บทที่ 2

การให้ยืมหลักทรัพย์

1. ความหมายของการให้ยืมหลักทรัพย์

Hopton ได้ให้ความหมายของ "securities lending ไว้ว่า หมายถึง การโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมไปยังผู้ยืมเพื่อแลกเปลี่ยนกับหลักประกันในจำนวนและมูลค่าที่ได้ตกลงกันไว้"[1]

ใน Dictionary of Financial Risk Management ได้ให้ความหมายของคำว่า "securities lending" หมายถึง กระบวนการในการยืมหลักทรัพย์ โดยมีหลักประกันจากบัญชีหลักทรัพย์ (portfolio) โดยผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian) นายหน้าค้าหลักทรัพย์ (dealer) และผู้ทำการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง (short seller) ผู้ซึ่งมีหน้าที่ต้องส่งมอบใบหลักทรัพย์ การให้ยืมหลักทรัพย์สามารถลดค่าใช้จ่ายในการเก็บรักษาหลักทรัพย์หรือจะช่วยเพิ่มอัตราผลตอบแทนในอัตราร้อยละ 1 ใน 100 เซ็นต์สหรัฐ หรือมากกว่านั้นในบางตลาดและในบางเวลา อีกทั้งการให้ยืมหลักทรัพย์ยังมีส่วนช่วยอำนวยความสะดวกในระบบการส่งมอบหลักทรัพย์อีกด้วย[2]

ใน Barron's Dictionary of Financial and Investment Term ได้ให้ความหมายของ "securities loans" หมายถึง การยืมหลักทรัพย์จากบริษัทหลักทรัพย์หนึ่งโดยบริษัทหลักทรัพย์อีกแห่งหนึ่ง โดยปกติมักเป็นการยืมไปเพื่อทำการส่งมอบแทนลูกค้า ในกรณีที่ลูกค้าทำการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง (short sales) โดยบริษัทหลักทรัพย์ผู้ให้ยืมจะได้รับหลักประกันจากราคาค่าขายหลักทรัพย์ที่ทำการ short sales[3]

---

[1] David Hopton, Equity Trading, (London : St Edmundsbury, 1991) p. 141

[2] Gary L. Gastinane, Dictionary of Financial Risk Management, (Cambridge : Probus Publishing Company) p.208

[3] John Downess and Jodan Elliort Godman, Barron's Dictionary of Finance and Investment Terms,2nd ed. (New York : Barron's Eduational Series, Inc) p.403.

2. เหตุผลและความจำเป็นในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์

ในการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมและในการยืมหลักทรัพย์นั้น ทางด้านของผู้ให้ยืมและผู้ยืมต่างก็มีเหตุผลและความจำเป็นที่แตกต่างกัน ซึ่งแยกพิจารณาได้ดังนี้

2.1 เหตุผลและความจำเป็นในการยืมหลักทรัพย์

ในด้านของผู้ยืม ผู้ยืมอาจยืมหลักทรัพย์ไปโดยมีเหตุผลและมีวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกัน แต่สำหรับในด้านการซื้อขายหลักทรัพย์ การยืมหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นจากเหตุผลและความจำเป็นดังต่อไปนี้ คือ

2.1.1 เพื่อทำการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง (short sales)

การยืมหลักทรัพย์เพื่อการทำ short sales นี้ เป็นเหตุผลและความจำเป็นอย่างยิ่งทั้งในด้านของนักลงทุนและในด้านของบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งแยกพิจารณาได้ดังนี้

2.1.1.1 การยืมหลักทรัพย์เพื่อการทำ short sales ของนักลงทุน

โดยหลักทั่วไปของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำและขายหลักทรัพย์นั้นไปเมื่อระดับราคาปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งผลต่างของราคาที่เปลี่ยนแปลงไปคือกำไรที่นักลงทุนจะได้รับ (capital gain) ในขณะเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์บางแห่งหากนักลงทุนคาดว่าราคาหลักทรัพย์จะลดต่ำลงในอนาคต นักลงทุนก็อาจขายหลักทรัพย์ออกไปก่อน แล้วภายหลังเมื่อราคาได้ปรับตัวลดลงแล้วค่อยทำการซื้อกลับคืนมา ซึ่งกำไรที่นักลงทุนจะได้รับก็คือผลต่างของราคาที่เปลี่ยนแปลงไปเช่นเดียวกับในกรณีแรก แต่มีข้อแตกต่างที่สำคัญ คือ ในกรณีหลังนักลงทุนที่สั่งขายหลักทรัพย์ไปโดยไม่มีหลักทรัพย์นั้นอยู่ในครอบครองหรือที่รู้จักกันทั่วไปว่าการขายหุ้นแบบ short sales เช่น สมมติว่านักลงทุนได้ขายหลักทรัพย์จำนวนนี้ แต่ได้ยืมหลักทรัพย์ธนาคารกรุงเทพ จำกัด จำนวน 100 หุ้น มาจากเพื่อนเพื่อส่งมอบให้ผู้ซื้อหุ้นโดยนักลงทุนหวังว่าจะซื้อหุ้นธนาคารกรุงเทพ จำกัด จำนวน 100 หุ้น เพื่อส่งคืนให้เพื่อนในราคาต่ำกว่าหุ้นละ 200 บาท และ

นักลงทุนดังกล่าวก็จะมีกำไร โดยสมมติว่าซื้อหุ้นธนาคารกรุงเทพ จำกัด ในาคาหุ้นละ 150 บาท นักลงทุนนั้นก็จะมีกำไรหุ้นละ 50 บาท หรือกำไรทั้งหมดเท่ากับ 5,000 บาท[4]

การทำ short sales ที่กระทำกันโดยทั่วไป จะมีอยู่ 3 ลักษณะใหญ่ ๆ ได้แก่

1) การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง แต่ทำการยืมหลักทรัพย์เพื่อส่งมอบ (speculative short sales) โดยมีตัวอย่างของการขายหลักทรัพย์ในลักษณะนี้ตามที่ได้กล่าวแล้วในตอนต้น

2) การขายหลักทรัพย์โดยมีหลักทรัพย์อยู่ในครอบครอง แต่ไม่ต้องการส่งมอบหลักทรัพย์นั้น จึงทำการยืมหลักทรัพย์จากผู้อื่นเพื่อส่งมอบ (short selling against the box) การทำ short sales ประเภทนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ

- ต้องการทำกำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงโดยไม่ต้องการที่จะสูญเสียความเป็นเจ้าของกิจการ

- เพื่อเลื่อนการจ่ายภาษีไปยังปีถัดไป เช่น สมมติว่าผู้ลงทุนท่านหนึ่งซื้อหุ้นของบริษัทหนึ่งมา 100 หุ้น ในราคาหุ้นละ 10 บาท เมื่อ 2 ปีที่แล้ว และขณะนี้ราคาหุ้นได้สูงขึ้นเป็นหุ้นละ 45 บาทแล้ว ถ้าผู้ลงทุนท่านนี้ขายหุ้นจำนวนนี้ในขณะนี้จะได้กำไรจากการขายหุ้น 3,500 บาท ตัวผู้ลงทุนเองอยากได้กำไรจำนวนนี้ แต่ในเวลาเดียวกันเขาต้องการยกยอดกำไรนี้ไปจ่ายภาษีในปีหน้า ผู้ลงทุนท่านนี้เชื่อว่าต้นปีหน้าราคาหุ้นของบริษัทนี้จะลดลง ผู้ลงทุนสามารถทำได้โดยการทำ sell against the box ในเดือนธันวาคม กล่าวคือขายหุ้นในราคาหุ้นละ 45 บาท การทำเช่นนี้ยังไม่ต้องเสียภาษี ทั้งนี้เนื่องจากการทำ short sale ยังไม่เสร็จสิ้น ต่อมาวันที่ 2 มกราคม ผู้ลงทุนท่านนี้จะส่งมอบหุ้นจำนวนดังกล่าวพร้อมกับเปลี่ยนมูลค่าหุ้นที่ได้รับ 4,500 บาท เมื่อเดือนธันวาคมปีที่แล้วมาเป็นรายได้ของปีนี้ ณ เวลานี้กำไรจากการจำหน่ายหุ้นก็จะเกิดขึ้น 3,500 บาท ซึ่งจะต้องนำไปเสียภาษีในปีใหม่ นี้[5]

---

[4] ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพฯ : วัชระการพิมพ์, 2526), หน้า 86.

