยผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวเรียบร้อยแล้วเท่านั้น นอกจากนี้ สิ่งสำคัญที่จำเป็นสำหรับการยืมหลักทรัพย์คือ การที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อตามที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ได้ตกลงกับผู้ขายชอร์ตไว้ ฉะนั้น บริษัทหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องตรวจสอบข้อมูลอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้อง อาทิเช่น ชื่อ และจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ผู้ขายชอร์ตได้ยืมหลักทรัพย์

นอกจากนั้น ข้อเสนอแนะให้เพิ่มมาตรา 244/8 วรรคสอง เป็นการยกเลิกหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่ได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องยืมหลักทรัพย์จากแหล่งผู้ให้ยืมที่แน่นอน และนำเชื่อถือเท่านั้น แต่เพื่อป้องกันมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ มาตรการกฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้มีการกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ส่งมอบเอกสารยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า “ผู้ขายชอร์ตได้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตครบถ้วนแล้ว” ตามข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 171

ดังนั้น ข้อเสนอแนะดังกล่าวจึงกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการยืนยันการยืมหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์ ตามมาตรา 224/8 วรรคสอง (2) อาทิเช่น ผู้ขายชอร์ตต้องส่งมอบเอกสารการยืนยันการยืมหลักทรัพย์ของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (lender confirmation) แก่บริษัท

หลักทรัพย์ เป็นต้น และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการตรวจสอบว่า ผู้ขายชอร์ตได้ยืนยันการยึดหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้วหรือไม่ อย่างไรก็ตาม ข้อเสนอแนะดังกล่าวไม่ได้กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์เป็นลายลักษณ์อักษรเท่านั้น แต่ในท้ายที่สุด บริษัทหลักทรัพย์ต้องสามารถแสดงหลักฐานแก่หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ ในกรณีที่มีการตรวจสอบย้อนหลัง ฉะนั้น ผู้ขายชอร์ตสามารถยืนยันเป็นลายลักษณ์อักษร หรือผู้ขายชอร์ตสามารถยืนยันด้วยวาจา และบริษัทหลักทรัพย์ได้ทำการบันทึกคำยืนยัน พร้อมให้ผู้ขายชอร์ตลงนามก็ได้

สำหรับรายละเอียดในการยืนยันดังกล่าว ผู้วิจัยเห็นว่า การยืนยันดังกล่าวไม่มีรูปแบบที่แน่นอน แต่สิ่งสำคัญคือ การยืนยันดังกล่าวได้แสดงว่า ผู้ขายชอร์ตได้ยึดหลักทรัพย์ตามจำนวนปริมาณ และประเภทหลักทรัพย์ตรงกับคำสั่งขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตหรือไม่เท่านั้น ฉะนั้น ข้อมูลของคู่สัญญา หรือผู้ให้ยึดหลักทรัพย์ และข้อตกลงในสัญญาต่างเป็นความลับระหว่างคู่สัญญาด้วยกันเอง มิได้เกี่ยวข้องกับการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต ดังนั้น หลักฐานการยืนยันจึงไม่มีความจำเป็นต้องเป็นสัญญายึดและให้ยึดหลักทรัพย์เท่านั้น

สำหรับกรณีที่ผู้ขายชอร์ตไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ตามมาตรา 244/8 วรรคสอง อนุได้อนุหนึ่ง หรือบริษัทหลักทรัพย์ไม่ได้ให้ผู้ขายชอร์ตดำเนินการยืนยันตามมาตรา 244/8 วรรคสอง (2) หรือ (3) ถือว่าบุคคลดังกล่าวต้องรับโทษตามกฎหมาย ซึ่งมาตรา 244/8 วรรคสองดังกล่าวอยู่ในหมวดการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Misconduct) เนื่องจากหมวดดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อกำหนดความรับผิดแก่ผู้ลงทุน และหรือบริษัทหลักทรัพย์ อีกทั้ง เพื่อป้องกันมิให้เกิดการกระทำความผิดในเรื่องที่ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ

แต่อย่างไรก็ตาม การกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคสอง ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ มากเท่ากับการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading)³²⁰ หรือการสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation)³²¹ ฉะนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่า บทลงโทษในกรณีผู้ขายชอร์ตกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคสอง อนุได้อนุหนึ่ง ควรมีโทษจำคุก และโทษปรับน้อยกว่าบทลงโทษในกรณีมีการใช้ข้อมูลภายใน หรือการสร้างราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

³²⁰ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 242

³²¹ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/3

2. ให้ยกเลิกความในข้อ 6 วรรคสอง แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ พธ. 47/2552 เรื่องการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“ในกรณีที่เป็นการขายชอร์ตตามคำสั่งของลูกค้าบริษัทหลักทรัพย์ต้องดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ไว้ให้พร้อมเพื่อให้ลูกค้าดังกล่าวยืม หรือจัดหาแหล่งยืมหลักทรัพย์ไว้ให้พร้อมสำหรับลูกค้าดังกล่าว เว้นแต่ลูกค้าได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์ และยืนยันการยืมหลักทรัพย์ รวมถึงแสดงปริมาณ มูลค่าการขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์แล้ว ตามที่กำหนดในกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดเก็บหลักฐานของลูกค้าอย่างน้อย 12 เดือน”

ถ้อยคำดังกล่าว อ้างอิงจากมาตรการกฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ตามข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ข้อ 171 โดยการกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการเก็บเอกสารหลักฐานที่ผู้ขายชอร์ตได้ยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์เป็นลายลักษณ์อักษรตามที่ได้ระบุในข้อเสนอแนะข้างต้น เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถแสดงหลักฐานดังกล่าวแก่หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ หากเกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ หรือเพื่อให้หน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบย้อนหลังได้ ซึ่งหลักฐานการยืนยันดังกล่าวสามารถพิสูจน์ข้อเท็จจริงแก่บริษัทหลักทรัพย์ได้ หากปราศจากหลักฐานดังกล่าว บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับผิดชอบต่อการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์

สำหรับการเสนอให้บริษัทหลักทรัพย์จัดเก็บหลักฐานเป็นระยะเวลาอย่างน้อย 12 เดือน สืบเนื่องมาจากมาตรการกฎหมายในต่างประเทศได้กำหนดระยะเวลาตั้งแต่เริ่มต้นการขายชอร์ตจนถึงการซื้อหลักทรัพย์ เพื่อปิดสถานะการขายชอร์ตไม่เกินกว่า 12 เดือน และหน่วยงานกำกับดูแลมีความประสงค์ตรวจสอบการขายชอร์ตในระยะเวลาที่มีการขายชอร์ตเท่านั้น ฉะนั้น เพื่อให้เป็นภาระแก่บริษัทหลักทรัพย์เกินควร ระยะเวลา 12 เดือนจึงเป็นระยะเวลาที่เหมาะสมที่บริษัทหลักทรัพย์จะต้องเก็บหลักฐานดังกล่าว

6.2.3 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการรายงานการขายชอร์ต

จากการศึกษามาตรการทางกฎหมายในต่างประเทศพบว่า เครือรัฐออสเตรเลีย และประเทศญี่ปุ่นกำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานสถานะการขายชอร์ต หากการขายชอร์ตมีปริมาณเกินกว่าที่กฎหมายกำหนด แต่กฎหมายได้กำหนดให้การเปิดเผยข้อมูลสถานะการขายชอร์ตเป็นเงื่อนไขของการขายชอร์ต กล่าวคือผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการส่งมอบข้อมูลสถานะการ

