บทที่ 4

การให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย : อุปสรรคและปัญหาทางกฎหมาย

1. ความจำเป็นในการมีธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย

จากการสำรวจของ FIBV (FEDERATION INTERNATIONALE DES BOURSES DE VALEURS)* ไปยังตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ FIBV เกี่ยวกับการให้ยืมหลักทรัพย์ ปรากฏว่าประเทศที่สมาชิกบางรายตั้งอยู่นั้นยังไม่มีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ ประเทศไทยก็เป็นหนึ่งในบรรดาประเทศที่ยังไม่มีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์[1] ดังนั้นจึงเป็นประเด็นปัญหาว่าประเทศไทยควรจะมีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์หรือไม่ ในประเด็นดังกล่าวผู้เขียนใคร่ขอหยิบยกประโยชน์และความจำเป็นที่จะต้องมีการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้น ดังนี้

---

* FIBV เป็นองค์กรที่ก่อตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมความร่วมมือและช่วยเหลือซึ่งกันและกันในการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์ของสมาชิก โดยเฉพาะในด้านการออกหลักทรัพย์ เพื่อคุ้มครองนักลงทุนและเพื่อประสานงานกับองค์กรระหว่างประเทศต่าง ๆ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว องค์กรดังกล่าวก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 1961 โดยความริเริ่มและรวมตัวกันของ Councils และ Association of the Stock Exchange ในกลุ่มประเทศยุโรป ปัจจุบันมีตลาดหลักทรัพย์และสมาพันธ์ตลาดหลักทรัพย์เป็นสมาชิกรวม 83 แห่งทั่วโลก รวมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

[1] Italian Stock Exchange Council, FIBV survey on stock lending, draft date 05/08/94, preposed for the FIBV working committee on Stock Lending Facilitate and Procedure on Member Stock Exchange, held in Hong Kong, 28-29 November 1994, p. 1

1.1 เพื่อลดการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วว่าประโยชน์ประการหนึ่งของการให้ยืมหลักทรัพย์ก็เพื่อหลีกเลี่ยงการเป็นผู้ผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์ (eliminated failed settlement) หรืออำนวยความสะดวกในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (facilitate clearing and settlement) โดยในประเด็นดังกล่าว G30 ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า "ระบบการให้ยืมหลักทรัพย์จะเป็นกระบวนการที่ทำให้ระบบการส่งมอบหลักทรัพย์เป็นไปได้โดยสะดวกยิ่งขึ้น และกฎหมายรวมทั้งการจัดเก็บภาษีอันจะเป็นอุปสรรคในการมีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ควรจะถูกขจัดออกไปภายในปี ค.ศ. 1990[2]" สำหรับในประเทศไทยการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์มีจำนวนเท่าใดนั้นพิจารณาได้จากสถิติการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

ช่วงระยะเวลา	จำนวนรายการ NET CLEARING	รายการผิดนัด			มูลค่าหุ้นผิดนัด	มูลค่าหุ้นผิดนัด/วัน	จำนวนเงินค่าปรับ
		จำนวนวัน	จำนวนรายการ	รายการ/วัน			
มค.- ธค. 36	1,391,223	245	1,604	6.55	5,945,086399.36	24,265,658.77	3,945,308.70
มค.- มีค. 37	362,743	622	557	8.98	2,986,615,168.03	48,171,212.39	20,419,160.00
เมย.-มิย. 37	318,606	58	337	5.81	1,094,554,418.73	18,871,627.91	8,847,962.00
กค.-กย. 37	420,556	63	386	6.13	1,489,724,832.03	23,646,425.91	10,020,084.30

สถิติการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

---

[2] Group of Thirty, Clearance and Settlement Systems Status Reports : Autumn 1992 (Washington Dc : Group of Thirty, 1992), p. 5

จากสถิติดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีรายการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์อยู่เป็นจำนวนมาก* ซึ่งโดยทั่วไปแล้วการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์จะมีผลกระทบทั้งต่อตัวสมาชิกเองในแง่ที่จะยังไม่ได้รับมอบหลักทรัพย์ถึงแม้จะได้ชำระราคาค่าหลักทรัพย์ไปแล้ว นอกจากกระทบกับตัวสมาชิกเองแล้วในส่วนของสำนักหักบัญชี (clearing house) ซึ่งทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ก็จะไม่ได้รับความเชื่อถือจากบรรดาสมาชิกด้วยเหตุว่าสำนักหักบัญชีไม่สามารถที่จะเป็นผู้ประกัน (guarantor)ให้กับสมาชิกในการได้รับชำระราคาและส่งมอบรับมอบหลักทรัพย์ได้ จากเหตุผลดังกล่าวประเทศไทยจึงควรมีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ เพื่อแก้ปัญหาการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์ ตามข้อเสนอแนะของ G30

1.2 เพื่อรองรับการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองซึ่งจะได้รับอนุญาตให้ทำได้ในประเทศไทย

ปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์ทั้งที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์และที่มิได้เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์[3] ยังไม่ได้รับอนุญาตให้ขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครอง (short sales) อย่างไรก็ตามมีความเป็นไปได้อย่างมากที่การทำ short sales จะได้รับอนุญาตให้กระทำได้ต่อไปในอนาคต**

