

บทที่ 6

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

บทสรุป

ลักษณะของธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมซึ่งมีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จากผู้ให้ยืมไปยังผู้ยืม เพื่อให้ผู้ยืมสามารถนำหลักทรัพย์ไปส่งมอบต่อไปได้ และเมื่อถึงเวลานคืนหลักทรัพย์ที่ยืม ผู้ยืมจะโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์อันเป็นประเภท ชนิด และจำนวนอย่างเดียวกันกลับไปยังผู้ให้ยืม จากลักษณะที่มีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นี้เอง ทำให้การให้ยืมหลักทรัพย์ใกล้เคียงกับการซื้อขาย แต่ลักษณะที่ทำให้การให้ยืมหลักทรัพย์แตกต่างจากการซื้อขายก็คือ การที่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ยังคงมีผลประโยชน์และความเสี่ยงในหลักทรัพย์ที่ผู้ให้ยืมอยู่ โดยพิจารณาได้จากในช่วงเวลาการยืมหลักทรัพย์ ผลประโยชน์ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ประกาศจ่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ เป็นต้นว่าเงินปันผลหรือสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ผู้ยืมหลักทรัพย์จะต้องนำผลประโยชน์ต่าง ๆ เหล่านี้คืนให้แก่ผู้ให้ยืม เช่น บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ประกาศจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ด้วยเหตุที่ผู้ยืมหลักทรัพย์ส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลอื่นไปแล้ว ผู้ที่จะได้รับเงินปันผลก็คือผู้ถือหุ้นคนใหม่ ขณะเดียวกันผู้ยืมหลักทรัพย์เป็นผู้ที่ต้องจ่ายเงินปันผลจำนวนดังกล่าวให้แก่ผู้ให้ยืมด้วย โดยการชดเชยสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ให้กับผู้ให้ยืมจะไม่เป็นภาระแก่ผู้ยืมหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้เนื่องจากภายหลังจากวันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหลักทรัพย์เพื่อจ่ายสิทธิประโยชน์แล้ว การซื้อหลักทรัพย์เพื่อนำมาคืนจะซื้อได้ในราคาที่ไมรวมสิทธิประโยชน์ และโดยปกติแล้วในช่วงเวลาดังกล่าวราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลงเท่ากับมูลค่าสิทธิที่จ่าย ผู้ยืมหลักทรัพย์ก็สามารถซื้อหลักทรัพย์ได้ในราคาที่ต่ำกว่าเดิม

สำหรับประโยชน์ของการให้ยืมหลักทรัพย์ก็เพื่อให้นักลงทุนสามารถทำการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองได้ โดยนักลงทุนที่คาดการณ์ว่าราคาหลักทรัพย์จะลดลงในอนาคตจะทำการยืมหลักทรัพย์เพื่อทำการขายหลักทรัพย์ดังกล่าวออกไปก่อน และเมื่อราคาหลักทรัพย์ลดลงนักลงทุนจึงทำการซื้อหลักทรัพย์กลับคืนมาเพื่อส่งมอบให้ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ต่อไป นอกจากนี้การให้ยืมหลักทรัพย์จะช่วยลดการผิคนัดส่งมอบหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ ในกรณีที่ลูกค้าสั่งขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ไว้ไม่นำหลัก

ทรัพย์ที่ส่งขายมาส่งมอบให้แก่บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ก็ไม่สามารถนำหลักทรัพย์ที่ลูกค้าส่งขายและได้ตกลงทำการซื้อขายเสร็จสิ้นไปแล้วส่งมอบให้กับผู้ซื้อต่อไปได้ แต่เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถส่งมอบหลักทรัพย์ต่อไปได้ การให้ยืมหลักทรัพย์จึงเข้ามาอำนวยความสะดวกแก่บริษัทหลักทรัพย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์จะยืมหลักทรัพย์จากผู้ที่มิใช่ลูกค้ามาเพื่อส่งมอบก่อน และในภายหลังเมื่อบริษัทหลักทรัพย์ได้รับหลักทรัพย์จากลูกค้าแล้วบริษัทหลักทรัพย์ก็จะนำหลักทรัพย์ที่ได้รับจากลูกค้าคืนแก่ผู้ให้ยืมต่อไป ในด้านของผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ การให้ยืมหลักทรัพย์จะทำให้บุคคลดังกล่าวได้รับผลตอบแทนนอกเหนือจากผลประโยชน์ที่ได้รับจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในฐานะผู้ถือหลักทรัพย์