ขายชอร์ตแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์รายงานสถานะการขายชอร์ตต่อไป

นอกจากนั้น กฎหมายในหลายประเทศต่างกำหนดปริมาณขั้นต่ำ ในการรายงานการขายชอร์ต เพื่อมิให้เป็นภาระต่อผู้มีหน้าที่ในการรายงานมากเกินไป ประกอบกับการศึกษาวิจัย โดยส่วนใหญ่เห็นว่า การขายชอร์ตที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์คือการขายชอร์ตในปริมาณมากเท่านั้น ฉะนั้น ผู้วิจัยจึงเห็นควรนำมาตรการทางกฎหมายต่างประเทศมาปรับใช้ให้เหมาะสม และสอดคล้องกับมาตรการทางกฎหมายในประเทศไทยอื่นๆ และผู้วิจัยขอเสนอข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

1. เพิ่มข้อความดังต่อไปนี้เป็นมาตรา 244/8 วรรคสอง (3) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

“มาตรา 244/8 วรรคสอง (3) บุคคลหรือตัวแทนของบุคคลนั้นแจ้งข้อมูลสถานะการขายชอร์ตที่ถูกต้องของแต่ละหลักทรัพย์ให้บริษัทหลักทรัพย์ทราบ ภายหลังจากที่ได้ดำเนินการขายชอร์ต”

ตามที่ได้เสนอข้อเสนอแนะ ในข้อ 6.2.2 เรื่องการเพิ่มเติมหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต ซึ่งนอกจากผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ยืนยันการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแล้ว ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่แสดงปริมาณและมูลค่าการขายชอร์ต และสถานะการขายชอร์ตในปัจจุบันของแต่ละรายการ เพื่อแจ้งให้บริษัทหลักทรัพย์ทราบ และบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบว่า ปริมาณ และมูลค่าการขายชอร์ตสุทธิของผู้ลงทุนมีความถูกต้อง และตรงกับของคำสั่งการขายชอร์ตของผู้ลงทุนหรือไม่ ภายหลังจากที่บริษัทหลักทรัพย์ตรวจสอบเรียบร้อยแล้ว และข้อมูลดังกล่าวถูกต้อง บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่รวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการขายชอร์ตในแต่ละวัน เพื่อจัดทำรายงานการขายชอร์ต และนำเสนอแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อไป

จะเห็นว่า นอกจากปริมาณ และมูลค่าการขายชอร์ตสุทธิที่ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ต้องส่งมอบแก่บริษัทหลักทรัพย์แล้ว ผู้วิจัยได้เสนอข้อเสนอแนะให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นสถานะการขายชอร์ตในปัจจุบันอีกด้วย เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์ทราบข้อมูลสถานะการขายชอร์ตทั้งหมดของผู้ขายชอร์ตว่า ‘สถานะการขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ตทั้งหมดเป็นอย่างไร และผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการซื้อหลักทรัพย์คืนแล้วหรือไม่’ เนื่องจากการขายชอร์ตในแต่ละครั้ง ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ต้องซื้อหลักทรัพย์คืนเพื่อส่งมอบคืนแก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ หากผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการซื้อหลักทรัพย์คืนเรียบร้อยแล้ว ส่งผลทำให้สถานะการขายชอร์ตถูกปิด และไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อีก

ต่อไป ฉะนั้น หากผู้ลงทุนได้ซื้อหลักทรัพย์คืนแล้ว บริษัทหลักทรัพย์ไม่มีความจำเป็นต้องเก็บบันทึกข้อมูลการขายชอร์ต รวมถึงปริมาณ และมูลค่าการขายชอร์ตในรายการการขายชอร์ตที่ได้มีการซื้อคืนเรียบร้อยแล้ว การกำหนดดังกล่าวทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องเก็บรักษาข้อมูลการขายชอร์ตตลอดไป และทำให้บริษัทหลักทรัพย์หมดภาระหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทางกลับกัน หากผู้ลงทุนแจ้งแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า สถานะการขายชอร์ตของผู้ลงทุนยังไม่ได้มีการซื้อหลักทรัพย์คืน บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการเก็บข้อมูลการขายชอร์ตดังกล่าว และนำปริมาณ และมูลค่าการขายชอร์ตที่ไม่ได้มีการซื้อคืน มารวบรวมกับปริมาณ และมูลค่าของคำสั่งการขายชอร์ตใหม่ เพื่อคำนวณปริมาณ และมูลค่าการขายชอร์ตของผู้ลงทุนว่ามีปริมาณ และมูลค่าเกินกว่าที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดหรือไม่ ซึ่งผู้วิจัยจะได้กล่าวถัดไป

สำหรับกรณีที่ผู้ขายชอร์ตแสดงข้อมูลสถานะการขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์ไม่ตรงกับความจริง ถือว่าผู้ขายชอร์ตกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคสอง (3) ซึ่งมาตรา 244/8 วรรคสอง (3) ดังกล่าวอยู่ในหมวดการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ (Market Misconduct) เนื่องจากหมวดดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อกำหนดความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุน และหรือบริษัทหลักทรัพย์ อีกทั้ง เพื่อป้องกันมิให้เกิดการกระทำความผิดในเรื่องที่ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ

แต่อย่างไรก็ตาม การกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคสอง (3) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ มากเท่ากับการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading)³²² หรือการสร้างราคาหลักทรัพย์ หรือการปั่นหุ้น (Market Manipulation)³²³ ฉะนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่า บทลงโทษในกรณีผู้ขายชอร์ตกระทำการฝ่าฝืนมาตรา 244/8 วรรคสอง อนุได้อนุหนึ่ง ควรมีโทษจำคุก และโทษปรับน้อยกว่าบทลงโทษในกรณีการใช้ข้อมูลภายใน หรือการสร้างราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

2. ให้ยกเลิกความในข้อ 8 แห่งข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการขายชอร์ต ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2544 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

³²² พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 242

³²³ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/3

“ให้สมาชิกรายงานข้อมูลสถานะการขายชอร์ต โดยแยกตามรายหลักทรัพย์ตามแบบที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ถ้าสถานะการขายชอร์ตของสมาชิกมีจำนวน หรือมูลค่าการขายชอร์ตมากกว่าอัตราที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด”

ถ้อยคำดังกล่าว เป็นการกำหนดหน้าที่ให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ มีหน้าที่รายงานข้อมูลสถานะการขายชอร์ตที่บริษัทหลักทรัพย์ได้รับข้อมูลมาจากผู้ขายชอร์ต ตามที่ผู้วิจัยได้เสนอแนะตามมาตรา 244/8 วรรคสอง (3)

นอกจากนั้น ถ้อยคำดังกล่าวเป็นการกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ตรวจสอบว่า คำสั่งการขายชอร์ตดังกล่าวมีปริมาณ หรือมูลค่าเกินกว่าปริมาณ หรือมูลค่าที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดหรือไม่ ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์เห็นว่า คำสั่งการขายชอร์ตของผู้ลงทุนมีปริมาณ หรือมูลค่าเกินกว่าที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ นำข้อมูลดังกล่าวเผยแพร่ต่อสาธารณะชนต่อไป