---

*ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศซึ่งใช้วิธีการส่งมอบหลักทรัพย์ด้วยการหักโอนทางบัญชี (book entry delivery) แก้ปัญหาการผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์โดยการให้ยอดหุ้นในบัญชีรับมอบหลักทรัพย์แก่ผู้มีสิทธิได้รับมอบหลักทรัพย์ไปก่อน ถึงแม้โดยความเป็นจริงแล้วสมาชิกผู้ที่มีหน้าที่ส่งมอบหลักทรัพย์จะมิได้นำหลักทรัพย์มาส่งมอบก็ตาม แต่ทั้งนี้สมาชิกผู้ผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์จะต้องเสียค่าปรับจนกว่าจะนำหลักทรัพย์ที่ผิดนัดมาส่งมอบ

[3] พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98 (5) และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการซื้อขาย การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์จดทะเบียน ลงวันที่ 14 สิงหาคม 2539 ข้อ 31 (2)

** จากบทศึกษาวิจัยของ Power Research Inc. ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ว่าจ้างเพื่อทำการศึกษาวิจัยในเรื่อง "ศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในประเทศไทย : ประเด็นพิจารณาเพื่อการจัดตั้ง" โดยมีวัตถุประสงค์หลักในการประเมินความพร้อมของตลาดการเงินในประเทศไทยและความต้องการที่จะให้มีตราสาร

ตามที่ได้กล่าวแล้วว่าการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองที่กระทำกันทั่วไปจะมีอยู่ 3 ลักษณะ ได้แก่

1) การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองแต่ทำการยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ (speculative short sales)

2) การขายหลักทรัพย์โดยมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองแต่ไม่ต้องการส่งมอบหลักทรัพย์นั้น จึงทำการยืมหลักทรัพย์จากผู้อื่นเพื่อส่งมอบ (short selling against the box)

3) การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง โดยการที่นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน ในลักษณะที่นักลงทุนจะทำการขายหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ ในช่วงต้นของชั่วโมงซื้อขาย และคาดว่าในช่วงท้ายของชั่วโมงการซื้อขายราคาของหลักทรัพย์นั้นจะปรับตัวลดลง หลักจากนั้นนักลงทุนจึงเข้ามาซื้อหลักทรัพย์นั้นคืนในจำนวนเดียวกันกับที่สั่งขายในตอนแรก (naked short sales)

(เชิงอรรถต่อ)

อนุพันธ์ ชี้แจงผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยจะได้รับ กำหนดประเภทตราสารอนุพันธ์ เสนอแนะโครงสร้างของศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์และสำนักหักบัญชี วางขอบข่ายการกำกับดูแลหลักทรัพย์ที่เหมาะสมและกำหนดแผนปฏิบัติในการจัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารอนุพันธ์ จากบทวิจัยดังกล่าวได้ให้ข้อเสนอแนะว่า “เนื่องจากในปัจจุบันพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 98(5) กำหนดห้ามไม่ให้มีการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีอยู่ในความครอบครอง (short selling) แต่โดยลักษณะของการขายตราสารล่วงหน้าถือว่าเป็นการขายสินค้าพื้นฐานที่จะมีการส่งมอบในอนาคต ดังนั้นโดยธรรมชาติของการพัฒนาให้มีการขายตราสารล่วงหน้าถือว่าเป็นการอนุญาตให้ทำการขายสินค้าโดยที่บริษัทยังไม่มีสินค้านั้นอยู่ในครอบครองได้ ดังนั้นผู้ศึกษาวิจัยมีความเห็นว่าเพื่อไม่ให้เกิดการขัดแย้งกับหลักของสัญญาซื้อขายล่วงหน้า คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ควรทำการทบทวนกฎข้อห้ามการทำการขายหลักทรัพย์ โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง และควรพิจารณากำหนดเงื่อนไขการอนุญาตให้ทำการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองได้”

จากหลักการในการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครองทั้งสามประการดังกล่าว จะเห็นได้ว่าการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นองค์ประกอบที่สำคัญประการหนึ่งของการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง ทั้งนี้เนื่องจากการทำ short sales โดยไม่มีการยืมหลักทรัพย์แล้วย่อมทำให้เกิดข้อจำกัดกล่าวคือ นักลงทุนจะทำได้แต่เพียงทำการ short sales โดยการซื้อและขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกันเท่านั้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ก็ไม่อนุญาตให้ทำการขายในลักษณะดังกล่าว ด้วยเหตุว่าในการสั่งขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนนั้นตามระเบียบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนักลงทุนจะต้องนำหลักทรัพย์ที่สั่งขายมาส่งมอบให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายในวันทำการที่หนึ่งถัดจากวันที่ขายหลักทรัพย์ดังกล่าว (T+1) ก่อนเวลา 12.00 น. หากนักลงทุนไม่ดำเนินการนำหลักทรัพย์มาส่งมอบภายในวันและเวลาดังกล่าว ในวันทำการที่สองถัดจากวันที่ขายหลักทรัพย์ (T+2) สมาชิกผู้สั่งขายหลักทรัพย์แทนลูกค้าจะต้องดำเนินการซื้อหลักทรัพย์ประเภท ชนิด และจำนวนเดียวกันกับที่นักลงทุนได้สั่งขายไว้เพื่อนำมาส่งมอบแทนลูกค้าต่อไป โดยค่าใช้จ่ายในการดำเนินการดังกล่าวนี้ลูกค้าผู้สั่งขายหลักทรัพย์จะต้องเป็นผู้รับผิดชอบทั้งสิ้น[4] ด้วยเหตุนี้นักลงทุนที่จะทำการ short sales โดยไม่มีใบหุ้นมาส่งมอบและไม่ได้ดำเนินการยืมหลักทรัพย์มาก่อนจึงไม่อาจกระทำได้ อีกทั้งการทำ short sales โดยไม่มีหลักทรัพย์มาส่งมอบนั้น จะมีผลต่อระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ตามที่ได้กล่าวแล้วในบทที่ 2

