

### บทที่ 3

#### การให้ยืมหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

ตามที่ได้กล่าวถึงหลักการทั่วไปของการให้ยืมหลักทรัพย์ไปแล้วในบทที่ 2 ในบทนี้จะได้ศึกษาถึงการให้ยืมหลักทรัพย์ในต่างประเทศ อันได้แก่ ฮอลแลนด์ สหรัรัฐ และอังกฤษ โดยเหตุผลที่ศึกษาถึงการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศดังกล่าวก็เนื่องจากประเทศต่าง ๆ เหล่านี้มีการให้ยืมหลักทรัพย์กันมาเป็นระยะเวลาอันยาวนานแล้ว ดังนั้นธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์จึงพัฒนาไปมาก ทั้งในด้านของผู้ประกอบธุรกรรม ผู้กำกับดูแลธุรกรรม รวมถึงกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง ซึ่งผลของการศึกษานี้จะมีประโยชน์ต่อไป หากในอนาคตประเทศไทยได้มีการมีธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้นในอันที่จะนำแนวความคิดหรือกฎระเบียบที่บังคับใช้อยู่ในต่างประเทศมาเป็นแบบอย่างสำหรับการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทยต่อไป

#### 1. การให้ยืมหลักทรัพย์ในฮอลแลนด์

ธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในฮอลแลนด์เริ่มพัฒนาในช่วงหลังปี ค.ศ. 1986 ก่อนหน้านั้นธุรกรรมนี้ยังอยู่ในวงแคบ ๆ และไม่มีกฎหมายกำกับดูแล ในปี ค.ศ. 1986 Inland Revenue Department (IRD) ซึ่งเป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่ในการจัดเก็บภาษีได้เริ่มเก็บอากรแสตมป์ (stamp duty) จากการโอนหลักทรัพย์อันเกิดจากการให้ยืมหลักทรัพย์โดยจัดเก็บในอัตราร้อยละจุดหกของมูลค่าหลักทรัพย์ตั้งเมื่อนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมและเมื่อมีการนำหลักทรัพย์มาคืน ซึ่งการจัดเก็บภาษีดังกล่าวส่งผลให้เกิดการลักลอบทำการให้ยืมหลักทรัพย์โดยกระทำการนอกฮอลแลนด์ ด้วยเหตุนี้ IRD จึงได้ทำการปรับปรุง The Stamp Duty Ordinance (SDO) เพื่อยกเว้นอากรแสตมป์ให้กับการให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีลักษณะตามที่กำหนด กล่าวคือ

- 1) มีกำหนดระยะเวลาในการยืม ให้ยืมหลักทรัพย์ไม่เกิน 14 วัน
- 2) ผู้ให้ยืมต้องเป็นบุคคลที่ได้รับอนุมัติจาก IRD
- 3) การให้ยืมหลักทรัพย์ต้องมีวัตถุประสงค์เพื่อการส่งมอบหลักทรัพย์เท่านั้น

จากเงื่อนไขที่กล่าวมาทั้งสามประการนั้น ก็ยังถูกมองว่าเข้มงวดและเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาของธุรกิจหลักทรัพย์ ดังนั้น ในปี ค.ศ. 1994 จึงได้มีการปรับปรุง SDO อีกครั้ง โดยมีการหารือร่วมกันระหว่าง IRD, ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (Stock Exchange of Hong Kong (SEHK)) และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (Securities and Futures Commission (SFC))\* เพื่อขยายขอบเขตการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีให้กว้างยิ่งขึ้น<sup>1</sup> โดยการแก้ไขดังกล่าวมีผลเมื่อวันที่ 8 กรกฎาคม 1994<sup>2</sup> โดยยกเลิกคุณสมบัติของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ และขยายระยะเวลาการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ได้รับยกเว้นอากรแสตมป์จาก 14 วัน เป็น 1 ปี รวมทั้งขยายวัตถุประสงค์ของการให้ยืมหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งจะได้กล่าวรายละเอียดในส่วนต่อไป

### 1.1 ลักษณะธุรกรรมของการให้ยืมหลักทรัพย์ในฮ่องกง

ในการพิจารณาลักษณะของธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ ผู้เขียนจะแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่

#### 1.1.1 การยืมหลักทรัพย์เพื่อการทำ short sales ของนักลงทุน

นักลงทุนที่ประสงค์จะทำ short sales จะต้องเปิดบัญชีมาร์จิ้น (margin account) ไว้กับบริษัทหลักทรัพย์\*\* เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์จะถูกห้ามมิให้รับคำสั่ง short sales

---

\* SFC ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนในฮ่องกง คล้าย ๆ กับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย

<sup>1</sup> พิลาศลักษณ์ ยุคเกษมวงศ์, รายงานการดำเนินงาน Securities Lending และ Short Selling ณ ประเทศฮ่องกง. กรุงเทพมหานคร : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2538 (อัดสำเนา)

<sup>2</sup> Inland Revenue Department of Hong Kong, "Stamp office interpretation & practice notes No. 2 relief for stock borrowing and lending transaction", (Hong Kong : Inland Revenue Department, 1995), p. 2 (Mimeographed)

\*\* เหตุที่การขายหลักทรัพย์แบบ short sales จะต้องทำในบัญชีมาร์จิ้น ก็เนื่องจากว่า ในขณะที่นักลงทุนขายหลักทรัพย์ออกไปนั้น นักลงทุนจะยังไม่ทราบว่าต้นทุนในการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวออกไป เป็นจำนวนเงินเท่าใด นักลงทุนจะทราบต่อเมื่อซื้อหลักทรัพย์ที่ส่งขายออกไปเข้ามาปิดบัญชี (cover short position) จึงจะพิจารณาได้ว่านักลงทุนมีกำไรหรือขาดทุนเป็นจำนวนเท่าใด

จากลูกค้าในกรณีที่ลูกค้าไม่ได้ส่งคำสั่ง short sales มาผ่านบัญชีมาร์จิน<sup>3</sup> ในการส่งคำสั่งแบบ short sales นักลงทุนต้องทำการยืมหลักทรัพย์ไว้แล้วหรือได้ทำสัญญายืมหลักทรัพย์ซึ่งมีผลใช้บังคับแล้วในขณะที่ส่งขายหลักทรัพย์นั้น<sup>4</sup> สำหรับแหล่งที่นักลงทุนจะทำการยืมหลักทรัพย์ได้นั้น แบ่งได้เป็น 2 แหล่งใหญ่ ๆ ได้แก่<sup>5</sup>

(1) ยืมกับบริษัทหลักทรัพย์ที่นักลงทุนเปิดบัญชีไว้ ในการส่งขายแบบ short sales ก่อนที่บริษัทหลักทรัพย์จะรับคำสั่งขายจากนักลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ต้องสอบถามนักลงทุนว่ามีหลักทรัพย์เพียงพอในการส่งมอบการขายแบบ short sales หรือไม่ หากลูกค้ามีหลักทรัพย์ไม่เพียงพอและต้องการให้บริษัทหลักทรัพย์จัดหาหลักทรัพย์ให้ บริษัทหลักทรัพย์จะดำเนินการจัดหาหลักทรัพย์ให้กับลูกค้า ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์อาจจัดหาหลักทรัพย์ให้กับลูกค้าในฐานะที่ตนเองเป็นตัวการ (principal) ในลักษณะที่บริษัทหลักทรัพย์ไปยืมหลักทรัพย์มาให้ลูกค้ายืมต่อ หากลูกค้าไม่สามารถหาหลักทรัพย์มาคืนได้ บริษัทหลักทรัพย์จะเป็นผู้รับผิดชอบ หรืออาจดำเนินการหาหลักทรัพย์ในฐานะเป็นเพียงผู้จัดหา (facilitator) โดยแนะนำให้ลูกค้ายืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์อื่นหรือตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ ในกรณีนี้ผู้ให้ยืมมักจะไม่มีข้อกำหนดว่าบริษัทหลักทรัพย์ผู้ทำหน้าที่จัดหาต้องรับผิดชอบในฐานะเป็นตัวการ (principal risk) เช่น ไม่ต้องเป็นผู้รับผิดชอบในกรณีที่ลูกค้าไม่คืนหลักทรัพย์หรือมีการเรียกหลักทรัพย์ค่าประกันเพิ่ม นอกจากนี้ในการยืมหลักทรัพย์เพื่อการทำ short sales ของนักลงทุนผู้ยืมจะต้องวางหลักประกันขั้นต่ำเท่ากับ 105% ของมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์และต้องปรับมูลค่าหลักประกันให้เท่ากับราคาตลาดอย่างน้อยวันละหนึ่งครั้ง

(2) ยืมหลักทรัพย์กับแหล่งยืมหลักทรัพย์อื่น นอกเหนือจากการยืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่นักลงทุนเปิดบัญชีไว้แล้ว นักลงทุนยังอาจยืมหลักทรัพย์ได้จากตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ (specialist intermediaries) ซึ่งมีประมาณ 20 ราย โดยส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทในเครือของบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (securities dealers) นอกจากนี้ก็จะเป็นธนาคารผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian bank) โดยการทำธุรกิจการเป็นตัวกลางจะ

<sup>3</sup> Eleventh Schedule Short Selling Regulation Article 19.