สำหรับการกำหนดขั้นต่ำของปริมาณการขายชอร์ตสุทธิ หรือมูลค่าการขายชอร์ตสุทธิที่บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องรายงานนั้น ถ้าอ้างอิงตามมาตรการทางกฎหมายของต่างประเทศ เช่น เครือรัฐออสเตรเลียกำหนดปริมาณการขายชอร์ต และมูลค่าการขายชอร์ตที่ต้องรายงาน คือมูลค่าการขายชอร์ตมากกว่า \$100,000 และปริมาณการขายชอร์ตมากกว่า 0.01% ของจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด หรือเขตปกครองพิเศษฮ่องกง กำหนดปริมาณการขายชอร์ต และมูลค่าการขายชอร์ตที่ต้องรายงาน คือมูลค่าการขายชอร์ตมากกว่าเท่ากับ 30 ล้านดอลลาร์ฮ่องกง หรือมากกว่าเท่ากับ 0.02% ของราคาปิดตลาดคูณด้วยจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด หรือสาธารณรัฐสิงคโปร์กำหนดปริมาณการขายชอร์ต และมูลค่าการขายชอร์ตที่ต้องรายงาน คือมูลค่าการขายชอร์ตมากกว่า 0.2% ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด หรือมูลค่าการซื้อขายมากกว่า 2,000,000 ดอลลาร์สิงคโปร์

สำหรับประเทศไทย มูลค่าการขายชอร์ตมีจำนวนตั้งแต่หลักพันบาท จนไปถึงหลักร้อยล้านบาท และปริมาณการขายชอร์ตมีจำนวนตั้งแต่หลักร้อยหุ้น จนไปถึงหลักสิบล้านหุ้น³²⁴ ฉะนั้น เพื่อลดภาระหน้าที่การรายงานสถานะการขายชอร์ตของบริษัทหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์สามารถกำกับดูแลการขายชอร์ตให้มีปริมาณที่เหมาะสมต่อไปได้ ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะว่า เห็นควรกำหนด

³²⁴ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ข้อมูลธุรกรรมขายชอร์ต[ออนไลน์], 8 กรกฎาคม 2564. แหล่งที่มา: <https://www.set.or.th/set/shortsales.do>

ปริมาณการขายชอร์ต และมูลค่าการขายชอร์ตที่ต้องรายงาน คือมูลค่าการขายชอร์ตที่มากกว่า 100,000 บาทและปริมาณการขายชอร์ตมากกว่า 0.01% ของจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด แต่อย่างไรก็ตามการกำหนดปริมาณการขายชอร์ต หรือมูลค่าการขายชอร์ตมีความแตกต่างกันออกไปในแต่ละประเทศ เนื่องมาจากปัจจัยเรื่องนโยบายของรัฐ หรือการเปรียบเทียบตามมูลค่าการขายชอร์ตทั้งหมด ซึ่งเป็นเรื่องที่จำเป็นศึกษาจากการเก็บรวบรวมข้อมูล และความคิดเห็นของบุคคลที่เกี่ยวข้องต่อไป

กล่าวโดยสรุปแล้ว ข้อเสนอแนะทั้งหมดตามที่ผู้วิจัยได้นำเสนอไปข้างต้นนั้น ผู้วิจัยเห็นว่า

(1) ปัญหาการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบเรื่องการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง เห็นควรกำหนดความรับผิดชอบแก่บุคคลที่ขายหลักทรัพย์ ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/8 วรรคหนึ่ง และเพิ่มอำนาจของบริษัทหลักทรัพย์ในการตรวจสอบ โดยกำหนดให้ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องพิสูจน์แก่บริษัทหลักทรัพย์ ว่าผู้ขายหลักทรัพย์มีปริมาณ จำนวน ประเภทของหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์อื่น หรือผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์อยู่จริงตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 3(2)

(2) ปัญหาของวิธีการตรวจสอบการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต เห็นควรกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบแก่ผู้ขายชอร์ต โดยกำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต และต้องยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ตนได้ยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว รวมถึงแสดงสถานะการขายชอร์ต หากผู้ขายชอร์ตไม่ปฏิบัติตามที่กำหนด มาตรา 244/8 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ผู้ขายชอร์ตต้องรับโทษทางกฎหมาย นอกจากนั้น ผู้วิจัยเสนอให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องจัดเก็บเอกสารหลักฐานการขายชอร์ตอย่างน้อย 12 เดือน เป็นไปตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 6/1

(3) ปัญหาการรายงานการขายชอร์ต เห็นควรกำหนดหน้าที่แก่ผู้ขายชอร์ต ในการแสดงสถานะการขายชอร์ต ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/8 วรรคสอง (3) และกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ตต่อตลาดหลักทรัพย์ ในกรณีปริมาณการขายชอร์ตสุทธิ หรือมูลค่าการขายชอร์ตสุทธิมีจำนวนไม่น้อยกว่าจำนวนที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด

6.2.4. วิเคราะห์ผลกระทบต่อข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะตามที่ได้กล่าวในข้างต้นทั้งหมดเป็นการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากมาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์โดยบริษัทหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองของประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อกำหนดความรับผิดชอบแก่ผู้ลงทุน และเสนอแนะให้ผู้ขายชอร์ตมีหน้าที่ในการยึดหลักทรัพย์ หน้าที่การยืนยันการยึดหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์ รวมถึงหน้าที่แสดงสถานะการขายชอร์ตแก่บริษัทหลักทรัพย์ และเพื่อลดภาระหน้าที่ ความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์

จะเห็นได้ว่า ข้อเสนอแนะดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุน ผู้ขายชอร์ต และบริษัทหลักทรัพย์ ฉะนั้น เพื่อให้ข้อเสนอแนะดังกล่าวเป็นไปอย่างยุติธรรม และไม่เป็นการเพิ่มภาระแก่กลุ่มผู้ได้รับผลกระทบเกินสมควร จึงควรมีการประเมินต้นทุน และผลประโยชน์ของข้อเสนอแนะดังกล่าว ดังต่อไปนี้

(1) ผู้ลงทุน

ผู้ลงทุนคือ “บุคคล” ตามที่ระบุในข้อเสนอแนะ ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/8 วรรคหนึ่ง ซึ่งหมายความรวมถึงบุคคลธรรมดา และนิติบุคคล ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนทั่วไป ผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนต่างประเทศ และบริษัทหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ดังนั้น กลุ่มบุคคลที่ได้รับผลกระทบในข้อเสนอแนะดังกล่าวคือ ผู้ลงทุนทุกประเภท

แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษากฎหมายเกี่ยวกับการขายหลักทรัพย์ของประเทศไทยจะเห็นได้ว่า ผู้ลงทุนทั่วไปโดยส่วนใหญ่ฝากหลักทรัพย์ฝากหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้เปิดบัญชีไว้เท่านั้น³²⁵ ทำให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถกำหนดให้ผู้ลงทุนแสดงบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของตนเอง และดำเนินการตรวจสอบหลักทรัพย์ผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนทั่วไปได้ ฉะนั้น ข้อเสนอแนะนี้จึงไม่อาจจะส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนทั่วไป และไม่ทำให้ผู้ลงทุนทั่วไปต้องรับผิดชอบ ในกรณีที่ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง หรือไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่า มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ณ เวลาที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์นั้นแต่อย่างใด

³²⁵ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2555 ข้อ 3

ข้อเสนอแนะดังกล่าวจะส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับคำสั่งขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนสามารถมั่นใจได้ว่า การขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนจะไม่เกิดการผัดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ และส่งผลทำให้บริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องรับผิดชอบในความผิดที่มีได้เกิดจากความรับผิดชอบของบริษัทหลักทรัพย์

สำหรับต้นทุนของข้อเสนอแนะดังกล่าวคือ ผลกระทบโดยตรงต่อผู้ลงทุนที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์ เช่น ผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนต่างประเทศ เป็นต้น เนื่องจากผู้ลงทุนดังกล่าวสามารถฝากหลักทรัพย์กับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (TSD) ได้โดยตรง³²⁶ ฉะนั้น ผู้ลงทุนดังกล่าวจึงมีภาระการพิสูจน์ เพื่อพิสูจน์ว่าตนเองมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองจริง หากผู้ลงทุนดังกล่าวไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่า ผู้ลงทุนมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง ณ เวลาที่ส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนดังกล่าวต้องรับโทษตามกฎหมาย

อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยเห็นว่า ข้อเสนอแนะดังกล่าวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์มากเกินไปจนเกิดความจำเป็น และผู้ลงทุนดังกล่าวสามารถปฏิบัติได้ เนื่องจากข้อเสนอแนะดังกล่าวไม่เป็นการเพิ่มภาระหน้าที่แก่ผู้ลงทุนที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์แต่อย่างใด เพราะในการขายหลักทรัพย์โดยทั่วไปแล้ว บริษัทหลักทรัพย์จะสอบถาม และตรวจสอบปริมาณ จำนวน ประเภทหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนดังกล่าวอยู่แล้ว ฉะนั้น การกำหนดหน้าที่ดังกล่าวตามข้อเสนอแนะนั้น จึงเป็นไปเพื่อกำหนดหน้าที่ของผู้ลงทุนสถาบันให้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น และเพื่ออำนวยความสะดวกในการดำเนินการตรวจสอบของบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น

อีกทั้ง ข้อเสนอแนะดังกล่าวไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มภาระค่าใช้จ่ายแก่ผู้ลงทุนที่ไม่ได้ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์ เพราะข้อเสนอแนะดังกล่าวไม่ได้กำหนดให้ผู้ลงทุนต้องแสดงปริมาณ จำนวน ประเภทของหลักทรัพย์แก่บริษัทหลักทรัพย์เป็นลายลักษณ์อักษรเท่านั้น ฉะนั้น ผู้ลงทุนสามารถแสดงหลักฐานที่มีข้อมูลเกี่ยวกับปริมาณ จำนวน ประเภทของหลักทรัพย์ในลักษณะใดก็ได้ อาทิเช่น จดหมายอิเล็กทรอนิกส์จากผู้ดูแลรักษาหลักทรัพย์ เป็นต้น

³²⁶ ข้อบังคับของศูนย์รับฝาก (ในส่วนของที่เกี่ยวกับงานรับฝากหลักทรัพย์) หมวด 300 ผู้ฝาก ข้อ 301

(2) ผู้ขายชอร์ต

ผู้ขายชอร์ตคือคำว่า “บุคคล” ที่ระบุในข้อเสนอนั้น ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 244/8 วรรคสอง ซึ่งหมายความรวมถึงบุคคลธรรมดา และนิติบุคคลที่ตกลงขายชอร์ต ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนทั่วไป ผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนต่างประเทศ และบริษัทหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการขายชอร์ตในนามของตนเอง หรือตามคำสั่งของผู้ลงทุนก็ตาม

ข้อเสนอนั้นที่กำหนดให้ผู้ขายชอร์ตต้องยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ต และต้องยืนยันแก่บริษัทหลักทรัพย์ว่า ตนได้ยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว รวมถึงแสดงสถานะการขายชอร์ต ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 6/1 ส่งผลเป็นการป้องกันมิให้เกิดการผิदनการส่งมอบหลักทรัพย์จากการขายชอร์ตมากยิ่งขึ้น และหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์สามารถยับยั้งการกระทำของผู้ขายชอร์ตที่มีความประสงค์ในการละเมิดต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ และตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถเผยแพร่ข้อมูลการขายชอร์ตที่ถูกต้องต่อสาธารณชนได้

นอกจากนั้น ข้อเสนอนั้นดังกล่าวเป็นการลดภาระหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต กล่าวคือผู้ขายชอร์ตไม่จำเป็นต้องยึดหลักทรัพย์จากแหล่งผู้ให้ยึดหลักทรัพย์ที่แน่นอน และน่าเชื่อถือเท่านั้น และผู้ขายชอร์ตไม่ต้องจัดทำสัญญายึดและให้ยึดหลักทรัพย์ตามที่กฎหมายกำหนด ฉะนั้น ผู้ลงทุนต่างประเทศสามารถยึดหลักทรัพย์ประเภทใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (NVDR) กับผู้ลงทุนต่างประเทศได้อย่างไม่มีข้อจำกัดทางกฎหมาย

สำหรับต้นทุนของผู้ขายชอร์ตต่อข้อเสนอนั้นดังกล่าวคือ บทลงโทษในกรณีที่ผู้ขายชอร์ตกระทำการฝ่าฝืนกฎหมาย ซึ่งการกำหนดบทลงโทษแก่ผู้ขายชอร์ตมีวัตถุประสงค์เพื่อบังคับให้ผู้ขายชอร์ตต้องปฏิบัติตามกฎหมายอย่างเคร่งครัด และเพื่อยับยั้งมิให้เกิดการผิदनการส่งมอบหลักทรัพย์เท่านั้น

สำหรับกระบวนการบังคับใช้กฎหมายลงโทษแก่ผู้ขายชอร์ตนั้นสามารถกระทำได้ ดังตัวอย่างการบังคับใช้กฎหมายของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง และสาธารณรัฐสิงคโปร์ ดังต่อไปนี้

- เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ข้อบัญญัติหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities and Futures Ordinance 2002 หรือ SFO) กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Securities

and Futures Commission หรือ SFO) มีอำนาจในการดำเนินการทางวินัยแก่ผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาต รวมถึงมีอำนาจในการฟ้องร้องต่อผู้กระทำความผิดที่ได้กระทำความผิดทางอาญา หรือประพฤติโดยมิชอบ ในตลาดหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าดังกล่าวจะดำเนินการตรวจสอบผ่านระบบภายใน เพื่อสอดส่อง และตรวจสอบการกระทำของผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาต ผู้มีส่วนร่วมในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงผู้ลงทุน³²⁷

หากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าได้สอดส่อง และตรวจสอบแล้วพบว่า เป็นการกระทำที่ละเมิดต่อกฎหมาย และคณะกรรมการดังกล่าวมีความประสงค์ในการฟ้องร้องผู้กระทำความผิด คณะกรรมการจำเป็นต้องส่งเรื่องให้ศาล Eastern Magistrates เป็นผู้พิจารณาคดี สำหรับความผิดนั้นๆ³²⁸

สำหรับเรื่องการขายชอร์ต หากผู้ขายชอร์ตไม่ได้แสดงต่อผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์ว่าผู้ขายชอร์ตมีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อซึ่งเป็นการกระทำที่ฝ่าฝืน SFO ข้อ 170(1) วรรคสอง ถือว่าผู้ขายชอร์ตกระทำความผิดทางอาญา และต้องได้รับโทษปรับ 50,000 ดอลลาร์ฮ่องกง และจำคุกเป็นเวลา 1 ปี ปรากฏตาม SFO ข้อ 170(12) นั้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีหน้าที่ในการตรวจสอบการขายชอร์ตของผู้ขายชอร์ต หากคณะกรรมการดังกล่าวตรวจสอบแล้วพบว่า ผู้ขายชอร์ตกระทำการฝ่าฝืน SFO ข้อ 170(1) วรรคสอง คณะกรรมการต้องฟ้องร้องคดีดังกล่าวต่อศาล Eastern Magistrates เพื่อให้ศาลพิจารณาและลงโทษผู้กระทำความผิด