สำหรับเหตุผลและความจำเป็นที่จะต้องมีการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองในประเทศไทยก็เนื่องมาจากเหตุผลดังนี้

1. เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะเป็นตลาดอันสมบูรณ์ โดยนักลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้ทั้งในกรณีนักลงทุนมีความคาดหวังว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น หรือนักลงทุนมีความคาดหมายว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง กล่าวคือในกรณีที่นักลงทุนมีความคาดหวังว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต นักลงทุนจะลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในระดับราคาที่ต่ำ แล้วจึงขายหลักทรัพย์ออกไปที่ระดับราคาสูงขึ้นในภายหลัง และในกรณีที่นักลงทุนมีความคาดหมายว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลงนักลงทุน

---

[4] ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ และวิธีการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเงินสด ลงวันที่ 29 พฤษภาคม 2538, ข้อ 6.

จะได้ยืมหลักทรัพย์มาเพื่อขายไปในลักษณะ short sales ในขณะที่หลักทรัพย์มีราคาสูง แล้วจึงซื้อหลักทรัพย์เหล่านั้นกลับมาเมื่อหลักทรัพย์มีราคาลดต่ำลงในภายหลัง การทำ short sales จะทำให้นักลงทุนมีโอกาสลงทุนทั้งในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ปรับต่ำลดลงหรือเพิ่มขึ้น โดยนักลงทุนยังคงใช้หลักการเดิมคือซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาต่ำและขายหลักทรัพย์เมื่อราคาสูง และกำไรที่ได้คือส่วนต่างของราคาซื้อและราคาขาย เพียงแต่มีโอกาสเลือกว่าจะซื้อก่อนแล้วจึงขายหรือขายก่อนแล้วจึงซื้อ ซึ่งขึ้นอยู่กับการเลือกตัดสินใจของนักลงทุนว่าการลงทุนในลักษณะใดจะให้ผลตอบแทนที่ต้องการ

2. เป็นการเพิ่มกลยุทธ์ในการลงทุน การสร้างกำไรจากการลงทุนด้วยการทำ short sales อาจเป็นไปได้หลายรูปแบบนอกเหนือไปจากการขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงเสียก่อนแล้วซื้อหลักทรัพย์กลับมาเมื่อราคาลดต่ำลง ในกรณีปกติแล้วผู้ทำ short sales ยังสามารถลงทุนในลักษณะการทำกำไรจากส่วนต่างระหว่างตลาดได้ด้วย (arbitrage) เช่น นักลงทุนอาจจะซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพ (convertible bond) ซึ่งสามารถนำไปแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ในอนาคต ในขณะเดียวกันก็ทำ short sales โดยขายหุ้นสามัญที่จะได้รับล่วงหน้านั้นไปก่อน กำไรที่นักลงทุนได้รับจะเกิดจากส่วนต่างของราคาขายที่เกิดจากการทำ short sales และราคาต้นทุนของหุ้นสามัญที่ได้รับจากการแปลงสภาพ

ดังนั้น จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้นในประเทศไทย เพื่อรองรับการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครอง

2. ข้อจำกัดและปัญหาในการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย

แม้ว่าการให้ยืมหลักทรัพย์จะถือว่าเป็นการยืมใช้สิ้นเปลืองตามบทบัญญัติของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ซึ่งขึ้นอยู่กับความตกลงในระหว่างผู้ยืมและผู้ให้ยืมอันอยู่ภายใต้หลักในเรื่องเสรีภาพในการทำสัญญาก็ตาม แต่หากพิจารณาในแง่ของการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ที่จะส่งผลต่อตลาดทุนตามความจำเป็นที่ได้กล่าวข้างต้นแล้ว การยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ยังมีข้อจำกัดอยู่หลายประการอันได้แก่

2.1 กฎหมายที่กำกับดูแลตลาดทุนในประเทศไทยยังไม่อนุญาตให้มีการทำ short sales

โดยทั่วไปเสรีภาพในการทำสัญญาหรือความตกลงระหว่างผู้ยืมและผู้ให้ยืมจะถูกจำกัดโดยกฎหมายที่กำกับดูแลตลาดทุน หากการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการยืมหลักทรัพย์จดทะเบียนเพื่อนำมาขายในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจากกฎหมายที่กำกับดูแลตลาดทุนในประเทศไทยมาตั้งแต่เริ่มแรก คือ พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527 ได้กำหนดห้ามมิให้ทำการ short sales ไว้ โดยได้กำหนดไว้ในมาตรา 42 จัตวา ดังนี้

"ผู้ใดเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสองแสนบาท เว้นแต่การเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ดังกล่าวได้เป็นไปตามที่รัฐมนตรีประกาศกำหนด

ในกรณีที่นิติบุคคลกระทำความผิดตามวรรคหนึ่ง กรรมการของนิติบุคคลหรือบุคคลที่รับผิดชอบในการดำเนินงานของนิติบุคคลนั้น ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปีหรือปรับไม่เกินสองแสนบาทหรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนในการกระทำความผิดนั้นด้วย

สมาชิกใดกระทำความผิดตามวรรคหนึ่งหรือเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวโดยมิได้มีบุคคลใดมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์นั้น ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสี่แสนบาท