<sup>4</sup> Securities Ordinance section 80

<sup>5</sup> The Stock Exchange of Hong Kong Limited, "Seminar notes on engaging in short selling and related financial resources rules requirements", 8 March 1996

ต้องมีมาตรการในการควบคุมเครดิตของการให้ยืมที่เหมาะสม ค่าธรรมเนียมและหลักประกันที่ตัวกลางเรียกจะขึ้นอยู่กับการประเมินเครดิตของผู้ยืม โดยดูจากแหล่งเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของผู้ยืม ทั้งนี้จะมีการกำหนดจำนวนหลักทรัพย์ขั้นต่ำที่จะยืมและระยะเวลาขั้นต่ำในการยืมเพื่อให้คุ้มกับต้นทุนของธุรกิจประเภทนี้ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นต้นทุนคงที่

### 1.1.2 การยืมหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์จะยืมหลักทรัพย์ก็เพื่อนำหลักทรัพย์มาให้นักลงทุนที่เปิดบัญชีมาร์จินเพื่อการ short sales กับตน และยืมหลักทรัพย์เพื่อทำ short sales เพื่อสมาชิกเอง (own account) โดยแหล่งที่บริษัทหลักทรัพย์จะยืมหลักทรัพย์ได้นั้น ได้แก่<sup>6</sup>

#### (1) หลักทรัพย์ของลูกค้า

บริษัทหลักทรัพย์จะใช้หลักทรัพย์ในบัญชีของลูกค้าซึ่งฝากไว้กับตนหรือที่วางเป็นประกันไว้ในบัญชีมาร์จินเป็นแหล่งให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อการส่งมอบหลักทรัพย์ในบัญชีของตนเองหรือเพื่อให้ลูกค้ายืมอีกต่อหนึ่ง ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมีข้อกำหนดว่าบริษัทหลักทรัพย์ที่จะยืมหลักทรัพย์จากบัญชีของลูกค้าซึ่งได้ชำระราคาซื้อหลักทรัพย์แล้วต้องแจ้งให้ลูกค้าทราบก่อนทุกครั้ง นอกจากนี้ลูกค้าต้องให้ความยินยอมในการที่บริษัทจะนำหลักทรัพย์ของตนไปให้ยืม โดยการยินยอมดังกล่าวจะต้องทำเป็นหนังสือและต้องทบทวนทุก ๆ 1 ปี ทั้งนี้ โดยตลาดหลักทรัพย์จะกำหนดแบบฟอร์มความยินยอมข้างต้น และบริษัทหลักทรัพย์ต้องเสียค่าใช้จ่ายในการยืมหลักทรัพย์ดังกล่าว สำหรับกรณีการยืมหลักทรัพย์จากลูกค้าซึ่งกู้ยืมเงินบริษัทเพื่อซื้อหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จะได้รับอนุญาตให้ใช้หลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่แล้วตามกฎหมาย โดยไม่ต้องทำข้อตกลงและไม่ต้องเสียค่ายืม เนื่องจากโดยปกติบริษัทต้องใช้หลักทรัพย์นั้นในการจัดหาเงินกู้ให้กับลูกค้าอยู่แล้ว

#### (2) ตัวกลางในการยืมหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์สามารถยืมหลักทรัพย์ได้จากตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ (specialist intermediaries) ซึ่งมีประมาณ 20 ราย โดยส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทในเครือของบริษัทหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ (securities dealers) นอกจากนั้นก็จะเป็นธนาคารผู้รับฝากทรัพย์สิน

<sup>6</sup> Ibid

(3) การจับคู่โดยระบบอิเล็กทรอนิกส์ (stock lending bulletin board)

ในการยืมหลักทรัพย์ในระบบดังกล่าว บริษัทหลักทรัพย์เมื่อต้องการยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์จะโทรศัพท์ไปแจ้งความจำนงต่อเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์ (compliance division) ซึ่งเจ้าหน้าที่จะนำคำเสนอเข้าสู่ระบบ (electronic board) แต่จะไม่ระบุชื่อผู้เสนอนั้น และเจ้าหน้าที่จะจับคู่คำเสนอที่เข้ากันได้และทำสัญญากันไป

## 1.2 กฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ในฮ่องกง

การให้ยืมหลักทรัพย์ในฮ่องกงไม่มีกฎหมายพิเศษที่กำหนดถึงการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้โดยตรง ดังนั้น การให้ยืมหลักทรัพย์จึงอยู่ภายใต้หลักสัญญา โดยคู่สัญญาสามารถตกลงกันอย่างไรก็ได้ที่ขัดกับกฎหมายและกฎระเบียบที่กำหนด\* ทั้งนี้ กฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ในฮ่องกงแบ่งได้เป็นสองลักษณะ กล่าวคือ กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการให้ยืมหลักทรัพย์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดเก็บภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยกฎหมายในแต่ละเรื่องมีรายละเอียดดังนี้

### 1.2.1 Securities Ordinance

ภายใต้กฎหมายฉบับดังกล่าวบุคคลที่จะประกอบธุรกิจค้าหลักทรัพย์ (dealing in securities) จะต้องขึ้นทะเบียนเป็นผู้ค้าหลักทรัพย์กับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (SFC) และบุคคลใด ๆ ที่ประกอบธุรกรรมกรยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ก็ถือว่าเป็นการค้าหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งและอยู่ในข่ายที่จะต้องขึ้นทะเบียนตามกฎหมายฉบับนี้เช่นเดียวกัน โดยบุคคลที่ขึ้นทะเบียนเป็นผู้ค้าหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์กำหนด ซึ่งโดยทั่วไปมักเป็นเรื่องเกี่ยวกับจรรยาบรรณในการประกอบธุรกิจและการ

---

\* ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้จัดทำสัญญามาตรฐานในการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้แล้ว ซึ่งในสัญญาดังกล่าวได้รวบรวมจากแนวทางปฏิบัติ กฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ (สัญญาให้ยืมหลักทรัพย์พิจารณาได้ในภาคผนวกแนบท้าย ก)

ดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ (capital requirement)<sup>7</sup> นอกจากบทบัญญัติที่กล่าวถึงการขึ้นทะเบียนแล้ว กฎหมายฉบับดังกล่าวยังมีบทบัญญัติกำหนดถึงการคุ้มครองหลักทรัพย์ที่ลูกค้าชำระราคาซื้อหลักทรัพย์แล้วและฝากไว้กับผู้ค้าหลักทรัพย์โดยกำหนดห้ามมิให้ผู้ค้าหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ของลูกค้าไปใช้สอยประโยชน์ไม่ว่าในทางใด ซึ่งรวมถึงการนำไปประกันเงินกู้หรือนำไปให้ยืมแก่บุคคลอื่น โดยปราศจากความยินยอมจากลูกค้านั้นเป็นลายลักษณ์อักษร<sup>8</sup>

### 1.2.2 The Stamp Duty (Amendment) (No. 2) Ordinance 1994 (SDO)

กฎหมายฉบับดังกล่าวเป็นกฎหมายที่สำคัญที่สุดในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ในฮ่องกง เนื่องจาก SDO จะกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข ในการให้ยืมหลักทรัพย์ที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี การให้ยืมหลักทรัพย์รายใดที่ไม่อยู่ในเงื่อนไขที่ SDO กำหนดแล้ว จะถูกถือว่าเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ (sale and purchase) ทั้งนี้ อันจะทำให้มีภาระภาษีเกิดขึ้นจากการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ให้ยืม<sup>9</sup> โดยเงื่อนไขที่ SDO กำหนดในการยกเว้นภาษีให้กับการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากการให้ยืมหลักทรัพย์มีดังนี้

#### 1.2.2.1 สัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ ต้องมีรายละเอียดขั้นต่าดังนี้<sup>10</sup>

(1) กำหนดให้ผู้ยืมต้องคืนหลักทรัพย์ ประเภท ชนิด และจำนวนเดียวกันกับหลักทรัพย์ที่ยืมมาให้แก่ผู้ให้ยืม

(2) กำหนดวัตถุประสงค์ในการยืมหลักทรัพย์ไว้ในสัญญา โดย SDO กำหนดขอบเขตของการยืมและการให้ยืมหลักทรัพย์ที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีไว้ว่าจะต้องเป็นการยืมและให้ยืมเพื่อวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้

<sup>7</sup> Amanda Lowry, "The legal aspects of stock lending and repurchase transactions in Hong Kong" in Worldwide Directory of Securities Lending and Repo 1995/96 (United Kingdom : Shenval Limited, 1995), p. 88.

<sup>8</sup> Securities Ordinance section 81(3)

<sup>9</sup> Inland Revenue Department of Hong Kong, "Stamp office interpretation & practice notes No. 2 relief for stock borrowing and lending transaction., Article 2."

<sup>10</sup> The Stamp Duty (Amendment) No. 2 Ordinance 1994, Section 19 (16)

- เพื่อนำหลักทรัพย์มาส่งมอบสำหรับการขาย (for settling a sale wherever effected)

- เพื่อส่งมอบในรายการขายล่วงหน้า ทั้งนี้ แม้ว่าในเวลาที่ยืมหลักทรัพย์นั้นจะได้มีการตกลงเกี่ยวกับรายการขายดังกล่าวแล้วหรือไม่ก็ตาม (for settling a future sale whether agreed at the time of borrowing or not)

- เพื่อนำไปทดแทนหลักทรัพย์ที่ยืมมาตามสัญญาฉบับอื่น (for replacing stock borrowed under an earlier stock borrowing)

- เพื่อนำไปให้ยืมต่ออีกทอดหนึ่ง โดยผู้ที่ยืมต่อต้องยืมไปเพื่อส่งมอบหลักทรัพย์ (the on-lending to another borrower who effects a stock borrowing in respect of the stock on-lent)

- เพื่อวัตถุประสงค์อื่นตามที่ Inland Revenue Department ประกาศกำหนด

(3) กำหนดระยะเวลาในการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยต้องมีระยะเวลาไม่เกิน 12 เดือน

1.2.2.2 การจดทะเบียนสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์กับเจ้าหน้าที่สรรพากร (registration of stock borrowing and lending agreement)

Section 19 (12A) of Stamp Duty (Amendment) No. 2 Ordinance 1994 ได้กำหนดให้ผู้ยืมต้องนำสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ไปจดทะเบียนกับเจ้าหน้าที่สรรพากร โดยในกรณีที่สัญญาดังกล่าวได้ทำในฮ่องกง ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องยื่นขอจดทะเบียนภายใน 2 อาทิตย์นับแต่วันที่ทำสัญญา หรือในกรณีที่สัญญาดังกล่าวได้ทำกันนอกฮ่องกง ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องยื่นขอจดทะเบียนภายใน 1 เดือน<sup>11</sup> ทั้งนี้ ในการยื่นคำขอจดทะเบียนจะต้องใช้แบบจดทะเบียนสัญญาตามที่กำหนดพร้อมกับส่งมอบเอกสารดังนี้<sup>12</sup>