ในส่วนของการให้ยืมหลักทรัพย์ในต่างประเทศ จากการศึกษาวิจัยพบว่าในหลายประเทศมีธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้นมาเป็นระยะเวลาอันยาวนานแล้ว และในประเทศที่ยังไม่มีการให้ยืมหลักทรัพย์ก็พยายามจัดให้มีธุรกรรมดังกล่าวเกิดขึ้น สำหรับเหตุผลซึ่งประเทศที่ยังไม่มีการให้ยืมหลักทรัพย์พยายามจัดให้มีธุรกรรมดังกล่าวเกิดขึ้นก็ด้วยเล็งเห็นถึงประโยชน์ของการให้ยืมหลักทรัพย์ตามที่กล่าวแล้ว อีกทั้งเพื่อให้เป็นไปตามข้อเสนอแนะของ group of thirty (G30) ซึ่งเป็นคณะทำงานระหว่างประเทศที่ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อพัฒนาและวางแผนการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ให้เป็นไปโดยรวดเร็วและมีมาตรฐานอย่างเดียวกันทั่วโลก โดยคณะทำงานชุดดังกล่าวได้ให้ข้อเสนอแนะว่า “การให้ยืมหลักทรัพย์จะเป็นกระบวนการที่ทำให้ระบบการส่งมอบหลักทรัพย์เป็นไปโดยสะดวกยิ่งขึ้น และกฎหมายรวมทั้งการจกเก็บภาษีที่จะเป็นอุปสรรคในการมีระบบการให้ยืมหลักทรัพย์ควรถูกขจัดออกไปภายในปี ค.ศ. 1990” นอกจากนี้จากการศึกษาวิจัยในประเทศที่มีการให้ยืมหลักทรัพย์แล้ว พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผู้ยืมและผู้ให้ยืมหลักทรัพย์จะผูกพันกันโดยความตกลงระหว่างคู่สัญญา โดยคู่สัญญาจะกำหนดสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบจนรายละเอียดที่เกี่ยวข้องไว้ในสัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ และคู่สัญญามีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามที่ได้ตกลงไว้ในสัญญาดังกล่าว นอกเหนือจากความตกลงระหว่างคู่สัญญาแล้ว ผู้ยืมและผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ยังต้องอยู่ภายใต้กรอบของธรรมเนียมปฏิบัติรวมทั้งกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ สำหรับเหตุผลที่ต้องมีการกำหนดกฎหมายและกฎระเบียบเพื่อบังคับใช้กับธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ก็เพื่อวัตถุประสงค์หลักสองประการ กล่าวคือ เพื่อเป็นการส่งเสริมหรือสนับสนุนให้เกิดธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ และกำกับดูแลธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ ในส่วนกฎหมายที่ส่งเสริมหรือสนับสนุนการให้ยืมหลักทรัพย์ ได้แก่ กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจกเก็บภาษีจากการให้ยืมหลัก

ทรัพย์ โดยกฎหมายดังกล่าวจะกำหนดในลักษณะที่ยกเว้นว่าการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ ทั้งเมื่อมีการยืมหรือค้ำหลักทรัพย์จะไม่ถูกถือว่าเป็นการซื้อขาย เมื่อไม่ถือเป็นการซื้อขายจึงไม่มีเงินได้พึงประเมินเกิดขึ้น นอกจากนี้ในบางประเทศยังให้สิทธิประโยชน์แก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ เสมือนหนึ่งว่าบุคคลดังกล่าวยังคงถือครองหลักทรัพย์ที่ให้อาศัยอยู่ โดยผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ สามารถขอเครดิตภาษีเงินปันผลและดอกเบี้ยได้ ในส่วนกฎหมายที่กำกับและดูแลการให้ยืมหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะใช้บังคับกับบุคคลที่ประกอบธุรกิจตามใบอนุญาต หรือเป็นการนำหลักทรัพย์ของประชาชนออกให้ยืม เช่น บริษัทหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ กองทุนบำเหน็จ บำนาญ (pension fund) โดยกฎหมายจะกำหนดในลักษณะที่เป็นการควบคุมความเสี่ยงที่เกิดจากการให้ยืมหลักทรัพย์ (risk management) โดยการควบคุมความเสี่ยงดังกล่าวประกอบด้วย ความเสี่ยงดังต่อไปนี้

(1) ความเสี่ยงอันเกิดจากฐานะการเงิน (credit risk) ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดจากการที่ผู้ยืมหลักทรัพย์มีฐานะการเงินไม่ดีและไม่อาจนำหลักทรัพย์ที่ยืมไปกลับมาคืนได้ เพื่อควบคุมความเสี่ยงดังกล่าวจึงต้องกำหนดให้มีการเรียกหลักประกันจากผู้ยืมโดยมีมูลค่าเท่ากับหรือมากกว่าหลักทรัพย์ที่ให้อาศัย เพื่อเป็นประกันว่าหากผู้ยืมมีฐานะการเงินตกต่ำลงจนไม่อาจคืนหลักทรัพย์ได้ ผู้ให้ยืมจะสามารถบังคับหลักประกันเพื่อนำไปซื้อหลักทรัพย์ในท้องตลาดกลับมาคืนมาได้