ในกรณีที่สมาชิกกระทำความผิดตามวรรคสาม กรรมการของสมาชิกหรือบุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของสมาชิกนั้น ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินสองปีหรือปรับไม่เกินสี่แสนบาทหรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้มีส่วนในการกระทำความผิดนั้นด้วย"

นอกจากมีการห้ามมิให้ทำการ short sales มาตั้งแต่เริ่มแรกมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ขึ้นในประเทศไทยแล้ว เมื่อมีการยกเลิกพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2527 โดยได้ออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ขึ้นใช้บังคับแทน โดยพระราชบัญญัติดังกล่าวก็ยังคงห้ามมิให้ทำการ short sales อยู่เช่นเดิม โดยได้กำหนดห้ามไว้ในมาตรา 98 ดังนี้

"**มาตรา 98** ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการดังต่อไปนี้

(5) ขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองหรือมิได้มีบุคคลใดมอบหมายให้ขายหลักทรัพย์นั้น เว้นแต่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนดให้กระทำได้"

จากมาตรา 98 (5) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีข้อที่น่าสังเกตคือ มาตรา 98 (5) ได้กำหนดห้ามแต่เฉพาะบริษัทหลักทรัพย์มิให้กระทำการขายหลักทรัพย์โดยที่บริษัทยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง แต่มิได้กำหนดห้ามไม่ให้บุคคลทั่วไปทำการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง แต่อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงขั้นตอนในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว การห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์ขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองก็ส่งผลถึงบุคคลทั่วไปด้วย เนื่องจากบุคคลทั่วไปไม่อาจเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้[5] ดังนั้น กฎหมายจึงกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้รับผิดชอบแต่เพียงผู้เดียว[6]

จากบทบัญญัติดังกล่าวข้างต้นแม้ว่ากฎหมายจะกำหนดห้ามเฉพาะการซื้อขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีในครอบครองก็ตามแต่จากเจตนารมย์และการตีความของคณะกรรมาธิการพิจารณาร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นั้นประสงค์ให้รวมถึงการขายหลักทรัพย์โดยการยืมหลักทรัพย์ของบุคคลอื่นมาส่งมอบด้วย ดังนั้นแม้ว่าในขณะสั่งขายหลักทรัพย์ผู้ขายจะมีหลักทรัพย์ในครอบครองแต่หากหลักทรัพย์ที่ครอบครองอยู่นั้นเป็นหลักทรัพย์ที่ได้มาจากการยืมบุคคลอื่นมาส่งมอบ ก็ยังถือว่าเป็นการขายหลักทรัพย์โดยที่ยังไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง[7]

---

[5] พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 184

[6] สภานิติบัญญัติแห่งชาติ, รายงานการประชุมคณะกรรมาธิการพิจารณาร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ..... ร่างพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ (ฉบับที่.....) พ.ศ. ..... ร่างพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ. ..... ร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ฉบับที่.....) พ.ศ. ..... วันที่ 30 มกราคม 2535

[7] อ้างแล้ว

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากเจตนารมย์และการตีความของคณะกรรมาธิการดังกล่าวได้ถูกทำให้เป็นรูปธรรมและมีความชัดเจนมากขึ้น โดยข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องข้อกำหนดเกี่ยวกับการซื้อขาย การชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์จดทะเบียน ลงวันที่ 14 สิงหาคม พ.ศ. 2539 ข้อ31 วรรคสองซึ่งกำหนดขอบเขตของการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองไว้ดังนี้ "การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองตามวรรคหนึ่งให้หมายความรวมถึงกรณีดังต่อไปนี้

(ก) สมาชิกสั่งขายหลักทรัพย์จากบัญชีการลงทุนของสมาชิกเองโดยยังไม่มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้นหรือโดยได้หลักทรัพย์นั้นมาจากการยืม

(ข) สมาชิกสั่งขายหลักทรัพย์ตามคำสั่งซื้อขายของลูกค้าโดยที่ลูกค้ายังไม่มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้นหรือโดยที่ลูกค้าได้หลักทรัพย์นั้นมาจากการยืม"

อีกทั้งเมื่อพิจารณาถึงการทำ short sales ในต่างประเทศแล้ว ในต่างประเทศได้ให้นิยามความหมายของการทำ short sales ไว้ว่า หมายถึง การขายหลักทรัพย์โดยที่ผู้ขายยังไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครอง หรือการขายหลักทรัพย์นั้นได้มีการยืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบ จากการตีความว่าการขายหลักทรัพย์ที่ได้มีการยืมมาเป็นการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองประกอบกับข้อห้ามการทำ short sales ที่มีอยู่ในปัจจุบันถือเป็นข้อจำกัดอย่างหนึ่งในการประกอบธุรกิจการให้ยืมหลักทรัพย์

2.2 การมีข้อจำกัดสิทธิในการทำธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์สำหรับบุคคลบางประเภท

นอกจากข้อจำกัดของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ และข้อจำกัดของผู้ทำหน้าที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว สาเหตุที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่เป็นอุปสรรคที่สำคัญต่อการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทยคือการมีข้อจำกัดสำหรับบุคคลบางประเภทในการทำธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ซึ่งส่วนใหญ่มักจะเป็นกรณีของบริษัทที่ประกอบธุรกิจตามใบอนุญาต หรือกิจการที่มีการกำหนดขอบเขตของการประกอบธุรกิจไว้ ดังเช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ เป็นต้น โดยการมีข้อจำกัดดังกล่าวมีผลทำให้บุคคลต่าง ๆ ตามที่กล่าวซึ่งมีความสามารถหรือมีศักยภาพเพียงพอที่จะประกอบธุรกิจการให้ยืมหลักทรัพย์ได้ แม้ว่าจะมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครองเป็นจำนวนมาก หรือเป็นผู้ดูแลเก็บรักษา