- ค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียน (จำนวน 270 เหรียญฮ่องกง)

<sup>11</sup> Inland Revenue Department Hong Kong, "Stamp Office Interpretation & Practice Notes No. 2 Relief For Stock Borrowing And Lending Transactions", p.3

<sup>12</sup> Ibid, Article 14

- สำเนาสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์
- เอกสารอื่นที่เจ้าหน้าที่สรรพากรจะร้องขอ

### 1.2.2.3 การจัดทำบัญชีหลักทรัพย์ที่ยืมมา (stock borrowing ledger)

Section 19 (13) of Stamp Duty (Amendment) No. 2 Ordinance 1994 กำหนดให้ผู้ยืมหลักทรัพย์ต้องจัดทำบัญชีหลักทรัพย์ที่ยืมมา และบันทึกจำนวนหลักทรัพย์ที่ได้มีการยืมมาโดย IRD อาจเข้าทำการตรวจสอบบัญชีหลักทรัพย์ดังกล่าวเมื่อใดก็ได้ และหากผู้ยืมไม่ยอมจัดทำบัญชีหลักทรัพย์ที่ยืมมา หรือจัดทำบัญชีดังกล่าวไม่ถูกต้องครบถ้วน หรือจัดทำบัญชีโดยมีเจตนาฉ้อฉลจะถูกปรับเป็นเงิน 5,000 เหรียญฮ่องกง<sup>13</sup>

### 1.2.3 Stock Borrowing and Lending Regulation (regulations)

regulations ดังกล่าวเป็นกฎเกณฑ์ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง เพื่อบังคับใช้กับบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นบทบังคับอันเนื่องมาจากการเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ กรณีที่มีการฝ่าฝืน regulations จะไม่มีผลในเรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษี แต่อาจถูกลงโทษตามกฎหมายของตลาดหลักทรัพย์ได้ regulations ดังกล่าวได้วางข้อกำหนดเกี่ยวกับการยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์ของสมาชิกไว้ดังนี้

1.2.3.1 ในการยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์ของสมาชิกจะต้องทำสัญญาเป็นลายลักษณ์อักษร โดยในสัญญาดังกล่าวอย่างน้อยต้องมีสาระสำคัญในเรื่องดังต่อไปนี้<sup>14</sup>

(1) การกำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่ผู้ยืมสามารถนำมาวางเป็นประกันได้

(2) มีข้อกำหนดว่าสัญญายืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์จะสมบูรณ์ต่อเมื่อมีการส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ยืม และผู้ยืมส่งมอบหลักทรัพย์แก่ผู้ให้ยืม

(3) กำหนดวิธีการในการส่งมอบหลักทรัพย์ที่ผู้ยืมและวิธีการส่งมอบหลักทรัพย์

(4) การกำหนดมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ผู้ยืมหลักทรัพย์ต้องนำมาวางซึ่งต้องไม่น้อยกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ที่ผู้ยืม

<sup>13</sup> The Stamp Duty (Amendment) No. 2 Ordinance 1994, Section 19 (15)

<sup>14</sup> Stock Borrowing And Lending Regulation, Article 18



(5) การปรับมูลค่าของหลักประกันให้เป็นไปตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ให้อืมอย่างน้อยทุกวัน โดยในกรณีหลักประกันมีมูลค่าลดลงเมื่อเทียบกับราคาของหลักทรัพย์ที่ให้อืมแล้ว ผู้ให้อืมสามารถเรียกหลักประกันเพิ่มได้

(6) กำหนดวิธีการและเงื่อนไขในการเลิกสัญญา

(7) กำหนดผู้มีสิทธิได้รับผลประโยชน์ ทั้งในส่วนของผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์ที่นำออกให้อืม และผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากหลักประกัน

(8) กำหนดให้ผู้ยืมหลักทรัพย์รับรองว่าหลักทรัพย์ที่นำออกให้อืมนั้นเป็นหลักทรัพย์ที่สมบูรณ์ปราศจากข้อจำกัดใด ๆ ทั้งสิ้น

(9) กำหนดเกี่ยวกับการชำระค่าธรรมเนียมการยืมหลักทรัพย์

(10) กำหนดเงื่อนไขในการบอกเลิกสัญญา

(11) มีข้อกำหนดเกี่ยวกับสิทธิและแนวทางแก้ไขหากมีกรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งผิดสัญญา

(12) สาระสำคัญอื่นที่ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงจะได้กำหนด

ต่อไป

1.2.3.2 หลักประกันในการยืมหรือให้อืมหลักทรัพย์จะต้องอยู่ในรูปที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที (readily relizative form) และอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) มูลค่าของหลักประกันในการให้อืมหลักทรัพย์ ณ ขณะใดขณะหนึ่งต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 100 ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ให้อืม และในกรณีที่เป็นการยืมหลักทรัพย์เพื่อการทำ short sales มูลค่าของหลักประกันต้องไม่ต่ำกว่าอัตราร้อยละ 105 ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ให้อืม

(2) ในที่มูลค่าของหลักประกันลดลงต่ำกว่าอัตราร้อยละ 100 หรือ 105 แล้วแต่กรณี ผู้ให้อืมจะต้องเรียกให้ผู้ยืมนำหลักประกันมาวางเพิ่ม ณ ขณะใดขณะหนึ่งจนไม่ต่ำกว่าอัตราดังกล่าวข้างต้น อย่างน้อยวันละหนึ่งครั้ง และในทางกลับกันหากมูลค่าหลักประกัน ณ ขณะใดขณะหนึ่งมีมูลค่าเพิ่มขึ้นกว่าอัตราร้อยละ 100 หรือ 105 แล้วแต่กรณี ผู้ยืมมีสิทธิที่เรียกหลักประกันส่วนที่เกินคืนจากผู้ให้อืมได้

1.2.3.3 สมาชิกต้องจัดทำบัญชีการให้ยืมหลักทรัพย์ (stock lending ledgers) เพื่อบันทึกรายละเอียดเกี่ยวกับการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ โดยตลาดหลักทรัพย์หรือคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์อาจเข้าทำการตรวจสอบบัญชีให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ ทั้งนี้ สมาชิกต้องเก็บรักษาบัญชีดังกล่าวไว้เพื่อการตรวจสอบเป็นเวลาเจ็ดปี<sup>15</sup>

## 2. การให้ยืมหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา

ธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในสหรัฐ กล่าวได้ว่ามีปริมาณและมูลค่าของธุรกรรมสูงที่สุดในโลก โดยในปี 1987 หลักทรัพย์ที่มีการให้ยืมมีมูลค่ารวมกันประมาณ 4,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ<sup>16</sup> และในปี 1994 หลักทรัพย์ที่มีการให้ยืมมีมูลค่ารวมกันเพิ่มขึ้นเป็น 6,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ<sup>17</sup> เหตุที่ปริมาณการให้ยืมหลักทรัพย์ในสหรัฐสูงนั้น น่าจะเป็นด้วยว่าในสหรัฐมีหลักทรัพย์มากมายหลายประเภททั้งที่ออกโดยรัฐและที่ออกโดยเอกชน โดยเฉพาะหลักทรัพย์อันเป็นตราสารแห่งหนึ่งที่มีการออกในสหรัฐมีมูลค่าตราสารหนึ่งที่สูงที่สุดในโลก กล่าวคือ มีมูลค่าของตราสารหนึ่งรวมกันสูงถึง 1.78 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ<sup>18</sup> ดังนั้น การซื้อขายเปลี่ยนมือในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ จึงมีมากและส่งผลถึงมูลค่าของการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ต้องมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ดังนั้น จึงเป็นเรื่องที่น่าศึกษาว่าภายใต้ธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงเช่นนี้มีใครบ้างเป็นผู้มีส่วนร่วมในธุรกรรม (market participant) และภายใต้ธุรกรรมที่มีมูลค่ามหาศาลขนาดนี้จะมีกลไกในการกำกับดูแลการให้ยืมหลักทรัพย์อย่างไร ที่จะป้องกันไม่ให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม

<sup>15</sup> Ibid, Article 7-11

<sup>16</sup> Federal Reserve Bank of New York, Securities Lending, (New York : Federal Reserve Bank of New York, 1989), p.2 (Mimeographed)

<sup>17</sup> Alison Brooks, "A loan, a loan my kingdom for a loan" Global Custodian (Summer 1994) p. 86

<sup>18</sup> Ibid, p. 89

## 2.1 ลักษณะธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา

### 2.1.1 การให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อทำ short sales ของนักลงทุน

การให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อทำ short sales ของนักลงทุนในสหรัฐ ไม่แตกต่างจากในฮ่องกงนัก ทั้งนี้ เนื่องจากทั้งสหรัฐและฮ่องกงไม่มีข้อจำกัดในเรื่องสถานะและคุณสมบัติของผู้ที่จะให้ยืมหลักทรัพย์ ดังนั้น นักลงทุนรายย่อยสามารถทำการให้ยืมหลักทรัพย์ได้เช่นเดียวกับนักลงทุนสถาบันหรือบริษัทหลักทรัพย์ แต่ในทางปฏิบัติแล้วผู้ให้ยืมหลักทรัพย์มักไม่ให้ยืมแก่ผู้ยืมรายย่อยโดยตรงเนื่องจากมีความเสี่ยงสูง ดังนั้นนักลงทุนที่จะให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อทำ short sales จึงมักให้ยืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์ที่ตนเองเปิดบัญชีมาร์จิ้นไว้ เว้นแต่นักลงทุนประเภทสถาบันซึ่งมักจะเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์เอง และส่งมอบโดยตรงต่อหน่วยงานที่ทำหน้าที่ชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (clearing department) ภายในวันที่กำหนดไว้