(2) ความเสี่ยงจากสภาวะตลาด (market risk) ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดจากลักษณะของหลักทรัพย์เองที่มีการปรับตัวขึ้นลงของราคาอยู่ตลอดเวลา ดังนั้นถึงแม้ว่าจะมีการวางหลักประกันในการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้แล้วก็ตาม แต่เมื่อเวลาผ่านไปราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในท้องตลาดอาจมีราคาปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นจนมูลค่าของหลักประกันที่เรียกไว้แต่แรกไม่เพียงพอกับมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์ที่ให้อาศัย เพื่อควบคุมความเสี่ยงดังกล่าวจึงต้องกำหนดให้ผู้ยืมต้องปรับมูลค่าของหลักประกันให้เป็นไปตามมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในท้องตลาดตลอดเวลา (mark to market)

(3) ความเสี่ยงอันเกิดจากคู่สัญญา (counterparty risk) ความเสี่ยงดังกล่าวเกิดจากผู้ยืมหรือผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ที่อาจมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในระหว่างกัน (conflict of interest) หรือผู้ยืมมีสถานะสภาพทางการเงินที่อาจตกเป็นผู้ล้มละลายหรือไม่เป็นที่น่าเชื่อถือ เพื่อควบคุมความเสี่ยงดังกล่าวจึงมีการจำกัดบุคคลที่จะทำธุรกรรมด้วยว่าจะต้องเป็นผู้ที่อยู่ภายใต้การควบคุมหรือกำกับดูแลของทางการด้วยกัน เป็นต้น

ในปัจจุบันการให้ยืมหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นมีปริมาณเพิ่มสูงขึ้นทั้งปริมาณและมูลค่าของธุรกรรม นอกจากนี้การทำธุรกรรมนี้ได้จำกัดอยู่แต่เฉพาะภายในประเทศเท่านั้น ยังมีการให้ยืมหลักทรัพย์ข้ามชาติ (cross-border securities lending) โดยผู้ยืมหลักทรัพย์อยู่ในประเทศหนึ่งผู้ให้ยืมหลักทรัพย์อยู่ในอีกประเทศหนึ่ง โดยผ่านตัวกลางการให้ยืมหลักทรัพย์ซึ่งมีที่อยู่นคนละประเทศกับทั้งผู้ยืมและให้ยืม ทั้งนี้ด้วยความก้าวหน้าของเทคโนโลยีของการสื่อสาร (information technology) ทำให้คู่กรณีดังกล่าวสามารถติดต่อกันได้อย่างรวดเร็ว แต่อย่างไรก็ตามถึงแม้เทคโนโลยีของการสื่อสารจะทำให้ธุรกรรมการให้ยืมเกิดขึ้นได้สะดวกมากขึ้น แต่ก็ทำให้ความเสี่ยงเกิดมากขึ้นเช่นกัน หากคู่กรณีฝ่ายหนึ่งผิดสัญญา คู่กรณีทั้งหมดจะฟ้องร้องกันได้อย่างไร จะใช้กฎหมายของประเทศใดบังคับ และการฟ้องร้องบังคับคดีจะเป็นการเพิ่มค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมให้สูงขึ้น ด้วยความเสี่ยงตามที่กล่าวจึงทำให้มีการพัฒนารูปแบบของการให้ยืมหลักทรัพย์ออกไปโดยมีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักประกันเด็ดขาด และเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาการให้ยืมหลักทรัพย์หากคู่กรณีฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไม่มั่นใจว่าคู่สัญญาอีกฝ่ายจะส่งมอบหลักทรัพย์หรือหลักประกันคืนตามสัญญาที่ยังไม่ต้องส่งมอบหลักทรัพย์หรือหลักประกันในส่วนของตนคืน เมื่อคู่กรณีฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไม่ส่งมอบหลักทรัพย์หรือหลักประกันคืนจะถือว่าเป็นเหตุผิดนัด และเมื่อมีเหตุผิดนัดนี้ตามสัญญาทั้งหมดจะถือว่าถึงกำหนดชำระทันที โดยหนี้ทั้งหมดจะถูกคำนวณออกมาเป็นตัวเงิน และนำจำนวนเงินที่ผู้ยืมต้องชำระคืนให้แก่ผู้ยืม จำนวนเงินที่ผู้ให้ยืมต้องชำระแก่ผู้ยืมมาหักกลบกัน (set off) ภายหลังการหักกลบแล้ว ใครเป็นหนี้ใครอยู่จำนวนเท่าใดก็จะชำระแต่เฉพาะส่วนต่างเท่านั้น จากหลักการดังกล่าวจะลดช่วยความเสี่ยงและค่าใช้จ่ายของคู่กรณีเป็นอย่างมาก คู่กรณีสามารถหักกลบหนี้ได้ระหว่างกันเองโดยไม่ต้องพึ่งการฟ้องร้องบังคับคดีแต่อย่างใด แต่การตกลงในลักษณะดังกล่าวก็ยังมีปัญหาว่าจะบังคับกันได้แค่ไหนเพียงไร เมื่อมีเหตุที่จะต้องนำข้อพิพาทของคู่กรณีขึ้นสู่ศาล