หลักทรัพย์ของลูกค้าอยู่ก็ตาม แต่ก็ยังไม่อาจจะนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมหรือทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ได้ โดยพิจารณาในรายละเอียดได้ดังนี้

1) บริษัทหลักทรัพย์

โดยปกติแล้วการประกอบธุรกิจของบริษัทหลักทรัพย์จะต้องอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งพระราชบัญญัติดังกล่าวกำหนดขอบเขตของการประกอบธุรกิจของบริษัทหลักทรัพย์ไว้ดังต่อไปนี้

(1) การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หมายถึง การเป็นนายหน้าหรือตัวแทนเพื่อซื้อ ขาย หรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลอื่นเป็นทางค้าปกติโดยได้รับค่านายหน้า ค่าธรรมเนียม หรือค่าตอบแทนอื่น

(2) การค้าหลักทรัพย์ หมายถึง การซื้อ ขาย หรือแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ในนามของตนเองเป็นทางค้าปกติ โดยกระทำนอกตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์

(3) การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน หมายถึง การให้คำแนะนำแก่ประชาชนไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม เกี่ยวกับคุณค่าของหลักทรัพย์หรือความเหมาะสมในการลงทุนที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น หรือที่เกี่ยวกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ เป็นทางค้าปกติ ทั้งนี้โดยได้รับค่าธรรมเนียมหรือค่าตอบแทนอื่น แต่ไม่รวมถึงการให้คำแนะนำแก่ประชาชนในลักษณะที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด

(4) การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หมายถึง การรับหลักทรัพย์ทั้งหมดหรือบางส่วนจากบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ไปเสนอขายต่อประชาชน โดยได้รับค่าธรรมเนียมหรือค่าตอบแทนอื่น ทั้งนี้ ไม่ว่าจะมีเงื่อนไขอย่างหนึ่งอย่างใดหรือไม่ก็ตาม

(5) การจัดการกองทุนรวม หมายถึง การจัดการลงทุนตามโครงการจัดการกองทุนรวม โดยการออกหน่วยลงทุนของแต่ละโครงการจำหน่ายแก่ประชาชนเพื่อนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนนั้นไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น หรือไปหาดอกผลโดยวิธีอื่น

(6) การจัดการกองทุนส่วนบุคคล หมายถึง การจัดการเงินทุนของบุคคลตั้งแต่ห้าคน หรือคณะบุคคลตั้งแต่หนึ่งคณะขึ้นไป ที่ได้มอบหมายให้จัดการลงทุนเพื่อแสวงหา

ผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ โดยได้รับค่าธรรมเนียมหรือค่าตอบแทนอื่น แต่ไม่รวมถึงการจัดการกองทุนตามกฎหมายว่าด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ[8]

ในการประกอบกิจการอื่นของบริษัทหลักทรัพย์จะต้องได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในปัจจุบันคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีการอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ได้

2) ธนาคารพาณิชย์

ในต่างประเทศนั้นธนาคารพาณิชย์มีบทบาทที่สำคัญในการเป็นตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ (intermediaries) เนื่องจากในสถานะหนึ่งธนาคารจะทำหน้าที่ให้บริการในการรับฝากหลักทรัพย์ (custodian service) ซึ่งบุคคลที่ฝากหลักทรัพย์ไว้กับธนาคารมักจะเป็นนักลงทุนระยะยาว อันได้แก่ บริษัทประกันภัย กองทุนรวม มูลนิธิ (endowment) และเพื่อเป็นการลดหย่อนค่าเก็บรักษาหลักทรัพย์ (custody fee) ผู้ฝากหลักทรัพย์มักจะยินยอมให้ธนาคารผู้รับฝากหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ที่ตนฝากไว้ออกให้ยืม โดยธนาคารพาณิชย์จะเป็นตัวกลางในการติดต่อหาผู้ยืมหลักทรัพย์ เมื่อมีผู้ติดต่อยืมหลักทรัพย์แล้วธนาคารจะทำหน้าที่เรียกหลักประกัน เพื่อเป็นประกันในการให้ยืมหลักทรัพย์แทนผู้ฝากหรือผู้ให้ยืม โดยธนาคารจะมีหน้าที่ในการดูแลมูลค่าของหลักประกันมิให้ต่ำกว่ามูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่นำออกให้ยืม (mark to market) ซึ่งการรักษามูลค่าดังกล่าวอาจต้องกระทำทุกวัน (daily mark to market) และในกรณีที่หลักประกันเป็นเงินสด ธนาคารมีหน้าที่ต้องนำเงินสดดังกล่าวไปลงทุนต่อเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนกลับมา โดยธนาคารพาณิชย์จะได้รับค่าตอบแทนตามอัตราที่ได้ตกลงไว้กับผู้ฝากหลักทรัพย์

แต่สำหรับธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยแล้วยังไม่อาจทำธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ต้องอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และในพระราชบัญญัติดังกล่าวได้กำหนดธุรกิจที่จะกระทำได้ไว้ในมาตรา 9 ทวิ ความว่า