ในการทำ short sales นักลงทุนจะต้องเปิดบัญชีมาร์จิ้นเนื่องจากมีข้อกำหนดว่านักลงทุนที่ต้องการทำ short sales จะต้องทำผ่านบัญชีมาร์จิ้นเท่านั้น นอกจากนี้ นักลงทุนจะต้องลงนามในเอกสาร 2 ฉบับ อันได้แก่

#### (1) Customer's Agreement

Customer's Agreement นั้นเป็นสัญญาระหว่างบริษัทหลักทรัพย์และนักลงทุนในการเปิดบัญชีมาร์จิ้น โดยในเอกสารจะระบุถึงข้อกำหนดต่าง ๆ เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์แบบมาร์จิ้น รวมไปถึงข้อสัญญาที่แสดงว่านักลงทุนผู้เปิดบัญชีมาร์จิ้นอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ของตนไปเป็นหลักประกันต่อ (rehypothecation) หากบริษัทหลักทรัพย์ต้องการกู้ยืมเงินจากธนาคาร

#### (2) Customer's Loan Consent

Customer's Loan Consent นั้นแสดงถึงการที่ลูกค้ายินยอมให้สิทธิแก่บริษัทหลักทรัพย์ ในการนำหลักทรัพย์ของตนไปให้ยืมต่อ ซึ่งเป็นการให้ผลประโยชน์แก่บริษัทหลักทรัพย์ในการประกอบธุรกิจการให้ยืมหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวจะเป็นการส่งเสริมการทำ short sales อีกด้วย เนื่องจากผู้ทำ short sales ส่งขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีอยู่ในครอบครองเมื่อถึงเวลาส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อจึงต้องขอยืมจากบุคคลที่มีหลักทรัพย์นั้น ดังนั้น การที่บริษัทหลักทรัพย์ได้รับสิทธิตาม Customer's Loan Consent จึงทำให้มีการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้น (ตัวอย่างของ Customer's Agreement และ Customer's Loan Consent พิจารณาได้จากภาคผนวก ข.)

### 2.1.2 การยืมหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์จะยืมหลักทรัพย์เพื่อนำหลักทรัพย์มาให้นักลงทุนที่เปิดบัญชีมาร์จินเพื่อการ short sales กับตน และยืมหลักทรัพย์เพื่อทำ short sales เพื่อสมาชิกเอง (own account) โดยแหล่งที่บริษัทหลักทรัพย์จะยืมหลักทรัพย์ได้นั้น ได้แก่<sup>19</sup>

(1) บัญชีมาร์จินของลูกค้าในบริษัทหลักทรัพย์เดียวกัน ซึ่งลูกค้าดังกล่าวได้ทำสัญญายินยอมให้ยืมหลักทรัพย์ (loan consent) ไว้ในวันเปิดบัญชี และบริษัทหลักทรัพย์จะยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ก็ต่อเมื่อบัญชีของลูกค้าที่จะให้ยืมต้องปรากฏเป็นยอดหนี้ค้างชำระอยู่กับบริษัทหลักทรัพย์ (debit balance) ในมูลค่าที่มากกว่าหรือเท่ากับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่จะให้ยืม

(2) บัญชีหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์นั้น (proprietary account)

(3) บริษัทหลักทรัพย์อื่น

(4) ลูกค้าประเภทสถาบัน เช่น บริษัทประกัน

โดยในการยืมหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จะพิจารณาเริ่มจากบัญชีมาร์จินของลูกค้าที่มียอดหนี้ค้างชำระ (debit balance) เป็นอันดับแรก เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์ไม่ต้องเสียค่าใช้จ่ายในการยืมดังกล่าว หากไม่มีหลักทรัพย์ที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องการ บริษัทหลักทรัพย์จะยืมหลักทรัพย์จากแหล่งใน (2) (3) (4) ต่อไปตามลำดับ แต่โดยทั่วไป บริษัทหลักทรัพย์จะหลีกเลี่ยงการยืมจากลูกค้าประเภทสถาบันเนื่องจากเสียค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง<sup>20</sup>

### 2.2 กฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ในสหรัฐ

การให้ยืมหลักทรัพย์ในสหรัฐไม่มีกฎหมายพิเศษที่กำหนดถึงการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้โดยตรง ดังนั้นการให้ยืมหลักทรัพย์จึงเป็นไปตามหลักเรื่องสัญญา<sup>21</sup> ที่คู่สัญญาสามารถตกลงในรายละเอียดของสัญญาได้ตามเจตนารมณ์

<sup>19</sup> New York Institute of Finance, Investor Right Manual, (New York : New York Institute of Finance, 1989), p.35.

<sup>20</sup> Ibid, p. 36.

<sup>21</sup> Federal Reserve Bank of New York, Securities Lending, 1989 p.44

อย่างไรก็ตาม โดยที่การให้ยืมหลักทรัพย์ในสหรัฐเป็นธุรกรรมที่มีปริมาณและมูลค่าสูง ดังนั้น หน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมดังกล่าวจึงต้องเข้ามากำกับดูแลธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยได้มีการออกกฎหมายเพื่อกำหนดหลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการ โดยเฉพาะสำหรับธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ ซึ่งแยกพิจารณาได้ดังนี้

2.2.1 The Internal Revenue Code (IRC)

2.2.2 Regulation T

2.2.3 Rule 15c3-3

2.2.4 Stock Exchange Rules

2.2.5 The Employee Retirement Income Security Act (ERISA)

2.2.6 A statement on bank activities in the securities lending business (“Statement”)

2.2.1 The Internal Revenue Code (IRC)

The Internal Revenue Code เป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดเก็บภาษีอากรโดยทั่วไป ซึ่งหากพิจารณาตามหลักทั่วไปแล้วการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวไปให้แก่ผู้ยืมนั้น ผู้ให้ยืมจะต้องนำส่วนต่างที่เกิดขึ้นจากราคาที่ซื้อเท่ากับราคา ณ วันที่ได้โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าว (capital gain) (ถ้ามี) มาคำนวณภาษีด้วย\* แต่เมื่อพิจารณาจากเจตนารมณ์ที่แท้จริงของผู้ให้ยืม (ผู้โอน

---

\* The Public Securities Association (PSA) ซึ่งเป็นสมาคมผู้รับประกันการจำหน่ายพันธบัตรได้มีการจัดทำสัญญามาตรฐานขึ้นสำหรับสมาชิกสมาคม เนื่องจากสมาชิกของสมาคมอันได้แก่ broker/dealer/bank เป็นผู้มีบทบาททั้งในฐานะที่เป็นผู้ยืมและผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม สัญญาของ PSA ก็ยังไม่ได้รับความนิยมนแพร่หลายเท่าใดนัก (Frank Souder, Securities Lending book I, p. 41.) (สัญญาให้ยืมของสหรัฐซึ่งจัดทำโดย PSA พิจารณาได้ในภาคผนวก ค.)

\* ก่อนที่จะมีการออกกฎหมายยกเว้นภาษีในการโอนกรรมสิทธิ์เนื่องจากการให้ยืมหลักทรัพย์ การให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องเสียภาษี Federal Tax ด้วย ดังจะเห็นได้จากคำพิพากษาของศาลสูงสหรัฐได้วางแนวคำพิพากษาไว้ว่า ภาษีของรัฐบาลกลาง (Federal Tax) จะเก็บจาก

กรรมสิทธิ์) และ ผู้ยืม (ผู้รับโอนกรรมสิทธิ์) ที่ประสงค์จะมีการโอนและรับโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้นกลับคืนมาอีกครั้งหนึ่งเมื่อสิ้นสุดสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ section 1058 ของ IRC จึงได้กำหนดยกเว้นการเก็บภาษีจากผลได้จากทุน (captial gain) จากการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์สำหรับการให้ยืมหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามการยกเว้นภาษีในกรณีดังกล่าว IRC ได้กำหนดเงื่อนไขในการยกเว้นดังกล่าวไว้ดังนี้

- (1) มีการทำสัญญาเป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างผู้ให้ยืมกับผู้ยืม
- (2) ในสัญญาดังกล่าวต้องมีข้อตกลงในเรื่องดังต่อไปนี้<sup>22</sup>
  - กำหนดให้ผู้ยืมต้องคืนหลักทรัพย์อันเป็นประเภท ชนิด และจำนวนเดียวกันกับหลักทรัพย์ที่ยืมมา เมื่อกำหนดเวลาในการยืมหลักทรัพย์สิ้นสุดลง
  - กำหนดให้ผู้ให้ยืมต้องจ่ายสิทธิและผลประโยชน์ใด ๆ ที่เกิดขึ้นเนื่องจากหลักทรัพย์ที่ยืมไปนั้น คืนให้แก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ทั้งหมด
  - กำหนดให้บรรดาความเสี่ยงและผลประโยชน์ใด ๆ ในหลักทรัพย์ที่ให้นั้น ยังคงเป็นของผู้ให้ยืมอยู่
  - กำหนดให้การปฏิบัติตามสัญญาต้องอยู่ภายใต้กฎหมายของสหรัฐ

อย่างไรก็ตามในการให้ยืมหลักทรัพย์ที่จะได้รับยกเว้นภาษีตาม IRC ของสหรัฐนี้ ไม่ได้กำหนดขอบเขตของระยะเวลาในการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้ ดังนั้นคู่สัญญาจึงสามารถตกลงในเรื่องระยะเวลาในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ได้เอง<sup>23</sup>

### 2.2.2 Regulation T

(เชิงอรรถต่อ)

การขายหรือสัญญาจะขาย (agreements to sell) หรือการทางโอนกรรมสิทธิ์รวมถึงการยืมหลักทรัพย์มาเพื่อทำการ short sales ด้วย เนื่องจากมีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์โดยเด็ดขาดจากผู้ให้ยืมมายังผู้ยืม โดยผู้ให้ยืมมีเพียงสิทธิเรียกร้องตามกฎหมายที่จะเรียกร้องให้ผู้ยืมส่งมอบหลักทรัพย์คืนแก่ตนเท่านั้น