สำหรับในประเทศไทย การยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ยังไม่มีกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการที่ชัดเจนไว้โดยเฉพาะ กล่าวคือ คู่กรณีอาจยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ในระหว่างกันได้โดยอาศัยกฎหมายที่มีอยู่ในปัจจุบันคือประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งการให้ยืมหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายดังกล่าวมีข้อจำกัดอยู่หลายประการ อันได้แก่ การที่กฎหมายที่กำกับดูแลตลาดทุนในประเทศไทยยังไม่อนุญาตให้มีการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครอง โดยตีความรวมถึงการขายหลักทรัพย์ที่มีการยืมหลักทรัพย์ของบุคคลอื่นมาส่งมอบด้วย ด้วยเหตุดังกล่าวจึงไม่มีแรงจูงใจที่จะทำการยืมหลักทรัพย์ อีกทั้งการจัดเก็บภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์ยังไม่มี

ความชัดเจนว่าจะต้องเสียภาษีหรือไม่ อย่างไร นอกจากนี้ยังมีข้อจำกัดสำหรับบุคคลบางประเภทในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ด้วย เช่น กรณีของบริษัทที่ประกอบธุรกิจตามใบอนุญาต หรือกิจการที่มีการกำหนดขอบเขตการประกอบธุรกิจไว้ โดยหากบริษัทดังกล่าวนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม หรือทำการยืมหลักทรัพย์จากบุคคลอื่นเพื่อไปใช้ประโยชน์ในทางธุรกิจแล้ว จะถือว่าบริษัทดังกล่าวประกอบธุรกิจนอกเหนือจากที่ได้รับอนุญาต ซึ่งทำให้บริษัทนั้นเกิดความรับผิด จากเหตุผลและข้อจำกัดตามที่กล่าวมาข้างต้นนี้เองที่ทำให้การให้ยืมหลักทรัพย์ยังไม่เกิดขึ้นในประเทศไทย อย่างไรก็ตามในปัจจุบันหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งในภาครัฐและเอกชนได้ให้ความสนใจในเรื่องการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ กล่าวคือในส่วนของภาครัฐได้มีนโยบายที่จะส่งเสริมให้เกิดการให้ยืมหลักทรัพย์ โดยแก้ไขกฎหมายที่จะเป็นอุปสรรคต่อการให้ยืมหลักทรัพย์ ดังเช่น การจัดเก็บภาษีจากการให้ยืมหลักทรัพย์ การเปิดโอกาสให้ผู้มีความสามารถในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ทำการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ได้ ส่วนในภาคเอกชนก็ได้มีการตั้งคณะทำงานเพื่อศึกษาและเตรียมพร้อมที่จะประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์ทันทีที่ภาครัฐแก้ไขกฎหมายให้เอื้อต่อการให้ยืมหลักทรัพย์มากขึ้น

ในส่วนประเด็นปัญหาข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการให้ยืมหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายไทยนั้น ผู้เขียนได้อ้างอิงธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในต่างประเทศและแนวทางการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งจัดทำโดยฝ่ายวิจัยและพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำเสนอต่อคณะอนุกรรมการพิจารณากำกับตลาดอนุพันธ์มาเป็นพื้นฐานในการวิเคราะห์ปัญหาข้อกฎหมายที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งสรุปได้ดังนี้

1. ลักษณะทางกฎหมายของการให้ยืมหลักทรัพย์

จากการวิเคราะห์บทบัญญัติในกฎหมายไทยตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ การให้ยืมหลักทรัพย์อยู่ภายใต้หลักเรื่องนิติกรรมสัญญา สำหรับการให้ยืมหลักทรัพย์จะเข้าลักษณะใดลักษณะหนึ่งของเอกเทศสัญญาตามที่บัญญัติไว้ในบรรพ 3 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์หรือไม่นั้น ผู้เขียนเห็นว่าการให้ยืมหลักทรัพย์ตรงกับกฎหมายลักษณะยืมใช้สลับเปลือง โดยพิจารณาจากหลักเกณฑ์การให้ยืมหลักทรัพย์กับการยืมใช้สลับเปลือง มีหลักเกณฑ์ที่สอดคล้องกันอันได้แก่

(1) การยืมใช้สลับเปลืองและการให้ยืมหลักทรัพย์มีการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินหรือหลักทรัพย์ที่ให้ยืม

(2) การใช้สอยทรัพย์สินหรือหลักทรัพย์ที่ไ้ย้มนั้นเป็นการใช้สอยในลักษณะที่ไม่อาจนำกลับคืนมาได้อีก