---

[8] พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 4

"มาตรา 9 ทวิ นอกจากการธนาคารพาณิชย์แล้ว ธนาคารพาณิชย์อาจกระทำธุรกิจที่เกี่ยวกับหรือเนื่องจากการธนาคารพาณิชย์หรือธุรกิจอื่นเป็นประเพณีที่ธนาคารพาณิชย์พึงกระทำ เช่น การเรียกเก็บเงินตามตั๋วเงิน การรับอาวัลตั๋วเงิน การรับรองตั๋วเงิน การออกเล็ตเตอร์ออฟเครดิต หรือการค้ำประกัน หรือธุรกิจทำนองเดียวกันด้วยก็ได้ เมื่อได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย แต่จะประกอบการค้าหรือธุรกิจอื่นใดมิได้"

การธนาคารพาณิชย์ตามมาตรา 9 ทวินั้น หมายถึง การประกอบธุรกิจประเภทรับฝากเงินที่ต้องจ่ายคืนเมื่อทวงถามหรือเมื่อสิ้นระยะเวลาอันกำหนดไว้ และใช้ประโยชน์เงินนั้นในทางหนึ่งหรือหลายทาง เช่น (ก) ให้สินเชื่อ (ข) ซื้อขายตั๋วแลกเงินหรือตราสารเปลี่ยนมืออื่นใด (ค) ซื้อขายเงินปริวรรตต่างประเทศ[9]

จากมาตรา 9 ทวิ ดังกล่าว ธนาคารพาณิชย์จึงยังไม่อาจประกอบธุรกิจการเป็นตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ได้ เว้นแต่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะได้อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการอื่นนี้ ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยก็เคยอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกิจอื่นมาแล้ว ดังเช่น[10]

(1) การให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ที่ธนาคารพาณิชย์มีไว้เพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจแต่ยังมิใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่

(2) การจำหน่ายโปรแกรมระบบงานที่ธนาคารพาณิชย์ได้นำมาพัฒนาแล้ว รวมถึงการพัฒนาระบบงานด้านคอมพิวเตอร์

(3) การติดต่อหรือแนะนำบริษัทประกันภัยเพื่อประกันภัยทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันหนี้ ซึ่งมีอยู่กับธนาคารพาณิชย์

(4) การให้บริการจัดทำหรือวิเคราะห์โครงการเพื่อการลงทุน (feasibility studies)

(5) การจัดหาเงินกู้จากแหล่งต่าง ๆ ให้แก่ผู้ต้องการกู้เงิน (loan syndication)

(6) การเป็นที่ปรึกษาในการซื้อกิจการ รวมกิจการ หรือควบกิจการ

---

[9] พระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505, มาตรา 4

[10] หนังสือของธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ ธปท. ฌว (ว) 1636/2530 เรื่องขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ ลงวันที่ 30 พฤศจิกายน 2530

(7) การดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ (custodian service)

2.3 การจัดเก็บภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์ยังไม่มีความชัดเจน

ในการให้ยืมหลักทรัพย์มีขั้นตอนอยู่หลายประการตามที่ได้กล่าวแล้วในบทที่ 2 ในหัวข้อ 4.2 จากขั้นตอนของการให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าว มีปัญหาที่ต้องพิจารณาว่าในแต่ละขั้นตอนอาจก่อให้เกิดภาระภาษีขึ้น ซึ่งในบางขั้นตอนหากมีภาระภาษีเกิดขึ้นแล้วจะเป็นอุปสรรคต่อการให้ยืมหลักทรัพย์ เนื่องจากภาระภาษีที่เกิดขึ้นไม่สอดคล้องกับขั้นตอนของการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดเงินได้ขึ้น หรือภาษีที่จัดเก็บจะสร้างภาระให้ผู้ทำธุรกรรมมากเกินไป ดังนั้น เมื่อมีภาระภาษีเกิดขึ้นทั้ง ๆ ที่ไม่มีเงินได้เกิดขึ้นย่อมเป็นผลให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้น หรือเป็นการเพิ่มภาระให้กับผู้ทำธุรกรรมมากเกินไป ซึ่งค่าใช้จ่ายหรือภาระที่เพิ่มขึ้นนี้อาจไม่คุ้มกับผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยในการพิจารณาปัญหาดังกล่าวผู้เขียนจะพิจารณาตามขั้นตอนซึ่งยังไม่มีความชัดเจนและอาจเป็นผลให้การให้ยืมหลักทรัพย์ไม่อาจเกิดขึ้นได้ดังนี้

2.3.1 การโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ให้ยืม

ในปัญหาดังกล่าวเนื่องจากในการให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องมีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมไปยังผู้ยืม หรือจากผู้ให้ยืมไปยังตัวกลาง และตัวกลางโอนกรรมสิทธิ์ต่อให้กับผู้ยืม ในทางกลับกันเมื่อมีการคืนหลักทรัพย์ที่ยืม ผู้ยืมต้องโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ไปยังผู้ให้ยืม หรือจากผู้ยืมไปยังตัวกลาง และตัวกลางโอนกรรมสิทธิ์ต่อให้กับผู้ให้ยืม และพร้อมกับการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้นจะต้องมีการส่งมอบหลักประกันไม่ว่าจะเป็นเงินสด หลักทรัพย์อื่น หรือเลตเตอร์ออฟเครดิต

จากการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์เพื่อแลกเปลี่ยนกับหลักประกันดังกล่าว หลักประกันอาจถูกถือเป็นเงินได้ตามมาตรา 40(4) (ช) แห่งประมวลรัษฎากรของผู้ให้ยืม*

---

* ประมวลรัษฎากร มาตรา 40 (4) บัญญัติว่า "เงินได้พึงประเมินนั้นคือ เงินได้ประเภทต่อไปนี้