<sup>22</sup> Internal revenue code section 1058(B)

<sup>23</sup> Frank Souder, Securities Lending book 2, p. 44

Regulation T ออกโดย The Board of Governors of the Federal Reserve System (FED) โดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 7 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ใน Regulation T จะกำหนดหลักเกณฑ์ในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ของบริษัท นายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (broker, dealer) ไว้ดังนี้

(1) วัตถุประสงค์ในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ ตามข้อบังคับดังกล่าวกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จะให้ยืมหรือยืมหลักทรัพย์ได้เฉพาะภายใต้วัตถุประสงค์ดังนี้

- เพื่อมิให้บริษัทหลักทรัพย์ตกเป็นผู้ผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์
- เพื่อการทำ short sales (making delivery of the securities in the case of short sales)

- เพื่อสถานะการณ์อื่นอันเทียบได้กับกรณีดังกล่าวข้างต้น

(2) หลักประกันที่บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์จะรับไว้เป็นประกันในการให้ยืมหลักทรัพย์ ต้องเป็นหลักประกันตามที่ได้กำหนดไว้เท่านั้น

เหตุผลที่ Regulation T ต้องจำกัดขอบเขตของการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ของบริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ไว้ก็เพื่อป้องกันมิให้บริษัทหลักทรัพย์อาศัยการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์เป็นช่องทางในการให้ยืมเงินแก่ลูกค้า เนื่องจากในการที่บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์จะให้ลูกค้ากู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (margin loan) FED ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ และวิธีการไว้โดยเฉพาะแล้ว โดยได้มีการกำหนดคุณสมบัติของลูกค้า กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่จะให้ลูกค้าซื้อโดยการกู้ยืมเงิน กำหนดหลักเกณฑ์ในการเรียกและการคำนวณหลักประกัน ซึ่งหาก FED ไม่ได้จำกัดวัตถุประสงค์ในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ไว้แล้ว บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์อาจให้ลูกค้าของตนยืมหุ้นเพื่อนำไปขายหลังจากนั้นลูกค้าก็จะนำเงินที่ได้จากการขายหลักทรัพย์ที่ยืมมานั้นไปซื้อหลักทรัพย์ต่อไป ซึ่งก็จะมีผลไม่ต่างจากกรณีที่บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ให้ลูกค้ากู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์นั่นเอง<sup>24</sup>

### 2.2.3 Rule 15c3-3

Rule 15c3-3 ออกโดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 15 (c) (3) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ ค.ศ. 1934 ข้อกำหนดใน Rule 15c3-3 นี้จะเป็นเรื่องเกี่ยวกับการควบคุม

<sup>24</sup> Federal Reserve Bank of New York, Securities Lending, 1989, p. 12.

บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ในเรื่องการเก็บรักษาหลักทรัพย์ของลูกค้า (customer protection - reserves and custody of securities) โดยในกรณีที่บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ได้ครอบครองหลักทรัพย์ของลูกค้าไว้แทนลูกค้าไม่ว่าจะเนื่องมาจากการที่ลูกค้านำหลักทรัพย์มาฝากไว้ที่บริษัท หรือลูกค้าได้สั่งซื้อหลักทรัพย์เข้าบัญชีของตน (portfolio) ไว้ก็ตาม หากลูกค้าไม่มีหนี้สินใด ๆ เกี่ยวกับการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้นแล้ว (fully paid) บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์จะต้องเป็นผู้รับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่บรรดาหลักทรัพย์ของลูกค้าที่อยู่ในความครอบครองของตน ซึ่งความเสียหายที่ต้องรับผิดชอบนี้ รวมถึงความเสียหายที่เกิดจากการนำหลักทรัพย์ที่ครอบครองไว้แทนลูกค้าออกให้ยืม โดยไม่ได้รับความยินยอมจากลูกค้าด้วย อย่างไรก็ตาม ความเสียหายที่เกิดขึ้นในกรณีดังกล่าวนี้ ลูกค้าจะได้รับความคุ้มครองจากกองทุนทดแทนความเสียหาย (The Securities Investor Protection Act of 1970) โดยกองทุนจะจ่ายค่าเสียหายให้แก่ลูกค้า ทั้งนี้ค่าเสียหายที่กองทุนจะจ่ายให้แก่ลูกค้าแต่ละรายนั้นจะจำกัดไม่เกิน 100,000 เหรียญสหรัฐ<sup>25</sup> จากนั้นกองทุนจะไปดำเนินการเรียกค่าเสียหายกับบริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ก่อความเสียหาย

อย่างไรก็ตาม Rule 15 c 3-3-(b) (3) กำหนดให้บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์สามารถนำหลักทรัพย์ของลูกค้าซึ่งตนได้ครอบครองไว้แทนนั้นออกให้ยืมได้ แต่ต้องได้รับความยินยอมจากลูกค้าเป็นลายลักษณ์อักษรก่อน โดยหนังสือให้ความยินยอมดังกล่าวจะต้องระบุข้อความดังต่อไปนี้<sup>26</sup>

(1) สิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบระหว่างบริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์กับลูกค้า (the rights and liabilities of the parties)

(2) ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์มีสิทธิที่จะได้รับตารางการให้ยืมหลักทรัพย์ในเวลาที่มีการให้ยืมหลักทรัพย์ (the right of the lender to receive a schedule of securities loaned at the time of the loan)

(3) มีข้อความแสดงว่าลูกค้าได้รับทราบว่าจะไม่ได้รับความคุ้มครองจากกองทุนทดแทนความเสียหายในกรณีที่มีความเสียหายเกิดขึ้นจากการให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าว

<sup>25</sup> The Securities Investor Protection Act of 1970, Section 6 (a), (f)

<sup>26</sup> Rule 15 c3-3 (b)(3)



(4) ข้อกำหนดให้บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ต้องจัดหาหลักประกันสำหรับการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม โดยได้มีการกำหนดประเภทของหลักประกันไว้ดังนี้

- เงินสด
- ตั๋วเงินคงคลัง (treasury bill)
- ตั๋วเงิน (notes)
- เลตเตอร์ออฟเครดิต
- หลักทรัพย์ภาครัฐบาล

ทั้งนี้ บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ต้องจัดหาหลักประกันให้กับลูกค้าอย่างช้าภายในสิ้นวัน (end of the day) ที่มีการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้น และต้องปรับมูลค่าหลักประกันดังกล่าวให้เป็นไปตามมูลค่าหลักทรัพย์ที่ให้ยืมทุกวัน (daily mark to market)

#### 2.2.4 Stock Exchange Rules

โดยเหตุที่การยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นไปเพื่อการส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นการยืมหลักทรัพย์ของนักลงทุนเองเพื่อทำการส่งมอบสำหรับการทำ short sales ของตน หรืออาจเป็นการยืมหลักทรัพย์ของบริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์เพื่อไม่ให้ตกเป็นผู้ผิดนัดในการส่งมอบหลักทรัพย์ก็ตาม ด้วยเหตุนี้ตลาดหลักทรัพย์จึงเข้ามามีส่วนในการกำหนดกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์นี้ย่อมมีผลใช้บังคับได้เฉพาะกับบริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทสมาชิก เช่น คู่สัญญาของสมาชิกเท่านั้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งในสหรัฐต่างก็ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้แตกต่างกัน ดังจะเห็นได้จากข้อกำหนดของ New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (AMEX) ดังนี้

##### 2.2.4.1 New York Stock Exchange

หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ของ NYSE นั้นตาม Rule 296 กำหนด<sup>27</sup> อนุญาตให้สมาชิกคนหนึ่ง\* หรือองค์กรที่เป็นสมาชิกซึ่งเป็นผู้

<sup>27</sup> New York Stock Exchange, New York Stock Exchange Constitution and Rules, (Chicago : Commerce Clearing House, Inc, 1991) p. 2931

สัญญาตามข้อตกลงการกู้ยืมหลักทรัพย์กับสมาชิกหรือองค์กรที่เป็นสมาชิกอีกฝ่ายหนึ่งสามารถที่จะนำทรัพย์สินแปลงเป็นเงินสดเพื่อการบังคับชำระหนี้ (liquidation) ได้ในกรณีที่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง หรือร้องขอการคุ้มครองตามกฎหมายล้มละลาย เว้นเสียแต่ว่าสิทธิดังกล่าวนี้ถูกระงับ, หลีกเลียง หรือถูกจำกัดโดยคำสั่งที่ได้รับอนุญาตตามบทบัญญัติแห่ง The Securities Investor Protection Act of 1970 หรือพระราชบัญญัติอื่น ๆ นอกจากนี้ Rule 296 (b) ยังห้ามสมาชิกหรือองค์กรที่เป็นสมาชิกใด ๆ เข้าทำการติดต่อขอยืมหลักทรัพย์กับบุคคลที่มีได้เป็นสมาชิก เว้นเสียแต่ว่าคู่สัญญาดังกล่าวจะได้ทำข้อตกลงเป็นลายลักษณ์อักษรและมีข้อกำหนดให้สิทธิแก่สมาชิคนั้นในการนำทรัพย์สินแปลงเป็นเงินสดเพื่อการบังคับชำระหนี้กรณีที่คู่สัญญาอีกฝ่ายล้มละลาย

#### 2.2.4.2 The American Stock Exchange (AMEX)

เช่นเดียวกับกฎของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก กฎของ AMEX จะใช้บังคับกับบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิก โดยกฎในเรื่องการให้ยืมหลักทรัพย์จะมีรายละเอียดดังนี้<sup>28</sup>