ยกตัวอย่างเช่น

1. คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตรวจสอบพบว่า ในวันที่ 7 พฤษภาคม พ.ศ. 2553 และหรือวันที่ 11 พฤษภาคม พ.ศ. 2553 ผู้ลงทุนทั้งหมดจำนวน 7 คน ดำเนินการส่งคำสั่งขายหลักทรัพย์ของบริษัท Imagi International Holdings Limited (Imagi) จำนวน 31,000 – 16,855,600 หุ้น โดยที่ผู้ลงทุนดังกล่าวไม่มีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ ซึ่งเป็นการขายชอร์ตที่ละเมิดต่อกฎหมาย ซึ่งศาล Eastern Magistrates ได้

³²⁷ Securities and Futures Commission, **Enforcement**[Online], 25 November 2021. Available from: <https://www.sfc.hk/en/Regulatory-functions/Enforcement>

³²⁸ Securities and Futures Ordinance 2002 Section 388(1)

ตัดสินลงโทษปรับผู้ลงทุนทั้ง 7 คน รวมเป็นจำนวนเงิน 71,000 ดอลลาร์ หรือปรับตั้งแต่ 2,000 – 30,000 ดอลลาร์ฮ่องกง ต่อคน³²⁹

2. ศาล Eastern Magistrates ตัดสินลงโทษปรับผู้ลงทุนจำนวน 2 คน เป็นเงินจำนวนทั้งหมด 18,000 ดอลลาร์ฮ่องกง เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายในการสอบสวนของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เนื่องจากผู้ลงทุนดังกล่าวไม่มีอำนาจโดยสมบูรณ์ที่จะส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ ซึ่งเป็นการขายชอร์ตที่ละเมิดต่อกฎหมาย³³⁰

3. ศาล Eastern Magistrates ตัดสินใจลงโทษปรับผู้ลงทุนจำนวน 2 คน เป็นเงินจำนวนทั้งหมด 16,000 ดอลลาร์ฮ่องกง เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายในการสอบสวนของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เนื่องจากผู้ลงทุนดังกล่าวกระทำการฝ่าฝืน SFO ข้อ 170(1)³³¹

- สาธารณรัฐสิงคโปร์

The Monetary Authority of Singapore (MAS) ได้จัดตั้งแผนกเกี่ยวกับการบังคับใช้กฎหมาย หรือเรียกว่า The Enforcement Department โดย The Enforcement Department มีหน้าที่ในการบังคับใช้กฎหมายเกี่ยวกับการกระทำที่เป็นการละเมิดต่อกฎหมาย และข้อบังคับที่ MAS ได้ประกาศใช้ เช่น Securities and Futures Act เป็นต้น ซึ่ง The Enforcement Department จะทำหน้าที่ร่วมกับ MAS ในการบังคับใช้กฎหมาย โดยสามารถจำแนกขั้นตอนการบังคับใช้กฎหมายได้ ดังต่อไปนี้³³²

1. การตรวจสอบการละเมิดกฎหมายและข้อบังคับล่วงหน้า

การบังคับใช้กฎหมายในลำดับแรกจะเป็นหน้าที่ของ MAS เพื่อตรวจสอบการละเมิดต่อกฎหมาย ซึ่ง MAS มีอำนาจในการยับยั้ง หรือแก้ไขการกระทำดังกล่าว มิให้ส่งผลกระทบในวง

³²⁹ Securities and Futures Commission, **SFC secures short selling convictions**[Online], 25 November 2021. Available from: <https://webb-site.com/codocs/SFC120426.pdf>

³³⁰ Securities and Futures Commission, **Retail investors convicted of illegal short selling**[Online], 25 November 2021. Available from: <https://webb-site.com/codocs/SFC120531.pdf>

³³¹ Securities and Futures Commission, **Retail investors convicted of illegal short selling**[Online], 25 November 2021. Available from: <https://webb-site.com/codocs/SFC170427.pdf>

³³² Monetary Authority of Singapore, **Enforcement**[Online], 25 November 2021. Available from: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/Enforcement-Monograph-Sep-2018-v2.pdf?la=en&hash=7E3D30EE8EBF024C287E6CAEB7D5F8BA78251091>

กว้าง โดย MAS มีช่องทางที่หลากหลายในการรวบรวมข้อมูลข่าวสารที่จะสามารถช่วยในการตรวจสอบการละเมิดต่อกฎหมายได้ เช่น ระบบการเฝ้าระวังการซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ความร่วมมือของหน่วยงานข่าวกรองทางการเงิน (Singapore Police Force หรือ STRO) การร้องเรียนจากประชาชน หรือความร่วมมือข้ามพรมแดนกับหน่วยงานกำกับดูแลต่างประเทศ เป็นต้น

ความร่วมมือข้ามพรมแดนกับหน่วยงานกำกับดูแลต่างประเทศเกิดจากการที่ MAS ได้ลงนามบันทึกความเข้าใจ (MOU) ทั้งทวิภาคีและพหุภาคีกับคู่สัญญาต่างประเทศซึ่งเป็นการอำนวยความสะดวกในการกำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมายข้ามพรมแดน เช่น MAS ได้ลงนาม Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMoU) และลงนาม Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange (EMMoU) กับหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าระหว่างประเทศ (IOSCO)³³³ ทำให้ MAS สามารถได้รับข้อมูลเกี่ยวกับการละเมิดต่อกฎหมายของผู้ลงทุนต่างชาติที่ดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ได้

2. การสอบสวน

MAS มีอำนาจในการสอบสวนการละเมิดต่อกฎหมายภายใต้ประมวลกฎหมายอาญา (the Criminal Procedure Code, Chapter 68 (CPC)) และภายใต้ข้อตกลงร่วมกันระหว่าง MAS และ Commercial Affairs Officer (CAD) โดย MAS จะดำเนินการสอบสวนเฉพาะการละเมิดต่อกฎหมายที่มีความร้ายแรง หรืออาจส่งผลกระทบต่ออย่างร้ายแรง และการกระทำที่ส่งผลกระทบต่อสาธารณประโยชน์ และมีพยานหลักฐานในการพิสูจน์ความผิดแล้วเท่านั้น

3. การบังคับใช้

ภายหลังจากที่ MAS ได้ดำเนินการสอบสวนการกระทำความผิดแล้ว MAS จะดำเนินการประเมินพยานหลักฐานดังกล่าว หากปรากฏหลักฐานการกระทำความผิดเพียงพอใน MAS จะมีอำนาจในการบังคับใช้กฎหมายต่อไปได้ ได้แก่ การดำเนินการคดีทางอาญา การดำเนินคดีทาง

³³³ Monetary Authority of Singapore, **Enforcement Report January 2019 to June 2020**[Online], 25 November 2021. Available from: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/Enforcement-Report-2019-2020.pdf>

แพ่ง การเพิกถอนหรือยับยั้งใบอนุญาตประกอบธุรกิจ การพ้นจากตำแหน่ง การออกคำสั่งห้ามกระทำ การประณอมหนี้ การดำเนิน หรือการออกหนังสือเตือน เป็นต้น

สำหรับการกระทำที่เป็นการฝ่าฝืน The Securities and Futures Act มาตรา 137ZJ(1) และมาตรา 137ZK (1) ซึ่งเป็นความผิดเกี่ยวกับเรื่องการขายชอร์ต กฎหมายได้กำหนดให้ผู้กระทำ การฝ่าฝืนต้องรับโทษปรับ ซึ่งเป็นความผิดทางอาญา แต่ไม่เป็นความผิดทางอาญาที่อยู่ภายใต้ ข้อตกลงร่วมกันระหว่าง MAS และ Commercial Affairs Officer (CAD) ดังนั้น MAS จะมีอำนาจใน ตรวจสอบการกระทำผิด และยับยั้งมิให้เกิดกระทำผิดเท่านั้น แต่ MAS ไม่มีอำนาจในการ สอบสวนความผิดโดยตรง และ MAS ต้องให้ Commercial Affairs Officer (CAD) ดำเนินการ สอบสวนความผิดแทน หรือให้พนักงานอัยการ (Attorney-General's Chambers หรือ AGC) ดำเนินคดีทางอาญาแทน

(3) บริษัทหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะที่กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องจัดเก็บหลักฐานการขายชอร์ตอย่างน้อย 12 เดือน ตามประกาศ ทธ. 47/2552 ข้อ 6/1 มีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันมิให้บริษัทหลักทรัพย์ ต้องรับโทษจากความผิดที่ตนไม่ได้ก่อ เนื่องจากการจัดเก็บหลักฐานดังกล่าวส่งผลทำให้บริษัท หลักทรัพย์สามารถพิสูจน์ความผิดต่อหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ หากเกิดการผิดนัดการส่งมอบ หลักทรัพย์จากการขายชอร์ตได้ และถ้าบริษัทหลักทรัพย์สามารถพิสูจน์ได้ว่า บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติ หน้าที่ตามกฎหมายเรียบร้อยแล้ว บริษัทหลักทรัพย์ย่อมไม่ต้องได้รับโทษทางกฎหมาย

นอกจากนั้น ข้อเสนอแนะดังกล่าวเป็นการลดภาระหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็น หน้าที่ในการตรวจสอบว่าผู้ขายชอร์ตได้ดำเนินการยึดหลักทรัพย์เพื่อการขายชอร์ตแล้วหรือไม่ และ หน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ต โดยบริษัทหลักทรัพย์มีหน้าที่รายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ใน กรณีปริมาณการขายชอร์ตสุทธิ หรือมูลค่าการขายชอร์ตสุทธิมีจำนวนไม่น้อยกว่าจำนวนที่ตลาด หลักทรัพย์ฯ กำหนด

สำหรับต้นทุนของบริษัทหลักทรัพย์ต่อข้อเสนอแนะดังกล่าวคือ ค่าใช้จ่ายในการจัดเก็บ หลักฐาน โดยบริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดเก็บหลักฐานดังกล่าวอย่างน้อย 12 เดือน เพื่อให้บริษัท หลักทรัพย์สามารถพิสูจน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ได้

กลุ่มผู้ได้รับผลกระทบ	ผลประโยชน์	ต้นทุน
ผู้ลงทุน	- บริษัทหลักทรัพย์สามารถกำกับดูแลการขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนโดยมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์ได้	- กำหนดบทลงโทษแก่ผู้ลงทุน เว้นแต่ผู้ลงทุนทั่วไปที่ฝากหลักทรัพย์ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์
ผู้ขายชอร์ต	- ป้องกันมิให้เกิดการผิดนัดการส่งมอบหลักทรัพย์จากการขายชอร์ต - ลดภาระหน้าที่ของผู้ขายชอร์ต เช่น ผู้ขายชอร์ตไม่ต้องยืมจากแหล่งผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่แน่นอน และน่าเชื่อถือเท่านั้น เป็นต้น - ผู้ลงทุนต่างประเทศสามารถยืมหลักทรัพย์จากผู้ลงทุนต่างประเทศด้วยตนเองได้	- บทลงโทษในกรณีที่ผู้ขายชอร์ตกระทำการฝ่าฝืนกฎหมาย
บริษัทหลักทรัพย์	- ป้องกันมิให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องรับโทษจากความผิดที่ตนไม่ได้ก่อ - ลดภาระหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์ เช่น หน้าที่ในการตรวจสอบผู้ขายชอร์ต หน้าที่ในการรายงานการขายชอร์ต เป็นต้น	- ค่าใช้จ่ายในการจัดเก็บหลักฐาน

ตาราง 9 ผลประโยชน์และต้นทุนสำหรับกลุ่มผู้ได้รับผลกระทบ

บรรณานุกรม



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

- Ali, P., Short Selling and Securities Lending in the Midst of Falling and Volatile Markets. Journal of International Banking Law and Regulation, Vol. 24: 219.
- Australian securities & Investments Commission. Regulatory guide 196 Short selling (2018)[Online]. Available from: <https://asic.gov.au/media/4896780/rg196-published-8-october-2018.pdf> [2021, March 17]
- Avgouleas, E., A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient. Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 16: 392.
- Beber, A. and Pagano, M. Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis. Journal of Finance, Forthcoming: 31.
- Boehmer, E. and Jones, C. M. and Zhang, X. Which Shorts Are Informed?. Journal of Finance 63: 491-527.
- Boehmer, E. and Wu, J. Short selling and the price discovery process. Review of Financial Studies: 26.
- Clifford Chance Law Office. Significant changes to the Japanese short selling regulations[Online]. Available from: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2013/09/significant-changes-to-the-japanese-short-selling-regulations.pdf> [2021, March 7]
- Committee on capital markets regulation. Short Selling's Positive Impact on Markets and the Consequences of Short-Sale Restrictions[Online]. Available from: <https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2018/09/CCMR-Statement-on-Short-Selling.pdf> [2021, July 6]
- Crisp, K. A. Giving Investors Short Shrift: How Short Sale Constraints Decrease Market Efficiency and a Modest Proposal for Letting More Shorts Go Naked. Journal of business & Securities law volume 8: 137.

Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. Journal of Financial Economics 18: 303.

Equilend holdings LLC Pan Asia Securities Lending Association, and The Risk Management Association. Asia Pacific Securities Lending Market User Guide 2020[Online]. Available from: <https://www.equilend.com/press-releases/asia-pacific-securities-lending-market-user-guide-2020> [2021, May 4]

Financial Services Agency. Financial Instruments and Exchange Act[Online]. Available from: <https://www.fsa.go.jp/en/policy/fiel/> [2021, March 17]

Financial Services Agency. Japan New Legislative Framework for Investor Protection “Financial Instruments and Exchange Law[Online]. Available from: <https://www.fsa.go.jp/en/policy/fiel/20061010.pdf> [2021, March 17]

FINRA. Short Sale Volume Daily[Online]. Available from: <https://www.finra.org/finra-data/short-sale-volume-daily> [2021, July 7]

FINRA. Understanding Short Sale Volume Data on FINRA’s Website[Online]. Available from: <https://www.finra.org/sites/default/files/2019-07/information-notice-051019.pdf> [2021, July 7]

Fotak, V. and Raman, VB. and Yadav P. K. Naked Short Selling: The Emperor’s New Clothes?. SSRN Electronic Journal: 2.

Funds-Axis Limited. 7 Key Features of the new Singapore Short Selling Rule[Online]. Available from: <https://funds-axis.com/contact> [2021, May 5]

Garner, B. A. Black’s Law Dictionary, 11th 2019.

Goldwasser, V. Stock Market Manipulation and Short Selling[Online]. Available from: https://law.unimelb.edu.au/__data/assets/pdf_file/0007/1721167/4-_small_Stock_Market___Short_Sell.pdf [2021, April 4]

Gregoriou, G. N. Handbook of Short Selling. Waltham: Academic press, 2011.

Hedgeweek. Research indicates short selling restrictions have had little impact[Online]. Available from: <https://www.hedgeweek.com/2008/12/18/research-indicates-short-selling-restrictions-have-had-little-impact> [2021, July 6]

Hooninside. บล.เอเชีย เวลท์ เรียกร้อย ตลท.กำหนดแนวทางการปฏิบัติงานต่อลท.สถาบันต่างชาติ เพื่อใช้เท่าเทียมกันทุกบล. หลังถูกปรับเงิน 5.85ลบ. กรณีขายหุ้นไร้ใบหุ้น[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.hooninside.com/news-feed/63149/view/> [2563, ตุลาคม 20]

International Organization of Securities Commissions. Objectives and Principles of Securities Regulation[Online]. Available from: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> [2021, March 11]

Jain, A., and Pankaj, K. J., and McInish, T. H., and McKenzie, M. Worldwide reach of short selling regulations. Journal of Financial Economics 109, (2013): 181–183.

Kedzior, A. Short selling in Australia[Online]. Available from: <http://classic.austlii.edu.au/au/journals/AdellLawRw/1988/4.pdf> [2021, April 4]

Lamba, A. S., and Ariff, M. Short Selling Restrictions and Market Completeness: The Malaysian Experience. Applied Financial Economics 16 no. 5 (2006): 386.

Massa, M. and Zhangt, B. and Zhang, H. Governance through Threat: Does Short Selling Improve Internal Governance?. INSEAD Working Paper No. 2013/83/FIN: 22-23.

McGavin, K., Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States. Northwestern Journal of International Law & Business vol 30: 206.

Monetary Authority of Singapore. Enforcement[Online]. Available from: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/Enforcement-Monograph-Sep-2018-v2.pdf?la=en&hash=7E3D30EE8EBF024C287E6CAEB7D5F8BA78251091> [2021, November 25]

- Monetary Authority of Singapore. Enforcement Report January 2019 to June 2020 [Online]. Available from: [https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications /Monographs-and-Information-Papers/Enforcement-Report-2019-2020.pdf](https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/Enforcement-Report-2019-2020.pdf) [2021, November 25]
- Monetary Authority of Singapore. GUIDELINES ON THE REGULATION OF SHORT SELLING [Online]. Available from: [https://www.mas.gov.sg/regulation/guidelines /guidelines-on-the-regulation-of-short-selling](https://www.mas.gov.sg/regulation/guidelines/guidelines-on-the-regulation-of-short-selling) [2021, March 17]
- Monetary Authority of Singapore. Review of Securities Market Structure and Practices [Online]. Available from: <https://www.mas.gov.sg/publications/consultations/2014/review-of-securities-market-structure-and-practices> [2021, March 17]
- Nixon, S. Short Ban Was Short-Lived[Online]. Available from: <https://www.wsj.com/articles/SB123120751776556241> [2021, July 6]
- Rhee, S. G., and K. J. Luke. Asia-Pacific Financial Markets Research Center University of Hawai'i. Short-Sale Constraints: Good or Bad News for the Stock Market?[Online]. Available from: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.230.474&rep=rep1&type=pdf> [2021, February 7]
- Ringgenberg, M., When Short Sellers Agree to Disagree: Short Sales, Volatility, and Heterogeneous Beliefs[Online]. Available from: <https://core.ac.uk/download/pdf/210597515.pdf> [2021, July 6]
- Securities and Exchange Commission. Federal register part iii securities and exchange commission[Online]. Available from: [https://www.sec.gov/rules/final/34-50103 .pdf](https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.pdf) [2021, July 6]
- S. Hauzen LLP. Short Selling Regulation[Online]. Available from: <https://hauzen.hk/short-selling-regulation> [2021, March 13]

- Sirri, E. Regulatory Politics And Short Selling[Online]. Available from: https://www.researchgate.net/publication/274671079_Regulatory_Politics_And_Short_Selling [2021, July 9]
- Securities and Futures Commission. Enforcement[Online]. Available from: <https://www.sfc.hk/en/Regulatory-functions/Enforcement> [2021, November 25]
- Securities and Futures Commission. GUIDANCE NOTE ON SHORT POSITION REPORTING [Online]. Available from: https://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/short-position-reporting/Guidance%20Note_on_SPR_EN.pdf [2021, March 18]
- Securities and Futures Commission. Research Paper No. 42 – Short selling in the Hong Kong Stock Market[Online]. Available from: <https://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/research/research/RS%20Paper%2042.pdf> [2021, March 13]
- Securities and Futures Commission. Retail investors convicted of illegal short selling[Online]. Available from: <https://webb-site.com/codocs/SFC120531.pdf> [2021, November 25]
- Securities and Futures Commission. Retail investors convicted of illegal short selling[Online]. Available from: <https://webb-site.com/codocs/SFC170427.pdf> [2021, November 25]
- Securities and Futures Commission. SFC secures short selling convictions[Online]. Available from: <https://webb-site.com/codocs/SFC120426.pdf> [2021, November 25]
- Securities and Futures Commission. The Guidance Note on Short Selling Reporting and Stock Lending Record Keeping Requirements[Online]. Available from: <https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidance-note-on-short-selling-reporting-and-st/guidance-note-on-short-selling-reporting-and-stock-lending-record-keeping-requirements.pdf> [2021, March 16]

Stout, L. A. Why the Law hates speculators: Regulation and private ordering in the market for OTC derivatives. Duke law journal 48: 737.

Technical committee of International Organization of Securities Commissions. Regulation of short selling Consultation Report[Online]. Available from: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf> [2021, July 6]

The Business Times. Short-sales: Rules and safeguards[Online]. Available from: <https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/short-sales-rules-and-safeguards> [2021, March 17]

The Securities and Exchange Commission. Corrected to conform to federal register version[Online]. Available from: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57511.pdf> [2021, July 6]

The Wall Street Journal. The Latest Wachtell Memo on Short Selling: Did it Move the SEC? [Online]. Available from: <https://www.wsj.com/articles/BL-LB-6149> [2021, July 6]

U.S. Securities and Exchange Commission. About Settling Trades In Three Days: Introducing T+3[Online]. Available from: <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubstplus3htm.html> [2021, July 6]

U.S. Securities and Exchange Commission. Adoption of "Naked" Short Selling Antifraud Rule, Exchange Act Rule 10b-21 A Small Entity Compliance Guide[Online]. Available from: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmcompliance/rule10b21-secg.htm> [2021, July 6]

U.S. Securities and Exchange Commission. Key Points About Regulation SHO[Online] Available from: <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm> [2020, December 10]

U.S. Securities and Exchange Commission. SEC Charges optionsXpress and Five Individuals Involved in Abusive Naked Short Selling Scheme[Online]. Available from: <https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-66htm> [2021, July 6]

U.S. Securities and Exchange Commission. SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets[Online]. Available from: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm> [2021, July 6]

U.S. Securities and Exchange Commission. Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Short Selling and Issuer Stock Repurchases[Online]. Available from: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm> [2021, July 6]

Wikipedia. Financial Services Agency - Financial services in Japan[Online]. Available from: https://th.wikiarabi.org/wiki/Financial_Services_Agency [2021, April 4]

กรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ. กระทรวงพาณิชย์ คู่มือโอกาสและทิศทางการค้าการลงทุนในสิงคโปร์. นนทบุรี: สำนักข่าวพาณิชย์ กรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ, 2558.