(ช) ผลประโยชน์ที่ได้จากการโอนการเป็นหุ้นส่วนหรือโอนหุ้น หุ้นกู้ พันธบัตร หรือตั๋วเงิน หรือตราสารแสดงสิทธิ์ในหนี้ที่บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลอื่นเป็นผู้ออก ทั้งนี้เฉพาะที่ตีราคาเป็นเงินได้เกินกว่าที่ลงทุน

2.3.2 การชดเชยผลประโยชน์ต่าง ๆ ที่ผู้ให้ยืมพึงได้รับจากผู้ยืม (substitute payment)

เนื่องจากการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมไปยังผู้ยืมทำนองเดียวกับการขายหลักทรัพย์ จึงทำให้ผู้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์ที่แท้จริงคือผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ไม่ได้รับสิทธิที่ควรจะได้จากหลักทรัพย์ของตนในระหว่างเวลาให้ยืมหลักทรัพย์ ดังนั้น เพื่อให้ผู้ให้ยืมได้รับสิทธิเหล่านั้นเสมือนกับในขณะที่ยังถือครองหลักทรัพย์อยู่ ผู้ยืมหลักทรัพย์จึงเป็นผู้มีหน้าที่ชดเชยสิทธิต่าง ๆ ดังกล่าวแก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ตามสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ แต่ด้วยเหตุที่สิทธิประโยชน์ที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ได้รับจากผู้ยืมหลักทรัพย์ไม่ใช่ผลประโยชน์ที่ได้รับจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จริง ๆ ดังนั้น จึงทำให้ภาระภาษีที่เกิดจากผลประโยชน์ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์กับผลประโยชน์ที่ผู้ยืมหลักทรัพย์ชดเชยให้แก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์แตกต่างกัน และในกรณีดังกล่าวนี้ยังไม่มีแนวคำวินิจฉัยของกรมสรรพากรหรือคำพิพากษาฎีกาตัดสินไว้ ดังนั้นจึงเป็นประเด็นปัญหาว่าผลประโยชน์ที่ผู้ให้ยืมได้รับการชดเชยจากผู้ยืมหลักทรัพย์จะมีภาระภาษีอย่างไร

2.3.3 การเสียสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์

กรณีดังกล่าวเกิดขึ้นเนื่องจากประมวลรัษฎากรให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลธรรมดาและเป็นผู้มีภูมิลำเนาในประเทศไทย หรือเป็นผู้อยู่ในประเทศไทยในการได้รับเครดิตภาษีเงินปันผลที่ได้รับจากบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย ตามมาตรา 47 ทวิ แห่งประมวลรัษฎากร ซึ่งหากบุคคลดังกล่าวนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมและบุคคลที่ได้รับโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ไปและได้รับเงินปันผล ผู้ให้ยืมก็จะไม่ได้รับเครดิตภาษี และในกรณีที่หุ้นที่ให้ยืมเป็นหุ้นของบริษัทที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย และมีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบริษัทจำกัดที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย บริษัทผู้รับเงินปันผลดังกล่าวอาจได้รับสิทธินำเงินปันผลมาคำนวณเป็นเงินได้เพียงกึ่งหนึ่งหรือได้รับยกเว้นไม่ต้องนำมารวมคำนวณ ตามมาตรา 65 ทวิ (10) แห่งประมวลรัษฎากร ซึ่งขึ้นอยู่กับระยะเวลาในการถือครองหุ้น ดังนั้น หากผู้ให้ยืมโอนกรรมสิทธิ์ในหุ้นนั้นไปอันมีผลให้บุคคลดังกล่าวถือครองหุ้นไม่ครบตามกำหนดที่จะได้สิทธิก็จะไม่ได้สิทธิตามมาตรา 65 ทวิ (10) ดังกล่าว

จากภาระภาษีตามที่ผู้เขียนได้ชี้แจงให้ทราบนี้จะเห็นได้ว่ายังมีความไม่ชัดเจนในภาระภาษีในหลายประการ แต่สิ่งที่เป็นปัญหาและข้อจำกัดสำหรับการเกิดธุรกรรมการ

ให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทยอันเนื่องมาจากภาระภาษีก็คือการจัดเก็บภาษีโดยไม่ตรงตามเจตนารมย์ของคู่กรณี การเก็บภาษีโดยยังไม่มีรายได้เกิดขึ้นจริง และการเสียสิทธิประโยชน์บางประการในทางภาษีอันเนื่องมาจากธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ ซึ่งข้อจำกัดทางภาษีนี้แม้จะไม่อยู่ในลักษณะของข้อห้ามแต่ก็เป็นข้อจำกัดในลักษณะการส่งเสริมอันเป็นปัจจัยหนึ่งที่เอื้อต่อการเกิดธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย

3. <u>การดำเนินการในการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย</u>

จากการนำเสนอให้เห็นถึงเหตุผลและความจำเป็นที่จะต้องมีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทยแล้ว ผู้เขียนเห็นว่าสมควรที่จะมีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ขึ้นในประเทศไทย จากอุปสรรคและปัญหาทางกฎหมายหลายประการอันมีผลทำให้การให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังไม่อาจเกิดขึ้นได้ดังที่ได้กล่าวแล้ว ในส่วนของหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนในประเทศไทย อันได้แก่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ตระหนักถึงความจำเป็นที่จะต้องมีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย และได้ดำเนินการต่าง ๆ เพื่อขจัดอุปสรรคและปัญหาทางกฎหมายที่เกิดขึ้นจากการให้ยืมหลักทรัพย์ ทั้งนี้มีรายละเอียดของการดำเนินงานของแต่ละหน่วยงานได้ดังนี้

3.1) กรณีกฎหมายที่กำกับดูแลตลาดทุน ในประเทศไทยยังไม่อนุญาตให้มีการทำ short sales และการมีข้อจำกัดสิทธิในการทำธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์สำหรับบุคคลบางประเภท

ในกรณีดังกล่าวคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) ได้แต่งตั้งให้มีคณะอนุกรรมการขึ้นคณะหนึ่งเพื่อพิจารณากลั่นกรองและเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับโครงสร้างและแนวทางในการกำกับดูแลตลาดอนุพันธ์ รวมถึงประเด็นต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับตลาดอนุพันธ์ เช่น ผลกระทบทางบัญชีและภาษี กฎหมายที่เกี่ยวข้อง การขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครอง (short

selling) การให้ยืมหลักทรัพย์ (securities lending)[11] โดยมีนายณรงค์ชัย อัครเศรณี เป็นประธานคณะอนุกรรมการดังกล่าว โดยคณะอนุกรรมการนั้นได้นำเสนอแนวทางในการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองและการให้ยืมหลักทรัพย์ต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการประชุมครั้งที่ 7/2538 เมื่อวันที่ 10 สิงหาคม 2538 และในการประชุมคณะกรรมการ ก.ล.ต. ครั้งที่ 5/2539 เมื่อวันที่ 24 กรกฎาคม 2539 "โดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีมติเห็นชอบในหลักการเกี่ยวกับการอนุญาต และการกำกับดูแล short sales และการกำกับดูแลการให้ยืมหลักทรัพย์ นอกจากนี้ในส่วนที่เกี่ยวกับประเด็นภาษีของการให้ยืมหลักทรัพย์ คณะกรรมการ ก.ล.ต. เห็นชอบให้สำนักงาน ก.ล.ต. ดำเนินการขอให้กระทรวงการคลังพิจารณาต่อไป"[12]

ในส่วนของกระทรวงการคลังได้ร่วมกับธนาคารแห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในการจัดทำแผนพัฒนาระบบการเงินเพื่อใช้บังคับในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ 1 มีนาคม 2538 - 29 กุมภาพันธ์ 2543 โดยแผนดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อ[13]

- ให้มีการประสานงานเชิงบริหารระหว่างหน่วยงานและองค์กรที่เกี่ยวข้องและรับผิดชอบในการพัฒนาระบบการเงินไทย

- ให้นโยบายและแนวทางการพัฒนาระบบการเงินมีความชัดเจนและต่อเนื่อง ซึ่งจะอำนวยประโยชน์ให้แก่ผู้ประกอบการทั้งในประเทศและต่างประเทศ

- เพื่อให้การพัฒนาระบบการเงินมีความสอดคล้องกับนโยบายและแผนพัฒนาเศรษฐกิจด้านอื่น ๆ อาทิการลงทุน การค้าระหว่างประเทศ รวมทั้งนโยบายการกระจายความเจริญสู่ภูมิภาคและชนบทของรัฐบาล

ในแผนพัฒนาระบบการเงินได้กล่าวถึงการให้หลักทรัพย์ในประเด็นเกี่ยวกับการขยายขอบเขตการดำเนินงานของสถาบันการเงิน ให้ธนาคารพาณิชย์สามารถทำธุรกิจการให้

---

[11] คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คำสั่งที่ 1/2538 ลงวันที่ 30 มกราคม 2538 เรื่อง การแต่งตั้งคณะอนุกรรมการพิจารณาแนวทางกำกับตลาดอนุพันธ์

[12] จดหมายข่าวสำนักงานคณะกรรมการ กลต. ปีที่ 4 ฉบับที่ 7 เดือนกรกฎาคม 2539

[13] กระทรวงการคลัง, ธนาคารแห่งประเทศไทย, สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, "แผนพัฒนาระบบการเงิน (1 มีนาคม 2538 - 29 กุมภาพันธ์ 25437", หน้า 2 (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

ยืมหลักทรัพย์ได้ แต่เฉพาะหลักทรัพย์อันเป็นตราสารแห่งหนี้เท่านั้น นอกจากนี้ยังกำหนดแนวทางให้บริษัทเงินทุนทำธุรกิจการให้ยืมหลักทรัพย์ได้เฉพาะแต่หลักทรัพย์อันเป็นตราสารแห่งหนี้เท่านั้นเช่นกัน[14]

3.2) กรณีการจัดเก็บภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์ยังไม่มีความชัดเจน

ในกรณีดังกล่าวได้มีการแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาประเด็นภาษีของธุรกรรมการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง และการให้ยืมหลักทรัพย์โดยมีปลัดกระทรวงการคลังเป็นประธาน โดยคณะกรรมการดังกล่าวมีหน้าที่เสนอแนะความเห็นต่อกระทรวงการคลังในการแก้ไขปัญหาและข้อจำกัดทางภาษีอากรในการทำ short sales รวมทั้งกำหนดแนวทางและวิธีปฏิบัติทางภาษีอากรของผู้ที่เกี่ยวข้องในการทำธุรกรรมดังกล่าว

จากการแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาประเด็นภาษีของธุรกิจการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครองและการให้ยืมหลักทรัพย์ ทำให้พิจารณาได้ว่าจะได้มีการแก้ไขกฎหมายให้เอื้อต่อการประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ต่อไปในอนาคต

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

---

[14] อ้างแล้วหน้า 10-11.