[5] เพชรี ขุมทรัพย์, หลักการลงทุน (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2520), หน้า 136-137

3) การขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครอง โดยการที่นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์เดียวกันในวันเดียวกัน ในลักษณะที่นักลงทุนจะทำการขายหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ ในช่วงต้นของชั่วโมงซื้อขาย และคาดว่าในช่วงท้ายของชั่วโมงซื้อขายราคาหลักทรัพย์นั้นจะปรับตัวลดลง หลังจากนั้นนักลงทุนจึงเข้ามาซื้อหลักทรัพย์นั้นคืนในจำนวนเดียวกันกับที่สั่งขายในตอนแรก[6] สำหรับการขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าวนี้ นักลงทุนไม่จำต้องยืมหลักทรัพย์แต่อย่างใด โดยในการส่งมอบหลักทรัพย์นักลงทุนจะนำหลักทรัพย์ที่สั่งซื้อไว้ในช่วงท้ายมาส่งมอบในรายการขายในช่วงต้นของชั่วโมงซื้อขาย*

2.1.1.2 การยืมหลักทรัพย์เพื่อการทำ short sales ของบริษัทหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์บางแห่ง เช่น ตลาดหุ้นนิวยอร์คและตลาดหุ้นลอนดอน จะมีบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกทำหน้าที่ช่วยพยุงราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์** โดยในช่วงใดถ้าตลาดมีผู้ซื้อมากกว่าผู้ขายราคาหุ้นมีแนวโน้มจะสูงขึ้น บริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวก็จะนำหุ้นในบัญชีหลักทรัพย์ของตน (portfolio) ที่มีอยู่ออกจำหน่ายเพื่อไม่ให้ราคาหลักทรัพย์สูงเกินควร และในทางตรงกันข้ามถ้าตลาดมีผู้ขายมากกว่าผู้ซื้อราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลง บริษัทหลักทรัพย์ก็จะซื้อหุ้นเข้าบัญชีหลักทรัพย์ของตนไว้เพื่อมิให้ราคาหุ้นลดลงจนเกินควร ซึ่งบางครั้งในการขายหลักทรัพย์ หุ้นในบัญชีหลักทรัพย์ของสมาชิกไม่เพียงพอก็จะใช้วิธีการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครองไปก่อน และเมื่อถึงกำหนดเวลาส่งมอบหลักทรัพย์ที่ขายก็จะใช้วิธียืมหลักทรัพย์มาเพื่อส่งมอบ[7]

---

[6] Joseph A. Walker, Selling Short (New York ; John Wiley & Sons Inc, 1991), p.49

* โดยทั่วไปตลาดหลักทรัพย์ทุกแห่งจะไม่อนุญาตให้ทำการขายหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ในครอบครองในลักษณะดังกล่าว เนื่องจากมีความเสี่ยงสูง และอาจมีผลกระทบต่อการส่งมอบหลักทรัพย์ในการที่ผู้ขายไม่สามารถซื้อหลักทรัพย์มาส่งมอบได้ทันตามกำหนด

** ในตลาดหุ้นนิวยอร์คเรียกบริษัทหลักทรัพย์ประเภทนี้ว่า specialist และในตลาดหุ้นลอนดอนเรียกบริษัทหลักทรัพย์ประเภทนี้ว่า market maker

[7] ชนินทร์ พิทยาวิวิธ, ตลาดการเงินในประเทศไทย (กรุงเทพฯ : อมรินทร์พริ้นติ้ง กรุ๊ป จำกัด, 2534), หน้า 71.

2.1.2 เพื่อหลีกเลี่ยงการเป็นผู้ผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์ (eliminate failed settlement) หรืออำนวยความสะดวกในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (facilitate clearing and settlement)

เนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จะกระทำได้เฉพาะสมาชิกเท่านั้น ผู้ลงทุนที่ประสงค์จะซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จะต้องมอบหมายให้สมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ให้ ทั้งนี้เนื่องจากวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เป็นวิธีการที่ซับซ้อนมีขั้นตอนรายละเอียดที่ต้องถือปฏิบัติมาก ทั้งในเรื่องของการซื้อขายรวมทั้งการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ตามรายการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น ดังนั้น เพื่อความเป็นระเบียบและสะดวกแก่การกำกับดูแล จึงต้องจำกัดกลุ่มบุคคลที่จะเข้ามาทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์

ในการมอบหมายให้สมาชิกทำหน้าที่เป็นตัวแทนซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจะต้องสมัครเข้าเป็นลูกค้าหรือเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ การสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้า ๆ จะต้องมีคำสั่งไปยังสมาชิก อาจเป็นคำสั่งด้วยวาจาทางโทรศัพท์ หรือสั่งเป็นลายลักษณ์อักษร โดยเขียนใบคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อสมาชิกได้รับใบคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว สมาชิกจะส่งคำสั่งนั้นไปยังตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำการซื้อหรือขายต่อไป เมื่อสมาชิกทำการซื้อขายหลักทรัพย์ได้แล้ว ขั้นตอนต่อไปก็จะต้องมีการชำระราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อหากเป็นการสั่งซื้อ หรือส่งมอบหลักทรัพย์ที่ขายหากเป็นการสั่งขาย ในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขายจะมีขั้นตอนอยู่ 2 ส่วน คือ การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิกกับลูกค้า และการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิก ดังนี้

(ก) การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิกกับลูกค้า

เมื่อสมาชิกทำการซื้อขายหลักทรัพย์ให้กับลูกค้าได้แล้ว ลูกค้าจะต้องทำการชำระราคาหลักทรัพย์ที่สั่งซื้อหรือส่งมอบหลักทรัพย์ที่สั่งขาย เพื่อสมาชิกจะได้นำเงินและหลักทรัพย์ที่ได้รับมอบจากลูกค้าไปทำการส่งมอบและชำระราคาในระหว่างสมาชิกต่อไป

(ข) การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ระหว่างสมาชิก

เนื่องจากสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์ที่เข้ามาทำการซื้อขายมีจำนวนมาก เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีสมาชิกจำนวน 50 ราย ซึ่งสมาชิกแต่ละรายก็จะทำการซื้อขายหลักทรัพย์แทนลูกค้าของตน และสมาชิกแต่ละรายก็จะมีลูกค้าเป็นจำนวนมาก ดังนั้น เมื่อสมาชิกได้รับชำระราคาค่าหลักทรัพย์หรือเมื่อได้รับมอบใบหลักทรัพย์จากลูกค้าแล้ว

ก็จะต้องมีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในระหว่างสมาชิก โดยในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์จะใช้ระบบหักบัญชีแบบยอดสุทธิ (net clearing) โดยจะใช้วิธีการในแต่ละวัน คือ เมื่อสิ้นสุดเวลาทำการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ตลาดหลักทรัพย์จะจัดทำรายงานการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งประมวลผลรายการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดของสมาชิกทุกรายเป็นแต่ละหลักทรัพย์ และหักกลบรายการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดเพื่อจัดทำรายการส่งมอบและชำระราคาแบบยอดสุทธิ ซึ่งจะปรากฏจำนวนหุ้นและจำนวนเงินที่สมาชิกแต่ละรายต้องส่งมอบหรือรับมอบและชำระราคาหรือรับชำระราคาในแต่ละวัน รายงานการซื้อขายหลักทรัพย์และวิธีการหักกลบรายการซื้อขายหลักทรัพย์ปรากฏตามตัวอย่างในตารางที่ 1 และตารางที่ 2 ดังนี้[8]

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

---

[8] สมศรี ลิ้มสว่าง, "ปัญหาการโอนหุ้นที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์" (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิตสาขานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2532), หน้า 15.

ตารางที่ 1

รายการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ABC จำกัด

ขาย		ซื้อ	
สมาชิก	จำนวนหุ้น	สมาชิก	จำนวนหุ้น
1	3,000	2	2,000
		3	1,000
8	1,000	5	1,000
6	2,000	1	2,000
3	3,000	2	1,000
		5	2,000
4	1,000	8	3,000
5	1,000		
1	2,000	8	1,000
		9	1,000
7	3,000	1	2,000
		6	1,000
8	1,000	6	1,000
รวมจำนวนหุ้นที่ซื้อขาย	18,000		18,000

ตลาดหลักทรัพย์จะจัดทำรายงานการส่งมอบและชำระราคาหลักทรัพย์แบบยอดสุทธิ โดยหักกลบรายการซื้อขายของสมาชิกแต่ละรายเพื่อหาจำนวนหุ้นยอดสุทธิที่สมาชิกจะต้องส่งมอบหรือรับมอบในแต่ละวัน ดังนี้[9]

[9] เรื่องเดียวกัน, หน้า 16.