Rule 812 ในการให้ยืมหลักทรัพย์ตามสัญญา คู่สัญญาสามารถเรียกร้องจำนวนเงินที่เป็นส่วนต่างระหว่างราคาหลักประกันที่ผู้ยืมนำมาวางไว้ กับราคาหลักทรัพย์ในท้องตลาด เมื่อราคาตลาดของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป (ซึ่งหมายถึงการเรียกหลักประกันเพิ่มเติมหรือการเรียกคืนหลักประกันส่วนที่เกินแล้วแต่กรณี)

Rule 861 กำหนดเวลาในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิก สำหรับการยืมหลักทรัพย์เพื่อมาทำการส่งมอบนั้นจะต้องทำก่อนเวลา 16.30 น. และต้องนำส่งสัญญาเพื่อประกอบในการส่งมอบหลักทรัพย์ผ่านสำนักหักบัญชีและถ้าคู่สัญญาไม่ได้ตกลงกันเป็นอย่างอื่นในการคืนหลักทรัพย์ที่ยืมมาก็จะกระทำผ่านสำนักหักบัญชีเช่นกัน

---

\* สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา นั้นอาจเป็นบุคคลธรรมดาที่ได้รับใบอนุญาตให้เป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ก็ได้

<sup>28</sup> American Stock Exchange, American Stock Exchange Constitution and Rules, (Chicago : Commerce Clearing House, Inc., 1988) p. 2951

Rule 862 ถ้าคู่กรณีมิได้ตกลงกันไว้เป็นอย่างอื่นการแจ้งให้คืนหลักทรัพย์จะต้องได้กระทำก่อนเวลา 15.45 น. ของวันทำการ โดยผู้ให้ยืมจะได้รับหลักทรัพย์ดังกล่าวในวันทำการที่ห้า นับแต่วันที่เรียกคืนหลักทรัพย์

Rule 863 เมื่อมีการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้นแล้วจะมีการชำระค่าธรรมเนียมในการยืม ทั้งนี้ ไม่ว่าจะได้มีการนำหลักทรัพย์ที่ยืมไปทำการส่งมอบหรือไม่ก็ตาม

Rule 864 ในการให้ยืมหลักทรัพย์โดยมีค่าตอบแทนนั้น (loan at premium) ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะเริ่มคำนวณค่าตอบแทนตั้งแต่วันแรกของการให้ยืมหลักทรัพย์

#### 2.2.5 The Employee Retirement Income Security Act (ERISA)

พระราชบัญญัตินี้ออกโดยกระทรวงแรงงาน เป็นบทบัญญัติเกี่ยวกับกองทุนบำเหน็จบำนาญโดยกำหนดในเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับกองทุนบำเหน็จบำนาญอันได้แก่ การจัดตั้งกองทุน การจัดการกองทุน ระยะเวลาในการจัดการกองทุน รวมถึงการลงทุนของกองทุน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความคุ้มครองแก่กองทุน มีการควบคุมการจัดการกองทุน การนำเงินของกองทุนไปลงทุน ฯลฯ

ในส่วนที่เกี่ยวกับการให้ยืมหลักทรัพย์ กองทุนบำเหน็จบำนาญถือได้ว่าเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในธุรกรรมดังกล่าวในด้านของการเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ เนื่องจากกองทุนจะถือหลักทรัพย์ไว้จำนวนมาก ทั้งที่เป็นการถือเพื่อการลงทุนระยะยาว (investment in invested) และเพื่อเป็นการลงทุนระยะสั้น (investment in marketable) เพื่อเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดการกองทุนอันจะนำมาซึ่งผลตอบแทนสูงสุดในการจัดการกองทุนจึงได้มีการนำหลักทรัพย์ที่ถือโดยกองทุนนั้นออกให้ยืม อย่างไรก็ตามเพื่อเป็นการป้องกันความเสียหายที่เกิดขึ้นจากการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม โดยเฉพาะอย่างยิ่งความเสียหายที่เกิดจากความไม่สุจริตของผู้จัดการกองทุนและผู้ที่เกี่ยวข้อง ERISA จึงได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการนำหลักทรัพย์ของกองทุนออกให้ยืมไว้โดยกำหนดห้ามมิให้กองทุนให้ยืมหลักทรัพย์แก่ผู้มีส่วนได้เสียกับกองทุน ทั้งนี้ได้ให้คำจำกัดความของผู้มีส่วนได้เสียไว้ว่าให้หมายความรวมถึงผู้มีอำนาจกระทำการในนามของกองทุน ผู้มีอำนาจตัดสินใจในการลงทุนของกองทุนและผู้ดูแลทรัพย์สินของกองทุนด้วย จากข้อจำกัดดังกล่าวนี้เองที่เป็นอุปสรรคสำคัญในการที่กองทุนจะนำหลักทรัพย์ของตนออกให้ยืม ทั้งนี้ เนื่องจากผู้ยืมหลักทรัพย์ซึ่งส่วนใหญ่จะได้แก่บริษัทนายหน้าผู้

ค้าหลักทรัพย์หรือธนาคารพาณิชย์ต่าง ๆ นั้น ต่างก็อยู่ในฐานะเป็นผู้มีส่วนได้เสียของกองทุนทั้งสิ้น ทั้งนี้เนื่องจากนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ดังกล่าวจะเป็นผู้ทำหน้าที่ซื้อขายหลักทรัพย์ให้แก่กองทุนซึ่งถือเป็นผู้มีอำนาจทำการในนามกองทุน หรือกรณีของธนาคารพาณิชย์ก็จะเป็นผู้ที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ให้แก่กองทุน จึงทำให้กองทุนมีข้อจำกัดในการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม อันส่งผลต่อรายได้และผลประโยชน์ของกองทุน

โดยเหตุผลดังกล่าวนี้เองที่ทำให้กระทรวงแรงงาน จำเป็นต้องมีการผ่อนปรนข้อห้ามในการให้ยืมหลักทรัพย์ของกองทุน โดยกำหนดให้กองทุนสามารถนำหลักทรัพย์ของตนออกให้ยืมแก่ผู้มีส่วนได้เสียได้ภายใต้หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดไว้ใน A Prohibited Transaction Exemption 81-6 (PTE 81-6)

A Prohibited Transaction Exemption 81-6 ได้กำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขสำหรับการให้ยืมหลักทรัพย์แก่ผู้มีส่วนได้เสียไว้ดังนี้<sup>29</sup>

- (1) กองทุนต้องได้รับหลักประกันอันมีมูลค่าเท่ากับหลักทรัพย์ที่ให้ยืมและต้องปรับมูลค่าหลักประกันดังกล่าวให้เป็นไปตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ให้ยืม
- (2) กองทุนมีสิทธิบอกเลิกสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ได้ทุกเมื่อ ทั้งนี้โดยอยู่ภายใต้การตัดสินใจของผู้จัดการกองทุน
- (3) เมื่อผู้ยืมหลักทรัพย์ผิดสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ กองทุนสามารถบังคับชำระหนี้จากหลักประกันและนำไปซื้อหลักทรัพย์อันเป็นประเภท ชนิด และจำนวนเดียวกันกับหลักทรัพย์ที่ให้ยืมได้ทันที
- (4) ให้สิทธิแก่กองทุนในการเข้าไปมีส่วนร่วมในการตรวจสอบฐานะการเงินของผู้ยืม
- (5) ในกรณีที่หลักประกันมิใช่เป็นเงินสด กองทุนจะต้องได้รับค่าธรรมเนียมสำหรับการยืมที่เหมาะสม หรือกรณีหลักประกันเป็นเงินสดกองทุนจะต้องได้รับส่วนลดจากเงินลงทุนในอัตราที่เหมาะสม

<sup>29</sup> Matthew Lee, "Us regulation of securities lending" International Securities Lending (September 1993 p.44-47)

2.2.6 A statement on bank activities in the securities lending business  
 (“Statement”)

Statement ดังกล่าวออกโดย Federal financial examinations council (FFIEC) ซึ่งเป็นองค์กรที่กำกับดูแลธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ในฐานะที่เป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์หรือตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ โดย FFIEC จะกำหนดแนวทางปฏิบัติสำหรับธนาคารพาณิชย์ในการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้ดังนี้<sup>30</sup>

(1) ธนาคารต้องมีระบบการออกรายงานที่แสดงถึงหลักทรัพย์ที่มีอยู่ และพร้อมที่จะให้ยืมหลักทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการให้ยืม และยอดการให้ยืมหลักทรัพย์รวมเป็นรายวัน

(2) ต้องมีการปรับมูลค่าหลักประกันตามราคาตลาดทุกวัน

(3) ในกรณีที่จำนวนหลักทรัพย์มีอยู่ในบัญชีลูกค้าของธนาคารมีมากกว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่จะนำออกให้ยืม ธนาคารต้องมีการกำหนดหลักเกณฑ์ที่ชัดเจนว่าจะนำหลักทรัพย์จากบัญชีของลูกค้ารายใดไปให้แก่ลูกค้ารายใดยืม และต้องมีระบบการตรวจสอบภายในเพื่อดูแลในเรื่องการออกรายงานให้ตรงตามเวลา รวมทั้งดูแลเรื่องการปฏิบัติตามกฎหมายในด้านอื่น ๆ

(4) ต้องมีการตรวจสอบฐานะการเงินของผู้ยืมแต่ละราย และกำหนดให้มีคณะกรรมการเพื่ออนุมัติผู้ยืมแต่ละราย โดยคณะกรรมการพิจารณาดังกล่าวต้องไม่เป็นพนักงานที่ทำหน้าที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์

(5) ต้องกำหนดจำนวนหลักทรัพย์ขั้นสูงที่จะสามารถให้ยืมแก่ลูกค้าแต่ละรายได้ (credit limit)

(6) ต้องกำหนดให้ผู้ยืมหลักทรัพย์วางหลักประกันที่มีมูลค่าไม่ต่ำกว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ที่ให้ยืมในเวลาเดียวกับที่มีการส่งมอบหลักทรัพย์