(3) การคืนทรัพย์สินหรือหลักทรัพย์ที่ไ้ย้ม สามารถนำทรัพย์สินหรือหลักทรัพย์อันเป็นประเภท ชนิด และจำนวนเท่ากัน มาคืนได้ โดยไม่จำเป็นต้องคืนทรัพย์สินหรือหลักทรัพย์ที่ไ้ย้ม

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะพิจารณาว่าการไ้ย้มหลักทรัพย์อยู่ภายใต้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมสัญญา อีกทั้งยังสามารถนำกฎหมายลักษณะยืมใช้สืมเปลี่ยนมาใช้กับการไ้ย้มหลักทรัพย์ได้ก็ตาม แต่เนื่องจากลักษณะของธุรกรรมการไ้ย้มหลักทรัพย์มีลักษณะที่แตกต่างจากการยืมใช้สืมเปลี่ยนโดยทั่วไปอันได้แก่การที่ผู้ยืมหลักทรัพย์ต้องชดเชยสิทธิประโยชน์ที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์แก่ผู้ไ้ย้มหลักทรัพย์ การวางหลักประกันในการไ้ย้มหลักทรัพย์รวมถึงการปรับมูลค่าของหลักประกัน (mark to market) อันเป็นวิถีทางปกติของการไ้ย้มหลักทรัพย์ซึ่งกฎหมายลักษณะยืมใช้สืมเปลี่ยนมิได้กำหนดในเรื่องดังกล่าวไว้ ดังนี้ เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับผู้ประกอบธุรกิจการไ้ย้มหลักทรัพย์ว่าการไ้ย้มหลักทรัพย์สามารถกระทำได้ตามกฎหมาย และลดข้อโต้แย้งหากมีข้อพิพาทระหว่างผู้ยืมและผู้ไ้ย้ม รวมถึงลดปัญหาในกรณีที่จะต้องนำข้อพิพาทขึ้นสู่ศาล จึงควรกำหนดกฎหมายเพื่อบังคับใช้กับการไ้ย้มหลักทรัพย์โดยเฉพาะ ซึ่งแนวทางในการกำหนดกฎหมายดังกล่าวอาจใช้กฎหมายหลักทรัพย์ โดยกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยถือว่าการประกอบธุรกิจไ้ย้มหลักทรัพย์เป็นธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งและกำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการในการไ้ย้มหลักทรัพย์ไว้โดยเฉพาะ

2. หลักประกันสำหรับการไ้ย้มหลักทรัพย์

ผู้เขียนแบ่งพิจารณาหลักประกันในการไ้ย้มหลักทรัพย์ออกเป็น 2 ประเภท กล่าวคือ

2.1 หลักประกันเป็นเงินสด

สำหรับหลักประกันเป็นเงินสดนั้น ผู้เขียนพิจารณาเห็นว่าเข้าลักษณะเป็นมัดจำตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ด้วยเหตุผลที่ว่า

(1) มัดจำเป็นประกันด้วยทรัพย์สินลักษณะหนึ่ง ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์เช่นเดียวกับเรื่องจำนำ

(2) แนวความคิดของกฎหมายไทยแต่ดั้งเดิมนั้น สิ่งที่เป็นมัดจำจำกัด อยู่แต่เฉพาะเงินเท่านั้น ดังนี้ หากวางประกันเป็นเงินสดจึงน่าจะต้องด้วยลักษณะมัดจำ

(3) หากถือว่าการวางประกันเป็นเงินสดเข้าลักษณะเป็นจำนำแล้ว ในการบังคับชำระหนี้จะต้องขายทอดตลาดซึ่งผู้เขียนเห็นว่าการขายทอดตลาดขัดกับสภาพของเงิน ซึ่งมีค่าโดยตัวของตัวเองอยู่แล้ว นอกจากนี้ หากถือว่าเงินเข้าลักษณะมัดจำแล้วในการบังคับ หลักประกันสามารถริบเงินนั้นได้โดยซึ่งสอดคล้องกับสภาพของเงินมากกว่า

ดังนั้น ในการพิจารณาสถานะทางกฎหมายในเรื่องหลักประกันเป็นเงิน สดนั้น จึงต้องถือว่าหลักประกันเป็นเงินสดอยู่ในฐานะมัดจำตามประมวลกฎหมายแพ่งและ พาณิชย

2.2 หลักประกันเป็นหลักทรัพย์

สำหรับหลักประกันเป็นหลักทรัพย์นั้นมีแนวทางว่าผู้ยืมจะโอนกรรม สิทธิในหลักทรัพย์ที่วางเป็นประกันให้กับผู้ให้ยืม ซึ่งแนวทางดังกล่าวผู้เขียนเห็นว่าการโอน กรรมสิทธิ์เด็ดขาดในหลักประกัน ไม่เข้าลักษณะของการประกันตามที่กำหนดไว้ในประมวล กฎหมายแพ่งและพาณิชย ซึ่งแนวทางดังกล่าวจะสามารถกระทำได้หรือไม่นั้น ยังมีความเห็น แตกต่างกันอยู่เป็นสองความเห็น กล่าวคือ