ตารางที่ 2

รายงานยอดสุทธิจากการหักกลบรายการซื้อขายหลักทรัพย์ของสมาชิก

สมาชิก	จำนวนหุ้นที่ขาย	จำนวนหุ้นที่ซื้อ	ยอดสุทธิ	
			จำนวนหุ้นที่ต้องส่งมอบ	จำนวนหุ้นที่มีสิทธิรับมอบ
1	5,000	4,000	1,000	-
2	-	3,000	-	3,000
3	3,000	1,000	2,000	-
4	1,000	-	1,000	-
5	2,000	3,000	-	1,000
6	2,000	2,000	-	-
7	3,000	-	3,000	-
8	2,000	4,000	-	2,000
9	-	1,000	-	1,000
รวมจำนวนหุ้น	18,000	18,000	7,000	7,000

เมื่อถึงกำหนดเวลาส่งมอบและชำระราคาหลักทรัพย์ สมาชิกทุกรายจะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ตามรายการที่ปรากฏในรายงานการส่งมอบหุ้นแบบยอดสุทธิให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ เพื่อตลาดหลักทรัพย์จะได้ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการส่งมอบต่อไปยังสมาชิกผู้มีสิทธิรับโอนตามรายการซื้อขายที่เกิดขึ้นต่อไป แต่หากถึงกำหนดเวลาส่งมอบแล้วสมาชิกไม่อาจส่งมอบหลักทรัพย์ตามรายการที่ปรากฏในรายงานดังกล่าวได้ อาจจะด้วยสาเหตุที่ลูกค้าที่สั่งขายหลักทรัพย์ไว้กับสมาชิกไม่นำหลักทรัพย์มาส่งมอบให้กับสมาชิกตามกำหนดเวลา หรือหลักทรัพย์ที่มีอยู่เกิดสูญหายไป สมาชิกจะถูกถือว่าเป็นผู้ผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์และจะต้องถูกตลาดหลักทรัพย์ลงโทษต่อไป และสมาชิกก็ยังคงมีหน้าที่จะต้องหาหลักทรัพย์ที่ผิดนัดส่งมอบหลักทรัพย์นั้นมาส่งมอบให้ได้ต่อไป

เพื่อให้สมาชิกปฏิบัติหน้าที่ส่งมอบหลักทรัพย์ได้ตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ระบบการยืมหลักทรัพย์จึงเกิดขึ้นเพื่อให้สมาชิกทำการส่งมอบหลัก

ทรัพย์ได้ตรงตามกำหนด โดยสมาชิกจะยืมหลักทรัพย์จากผู้ที่มีหลักทรัพย์ที่สมาชิกมีหน้าที่ต้องส่งมอบมาเพื่อส่งมอบก่อน และภายหลังเมื่อสมาชิกได้หลักทรัพย์จากลูกค้ามาแล้วสมาชิกก็จะนำหลักทรัพย์ที่ได้จากลูกค้ามาคืนแก่ผู้ให้ยืมต่อไป นอกจากนี้ตามข้อเสนอของ G30* ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า ระบบการให้ยืมหลักทรัพย์จะเป็นกระบวนการที่ทำให้ระบบการส่งมอบหลักทรัพย์เป็นไปได้โดยสะดวกยิ่งขึ้น

2.2 เหตุผลและความจำเป็นในการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม

สำหรับนักลงทุนที่มีวัตถุประสงค์ในการลงทุนในหลักทรัพย์โดยการถือครองในระยะยาวเพื่อหวังเงินปันผลหรือสิทธิต่าง ๆ จากการมีฐานะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งนักลงทุนประเภทดังกล่าวได้แก่ผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริษัทประกันภัย และมูลนิธิ เป็นต้น ซึ่งในระหว่างการถือครองหลักทรัพย์อยู่นั้น นักลงทุนดังกล่าวอาจนำหลักทรัพย์ของตนออกให้ยืมเพื่อเป็นการเพิ่มรายได้หรือค่าตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์นอกเหนือจากการได้รับสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ตามปกติในฐานะผู้ถือหลักทรัพย์ เนื่องจากในการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมนั้นผู้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์จะได้รับค่าธรรมเนียมการยืมจากผู้ยืมหลักทรัพย์ ซึ่งรายได้หรือค่าตอบแทนที่ได้รับมานั้นนักลงทุนดังกล่าวจะนำไปหักกลบกับค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการถือหลักทรัพย์ได้ด้วย เช่นกรณีที่นักลงทุนนั้นได้นำหลักทรัพย์ไปฝากไว้กับธนาคารผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian bank) ก็จะต้องมีค่าใช้จ่ายในการเก็บรักษาหลักทรัพย์ การนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมจึงช่วยลดภาระในเรื่องนี้ได้ สำหรับในเรื่องความเสี่ยงต่าง ๆ ที่อาจเกิดขึ้นเนื่องจากการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมนั้น เราจะเห็นได้ว่าในการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมผู้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์จะได้รับหลักประกัน (collateral) สำหรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการที่ผู้ยืมหลักทรัพย์ไม่คืนหลักทรัพย์หรือคืนหลักทรัพย์ไม่ตรงตามกำหนดเวลาหรือไม่ครบตามจำนวนที่ยืมไป โดยหลักประกันที่ผู้ให้ยืมเรียกจากผู้ยืมนี้จะมีการปรับมูลค่าให้เป็นไปตามราคาตลาดอยู่ตลอดเวลา เพราะฉะนั้นกรณีที่หลักประกันมีมูลค่าลดต่ำลงผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ก็สามารถเรียกให้ผู้ยืมนำหลักประกันมาวางเพิ่มได้ นอกจากนี้สิทธิประโยชน์ใด ๆ

---

* G30 เป็นชื่อย่อของ Group of Thirty ซึ่งเป็นคณะทำงานระหว่างประเทศที่ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อพัฒนาและวางแผนการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ให้เป็นไปโดยรวดเร็วและมีมาตรฐานอย่างเดียวกันทั่วโลก

ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในระหว่างที่นำหลักทรัพย์ออกให้ยืม ผู้ให้ยืมจะรับการคืนหรือชดเชยจากผู้ยืมหลักทรัพย์ด้วย

จะเห็นได้ว่าในด้านของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ การนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมจะทำให้เกิดรายได้อันเนื่องมาจากค่าธรรมเนียมการยืม ซึ่งสามารถนำไปลดภาระค่าใช้จ่ายในการเก็บรักษาหลักทรัพย์ได้ โดยที่สิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ในฐานะเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ก็ยังคงมีอยู่ ขณะเดียวกันก็มีหลักประกันสำหรับความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม การนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมจึงเป็นผลดีแก่ผู้ถือครองหลักทรัพย์มากกว่าการที่จะถือหลักทรัพย์นั้นไว้เฉย ๆ[10]

3. ตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์ (lending intermediary)

ตามที่ได้ทราบความหมายของการให้ยืมหลักทรัพย์ เหตุผลและความจำเป็นในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์โดยแบ่งเป็นในด้านของผู้ยืมและผู้ให้ยืมไปแล้วนั้น ในส่วนต่อไปที่จะได้พิจารณาก็คือตัวกลาง

ตัวกลางในการให้ยืมหลักทรัพย์จะทำหน้าที่เป็นผู้ติดต่อยืม หรือติดต่อให้ยืมแทนทั้งผู้ยืมและผู้ให้ยืม รวมทั้งดูแลรักษาและปรับมูลค่าหลักประกันที่ผู้ยืมนำมาวางเป็นประกันไว้แก่ผู้ให้ยืมว่าจะคืนหลักทรัพย์ที่ยืมแก่ผู้ให้ยืมเมื่อครบกำหนดเวลาที่ตกลงกันหรือเมื่อผู้ให้ยืมเรียกคืนหลักทรัพย์ที่ให้ยืม นอกจากนี้หากหลักประกันที่ผู้ยืมนำมาวางไว้เป็นเงินสดแล้ว ตัวกลางมีภาระตามข้อตกลงที่จะนำเงินสดดังกล่าวไปลงทุนเพื่อหาผลประโยชน์แทนผู้ให้ยืม โดยในการทำหน้าที่ในฐานะเป็นตัวกลางในบางกรณีอาจมีข้อตกลงระหว่างผู้ให้ยืมและตัวกลางในการรับประกันความเสียหาย (idemnification) ให้กับผู้ให้ยืมในกรณีที่ผู้ให้ยืมไม่ได้รับหลักทรัพย์คืนจากผู้ยืมหรือเกิดความเสียหายหรือมีผลขาดทุนจากการนำเงินสดที่วางเป็นประกันไปลงทุน โดยตัวกลางจะเป็นผู้ชดใช้ในความเสียหายดังกล่าว

---

[10] Alison Brooks, International Securities Lending book2, (Greenwich : Asset International handbooks, 1992) p.9.

ในการให้ยืมหลักทรัพย์ไม่จำเป็นจะต้องมีตัวกลางเสมอไป ผู้ยืมและผู้ให้ยืมอาจทำการให้ยืมหลักทรัพย์กันเองได้โดยตรง (direct lending) แต่เหตุที่การให้ยืมหลักทรัพย์มีตัวกลางเข้ามาเกี่ยวข้องด้วยก็เนื่องจากข้อได้เปรียบของการมีตัวกลางดังนี้[11]

1. ความเป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจ (knowledge of market)

เนื่องจากธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมที่ต้องอาศัยความรอบรู้ในภาวะของตลาด ด้วยเหตุที่ราคาหลักทรัพย์มักเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่ตลอดเวลา ดังนั้นตัวกลางซึ่งปฏิบัติหน้าที่ในการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นทางค้าปกติย่อมมีความเชี่ยวชาญกว่าบุคคลทั่วไป

2. ความเป็นที่รู้จัก (relationship with borrowers)

ด้วยเหตุที่ตัวกลางทำธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นทางค้าปกติย่อมต้องติดต่อกับทั้งผู้ยืมและผู้ให้ยืมเป็นจำนวนมาก อันจะทำให้ตัวกลางย่อมเป็นที่รู้จักกันโดยทั่วไปและสามารถติดต่อยืมหรือให้ยืมได้ในระยะเวลาอันรวดเร็ว ดังนั้นเมื่อเกิดมีกรณีที่ต้องการยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์ ตัวกลางมักจะได้รับการติดต่อก่อนเสมอ

3. ความสามารถในการนำเงินสดมาลงทุน (pooling)

โดยทั่วไปตัวกลางมักจะปฏิบัติหน้าที่เป็นตัวกลางให้กับผู้ให้ยืมหลายราย ดังนั้นในกรณีที่มีการวางหลักประกันเป็นเงินสด ตัวกลางสามารถจะนำเงินสดที่นำมาวางเป็นประกันดังกล่าวมารวมกัน (pooling) เพื่อนำไปลงทุน ซึ่งการลงทุนด้วยเงินเป็นจำนวนมากย่อมได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่า

3.1 ประเภทของตัวกลาง

ในระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ในปัจจุบันเมื่อพิจารณาถึงการปฏิบัติหน้าที่เป็นตัวกลางแล้ว สามารถแยกประเภทของตัวกลางได้เป็น 3 ประเภท ได้แก่[12]

---

[11] Frank Soudor, Securities Lending book 2, (Greenwich : Asset International handbooks, 1994) p.16.

[12] Alison Brooks, International Securities Lending book2, (Greenwich : Asset International handbooks, 1992) p.1

3.1.1 ตัวกลางที่ปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทน (lending agents)[13]

ตัวกลางประเภทนี้ส่วนใหญ่ได้แก่ ธนาคารผู้รับฝากทรัพย์สินระหว่างประเทศ* (global custodian bank) โดยในการปฏิบัติหน้าที่เป็นตัวกลาง เนื่องจากหลักทรัพย์ของผู้ให้ยืมจะอยู่ในความครอบครองของตัวกลางอยู่แล้ว ดังนั้น เมื่อเจ้าของหลักทรัพย์มีความประสงค์จะนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมก็เพียงแต่มอบหมายให้ธนาคารผู้รับฝากทรัพย์สินเป็นผู้ดำเนินการนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมได้เท่านั้น โดยในการมอบหมายส่วนใหญ่เจ้าของหลักทรัพย์จะมอบอำนาจให้ดำเนินการดังต่อไปนี้

- นำหลักทรัพย์ทั้งหมดหรือบางส่วนที่ผู้ให้ยืมนำมาฝากไว้ออกให้ยืม
- คัดเลือกบุคคลที่จะให้ยืมหลักทรัพย์
- กำหนดประเภทของหลักประกันที่ผู้ยืมจะต้องนำมาวาง
- นำหลักประกันทีเป็นเงินสดไปลงทุนตามแนวทางที่เห็นสมควร

นอกเหนือจากการมอบอำนาจดังกล่าวแล้ว สำหรับสิทธิหน้าที่ความรับผิดระหว่างผู้ให้ยืมและตัวกลางจะถูกกำหนดไว้ในสัญญามอบอำนาจ (securities lending authorization agreement) ในส่วนสิทธิหน้าที่ ความรับผิดระหว่างตัวกลาง ผู้ยืม และผู้ให้ยืม จะขึ้นอยู่กับสัญญามอบอำนาจว่าผู้ให้ยืมมอบหมายให้ตัวกลางทำหน้าที่เป็นเพียงนายหน้า (agents) หรือทำหน้าที่ในฐานะเจ้าของหลักทรัพย์ (principal) หากตัวกลางทำหน้าที่เพียงนายหน้า ตัวกลางจะเป็นผู้คัดเลือกว่าใครควรเป็นผู้ยืม แต่ในการตัดสินใจว่าจะให้ยืมหรือไม่นั้นเป็นหน้าที่ของผู้ให้ยืม และในการทำสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ ผู้ให้ยืมจะเข้าเป็นคู่สัญญากับผู้ยืมเอง ส่วนตัวกลางมีหน้าที่ดูแลรักษาหลักประกันหรือทำหน้าที่เป็นเพียงผู้ดูแลทรัพย์สินนั่นเอง สำหรับตัวกลางที่ทำหน้าที่ในฐานะเจ้าของหลักทรัพย์ ตัวกลางจะเป็นผู้เข้าทำสัญญากับผู้ยืมเสมือนหนึ่งว่าเป็นเจ้าของหลักทรัพย์โดยไม่เปิดเผยชื่อเจ้าของหลักทรัพย์ที่แท้จริง ดังนั้น

---

[13] Ibid., p. 9-17.

* ในประเทศอังกฤษซึ่งกองทุนรวม (mutual fund) จะเป็นผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์ไว้เอง ผู้จัดการกองทุนรวมอาจทำหน้าที่เป็นตัวกลางที่ปฏิบัติหน้าที่เป็นนายหน้าหรือตัวแทนได้ด้วย

ความเสี่ยงทั้งหมดจะตกไปอยู่กับตัวกลางแทนเจ้าของหลักทรัพย์ (principal risk) สำหรับค่าตอบแทนที่ตัวแทนทั้งสองประเภทจะได้รับจะแบ่งตามสัดส่วนระหว่างผู้ให้ยืมและตัวกลาง โดยค่าตอบแทนสำหรับตัวกลางที่ทำหน้าที่ในฐานะเจ้าของหลักทรัพย์จะได้รับค่าตอบแทนมากกว่าตัวกลางที่ทำหน้าที่เพียงเป็นนายหน้า เนื่องจากตัวกลางประเภทแรกมีความเสี่ยงและหน้าที่มากกว่านั่นเอง

3.1.2 ตัวกลางที่เป็นนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ (loan brokers)[14]

ตัวกลางประเภทนี้มักได้แก่ บริษัทนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์หรือบริษัทที่ประกอบธุรกิจในการเป็นตัวกลางโดยเฉพาะ (specialty agents) โดยในการปฏิบัติหน้าที่เป็นตัวกลาง ตัวกลางจะยืมหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ และนำหลักทรัพย์ดังกล่าวมาให้ยืมต่อกับผู้ยืมหลักทรัพย์ โดยตัวกลางจะได้รับส่วนต่างระหว่างค่าธรรมเนียมในการยืมหลักทรัพย์ที่จะต้องจ่ายให้กับผู้ให้ยืมกับค่าธรรมเนียมในการให้ยืมหลักทรัพย์ที่ได้รับจากผู้ยืม (spread)

3.1.3 ตัวกลางในระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (intermediaries for settlement driven lending)[15] จุดประสงค์หลักของตัวกลางประเภทนี้ก็เพื่ออำนวยความสะดวกในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ดังนั้น ตัวกลางประเภทดังกล่าวจึงได้แก่ สำนักหักบัญชี (clearing house) ซึ่งทำหน้าที่ในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ให้กับสมาชิกนั่นเอง สำนักหักบัญชีที่ให้บริการในการเป็นตัวกลางที่มีชื่อเสียงได้แก่ Euroclear ตั้งอยู่ที่ Brussel และ Cedel ตั้งอยู่ที่ Luxemburg โดยสำนักหักบัญชีทั้งสองแห่งจะจัดสรรหลักทรัพย์ไปยังผู้ยืมจากหลักทรัพย์กองกลาง (pool of securities) โดยที่ผู้ยืมและผู้ให้ยืมมิได้ติดต่อกันโดยตรง แต่จะติดต่อผ่านสำนักหักบัญชี และข้อมูลของคู่กรณีทั้งสองจะไม่ถูกเปิดเผย ผู้ยืมจะไม่ทราบว่าตนยืมหลักทรัพย์จากใคร ในทำนองเดียวกันผู้ให้ยืมก็จะไม่ทราบว่าใครคือผู้ยืมหลักทรัพย์จากตน ผู้ที่ต้องการให้ยืมหลักทรัพย์ทุกคนจะส่งคำสั่งการให้ยืมหลักทรัพย์เข้าสู่ระบบ ในขณะเดียวกันผู้ที่ต้องการยืมหลักทรัพย์ก็จะส่งคำสั่งการยืมเข้าสู่ระบบเช่นกัน ระบบจะทำการรวมคำสั่งทั้งหมดและทำการจับคู่คำสั่งโดยพยายามที่จะจัดให้มีการยืมหลักทรัพย์ให้มากที่สุด รวมทั้งจัดให้มีการกระจายหลักทรัพย์ไปยังผู้ยืมหลักทรัพย์ให้มากที่สุด ในกรณีที่

---

[14] Ibid., p.21.

[15] Ibid., p.37.

หลักทรัพย์ที่พร้อมให้ยืมมีปริมาณมากกว่าความต้องการยืมก็จะมีการกำหนดสัดส่วนในการให้ยืมของผู้ให้ยืมว่าหลักทรัพย์ของแต่ละคนจะถูกยืมไปเป็นปริมาณเท่าใดตามสัดส่วน

ผู้เกี่ยวข้อง (participant) ในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ในระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ดังเช่น Euroclear และ Cedel แบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่[16]

(1) ผู้ยืมหลักทรัพย์ แบ่งได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

- automatic borrower คือ ผู้ยืมหลักทรัพย์ที่มีการตกลงกับระบบ โดยให้มีคำสั่งในการยืมหลักทรัพย์อยู่ในระบบตลอดเวลา เพื่อทำการยืมหลักทรัพย์จากระบบและเมื่อมีหลักทรัพย์ที่พร้อมจะให้ยืม ระบบก็จะทำการให้ยืมหลักทรัพย์ดังกล่าวไปยังบัญชีของผู้ยืมโดยทันที

- opportunity borrower คือ ผู้ยืมหลักทรัพย์ซึ่งเมื่อมีความต้องการหลักทรัพย์ก็จะติดต่อกับระบบโดยปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ และส่งคำสั่งในการยืมหลักทรัพย์เข้าสู่ระบบเป็นคราว ๆ เพื่อรอการจัดสรรหลักทรัพย์

(2) ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ซึ่งมี 2 ประเภท เช่นเดียวกับผู้ยืมหลักทรัพย์ ดังนี้

- automatic lender คือ ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีหลักทรัพย์คงเหลืออยู่ในบัญชีก็จะอนุญาตให้นำหลักทรัพย์ในบัญชีออกให้ยืมได้ทันที

- opportunity lender คือผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่อนุญาตให้มีการยืมหลักทรัพย์จากบัญชีของตนได้เฉพาะในกรณีที่มีการส่งคำสั่งอนุญาตให้นำหลักทรัพย์ออกให้ยืมไปยังระบบเท่านั้น

ในการให้ยืมหลักทรัพย์ผ่านสำนักหักบัญชีผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะได้รับผลประโยชน์ในรูปของค่าธรรมเนียมซึ่งมักจะได้เป็นจำนวนสูงกว่าการให้ยืมในกรณีอื่น ๆ ทั่วไป

---

[16] Ibid., p.37-47.

4. โครงสร้างและขั้นตอนการให้ยืมหลักทรัพย์

4.1 โครงสร้างของการให้ยืมหลักทรัพย์ ในการให้ยืมหลักทรัพย์จะมีโครงสร้างที่เป็นส่วนประกอบอยู่สามส่วนด้วยกัน คือ[17]

(1) ธรรมเนียมปฏิบัติ ด้วยเหตุที่การให้ยืมหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมที่กระทำกันอย่างแพร่หลาย และเป็นสิ่งที่กระทำกันมาเป็นระยะเวลานานแล้ว[18] ดังนั้น การกระทำบางอย่างที่ได้กระทำต่อเนื่องกันมาและได้รับการยอมรับจากผู้ที่อยู่ในธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์จะได้รับการยอมรับว่าเป็นธรรมเนียมปฏิบัติ เช่น ระยะเวลาในการส่งมอบหลักทรัพย์ การคำนวณผลประโยชน์ในการให้ยืมหลักทรัพย์ เป็นต้น

(2) กฎหมายและกฎระเบียบ กฎหมายและกฎระเบียบเป็นสิ่งที่รัฐใช้อำนาจในการกำกับดูแลการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้การทำธุรกรรมดำเนินไปด้วยความเรียบร้อย ในขณะเดียวกันก็เพื่อควบคุมหรือป้องกันมิให้เกิดความเสียหายในธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ อีกทั้งป้องกันการกระทำที่ไม่เป็นธรรมที่อาจเกิดขึ้นแก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้กฎหมายและกฎระเบียบที่กำหนดนี้จะมีรายละเอียดที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ นอกจากนี้หน่วยงานหรือองค์การที่กำหนดกฎหมายหรือกฎระเบียบดังกล่าวก็มีอยู่ด้วยกันหลายหน่วยงาน เช่น ตลาดหลักทรัพย์ สรรพากร ธนาคารกลาง เป็นต้น

(3) ความตกลงระหว่างคู่สัญญา ความตกลงของคู่สัญญาถือเป็นหลักพื้นฐานของการทำสัญญาโดยทั่วไป ในการให้ยืมหลักทรัพย์ก็เป็นเช่นเดียวกับสัญญาทั่วไปซึ่งผู้ยืมและผู้ให้ยืมจะกำหนดสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดตลอดจนรายละเอียดที่เกี่ยวข้องไว้ในสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ ทั้งนี้คู่สัญญาอาจนำธรรมเนียมปฏิบัติหรือกฎหมายและกฎระเบียบมากำหนดไว้ในสัญญาด้วยก็ได้ โดยคู่สัญญามีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามที่ได้ตกลงไว้ในสัญญาดังกล่าว

โครงสร้างทั้งสามประการอันเป็นส่วนประกอบในการให้ยืมหลักทรัพย์จะมีลำดับความสำคัญที่แตกต่างกันไป กล่าวคือ กฎหมายและกฎระเบียบเป็นส่วนที่มีน้ำหนักมากที่สุด คู่สัญญาต้องพิจารณาเป็นลำดับแรก ทั้งนี้ ประเทศที่มีการให้ยืมหลักทรัพย์อาจมีการกำหนดกฎเกณฑ์ที่แตกต่างกันไป ซึ่งจะได้กล่าวถึงโดยละเอียดในลำดับต่อไป เมื่อพิจารณา

---

[17] Frank Soudor, Securities Lending book 2, p.16.

[18] David Hopton, Equity Trading, p. 141

กฎหมายและกฎระเบียบแล้วสิ่งที่จะต้องให้ความสำคัญในลำดับต่อไปก็คือธรรมเนียมปฏิบัติ กล่าวคือ โดยทั่วไปแล้วธรรมเนียมปฏิบัติจะไม่ขัดกับกฎหมายและกฎระเบียบด้วยเหตุที่ธรรมเนียมปฏิบัติเป็นสิ่งที่ถือปฏิบัติอยู่ทั่วไป แต่ทั้งนี้ ธรรมเนียมปฏิบัติที่อยู่ในประเทศหนึ่งอาจแตกต่างกับธรรมเนียมปฏิบัติในอีกประเทศหนึ่งได้ องค์ประกอบสุดท้ายที่ต้องพิจารณาคือ ความตกลงระหว่างคู่สัญญา คู่สัญญาจะตกลงกันอย่างไรก็ได้หากไม่ขัดต่อกฎหมายและกฎระเบียบรวมทั้งธรรมเนียมปฏิบัตินั้นอาจกล่าวได้ว่าความตกลงของคู่กรณีที่ใช้กันตามหลักสัญญาทั่วไปจะต้องอยู่ภายใต้กฎหมายและกฎระเบียบและธรรมเนียมปฏิบัติด้วย

4.2 ขั้นตอนการให้ยืมหลักทรัพย์ ในการให้ยืมหลักทรัพย์จะมีขั้นตอนที่สำคัญดังต่อไปนี้ [19]

4.2.1 การติดต่อขอยืมหลักทรัพย์

กระบวนการนี้จะเป็นขั้นตอนเริ่มแรกของการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยจะเริ่มต้นตั้งแต่ผู้ยืมติดต่อกับผู้ให้ยืมหรือตัวกลางของผู้ให้ยืม อาจเป็นโดยทางโทรศัพท์หรือทางอื่นเพื่อขอยืมหลักทรัพย์ โดยการเจรจาจะมีการตกลงกันในรายละเอียดของการให้ยืมหลักทรัพย์ในเรื่องดังต่อไปนี้

(1) ประเภท ชนิดและจำนวนหลักทรัพย์ที่จะยืม หลักทรัพย์ที่มีการยืมในปัจจุบันนั้นมีทั้งหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารทุน และหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารแห่งหนี้ ทั้งหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐและเอกชน

(2) ระยะเวลาในการให้ยืมหลักทรัพย์ ระยะเวลาในการให้ยืมหลักทรัพย์จะมีอยู่สองประเภท กล่าวคือ ไม่มีกำหนดระยะเวลา (open loan) และมีกำหนดเวลา (term loan) โดยในการให้ยืมหลักทรัพย์ส่วนมากมักไม่มีกำหนดระยะเวลาเนื่องจากผู้ยืมก็ไม่อาจคาดหมายได้ว่าราคาหลักทรัพย์ที่ตนเองได้สั่งขายแบบ short sales ไปนั้น จะมีราคาลดลงเพียงพอที่ตนจะเข้าไปซื้อเพื่อทำการส่งมอบคืนให้กับผู้ให้ยืมเมื่อใด ในขณะเดียวกันผู้ให้ยืมเองก็ไม่แน่ใจตนเองว่ามีความจำเป็นที่จะต้องใช้หลักทรัพย์ที่ให้ยืมไปนั้นเมื่อใด

(3) ประเภทของหลักประกัน หลักประกันที่ผู้ให้ยืมต้องการให้ผู้ยืมนำมาวางเป็นประกันส่วนมากมักจะต้องมีสภาพคล่อง อันได้แก่ เงินสด เลตเตอร์ออฟเครดิตชนิด

---

[19] Alison Brooks, International Securities Lending book1, (Greenwich : Asset International handbooks, 1992) p.1

หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ที่ไม่อาจเพิกถอนได้ (irrevocable letter of credit) บัตรเงินฝาก (certificate of deposit) หลักทรัพย์อื่น ๆ เพื่อสะดวกในกรณีที่ผู้ยืมไม่นำหลักทรัพย์ที่ยืมมาคืน ผู้ให้ยืมจะสามารถบังคับชำระหนี้จากหลักประกันดังกล่าว และนำไปซื้อหลักทรัพย์ประเภท ชนิด และจำนวนเดียวกันกับที่ให้ยืมในท้องตลาดได้

(4) กำหนดเวลาส่งมอบหลักทรัพย์ กำหนดเวลาส่งมอบหลักทรัพย์หมายถึง เวลาที่ผู้ให้ยืมจะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ที่ให้ยืมแก่ผู้ยืม ซึ่งส่วนมากมักจะเป็นไปตามรอบระยะเวลาการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (settlement cycle) ในแต่ละประเทศ เช่น ประเทศไทยจะมีรอบระยะเวลาการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ภายในสามวันทำการนับแต่วันที่ซื้อหรือขายหลักทรัพย์

(5) ค่าธรรมเนียมในการให้ยืมหลักทรัพย์ ค่าธรรมเนียมในการให้ยืมหลักทรัพย์มักจะเป็นการตกลงกันเป็นแต่ละคราวไป โดยอัตราค่าธรรมเนียมจะขึ้นอยู่กับชนิด ประเภท และจำนวนหลักทรัพย์ ระยะเวลาการยืมหลักทรัพย์ และสภาพความต้องการหลักทรัพย์นั้นในท้องตลาด ทั้งนี้ การคำนวณค่าธรรมเนียมในการให้ยืมหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับประเภทของหลักประกัน อันได้แก่

หลักประกันที่มิใช่เงินสด (non-cash collateral) หากผู้ยืมวางประกันเป็นทรัพย์สินอย่างอื่นที่มิใช่เงินสด อันได้แก่ เลตเตอร์ออฟเครดิตหรือหลักทรัพย์อื่น การคำนวณค่าธรรมเนียมในการให้ยืมจะคำนวณตามมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ให้ยืม

หลักประกันเป็นเงินสด หากผู้ยืมวางหลักประกันเป็นเงินสดการคำนวณค่าธรรมเนียมจะแตกต่างจากกรณีแรก กล่าวคือ ผู้ยืมจะไม่ต้องจ่ายค่าธรรมเนียมการยืมให้แก่ผู้ให้ยืม เนื่องจากผู้ให้ยืมสามารถนำเงินที่เป็นหลักประกันไปลงทุนในตลาดเงินระยะสั้น (money market) ได้ และผลตอบแทนที่ผู้ให้ยืมได้รับจากการนำหลักประกันไปลงทุนก็เทียบได้กับค่าธรรมเนียมในการยืมหลักทรัพย์นั่นเอง แต่ทั้งนี้ผู้ยืมและผู้ให้ยืมมักจะตกลงกันเพิ่มเติมว่าในกรณีที่วางหลักประกันเป็นเงินสด ผู้ให้ยืมจะต้องให้ส่วนลด (rebate) แก่ผู้ยืมจากผลตอบแทนที่ได้รับจากการนำเงินประกันไปลงทุน ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าผลตอบแทนที่ผู้ให้ยืมได้รับในการให้ยืมหลักทรัพย์หากผู้ยืมวางหลักประกันเป็นเงินสดก็คือ ผลตอบแทนที่ผู้ให้ยืมได้รับจากการนำเงินไปลงทุนหักด้วยส่วนลดที่ต้องจ่ายให้แก่ผู้ยืมนั่นเอง

4.2.2 การส่งมอบหลักประกันแก่ผู้ให้ยืม

เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงแก่ผู้ให้ยืม ผู้ยืมมักจะต้องส่งมอบหลักประกันให้แก่ผู้ให้ยืมก่อนเสมอ เนื่องจากหากผู้ให้ยืมส่งมอบหลักทรัพย์ที่ให้ยืมไปก่อนแล้ว แต่ผู้ยืมไม่ยินยอมส่งมอบหลักประกันให้ ผู้ให้ยืมมีเพียงสิทธิเรียกร้องตามสัญญาในการเรียกคืนหลักทรัพย์แต่เพียงประการเดียวเท่านั้นด้วยเหตุที่กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ได้โอนไปยังผู้ยืมแล้ว

4.2.3 การส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ยืม

การส่งมอบหลักทรัพย์ที่ให้ยืมถือเป็นหัวใจของการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยในการส่งมอบนั้นผู้ให้ยืมต้องโอนหลักทรัพย์ให้กับผู้ยืมเพื่อที่ผู้ยืมจะสามารถนำหลักทรัพย์ดังกล่าวไปส่งมอบให้กับบุคคลอื่นต่อไปได้ สำหรับกระบวนการในการโอนหลักทรัพย์ย่อมขึ้นอยู่กับกฎหมายของแต่ละประเทศว่าจะให้กระทำได้โดยวิธีการใดบ้าง ดังเช่นการโอนหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐได้กำหนดวิธีการโอนหลักทรัพย์ไว้สองวิธีได้แก่

(1) การโอนหลักทรัพย์โดยวิธีการส่งมอบและสลักหลังใบหลักทรัพย์*

---

*มีกฎหมายที่เกี่ยวข้อง 3 มาตรา ดังนี้

U.C.C. มาตรา 8-307 บัญญัติว่า

"การโอนหลักทรัพย์อันมีตราสารรับรองชนิดระบุชื่อไปยังผู้ซื้อโดยมิได้มีการสลักหลัง ผู้ซื้ออาจเป็นผู้ซื้อโดยสุจริต ณ เวลาที่การสลักหลังได้กระทำลง การโอนจะสมบูรณ์ต่อเมื่อได้มีการส่งมอบและผู้ซื้อมีสิทธิพิเศษตามกฎหมายที่จะบังคับให้ผู้โอนทำการสลักหลังให้ได้"

U.C.C. มาตรา 8-308 บัญญัติว่า

"(1) การสลักหลังหลักทรัพย์อันมีตราสารรับรองชนิดระบุชื่อ ได้กระทำขึ้นเมื่อผู้ทรงสิทธิลงลายมือชื่อบนหลักทรัพย์หรือใบแยกการโอนหลักทรัพย์ หรืออำนาจกระทำการโอนหลักทรัพย์ หรือลงลายมือชื่อแห่งตนต้องทำเป็นลายลักษณ์อักษรอย่างน้อยบนด้านหลังหลักทรัพย์

(2) การโอนหลักทรัพย์ด้วยการลงบัญชีในทะเบียนของผู้ประกอบธุรกิจชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์*

(เชิงอรรถต่อ)

(2) การสลักหลังมีได้ทั้งสลักหลังลอยหรือหลักหลังพิเศษ การสลักหลังลอยรวมถึงการสลักหลังให้แก่ผู้ถือด้วย การสลักหลังพิเศษระบุบุคคลผู้ที่รับโอนหลักทรัพย์หรือบุคคลผู้มีอำนาจกระทำการโอน ผู้ถืออาจเปลี่ยนจากการสลักหลังลอยมาเป็นสลักหลังพิเศษได้"

U.C.C. มาตรา 8-309 บัญญัติว่า

"การสลักหลังหลักทรัพย์อันมีตราสารรับรอง ไม่ว่าจะเป็นสลักหลังพิเศษหรือสลักหลังลอย ไม่ทำให้เกิดการโอนขึ้นจนกว่าจะได้ทำการส่งมอบหลักทรัพย์นั้น หรือถ้าการสลักหลังได้ทำลงบนใบแยกจะต้องทำการส่งมอบทั้งหลักทรัพย์และใบแยกนั้นแล้ว"

*กฎหมายที่บัญญัติเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์โดยระบบศูนย์กลางหักบัญชีมีดังนี้

(1) U.C.C. มาตรา 8-313 (1) (ช) บัญญัติไว้ดังนี้

"(ช) ในขณะที่ลงบัญชีของผู้รับโอนหรือของบุคคลที่ตนระบุไว้โดยถูกต้องนั้นลงไว้ในทะเบียนของผู้ประกอบธุรกิจชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ได้กระทำภายในบทบัญญัติ ม. 8-320"

(2) U.C.C. มาตรา 8-320 บัญญัติไว้ดังนี้

"(1) นอกจากวิธีอื่น การโอน การจำนำ หรือการไถ่ถอนหลักทรัพย์ หรือผลประโยชน์ในที่กล่าวนั้น อาจมีผลบังคับใช้ได้โดยทำการจดแจ้งที่ถูกต้องลงในสมุดทะเบียนของ clearing corporation ซึ่งทำโดยการหักบัญชีของผู้โอน ผู้จำนำ หรือผู้รับจำนำ และเพิ่มเข้าไปในบัญชีของผู้รับโอน ผู้รับจำนำ หรือผู้จำนำ ตามจำนวนหนี้หรือจำนวนหุ้นหรือสิทธิที่โอนมาจำนำ หรือไถ่ถอนถ้าหลักทรัพย์นั้นได้ปรากฏอยู่ในบัญชีของผู้โอน ผู้จำนำ หรือผู้รับจำนำในสมุดทะเบียนของผู้ประกอบธุรกิจชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ก็จะเป็นไปตามการดูแลควบคุมของผู้ประกอบธุรกิจชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ และ

(ก) กรณีเป็นหลักทรัพย์อันมีตราสารรับรอง

(1) หลักทรัพย์จะอยู่ในความดูแลของผู้ประกอบธุรกิจชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ผู้ประกอบธุรกิจอื่น ๆ ธนาคารตัวแทน หรือผู้ที่ได้รับแต่งตั้งจากบุคคลที่กล่าว และ

4.2.4 กระบวนการในระหว่างการให้ยืมหลักทรัพย์

ในช่วงระยะเวลาที่การให้ยืมหลักทรัพย์ยังไม่สิ้นสุดลง ซึ่งช่วงระยะเวลาดังกล่าวอาจกินเวลาเพียงไม่กี่วันหรือนานหลายเดือน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความต้องการใช้หลักทรัพย์ของทั้งผู้ยืมและผู้ให้ยืม ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวนี้จะมีกระบวนการที่คู่กรณีทั้งสองฝ่ายจะต้องปฏิบัติในระหว่างกันตราบเท่าที่การให้ยืมหลักทรัพย์ยังไม่สิ้นสุดลง ได้แก่การดูแลมูลค่าของหลักประกัน (collateral management) และการชดเชยสิทธิแก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ (relizing lender's entilements) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

(1) การดูแลมูลค่าของหลักประกัน

(เชิงอรรถต่อ)

(2) หลักทรัพย์จะอยู่ในแบบผู้ถือ หรือสลักหลังลอยโดยบุคคลที่จัดสรรไว้หรือจดทะเบียนในนามของผู้ประกอบธุรกิจชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ธนาคารตัวแทน หรือผู้ที่ได้รับแต่งตั้งจากบุคคลที่กล่าว หรือ

(ข) กรณีที่เป็นหลักทรัพย์อันไม่มีตราสารรับรอง จะจดทะเบียนในนามของผู้ประกอบธุรกิจที่กล่าวข้างต้น ผู้ประกอบธุรกิจอื่น ๆ ธนาคารตัวแทน หรือผู้ที่ได้รับแต่งตั้งจากบุคคลที่กล่าว

(2) ภายใต้การจดแจ้งลงทะเบียนในมาตรานี้ เกี่ยวกับหลักทะเบียนของผู้ประกอบธุรกิจฯด้วยการหักบัญชีของผู้โอนไปเข้าบัญชีของผู้รับโอน ภายใต้การควบคุมดูแลของผู้ประกอบธุรกิจฯ และในกรณีที่เป็นหลักทรัพย์ที่มีตราสารรับรอง หรือใบหลักทรัพย์นั้นต้องอยู่ในรูปผู้ถือหรือสลักหลังลอย หรือจดทะเบียนในนามของผู้ประกอบธุรกิจเพื่อผู้ประกอบธุรกิจสามารถรับเอาการจดทะเบียนการโอนหลักทรัพย์กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้

ส่วนหลักทรัพย์ที่ไม่มีตราสารรับรองซึ่งจะโอนในกรณีปกติได้ด้วยการจดทะเบียนในสมุดทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์นั้น ในกรณีที่โอนโดยผู้ประกอบธุรกิจต้องจดทะเบียนในนามของผู้ประกอบธุรกิจ หรือของธนาคารตัวแทน หรือผู้ถือแทนอื่น ๆ

(3) การจดแจ้งในทะเบียนของศูนย์ฯ กฎหมายกำหนดให้ระบุเฉพาะจำนวนโดยไม่จำต้องระบุชื่อเจ้าของที่จดทะเบียนไว้ หมายเลขหลักทรัพย์ หรือ อื่น ๆ ทั้งนี้เพื่อเป็นการทำให้เกิดความชัดเจนว่าหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เดียวกัน จะถูกถือว่าเป็นผลประโยชน์ที่สามารถนำมาใช้แทนกันได้

สาเหตุที่ต้องมีการดูแลมูลค่าของหลักประกันก็เนื่องจากว่า ถึงแม้มูลค่าของหลักประกันเมื่อเริ่มต้นให้ยืมหลักทรัพย์กันนั้นจะมีมูลค่ามากกว่าหลักทรัพย์ที่ให้ยืมก็ตาม แต่เนื่องจากหลักทรัพย์เป็นสินค้าที่มีการเปลี่ยนแปลงและปรับตัวของราคาอยู่ตลอดเวลาตามที่ได้กล่าวแล้ว ดังนั้นในช่วงเวลาของการยืมหลักทรัพย์นั้นอาจมีกรณีที่ราคาของหลักทรัพย์ที่ให้ยืมในท้องตลาดมีการปรับตัวสูงขึ้นจนมากกว่ามูลค่าของหลักประกัน ซึ่งเมื่อราคาหลักทรัพย์ในท้องตลาดมีมูลค่ามากกว่าหลักประกันแล้วจะเกิดความเสียหายแก่ผู้ให้ยืม หากเกิดกรณีที่ผู้ยืมไม่นำหลักทรัพย์มาส่งคืนผู้ให้ยืม ผู้ให้ยืมจะไม่สามารถบังคับชำระหนี้จากหลักประกันเพื่อนำไปซื้อหลักทรัพย์ชนิด ประเภท และจำนวนเดียวกันกับหลักทรัพย์ที่ให้ยืมมาคืนได้เพียงพอ ด้วยเหตุดังกล่าวจะต้องมีการดูแลประกันว่ามีอัตราส่วนตามที่ได้ตกลงกันไว้หรือไม่ (mark to market) โดยหากเปรียบเทียบมูลค่าแล้วหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงกว่าหลักประกัน ผู้ให้ยืมจะเรียกหลักประกันเพิ่มให้ครบตามอัตราส่วนที่ได้ตกลงกันไว้ หรือหากเทียบมูลค่ากันแล้วหลักประกันมีมูลค่าสูงกว่าหลักทรัพย์มาก ผู้ให้ยืมจะคืนหลักประกันบางส่วนคืนแก่ผู้ยืมหลักทรัพย์ โดยกระบวนการดังกล่าวจะกระทำกันทุกวัน (daily mark to market)

(2) การชดเชยสิทธิแก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์

ตามที่ได้กล่าวแล้วว่าลักษณะสำคัญของการให้ยืมหลักทรัพย์คือการโอนกรรมสิทธิ์หรือความเป็นเจ้าของไปให้กับผู้ยืมเช่นเดียวกับการขายหลักทรัพย์ แต่ทั้งนี้สิ่งที่ทำให้การยืมหลักทรัพย์แตกต่างจากการขายหลักทรัพย์ก็คือในด้านของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์แล้ว ผลประโยชน์และความเสี่ยงอันมีในหลักทรัพย์ที่ให้ยืมยังคงอยู่กับผู้ให้ยืมเสมอ ซึ่งหากเป็นการขายแล้วผลประโยชน์และความเสี่ยงในหลักทรัพย์จะโอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์เนื่องจากโอนกรรมสิทธิ์ ดังเช่นในขณะที่ให้ยืมหลักทรัพย์ไปนั้นหลักทรัพย์ดังกล่าวมีราคาซื้อขายในท้องตลาดสูงแต่เมื่อผู้ยืมนำหลักทรัพย์มาคืน ราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้นในท้องตลาดลดต่ำลงมากผู้ยืมก็ไม่มีหน้าที่ต้องชดเชยส่วนต่างของราคาให้กับผู้ให้ยืม ในทางกลับกันหากราคาหลักทรัพย์ที่ให้ยืมไปนั้นมีราคาซื้อขายในท้องตลาดต่ำ แต่เมื่อผู้ยืมนำหลักทรัพย์นั้นมาคืนราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในท้องตลาดเพิ่มสูงขึ้นมาก ผู้ให้ยืมก็ไม่มีหน้าที่ชดเชยส่วนต่างของราคาให้กับผู้ยืมแต่อย่างใด

ด้วยเหตุที่กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ได้ถูกโอนไปยังผู้ยืมแล้ว หากผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) ที่ให้ยืมมีการให้สิทธิประโยชน์แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ เช่นการจ่ายเงินปันผล การจ่ายดอกเบี้ย หรือการให้สิทธิในการจองซื้อหลักทรัพย์เพิ่มทุน ผลประโยชน์ต่าง ๆ

เหล่านี้ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะไม่ได้รับเนื่องจากไม่มีฐานะเป็นผู้ถือหลักทรัพย์อีกต่อไป แต่ด้วยเหตุที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ยังคงมีผลประโยชน์และความเสี่ยงอยู่ในหลักทรัพย์ที่ให้ยืม ดังนั้นผู้ยืมจึงมีหน้าที่ต้องชดเชยผลประโยชน์ดังกล่าว โดยเงื่อนไขในการชดเชยผลประโยชน์นั้นจะถูกกำหนดไว้ในสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ ทั้งนี้ การชดเชยสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ อาจแยกพิจารณาเป็นแต่ละกรณีดังนี้

- เงินปันผล (dividend)

หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหลักทรัพย์เมื่อใด ผู้ยืมหลักทรัพย์มีหน้าที่จ่ายเงินในจำนวนที่เท่ากับเงินปันผลไปให้กับผู้ให้ยืม สำหรับระยะเวลาในการจ่ายจะขึ้นอยู่กับความตกลงของทั้งสองฝ่าย ซึ่งแยกได้เป็นสองกรณีคือ จ่ายเมื่อสิ้นสุดการให้ยืมหลักทรัพย์หรือจ่ายในวันเดียวกันกับที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหลักทรัพย์

- การเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้ของหลักทรัพย์ (stock split) และการจ่ายหุ้นปันผล (stock dividend)

การเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้และการจ่ายหุ้นปันผลจะมีผลต่อจำนวนหลักทรัพย์ที่ให้ยืมโดยจะมีผลกระทบในแง่จำนวนหลักทรัพย์ที่จะต้องเพิ่มขึ้น ดังเช่น นาย ก. ยืมหลักทรัพย์ A จากนาย ข. 100 หุ้น โดยหุ้นดังกล่าวมีมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 100 บาท ต่อมาเมื่อหลักทรัพย์นั้นเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้จากหุ้นละ 100 บาท เป็นหุ้นละ 10 บาท ซึ่งจะมีผลทำให้หุ้น 100 หุ้นเดิมเพิ่มขึ้นเป็น 1,000 หุ้น เป็นต้น ดังนั้น ในการคืนหลักทรัพย์ผู้ยืมมีหน้าที่ต้องคืนหลักทรัพย์ในจำนวนเท่ากับจำนวนที่ยืมมาพร้อมด้วยจำนวนที่เพิ่มขึ้นจากการแตกหุ้นหรือการจ่ายหุ้นปันผล อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าผู้ยืมจะต้องคืนหลักทรัพย์ในจำนวนที่มากกว่าจำนวนที่ยืมมา แต่มูลค่าจะไม่แตกต่างกันมากนัก เนื่องจากโดยทั่วไปแล้วการประกาศแตกหุ้นหรือการจ่ายหุ้นปันผลจะทำให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้นลดลง

- สิทธิในการจองซื้อหลักทรัพย์เพิ่มทุน (preemtive rights)

ในการชดเชยสิทธิดังกล่าวนี้จะอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่ว่าผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต้องการจะใช้สิทธิดังกล่าวหรือไม่ หากผู้ให้ยืมไม่ต้องการใช้สิทธิดังกล่าวผู้ยืมก็ไม่จำต้องชดเชย แต่หากผู้ให้ยืมต้องการแล้วผู้ให้ยืมมีหน้าที่ต้องจ่ายเงินค่าจองซื้อหลักทรัพย์ส่วนหนึ่งและผู้ยืมมีหน้าที่ต้องซื้อหลักทรัพย์ตามจำนวนสิทธิที่ผู้ให้ยืมมีสิทธิที่จะได้รับมาให้กับผู้ให้ยืม

- สิทธิการออกเสียง (voting right)

สำหรับสิทธิในกรณีนี้จะแตกต่างจากกรณีอื่น ๆ ที่กล่าวมาแล้ว เนื่องจากผู้ยืมย่อมไม่สามารถจัดหาสิทธิการออกเสียงมาคืนให้แก่ผู้ให้ยืมได้ ดังนั้น หากผู้ให้ยืมต้องการใช้สิทธิดังกล่าวก็จะต้องเรียกคืนหลักทรัพย์จากผู้ยืม

4.2.5 การคืนหลักทรัพย์

เมื่อผู้ยืมหมดความจำเป็นที่จะต้องใช้หลักทรัพย์ดังกล่าวต่อไปแล้ว ซึ่งได้แก่กรณีที่ผู้ขาย short sale เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ได้ปรับตัวลดลงมามากเพียงพอแล้วก็จะเข้าไปซื้อหลักทรัพย์กลับคืนมา (cover short) เมื่อได้หลักทรัพย์มาแล้วผู้ยืมก็จะทำการส่งมอบหลักทรัพย์คืนกลับไปยังผู้ให้ยืมโดยหลักทรัพย์ที่คืนไปผู้ยืมย่อมไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ที่ยืมมาคืนได้ ผู้ยืมเพียงส่งมอบหลักทรัพย์อันเป็นประเภท ชนิด และจำนวนเดียวกันกับหลักทรัพย์ที่ให้ยืมเท่านั้น

ในส่วนของผู้ให้ยืมเมื่อมีความจำเป็นต้องใช้หลักทรัพย์ ผู้ให้ยืมก็จะเรียกหลักทรัพย์คืนจากผู้ยืมโดยผู้ยืมมีหน้าที่ต้องจัดหาหลักทรัพย์อันเป็นประเภท ชนิด และจำนวนเดียวกันมาคืนแก่ผู้ให้ยืม หากผู้ยืมไม่สามารถหาหลักทรัพย์มาคืนได้ทันตามกำหนด ซึ่งส่วนใหญ่ระยะเวลาในการบอกกล่าวคืนหลักทรัพย์มักจะใช้เวลาเท่ากับรอบระยะเวลาชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ในประเทศนั้น ๆ ผู้ให้ยืมจะบังคับหลักประกันเพื่อนำมาซื้อหลักทรัพย์ในท้องตลาดต่อไป

4.2.6 การส่งคืนหลักประกัน

เมื่อผู้ยืมส่งคืนหลักทรัพย์แล้ว ผู้ให้ยืมมีหน้าที่ต้องคืนหลักประกันแก่ผู้ยืม เหตุที่ผู้ให้ยืมจะต้องคืนหลักทรัพย์ให้ภายหลังได้รับหลักทรัพย์คืนแล้วก็เนื่องจากเพื่อป้องกันความเสี่ยงของผู้ให้ยืมนั่นเอง