เชษฐวุฒิ ยงค์ถ้าย และชาติรี วิสูตรรุจิรา และรุ่งนภา คูเสริมมิตร. ประสิทธิภาพของก.ล.ต[ออนไลน์]. แหล่งที่มา : <http://library1.nida.ac.th/termpaper5/ba/2539/12711.pdf> [2564, กุมภาพันธ์ 22]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (PVD) คืออะไร[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content1_4.pdf [2563, ธันวาคม 22]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การดำเนินการทางวินัย[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/th/regulations/enforcement/penalties_p1.html [2563, พฤษภาคม 16]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การลงทุน[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/th/faqs/investment_p1.html#5 [2564, มกราคม 10]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลธุรกรรมขายชอร์ต[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.set.or.th/set/shortsales.do> [2564, กรกฎาคม 8]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. คำศัพท์ลงทุน[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.set.or.th/set/education/glossary.do?contentId=156> [2563, พฤษภาคม 16]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. โบรกเกอร์คืออะไรใครรู้บ้าง[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/education/th/begin/stock_content10.pdf [2563, พฤษภาคม 3]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานผลการตรวจสอบบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฝ่ายการกำกับดูแล และตรวจสอบของตลาดหลักทรัพย์ฯ. 2562. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วินัยและคดี[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/enforcement_p1.html [2564, มีนาคม 3]

ทศพล ศักดิ์ถาวรดำรง. หุ่นลงก็ทำอะไรด้วยการขายชอร์ตผ่านบริการ SBL. Money and Wealth (สิงหาคม 2552).

ปกป้อง จันวิทย์. ไอเอ็มเอฟกับการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <http://pokpong.org/writing/imf-and-fin-lib/> [2564, กุมภาพันธ์ 20]

ฝ่ายกำกับบริษัทสมาชิก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. คู่มือการกำกับดูแลตนเองของสมาชิก Checklist ข้อกำหนดที่เกี่ยวกับการกำกับบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ฯ[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.set.or.th/th/regulations/supervision/files/member/Checklist_Member_Supervision.pdf [2564, กุมภาพันธ์ 22]

มาศกร สุหรัย. การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2541.

วิโรจน์ สภาสกุลนิช. ปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ธุรกิจประเภทขนส่งทางทะเล[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://scholar.utcc.ac.th/bitstream/6626976254/699/2/1905fulltext.pdf> [2564, มกราคม 26]

ศูนย์ข้อมูลเพื่อธุรกิจไทยในสเปน สถานเอกอัครราชทูต ณ กรุงมาดริด. ทำความเข้าใจกับองค์กร IOSCO หรือองค์กร ก.ล.ต. นานาชาติในสเปน ตอนที่ 1[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://bic-madrid.thaiembassy.org/th/content/120275-%E0%B8%97%E0%B8%B3%E0%B8%84%E0%B8%A7%E0%B8%B2%E0%B8%A1%E0%B8%A3%E0%B8%B9%E0%B8%89%E0%B8%88%E0%B8%B1%E0%B8%81%E0%B8%AD%E0%B8%87%E0%B8%84%E0%B9%8C%E0%B8%81%E0%B8%A3-iosco%E0%B8%AB%E0%B8%A3%E0%B8%B7%E0%B8%AD%E0%B8%AD%E0%B8%87%E0%B8%84%E0%B9%8C%E0%B8%81%E0%B8%A3-%E0%B8%81-%E0%B8%A5-%E0%B8%95%E0%B8%99%E0%B8%B2%E0%B8%99%E0%B8%B2%E0%B8%8A%E0%B8%B2%E0%B8%95%E0%B8%B4%E0%B9%83%E0%B8%99%E0%B8%AA%E0%B9%80%E0%B8%9B%E0%B8%99-%E0%B8%95%E0%B8%AD%E0%B8%99%E0%B8%97%E0%B8%B5%E0%B9%881?page=5d835aa915e39c1a64002407&menu=5d835aa915e39c1a64002409> [2564, มีนาคม 11]

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. โครงการประเมินภาคการเงิน (Financial Sector Assessment Program: FSAP) โดยกองทุนการเงินระหว่างประเทศและธนาคารโลก[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.sec.or.th/th/pages/aboutus/towardinternational-fsap.aspx> [2564, เมษายน 7]

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพไทย. ผู้รับฝากหลักทรัพย์สิน[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.thaipvd.com/content/120> [2564, มกราคม 7]

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. ธุรกรรมกรยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Borrowing and Lending)[ออนไลน์]. แหล่งที่มา: http://capital.sec.or.th/webapp/nrs/nrs_search.php?chk_frm=&ref_id=9904&cat_id=1053&topic_desc=%A1%D2%C3%BB%C3%D0%A1%CD%BA%B8% D8%C3%A1%D4%A8%A1%D2%C3%C2%D7%C1%E1%C5%D0%E3%CB%E9%C2%D7%C1%CB%C5%D1%A1%B7%C3%D1%BE%C2%EC [2564, มีนาคม 18]

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. รู้จัก ก.ล.ต[ออนไลน์]. แหล่งที่มา:
<https://www.sec.or.th/TH/Pages/ABOUTUS/SECOFFICE.aspx> [2563, พฤษภาคม 15]

สำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย. ตลาดการเงิน และตราสาร
 การลงทุน องค์กรกำกับสถาบันการเงิน และสมาคมที่เกี่ยวข้อง[ออนไลน์]. แหล่งที่มา:
<https://www.oic.or.th/sites/default/files/content/85944/bth5.pdf> [2564, กุมภาพันธ์ 20]

สภานิติบัญญัติแห่งชาติ. รายงานการประชุมคณะกรรมการ พิจารณาร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์
 และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์
 ธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ (ฉบับที่...) พ.ศ. ... ร่างพระราชบัญญัติบริษัท มหาชน ร่าง
 พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติม ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ฉบับที่...) พ.ศ. ... 2535.
 (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

อดิศักดิ์ ฉื่นไพศาล. การลงทุนในหลักทรัพย์ภาคเอกชนของสถาบันการเงิน ในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
 ประเทศไทย, วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาวิชาการธนาคาร และการเงิน จุฬาลงกรณ์
 มหาวิทยาลัย, 2525.

อภิวุฒิ จักขุทิพย์. ความพร้อมของตลาดทุนไทยในการจัดตั้งตลาดตราสารอนุพันธ์. วิทยานิพนธ์
 ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, 2541.

อรรถวิทย์ ยาวะประภาช. ปัญหากฎหมายในการประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย.
 วิทยานิพนธ์ ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, บัณฑิตมหาวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539.

ศรีบุญญา พึ่งเผ่าพันธ์. สัมภาษณ์, 11 พฤศจิกายน 2563

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-สกุล	นายพีรพัฒน์ แซ่เล่า
วัน เดือน ปี เกิด	30 มีนาคม พ.ศ.2537
สถานที่เกิด	กรุงเทพมหานคร
วุฒิการศึกษา	นิติศาสตรบัณฑิต เกียรตินิยมอันดับสอง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ในปีการศึกษา 2559 สอบไล่ได้ความรู้ชั้นเนติบัณฑิต จากสำนักอบรมศึกษากฎหมายแห่งเนติบัณฑิตยสภา สมัยที่ 72
ที่อยู่ปัจจุบัน	1809 ถนนเพชรเกษม หลักสอง บางแค กรุงเทพมหานคร 10160