(7) ต้องมีการกำหนดแนวทางที่ชัดเจนในการนำหลักประกันไปลงทุน โดยการลงทุนดังกล่าวต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้เป็นเจ้าของหลักประกันแล้ว

<sup>30</sup> Federal Reserve Bank of New York, Securities Lending, 1989 p. 19-20

(8) ในกรณีที่หลักประกันเป็นเลตเตอร์ออฟเครดิต จะต้องมีการตรวจสอบเกี่ยวกับผู้ผู้ออกเลตเตอร์ออฟเครดิต รวมถึงข้อจำกัดของเลตเตอร์ออฟเครดิตดังกล่าวด้วย

(9) ธนาคารจะนำหลักทรัพย์ที่ลูกค้าฝากไว้ ออกให้ยืมได้ต่อเมื่อได้รับความยินยอมจากลูกค้า และมีการทำข้อตกลงระหว่างธนาคารกับลูกค้า โดยมีข้อกำหนดในเรื่องค่าธรรมเนียมที่ลูกค้าจะได้รับ หน้าที่และความรับผิดชอบของธนาคารในการนำหลักทรัพย์ของลูกค้าออกให้ยืม

(10) การเข้าเป็นผู้ค้ำประกันการยืมหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลใดนั้น ธนาคารจะกระทำได้ต่อเมื่ออยู่ในขอบอำนาจของธนาคาร โดยอยู่ภายใต้ข้อเสนอแนะของที่ปรึกษาและนักบัญชีของธนาคาร

(11) ธนาคารต้องจัดทำรายงานจำนวนหลักทรัพย์ที่ให้ยืมและจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ธนาคารมีอยู่ เมื่อ FFIEC ร้องขอ

### 3. การให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษ

การให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษกล่าวได้ว่าเริ่มมีการให้ยืมหลักทรัพย์กันตั้งแต่ก่อนสงครามโลกครั้งที่หนึ่ง โดยเป็นการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐ (government securities) สำหรับการยืมหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารทุนนั้นเริ่มต้นในราวปลาย ค.ศ. 1960<sup>31</sup> ในปัจจุบันการให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษหากเทียบกับการให้ยืมในอเมริกาแล้วจะเห็นได้ว่าอังกฤษมีกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดกว่าทั้งเงื่อนไขและที่จะทำการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ได้ และการกำกับดูแลจะได้กล่าวโดยละเอียดในส่วนต่อไป จากความเข้มงวดดังกล่าวเป็นสาเหตุให้ระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษเปิดกว้างน้อยกว่าในอเมริกา<sup>32</sup>

#### 3.1 ลักษณะของธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษ

<sup>31</sup> David Hopton, *Equity Trading*, p.142

<sup>32</sup> Simon Perless and Andrew Breyton, *Taxation and Accounting for Financial*

บุคคลที่จะประกอบธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษทั้งในฐานะเป็นผู้ยืม ตัวกลาง และผู้ให้ยืมจะต้องได้รับอนุญาตจากกรมสรรพากร (Inland Revenue) เสียก่อน เพื่อให้การให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี โดยบุคคลที่จะเป็นผู้ยืม ตัวกลาง และผู้ให้ยืมจะประกอบด้วยบุคคลดังต่อไปนี้

### 3.1.1 ผู้ยืม (borrower)

บุคคลที่จะยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษได้นั้นจะต้องได้รับอนุญาตจากกรมสรรพากร โดยกรมสรรพากรจะกำหนดประเภทของผู้ยืมและหลักทรัพย์ที่จะยืมได้ไว้โดยแบ่งตามประเภทของหลักทรัพย์ดังนี้<sup>33</sup>

- หลักทรัพย์รัฐบาลชั้นดี (gilt-edged securities) บุคคลที่จะยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวได้จะต้องเป็นผู้ดูแลสภาพคล่องของหลักทรัพย์รัฐบาลชั้นดี (gilt-edged market maker) หรือสำนักซื้อลดตราสาร (discount houses) โดยในการยืมจะต้องกระทำผ่านตัวกลางที่ได้รับอนุญาตจากกรมสรรพากร ได้แก่ นายหน้าค้าเงิน (money brokers) \* ทั้งนี้ นายหน้าค้าเงินจะทำหน้าที่จับคู่ระหว่างผู้ยืมและผู้ให้ยืมหลักทรัพย์โดยนายหน้าค้าเงินจับคู่ในลักษณะที่ตนเองทำการเป็นตัวกลาง (as matched principals)

- หลักทรัพย์อันเป็นตราสารทุนและหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารหนี้ของเอกชน (UK domestic equity and fixed interest corporate securities) บุคคลที่จะยืมหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวได้จะต้องจดทะเบียนเป็นผู้ดูแลสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน หรือผู้ดูแลสภาพคล่องและผู้ค้าตราสารอันเกี่ยวข้องกับตลาดตราสารอนุพันธ์ลอนดอน (London International Financial Futures and Options Exchange) โดยในการยืมจะต้องกระทำผ่านนาย

<sup>33</sup> London Stock Exchange, Booklet on Stock Lending and Borrowing,

(London : London Stock Exchange, 1990), p.7.

\* money broker ในอังกฤษจะทำหน้าที่เป็นนายหน้าในการจัดหาเงินกู้ระยะสั้นในตลาดเงินระหว่างธนาคารพาณิชย์, สำนักซื้อลดตราสาร (discount house) และผู้ค้าหลักทรัพย์ในหลักทรัพย์ของรัฐบาล (dealers in government securities) โดยค่าตอบแทนที่ money broker จะได้รับคือค่าธรรมเนียมในการจัดหาเงินกู้ นอกจากนี้ยังทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์อีกด้วย

หน้าค่าเงินหรือนายหน้าค่าเงินที่เป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน และได้รับอนุญาตจากตลาดหลักทรัพย์ให้ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์

- หลักทรัพย์ต่างประเทศ (overseas securities) บุคคลที่จะยืมหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวไม่มีข้อจำกัดว่าจะต้องเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน โดยบุคคลที่ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์หรือธุรกิจการลงทุนก็อาจเป็นผู้ยืมหลักทรัพย์ได้ แต่ทั้งนี้จะต้องได้รับอนุญาตจากกรมสรรพากร โดยในการยืมไม่จำเป็นต้องผ่านตัวกลาง อาจยืมกับผู้ให้ยืมที่ได้รับอนุญาตโดยตรงเลยก็ได้

### 3.1.2 ผู้ให้ยืม (lenders)

บุคคลที่ถือครองหลักทรัพย์เป็นจำนวนมากและมีความประสงค์จะให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษนั้นมีขั้นตอนที่จะต้องดำเนินการดังนี้เพื่อให้มีสถานะเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์<sup>34</sup>

- จะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustees) หรือเจ้าของหลักทรัพย์ที่แท้จริง ในการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม

- จะต้องได้รับอนุญาตจากกรมสรรพากร โดยหากไม่ได้รับการอนุญาตจากกรมสรรพากรการให้ยืมหลักทรัพย์จะถูกถือว่าเป็นการขายและซื้อคืน (disposal and a repurchase) อันจะก่อให้เกิดภาวะภาษีทันที โดยในการขออนุญาตเป็นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์สามารถกระทำได้สองวิธีคือ ขออนุญาตกับกรมสรรพากรโดยตรง หรือขออนุญาตโดยผ่านตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ อันได้แก่ นายหน้าค่าเงิน (money broker)

### 3.2 กฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษ

การให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษจะอยู่ภายใต้หลักสัญญา โดยคู่สัญญาสามารถตกลงกันอย่างไรก็ได้ตราบเท่าที่ไม่ขัดกับกฎหมายและกฎระเบียบที่กำหนด ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนได้จัดทำสัญญามาตรฐานในการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้อยู่แล้ว โดยแบ่งตามประเภทของหลักทรัพย์ที่ให้ยืม ซึ่งในสัญญาดังกล่าวได้รวบรวมแนวทางปฏิบัติ กฎหมาย และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ (สัญญาให้ยืมหลักทรัพย์พิจารณาได้ในภาคผนวก ง.) นอกจากหลักสัญญาแล้วกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์จะกำหนดขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สองประการคือ กำกับดูแลผู้ประกอบการให้ยืมหลัก

<sup>34</sup> Ibid, p.9.



ทรัพย์ และยกเว้นและเก็บภาษีจากการให้ยืม โดยกฎหมายและกฎระเบียบดังกล่าวพิจารณาในรายละเอียดได้ดังนี้

### 3.2.1 The Financial Services Act 1986.

ภายใต้กฎหมายบริการทางการเงิน (The Financial Services Act 1986) ซึ่งทำให้มีการตั้งองค์กรควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Securities and Investment Board (SIB) SIB เป็นองค์กรที่ได้รับมอบอำนาจจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Secretary of State for Trade and Industry) ในการออกใบอนุญาตและควบคุมธุรกิจการลงทุน นอกจากนี้ SIB ยังมีอำนาจในการอนุญาตให้จัดตั้งองค์กรควบคุมตนเอง Self Regulating Organizations (SROS) และสมาคมผู้เชี่ยวชาญพิเศษ (Recognized Professional Bodies (RPBS) นอกจากนี้ผู้ที่ประกอบธุรกิจลงทุนทุกราย ต้องจดทะเบียนกับ SIB โดยผ่าน SROS หรือ RPBS ด้วย

องค์กร SROS ที่กำกับดูแลบริษัทที่ทำธุรกิจหลักทรัพย์และฟิวเจอร์ ได้แก่ The Securities and Futures Authority (SFA)\* โดย SFA จะมีอำนาจในการ

- กำหนดกฎระเบียบสำหรับสมาชิกและดูแลให้มีการปฏิบัติ
- ให้สมาชิกภาพแก่บริษัทที่พร้อมและเหมาะสมจะทำธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจฟิวเจอร์
- กำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจฟิวเจอร์
- ติดตามดูแลคุณสมบัติของสมาชิกเพื่อให้สามารถรักษามาตรฐานของบริษัททางการเงินและด้านการดำเนินธุรกิจ