(1) เห็นว่าการโอนกรรมสิทธิ์เด็ดขาดในหลักประกันสามารถกระทำ ได้ตามหลักนิติกรรมสัญญา โดยถือว่าเป็นหลักประกันในเชิงธุรกิจมิได้เป็นหลักประกันในทาง กฎหมายเช่นเดียวกับการขายฝาก ซึ่งทรัพย์สินที่ขายฝากเป็นหลักประกัน ให้แก่ผู้ซื้อฝากว่าผู้ขาย ฝากจะต้องมาไถ่ทรัพย์สิน

(2) เห็นว่าการโอนกรรมสิทธิ์เด็ดขาดในหลักประกันไม่สามารถ กระทำได้ โดยพิจารณาว่าเป็นการทำสัญญาให้คู่กรณีสามารถบังคับกันเองได้โดยไม่ต้องพึ่ง กระบวนการยุติธรรมของรัฐอันถือเป็นการเล็งอำนาจรัฐในกระบวนการยุติธรรม และขัดกับ หลักกฎหมายมหาชนทั่วไปที่รัฐแต่ผู้เดียวที่จะเป็นผู้ใช้กำลังบังคับได้ เอกชนจะใช้กำลัง บังคับมิได้ถ้าไม่มีกฎหมายให้อำนาจไว้

จากความเห็นทั้งสองแนวนี้ผู้เขียนเห็นว่ายังมีข้อจำกัดและปัญหาอยู่ กล่าวคือ ในความเห็นแรกนั้น ตามหลักสัญญาสัญญาย่อมสามารถใช้บังคับได้เฉพาะคู่สัญญา ไม่อาจ บังคับไปถึงบุคคลภายนอกได้ ดังนี้หากในกรณีที่ผู้ยืมล้มละลายผู้ให้ยืมจะสามารถยึดถือหลัก ประกันไว้ได้ต่อไปหรือไม่ ซึ่งผู้เขียนเห็นว่าผู้ให้ยืมอาจไม่สามารถยึดถือหลักประกันต่อไปได้

หากถูกเจ้าหน้าที่รายอื่นร้องขอเพิกถอนการโอนต่อศาลตามมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย ในความเห็นที่สอง หากไม่สามารถใช้การโอนกรรมสิทธิ์เด็ดขาดในหลักประกันได้ ผู้ให้ยืมต้องนำหลักจำนำตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้บังคับ ซึ่งผู้เขียนเห็นว่า หลักการจำนำยังไม่เหมาะสมกับธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ในประเด็นของการต้องลงทะเบียนการจำนำทุกครั้งที่มีการให้หลักประกันเพื่อให้มีบุริมสิทธิอันดับคนภายนอกได้ทุกครั้ง ที่วางหลักประกัน และการขายทอดตลาดหลักทรัพย์ตามหลักจำนำยังไม่อาจให้ราคาที่เป็นธรรมแก่ผู้ยืมหลักทรัพย์ได้

ดังนั้น เพื่อให้มีความชัดเจนว่าในกรณีที่มีการวางหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน ในการให้ยืมหลักทรัพย์แล้ว ควรจะวางประกันในลักษณะใดจะก่อให้เกิดผลดีมากที่สุด และเป็นการลดความเสี่ยงที่อาจเกิดจากปัญหาข้อกฎหมาย (legal risk) ให้กับผู้ประกอบการ การให้ยืมหลักทรัพย์ จึงควรกำหนดกฎหมายเพื่อใช้บังคับกับการให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีการวางประกันเป็นหลักประกันโดยเฉพาะ สำหรับแนวทางในการกำหนดกฎหมายดังกล่าวนี้ ผู้เขียนเห็นว่าอาจนำหลักเกณฑ์ในการที่บริษัทหลักทรัพย์ให้กู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์โดยมีหลักทรัพย์มาวางเป็นประกันให้กับลูกค้าที่กำหนดไว้ในมาตรา 195 และ 196 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มากำหนดเป็นแนวทางได้

3. การชดเชยสิทธิประโยชน์แก่ผู้ให้ยืมหลักทรัพย์

ในเรื่องการชดเชยสิทธิประโยชน์ให้กับผู้ให้ยืมหลักทรัพย์ โดยกำหนดกันไว้ในสัญญา นั้น ผู้เขียนเห็นว่าสามารถกำหนดกันได้อยู่แล้วตามหลักนิติกรรมสัญญาโดยทั่วไป และการกำหนดดังกล่าวไม่ถือว่าขัดกับความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีของประชาชน

4. การนำหลักทรัพย์ของลูกค้าที่วางเป็นประกันในการกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์มาให้ยืมต่อ

ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์ให้ลูกค้ากู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีหลักทรัพย์ดังกล่าวมาวางเป็นประกันการชำระหนี้ บริษัทหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติตามมาตรา 195 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือ

(1) ต้องจัดให้มีบัญชีหลักทรัพย์จดทะเบียนดังกล่าวตามแบบที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และต้องลงรายการให้ถูกต้องครบถ้วนและตรงตามความเป็นจริง

(2) รักษาหลักทรัพย์จดทะเบียนไว้ให้ตรงตามประเภท ชนิด และตามจำนวนสุทธิที่ปรากฏในบัญชีหลักทรัพย์ตาม (1) อยู่ตลอดเวลา เว้นแต่กรณีที่คณะกรรมการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศกำหนดและต้องส่งคืนให้แก่ผู้กู้ได้ในทันทีที่ผู้กู้ได้ชำระหนี้เงินกู้ครบถ้วนแล้ว

สำหรับเหตุผลที่กฎหมายกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดให้มีบัญชีหลักทรัพย์จดทะเบียนและรักษาหลักทรัพย์จดทะเบียนนั้น ก็เพื่อความมั่นคงของบริษัทหลักทรัพย์ในอันที่จะต้องคืนหลักทรัพย์แก่ลูกค้าในทันทีเมื่อลูกค้าชำระหนี้ให้แก่บริษัทหลักทรัพย์แล้ว และต้องรักษาหลักทรัพย์ของลูกค้าไม่ให้สูญหายและไม่นำหลักทรัพย์ของลูกค้าไปใช้ประโยชน์เป็นการส่วนตัวแก่บริษัทหลักทรัพย์ ดังนั้น การที่บริษัทหลักทรัพย์จะนำหลักทรัพย์ของลูกค้าไปให้ยืมต่อจึงขัดกับหลักกฎหมายดังกล่าว แต่อย่างไรก็ตามเพื่อให้ธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์เกิดขึ้น ได้ดังที่เป็นในต่างประเทศ คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์อาจยกเว้นการรักษาหลักทรัพย์จดทะเบียนของบริษัทหลักทรัพย์ได้ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์นำหลักทรัพย์ไปให้ยืมต่อ แต่ทั้งนี้ควรกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดหาหลักประกันอื่นมาทดแทนเพื่อให้เป็นไปตามเจตนารมณ์ของกฎหมายด้วย

ข้อเสนอแนะ

1. ควรเปิดโอกาสให้มีการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครอง โดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ทำการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองได้ ตามมาตรา 98 (5) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทั้งนี้เนื่องจากการให้ยืมหลักทรัพย์และการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองเป็นส่วนประกอบซึ่งกันและกัน หากไม่มีการให้ยืมหลักทรัพย์ก็ไม่สามารถทำการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองได้ ในขณะที่หากไม่สามารถทำการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองได้ แรงจูงใจในการยืมหลักทรัพย์ก็ลดลง

นอกจากนี้ควรจะได้มีการแก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 98 (5) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อให้การขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองรวมถึงกรณีการขายหลักทรัพย์โดยการยืมหลักทรัพย์ของบุคคลอื่นมาส่งมอบด้วย อันจะเป็นไปตามเจตนารมณ์ของผู้ร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 รวมถึงสอดคล้องกับการขายหลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองในต่างประเทศ

2. ควรอนุญาตให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจตามใบอนุญาต หรือกิจการที่มีการกำหนดขอบเขตการประกอบธุรกิจไว้ สามารถนำหลักทรัพย์ออกให้ยืม หรือทำการยืมหลักทรัพย์จากบุคคลอื่นได้ อันได้แก่

2.1 บริษัทหลักทรัพย์ หากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เสนอแนะให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังออกข้อกำหนดให้การทำการเป็นตัวแทนในการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์เป็นการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ตาม (7) ของบทนิยามคำว่า “ธุรกิจหลักทรัพย์” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะทำให้บริษัทหลักทรัพย์ซึ่งมีความพร้อมในการทำธุรกรรมกรทำให้หลักทรัพย์สามารถทำการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ทั้งเพื่อตนเองและลูกค้าได้

2.2 ธนาคารพาณิชย์ หากธนาคารแห่งประเทศไทยอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกิจการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ได้โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 9 ทวิ ดังเช่นที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเคยอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกิจอื่นมาแล้ว จะทำให้ธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ (Custodian Services) ของลูกค้าอยู่แล้วสามารถทำการเป็นตัวแทนในการให้ยืมหลักทรัพย์ให้กับลูกค้าที่ฝากหลักทรัพย์ไว้กับตนได้

3. เมื่ออนุญาตให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจตามใบอนุญาตสามารถนำหลักทรัพย์ออกให้ยืมหรือทำการยืมหลักทรัพย์จากบุคคลอื่นได้แล้ว ควรกำกับดูแลการประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์เพื่อเป็นการจำกัดหรือลดความเสี่ยง (risk management) โดยพิจารณาถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น อันได้แก่

(1) ความเสี่ยงอันเกิดจากฐานะการเงิน (credit risk) ควรกำหนดให้การให้ยืมหลักทรัพย์ต้องมีการเรียกหลักประกันให้เท่ากับหรือมากกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ให้ยืม โดยหลักประกันดังกล่าวควรมีสภาพคล่องที่สามารถแปรสภาพเป็นเงินสดเพื่อนำไปซื้อหลักทรัพย์ในท้องตลาดได้ดังเช่น เงิน หรือหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

(2) ความเสี่ยงอันเกิดจากภาวะตลาด (market risk) ควรกำหนดให้มีการปรับมูลค่าหลักประกันให้เป็นไปตามมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ให้ยืมทุกวัน (daily mark-to-market)

(3) ความเสี่ยงอันเกิดจากคู่สัญญา (counterparty risk) ควรกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการให้ยืมหลักทรัพย์ต้องไม่นำหลักทรัพย์ออกให้

ยืมกับนักลงทุนรายย่อยทั่วไป แต่ควรให้ยืมเฉพาะแต่นักลงทุนสถาบัน ทั้งนี้ เพื่อลดความเสี่ยงอันเกิดจากคู่สัญญาเนื่องจากนักลงทุนสถาบันนั้นย่อมมีความมั่นคงและเป็นที่น่าเชื่อถือได้มากกว่า ในส่วนของบริษัทหลักทรัพย์หากจะให้นักลงทุนยืมหลักทรัพย์เพื่อนำไปขาย หลักทรัพย์ที่ไม่มีในครอบครองนั้นควรให้ยืมในบัญชีมาร์จินเท่านั้น

4. เพื่อสร้างความมั่นใจและลดความเสี่ยงที่อาจเกิดจากข้อกฎหมาย (legal risk) ให้กับผู้ประกอบการให้ยืมหลักทรัพย์ว่าการให้ยืมหลักทรัพย์สามารถทำได้ตามกฎหมายหรือไม่ จึงควรกำหนดกฎหมายเพื่อบังคับใช้กับการให้ยืมหลักทรัพย์โดยเฉพาะ ซึ่งแนวทางในการกำหนดเรื่องดังกล่าวอาจใช้กฎหมายหลักทรัพย์ อันได้แก่ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยถือว่าการประกอบธุรกิจให้ยืมหลักทรัพย์เป็นธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง และกำหนดหลักเกณฑ์ และวิธีการในการให้ยืมหลักทรัพย์ไว้โดยเฉพาะ และในกรณีที่การให้ยืมหลักทรัพย์ที่มีการวางประกันเป็นหลักทรัพย์ ควรนำหลักเกณฑ์ในการที่บริษัทหลักทรัพย์ให้กู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์โดยมีหลักทรัพย์มาวางเป็นประกันให้กับลูกค้า ที่กำหนดไว้ในมาตรา 195 และ 196 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาเป็นแนวทางในการกำหนดกฎหมาย เนื่องจากในการให้กู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์โดยมีหลักทรัพย์มาวางเป็นประกัน ไม่ต้องนำหลักทรัพย์ที่วางเป็นประกันไปลงทะเบียนการจำนำ อีกทั้งเมื่อต้องมีการบังคับหลักประกันก็สามารถนำไปขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งแนวทางดังกล่าวจะทำให้การให้ยืมหลักทรัพย์สะดวกและลดความเสี่ยงจากราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วได้ และควรกำกับดูแลไม่ให้บริษัทหลักทรัพย์หรือธนาคารพาณิชย์นำหลักทรัพย์ที่ลูกค้าฝากไว้ ออกให้ยืมโดยปราศจากความยินยอมของเจ้าของหลักทรัพย์ ในลักษณะของการแยกบัญชีระหว่างหลักทรัพย์ที่ถือเพื่อตนเองกับเพื่อลูกค้าให้แยกออกจากกันอย่างเด็ดขาด (segregation) และในการกำกับดูแลการให้ยืมหลักทรัพย์ไม่ควรมีกฎเกณฑ์ที่ละเอียดหรือครอบคลุมมากเกินไปเนื่องจากการออกกฎเกณฑ์แต่ละเรื่องจะเป็นการเพิ่มต้นทุนในการดำเนินธุรกิจให้สูงขึ้น ดังนั้น ยังมีกฎระเบียบมากต้นทุนการดำเนินธุรกิจก็จะสูงขึ้นไปด้วย ควรกำกับดูแลให้ความสำคัญในการส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลตนเองในกลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจ (SROS) ตามหลักในเรื่องขององค์กรกำกับดูแลตนเองจะเหมาะสมกว่า