หน้าที่ของ SFA จะรับผิดชอบกำกับดูแลผู้ประกอบการหรือการให้คำปรึกษาเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตราสารอนุพันธ์ ซึ่งครอบคลุมถึงหุ้น พันธบัตร ออฟชั่น ฟิวเจอร์ทางการเงิน บริษัทที่ทำธุรกิจดังกล่าวจะต้องมีมาตรฐานที่เหมาะสม SFA จึงจะรับเป็นสมาชิกให้ทำธุรกิจได้ การทำธุรกิจเหล่านี้โดยไม่ได้รับอนุญาตถือเป็นความผิดทางอาญาสำหรับการให้ยืมหลักทรัพย์ถือว่าเป็นธุรกิจที่ต้องทำโดยสมาชิกของ SFA เท่านั้น และ SFA จะทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจการให้ยืมหลักทรัพย์ตามอำนาจหน้าที่ที่กล่าวมาแล้วข้างต้น โดย

---

\* เกิดจากการรวมตัวของ The Securities Association และ The Association of Futures Brokers and Dealers เมื่อเดือนเมษายน 2534

กฎระเบียบที่เกี่ยวกับการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ออกมาเป็นเรื่องกว้าง ๆ เช่น หลักทรัพย์ที่ให้ยืมจะต้องถูกบันทึกไว้ในงบการเงินเพื่อวัตถุประสงค์ในการจัดเตรียมรายงานทางการเงิน เป็นต้น

### 3.2.2 The Stock Borrowing and Lending Code of Guidance (Code)

Code ดังกล่าวจัดทำโดยคณะกรรมการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ (Stock Borrowing and Lending Committee “SBLC”) โครงสร้างของ SBLC ประกอบด้วยผู้แทนจากธนาคารแห่งประเทศไทย ผู้แทนจากตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ผู้แทนจากกรมสรรพากร และผู้แทนจากผู้ประกอบการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์<sup>35</sup> สำคัญใน Code นั้นจะเป็นแนวทางในการประกอบธุรกรรมให้ยืมหลักทรัพย์ที่ดี แต่ทั้งนี้ Code ดังกล่าวจะไม่มีสถานะเป็นกฎระเบียบที่ใช้บังคับเนื่องจากยังไม่ได้รับการรับรองจาก SIB (สำคัญใน Code พิจารณาได้ในภาคผนวก จ.)

### 3.2.3 The London Stock Exchange Rules

กฎเกณฑ์ดังกล่าวจะใช้บังคับกับสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน เพื่อกำกับดูแลการทำธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ของสมาชิก โดยหลักเกณฑ์สำคัญในกฎเกณฑ์ดังกล่าวได้แก่ โครงสร้างของสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ และการทำหน้าที่เป็นตัวกลางของนายหน้าค้าเงินซึ่งเป็นสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน นอกจากนี้กฎเกณฑ์ยังย้ำเน้นถึงการให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องได้รับอนุญาตจากกรมสรรพากร โดยกฎเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนกำหนดสามารถสรุปได้ดังนี้<sup>36</sup>

- บริษัทสมาชิกที่จะยืมและให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องทำสัญญาตามแบบมาตรฐานซึ่งกำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน เว้นแต่เป็นการยืมหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมที่มีได้อยู่ในประเทศ

- market maker ต้องคืนหลักทรัพย์ที่ยืมมาในทันทีที่หลักทรัพย์นั้นไม่จำเป็นต่อการส่งมอบแล้ว

- ห้าม market maker เก็บหรือยืมหลักทรัพย์โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดอุปทานของหลักทรัพย์นั้นในตลาด

- ห้าม money broker เปิดเผยข้อมูลระหว่างผู้ยืมและผู้ให้ยืม

<sup>35</sup> London Stock Exchange, Booklet on Stock Lending and Borrowing

<sup>36</sup> Rules of the London Stock Exchange, Chapter 11 Stock Borrowing

### 3.2.4 Bank of England Rules

ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำกับดูแลผู้ประกอบการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ได้รับยกเว้นไม่ต้องอยู่ภายใต้กฎหมายบริการทางการเงิน โดยกลุ่มบุคคลที่ได้รับยกเว้นจะได้แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงิน (money market) ซึ่งจะอยู่ภายใต้กฎของธนาคารแห่งประเทศไทยอยู่แล้ว กฎของธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำกับดูแลในแง่ความเพียงพอของเงินกองทุน (capital adequacy) และข้อพิจารณาทางการเงินอื่น ๆ เช่น ความคุมความเสี่ยงของฐานะการเงิน (credit risk)

### 3.2.5 Companies Act 1985

ภายใต้บรรพ 6 ของ Companies Act 1986 บุคคลที่ถือหุ้นในบริษัทมหาชนจำกัดมากกว่าจำนวนที่กฎหมายกำหนด จะต้องรายงานการถือครองหลักทรัพย์ดังกล่าวภายในระยะเวลาที่กำหนด<sup>37</sup> จากบทบัญญัติที่กำหนดให้บุคคลที่ถือครองหลักทรัพย์ต้องรายงานการถือครองนี้เองที่ทำให้บุคคลที่ถือหลักทรัพย์เกินกว่าร้อยละสามของทุนจดทะเบียนในบริษัทมหาชนจำกัด อันเข้าข่ายต้องรายงานการถือครองดังกล่าว คิดหาวิธีหลบเลี่ยงที่จะไม่ต้องรายงานการถือครองโดยนำหลักทรัพย์ส่วนที่เกินกว่าร้อยละสามของทุนจดทะเบียนออกให้ยืม โดยคาดว่า การนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมจะหลบเลี่ยงการรายงานได้ โดยผู้นำหลักทรัพย์ออกให้ยืมจะยังคงมีผลประโยชน์และอำนาจการตัดสินใจในหุ้นที่ออกให้ยืมอยู่โดยอาศัยสัญญาในการให้ยืมหลักทรัพย์ ซึ่งจะกำหนดไว้ตามที่ผู้ให้ยืมต้องการ แต่ทั้งนี้ภายใต้มาตรา 208 (5) ของ Companies Act 1985<sup>38</sup> ถือว่าการให้ยืมหลักทรัพย์นั้นผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ยังคงมีผลประโยชน์อยู่ในหุ้นที่ให้ยืมและต้องนับรวมหุ้นที่ให้ยืมในการรายงานด้วย

### 3.2.6 กฎหมายเกี่ยวกับการจัดเก็บภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์

<sup>37</sup> Section 198 Companies Act 1985

<sup>38</sup> Section 208 (5)

“(a) He has a right to call for delivery of the shares to himself or to his order, or

(b) He has a right to acquire an interest in shares or in under an obligation to take are interest in shares”

กฎหมายเกี่ยวกับการจัดเก็บภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์ในอังกฤษ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของแนวความคิดที่ว่าผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะต้องมีสถานะทางภาษีเสมือนหนึ่งว่าเขายังคงถือครองหลักทรัพย์ที่ให้อยู่<sup>39</sup> โดยการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมไปยังตัวกลาง หรือจากตัวกลางไปยังผู้ยืม เมื่อมีการให้ยืมและเมื่อมีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จากผู้ยืมไปยังตัวกลาง หรือจากตัวกลางไปยังผู้ให้ยืม เมื่อมีการคืนหลักทรัพย์ ทั้งนี้การโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวจะได้รับอนุญาตให้ไม่ต้องนำมาคำนวณกำไรขาดทุนเพื่อเสียภาษีที่เกิดจากเงินกำไรจากทุน นอกจากนี้ค่าชดเชยสิทธิที่ผู้ยืมจ่ายให้กับผู้ให้ยืม ทั้งค่าชดเชยเงินปันผลและค่าชดเชยดอกเบี้ยจะถูกถือเสมือนว่าจ่ายจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จริง ๆ ทำให้ผู้ได้รับค่าชดเชยสิทธิต่าง ๆ ดังกล่าวสามารถนำมาขอเครดิตภาษีได้เช่นเดียวกับเงินปันผลหรือดอกเบี้ยจริง ๆ<sup>40</sup>

สำหรับเงื่อนไขที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีตามที่ได้กล่าวมาแล้วนั้นจากกรมสรรพากรมีดังนี้<sup>41</sup>

- ต้องเป็นการยืมหลักทรัพย์ประเภทใดประเภทหนึ่งในสามประเภทตามที่ได้กล่าวแล้วในตอนต้น
- ผู้ยืมต้องเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (market-maker) ในหลักทรัพย์ตามที่ได้กล่าวแล้ว
- การให้ยืมต้องกระทำผ่านตัวกลางที่ได้รับอนุญาต (เว้นแต่การยืมหลักทรัพย์ต่างประเทศอาจไม่ผ่านตัวกลางก็ได้)
- ผู้ให้ยืมต้องได้รับการอนุญาตจากกรมสรรพากร (ในกรณีที่มิได้รับการรับรองจากตัวกลาง) และการยืมจะต้องได้รับอนุญาตจากกรมสรรพากร

<sup>39</sup> Town Hawer and Verity Pride, "UK taxation of stock lending," Securities Lending International 2 (1993) : 102

<sup>40</sup> Ibid.

<sup>41</sup> Simon Peeless and Andrew Beyton, Taxation and Accounting for Financial Instruments. p. 127

เมื่อการยืมได้กระทำขึ้น โดยได้รับอนุญาตตามเงื่อนไขข้างต้นแล้ว  
หากผู้ให้ยืมเรียกหลักทรัพย์คืนผู้ยืมจะได้รับสิทธิพิเศษในการยืมหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมคนอื่น  
เพื่อนำมาคืนให้แก่ผู้ให้ยืมคนแรกได้ โดยสิทธิประโยชน์ทางภาษีเช่นเดิม



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย