

บทที่ 2

ข้อความคิดพื้นฐานเกี่ยวกับพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ

เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

ในบทนี้จะเสนอเนื้อหาเป็น 2 ส่วน กล่าวคือในส่วนที่ 1 (หัวข้อที่ 1) อธิบายถึงแนวความคิด ทฤษฎี ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย ส่วนที่ 2 (หัวข้อที่ 2) อธิบายถึงหลักการและสาระสำคัญของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ทั้งนี้ผู้เขียนมุ่งให้เข้าใจและเห็นภาพรวมว่าแต่ละส่วนมีเหตุผลเชื่อมโยงกันอย่างไรเพื่อเป็นข้อความคิดพื้นฐานการวิเคราะห์ปัญหาบทต่อ ๆ ไป โดยขอกล่าวเป็นลำดับดังนี้

1. แนวความคิด ทฤษฎี ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) นับเป็นนวัตกรรมทางการเงินชนิดใหม่ที่เพิ่งนำมาใช้ในประเทศไทยเพื่อรองรับต่อการเปลี่ยนแปลงภาคเศรษฐกิจการเงินทั้งในระดับโลกและระดับภายในประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่ความต้องการสินเชื่อในหลายภูมิภาคได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นแต่การออมมีจำกัดไม่ทันความต้องการ ทำให้สถาบันการเงินต่าง ๆ สนใจที่จะพัฒนาสินทรัพย์ที่ตนมีอยู่ให้เกิดประโยชน์มากที่สุดด้วยวิธีแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในการก่อให้เกิดสภาพคล่องทางการเงินให้แก่ตนและเพิ่มแหล่งระดมทุนอีกแหล่งหนึ่งนอกจากวิธีกู้เงินแบบเดิม สำหรับประเทศที่ประสบความสำเร็จมาแล้วและแพร่ขยายยังประเทศต่าง ๆ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ยุโรป และญี่ปุ่น¹ แต่การจะนำมาใช้ให้เกิดผลในประเทศไทยนั้นจำเป็นต้องศึกษาแนวความคิดทฤษฎีของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้ถูกต้องถ่องแท้เสียก่อนซึ่งผู้เขียนจะขอกล่าวดังต่อไปนี้

1.1 แนวความคิดและทฤษฎีของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

การที่ระบบการเงินโลกเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523 เป็นต้นมา ทำให้เกิดแนวคิดเชื่อมโยงโลกธุรกิจการเงินเข้ามาเป็นตลาดเดียวกัน (Globalization) มีการผ่อนคลายนกฏเกณฑ์

¹หน่วยพัฒนาระบบการเงิน, ธนาคารแห่งประเทศไทย, “การแปลงสินทรัพย์เป็นตราสารเปลี่ยนมือได้ (Securitization),” ในเอกสารการพิจารณาพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 สภาผู้แทนราษฎรเห็นชอบแล้ว. หน้า 8.

(Deregulation) ทางการเงินของประเทศต่าง ๆ ไม่ว่าด้านกฎหมายและภาษี ประกอบกับความก้าวหน้าของระบบสื่อสารและคอมพิวเตอร์² สิ่งเหล่านี้เองทำให้เกิดนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ ขึ้นมากมาย อาทิเช่น การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ซึ่งได้เกิดขึ้นเป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกาเมื่อราวปี พ.ศ. 2513 และประสบความสำเร็จอย่างมาก³ หลังจากนั้นได้แพร่ขยายไปยังประเทศต่าง ๆ แต่อย่างไรก็ดีเชื่อว่าจะนำมาใช้หรือลอกเลียนกันได้ง่าย ๆ เนื่องจากปรากฏว่าในยุโรปบางประเทศ เช่น เยอรมัน ไม่สามารถนำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ได้เพราะติดปัญหาโครงสร้างกฎหมาย⁴ ส่วนประเทศที่ประสบความสำเร็จในการนำมาใช้ ได้แก่ อังกฤษ ฝรั่งเศส เป็นต้น ส่วนแถบเอเชีย เช่น ญี่ปุ่น ฮองกง ก็ประสบความสำเร็จเช่นกัน⁵

นอกจากที่กล่าวมาข้างต้น ผลกระทบจากปัญหานี้สินของประเทศโลกที่สามทำให้บริษัทใหญ่ ๆ หลายแห่งหันมาระดมเงินทุนจากประชาชนโดยตรงในตลาดเสียเองแทนที่จะกู้จากสถาบันการเงินแบบเดิมอันเกิดภาวะที่เรียกว่า Disintermediation ซึ่งก็คือกระบวนการตัดตัวกลางออกไปทำให้ต้นทุนการระดมทุนถูกลง⁶ โดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ถือเป็นแนวคิดหนึ่งที่สามารถใช้จัดสถาบันการเงินตัวกลางที่ไม่มีประสิทธิภาพออกไปได้เนื่องจากสามารถเปลี่ยนแหล่งเงินที่ได้มาจากเดิมที่ลูกหนี้ต้องกู้ยืมจากสถาบันการเงินก็เปลี่ยนเป็นกู้จากนักลงทุนแทนด้วยการออกหลักทรัพย์ขายแก่นักลงทุนและยังสามารถขายลูกหนี้ที่ตนมีอยู่ออกไปได้ซึ่งเป็นการนำเงินทุนของนักลงทุนมาแทนที่เงินของ

² ัญฐพล ชวลิตชีวิน, “วิวัฒนาการและนวัตกรรมของตราสารหนี้” ใน ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักวิจัยตลาดทุน บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย .2535), หน้า 1-4.

³ พัลลภ กฤตยาวิชัย. “กฎหมายเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย : นัยยะต่อภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์,” เอกสารในการสัมมนาเรื่องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งมีสัญญาผู้และจำนองเป็นประกัน บรรยาย ณ โรงแรมแชงกรีล่า กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 24-25 กรกฎาคม 2540, หน้า 1. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

⁴ กอบชัย นิมิตรกุล และ ัญฐพล ชวลิตชีวิน, Securitization (กรุงเทพมหานคร : สำนักวิจัยตลาดทุน บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย), หน้า 2, 7.

⁵ ฝ่ายจดทะเบียนหลักทรัพย์, สำนักงาน ก.ล.ต., เอกสารเผยแพร่ วจ 21/2543 รายงานสรุปสาระสำคัญของผลการศึกษาตามโครงการ Asset Securitization in Thailand (กรุงเทพมหานคร : สำนักงาน ก.ล.ต., 2543), หน้า 11.

⁶ ัญฐพล ชวลิตชีวิน, “วิวัฒนาการและนวัตกรรมของตราสารหนี้” ใน ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 4.

ตนเอง ดังนั้นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จึงช่วยให้ผู้เป็นเจ้าของสินทรัพย์ได้รับเงินของตนคืน และถือได้ว่าฐานะความเป็นเจ้าหนี้ได้สิ้นสุดลงแล้ว⁷ สำหรับประเทศไทยเอง สาเหตุหลักที่สถาบันการเงินต่าง ๆ ต้องการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เนื่องจากเกิดปัญหาต่าง ๆ ขึ้น ดังนี้

ก. ปัญหาการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐานธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (BIS : Bank for International Settlement)

เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ต้องการพัฒนาระบบการเงินการธนาคารให้เป็นมาตรฐานสากลจึงกำหนดให้สถาบันการเงินต้องดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS โดยแยกอธิบายได้ 2 กรณี ดังนี้

กรณีที่ 1 กรณีธนาคารพาณิชย์

1. ธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนภายในประเทศ ต้องดำรงเงินกองทุนเป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 8.5 โดยมีเงื่อนไขว่าเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต้องเป็นอัตราส่วนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 4.25 ตามมาตรา 10 แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535 และตามข้อ 3 แห่งประกาศ ธปท. เรื่องการกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในประเทศดำรงเงินกองทุน ลงวันที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2543

2. สาขาของธนาคารต่างประเทศที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์ ต้องดำรงเงินกองทุนเป็นอัตราส่วนสินทรัพย์และภาระผูกพันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 7.5 ตามมาตรา 10 แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535 และตามข้อ 3 แห่งประกาศ ธปท. เรื่องการกำหนดให้สาขาของธนาคารต่างประเทศดำรงเงินกองทุน ลงวันที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2543

กรณีที่ 2 กรณีบริษัทเงินทุน

“บริษัทเงินทุนต้องดำรงเงินกองทุนเมื่อสิ้นวันหนึ่ง ๆ เป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 8 โดยมีเงื่อนไขว่าเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต้องเป็นอัตราส่วนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 4 ของสินทรัพย์และภาระผูกพันดังกล่าว” ตามมาตรา 29 แห่งพ.ร.บ.การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535 และตามข้อ 3 แห่งประกาศ ธปท. เรื่องการดำรงเงินกองทุนเป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพันของบริษัทเงินทุน ลงวันที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2543

⁷ กอบชัย นิมิกุล, “การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization),” ในประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้. (กรุงเทพมหานคร : สำนักวิจัยตลาดทุน บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, 2535), หน้า 19-20.

จะเห็นได้ว่ากฎเกณฑ์ข้างต้นทำให้สถาบันการเงินต่าง ๆ ไม่สามารถนำเงินที่ระดมได้ไปใช้ประโยชน์หรือปล่อยสินเชื่อได้อย่างเต็มที่เพราะต้องดำรงเงินกองทุนไว้จำนวนหนึ่งเสมอเป็นอัตราส่วนกับสินเชื่อตามเกณฑ์ที่รพท.กำหนด การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นกระบวนการที่ช่วยลดปัญหาดังกล่าวได้เนื่องจากเมื่อสถาบันการเงินขายลูกหนี้ประเภทต่าง ๆ ของตนเองออกไปนั้นก็สามารลดสินทรัพย์เสี่ยงในบัญชีควบคุมของตนได้ (Off-Balance Sheet) ทำให้มีภาระต้องดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงลดน้อยลงอันช่วยให้สถาบันการเงินมีเงินกองทุนเกินกว่าเกณฑ์ และสามารถนำไปปล่อยสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นและเกิดสภาพคล่องแก่สถาบันการเงินในที่สุด (Capital Adequacy)

ข. ปัญหาแหล่งระดมเงินทุนซึ่งมีระยะเวลาสั้น แต่ต้องปล่อยกู้ระยะยาว (Mismatching Assets and Liabilities)

เนื่องจากสถาบันการเงินต่าง ๆ มักประสบปัญหาการบริหารเงินระหว่างสินทรัพย์และหนี้สิน กล่าวคือเงินที่ระดมมาได้กับเงินที่นำไปปล่อยสินเชื่อมักไม่สมดุล (Balance) กันเพราะส่วนใหญ่เงินที่สถาบันการเงินต่าง ๆ ระดมมาได้มักเป็นเงินฝากที่มีเงินออมฝากไว้เพียงระยะเวลาสั้น ๆ เช่น การรับฝากเพื่อเรียก การฝากประจำประเภท 3 เดือน 6 เดือน หรืออย่างมากไม่เกิน 1 ปี อีกทั้งผู้มีเงินฝากยังสามารถถอนคืนได้ตลอดเวลา แม้ยังไม่ถึงกำหนดเวลาตามที่ตกลงกันไว้ก็ตาม ในขณะที่สถาบันการเงินนั้นจำเป็นต้องนำเงินที่ได้มาข้างต้นมาปล่อยสินเชื่อระยะยาวในโครงการขนาดใหญ่ต่าง ๆ เช่น การก่อสร้างทางด่วน โรงกำเนิดไฟฟ้า เป็นต้น ซึ่งส่วนแต่ใช้ระยะเวลายาวนานพอควรกว่าจะสามารถมีผลผลิตและกำไรมาคืนแก่สถาบันการเงินได้ และสาเหตุนี้เองที่ทำให้เกิดปัญหาแก่สถาบันการเงินที่ต้องเร่งหาเงินมาใช้คืนแก่ผู้มีเงินออมเมื่อถึงกำหนดระยะเวลาไถ่ถอน หรือกล่าวได้ว่าเกิดปัญหาขาดสภาพคล่องแก่สถาบันการเงินขึ้นแล้ว การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถช่วยขจัดปัญหาดังกล่าวได้โดยทำให้สินทรัพย์ที่มีอยู่เกิดประโยชน์มากที่สุดโดยการนำไปเป็นหลักประกันการออกหลักทรัพย์เพื่อขายแก่ผู้ลงทุนในตลาดทุนต่อไปได้ (Liquidity) อันเป็นการเพิ่มแหล่งเงินใหม่ให้แก่สถาบันการเงินได้ (New Source of Fund) โดยไม่ต้องใช้วิธีเพิ่มทุน โดยแหล่งเงินใหม่นี้ถือได้ว่าเป็นการกู้เงินจากประชาชนโดยตรงซึ่งมีระยะเวลาการชำระคืนยาวนานกว่าและคงที่แน่นอนอันช่วยแก้ปัญหาล้างต้นได้ และเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารเงินระหว่างสินทรัพย์และหนี้สินอีกด้วย

ค. ปัญหาเกี่ยวกับรายได้ของสถาบันการเงินลดน้อยลง

เนื่องจากอดีตสถาบันการเงินต่าง ๆ มีรายได้หลักคือ ส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยเงินฝากและดอกเบี้ยเงินกู้ยืมซึ่งสร้างกำไรให้เป็นจำนวนมาก (Interest Income) แต่ในบางขณะปรากฏว่าเกิดภาวะการแข่งขันด้านธุรกิจการเงินมากขึ้น สถาบันการเงินต่างก็แข่งกันกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากไว้สูง ๆ เพื่อสามารถระดมเงินออมจากประชาชนให้ได้มากที่สุด และทางกลับกันก็ทำให้ส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยเงินกู้ยืมและดอกเบี้ยเงินฝากข้างต้นลดน้อยลง ผลให้รายได้ของสถาบันการเงินต้องลดลงด้วย

ปัญหาดังกล่าวการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถช่วยได้โดยช่วยสร้างรายได้ให้แก่สถาบันการเงินเหล่านั้นในแง่ที่สถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ หรือผู้ให้บริการในธุรกรรมดังกล่าวและจะได้ค่าธรรมเนียมตอบแทน (Non-Interest Income)

จากสาเหตุข้างต้นทำให้สถาบันการเงินต่าง ๆ ในประเทศไทยพยายามตัดยอดลูกหนี้ของตนออกจากงบดุล และหันมาหารายได้ในรูปค่าธรรมเนียมจากการเป็นผู้ให้บริการแทนรายได้จากส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ยืม โดยสนใจทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์กันมากขึ้น⁸

1.2 ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือทางการเงินชนิดใหม่ที่มีการกล่าวถึงอย่างมากในประเทศไทยในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา แต่ความจริงแล้วได้มีความพยายามที่จะส่งเสริมธุรกรรมดังกล่าวในประเทศไทยมาตั้งนานแล้ว โดยเมื่อปี พ.ศ. 2533 กระทรวงการคลังได้มอบหมายให้หน่วยงานภาครัฐ อาทิเช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารอาคารสงเคราะห์ เป็นต้น ศึกษาแนวทางการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทย หลังจากนั้นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ก็เริ่มชัดเจนขึ้น โดยถูกกำหนดไว้ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2535-2539) ในนโยบายเกี่ยวกับการพัฒนาการเงินการคลังและตลาดทุน ในส่วนการพัฒนาเครื่องมือและช่องทางการออมระยะยาวในประเทศ และในปี พ.ศ. 2538 กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (*คณะกรรมการ ก.ล.ต.*) ยังได้นำเรื่องดังกล่าวบรรจุในแผนพัฒนาระบบการเงินในช่วงปีพ.ศ. 2538-2543 อีกด้วย และต่อมาได้มีความพยายามจะนำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เป็นเครื่องมือพัฒนาระบบตลาดรองสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย แต่อย่างไรก็ดีเนื่องจากความไม่แน่ใจในขณะนั้นว่าจะนำมาใช้ได้จริงหรือไม่ในประเทศไทย ดังนั้นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังในสมัยนั้นจึงแต่งตั้ง “คณะกรรมการการศึกษาและพัฒนาตลาดรองเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย” ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ได้แก่ กระทรวงการคลัง ธปท. กรมที่ดิน สำนักงาน ก.ล.ต. เป็นต้น ทำหน้าที่ศึกษาในรายละเอียดและต่อมาได้มีการแบ่งคณะทำงานกันซึ่งได้ข้อสรุปที่สำคัญดังนี้

⁸ บัญชา พันธจารุณิธิ, “การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณีลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2538), หน้า 12-14.

ด้านภาษี

การศึกษาพบว่าการจัดเก็บภาษียังซับซ้อนอันเป็นอุปสรรคต่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลัก
ทรัพย์ โดยเห็นว่าหลักการจัดเก็บภาษีในธุรกรรมดังกล่าวในเบื้องต้นนั้น ผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนักลงทุน
ทุนน่าจะเป็นผู้รับภาระภาษีเนื่องจากเป็นผู้ได้รับประโยชน์โดยตรง ส่วนนิติบุคคลเฉพาะกิจไม่ควรรับ
ผิดชอบภาระภาษีเพราะเป็นเพียงตัวกลาง (Vehicle or Conduit) ระหว่างลูกหนี้ (ผู้ต้องการใช้เงิน) กับ
ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ (ผู้มีเงินออม) เท่านั้น และที่สำคัญเป็นนิติบุคคลที่มีได้มุ่งดำเนินการเพื่อกำไร
แต่จัดตั้งขึ้นอย่างเฉพาะกิจก็เพื่อถือและรับผิดชอบหลักทรัพย์ตามโครงการใดโครงการหนึ่งเท่านั้น

ด้านกฎหมาย⁹

การศึกษาพบว่ากฎหมายที่มีอยู่ยังคงเป็นอุปสรรคและไม่เพียงพอต่อการแปลงสินทรัพย์
เป็นหลักทรัพย์ เช่น

ประการที่ 1 ปัญหาวิธีจำหน่ายสินทรัพย์ตามป.พ.พ.

วิธีจำหน่ายสินทรัพย์ตามป.พ.พ. ยังคงไม่เหมาะสมต่อการจำหน่ายสินทรัพย์ที่มีลูกหนี้
จำนวนมากซึ่งการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยปกติต้องรวบรวมลูกหนี้ที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน
(Homogenous) และมีจำนวนมากพอมารวมกัน (Pool of Assets) เพื่อจำหน่ายแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ
นิติบุคคลเฉพาะกิจผู้รับ โอนก็จำเป็นต้องบอกกล่าวการ โอนนั้น โดยแจ้งเป็นหนังสือไปยังลูกหนี้ทุกราย ใน
กรณีที่มีลูกหนี้จำนวนมากย่อมทำให้ผู้รับ โอนไม่ได้รับความสะดวกในทางปฏิบัติ และต้องเสียค่าใช้จ่าย
จำนวนมากและส่งผลกระทบต่อต้นทุนการทำธุรกรรมในที่สุด

ประการที่ 2 ปัญหาค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน โอนหรือ จำนอง อสังหาริมทรัพย์

กฎกระทรวงฉบับที่ 47 (พ.ศ. 2541) ซึ่งออกตามพ.ร.บ. ให้ใช้ประมวลกฎหมายที่ดิน พ.ศ.
2497 ข้อ 2 (7) (ข) ได้บัญญัติว่า “ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน โอนอสังหาริมทรัพย์เท่ากับร้อยละ 2”
และข้อ 2 (7) (ค) ได้กำหนดให้ “ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนการ จำนองเท่ากับร้อยละ 1 แต่อย่างสูงไม่
เกิน 200,000 บาท” ซึ่งการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ประเภทลูกหนี้เงินกู้โดยมี จำนอง เป็นประกัน
เป็นประเภทที่นิยมทำมากที่สุด แต่ในทางปฏิบัติกรมที่ดินกลับเรียกเก็บค่าจดทะเบียนการ โอนทุกทอด
และเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน จำนอง 1% ของทุนทรัพย์ทุกราย และเมื่อมีการ โอนสิทธิเรียก
รื้อจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มายังนิติบุคคลเฉพาะกิจก็ต้องจ่ายค่าจดทะเบียน จำนองซ้ำอีก ทว่าความจริงแล้วการ
โอนสิทธิเรียก รื้อนี้เป็นเพียงการเปลี่ยนตัวเจ้าหนี้ กล่าวคือให้นิติบุคคลเฉพาะกิจเข้าไปสวมสิทธิของผู้

⁹จรรูดา เรื่องสุวรรณ, “Securitization โอกาสที่ใกล้จะมาถึง.” ผู้จัดการรายเดือน
(กุมภาพันธ์ 2540) : 185-186.

จำหน่ายสินทรัพย์ผู้เป็นเจ้าของเดิมเท่านั้น จุดนี้นับเป็นต้นทุนที่สูงมากโดยทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นไปไม่ได้ในเชิงเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ

นอกจากนี้การมีลูกหนี้จำนวนมากกระจายอยู่จังหวัดต่าง ๆ ทำให้การยื่นคำขอจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงจำนวนเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ต้องแก้ไขเพราะก่อความไม่สะดวกและเสียเวลามาก โดยเห็นในเบื้องต้นว่า ควรให้ดำเนินการ “ณ สำนักงานทะเบียนกลาง กรมที่ดิน” ได้

ประการที่ 3 ปัญหาความไม่ชัดเจนในประเด็นการระดมทุนของนิติบุคคลเฉพาะกิจ

ตามพ.ร.บ.การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และพ.ร.บ.การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 อาจพิจารณาว่าการระดมทุนของนิติบุคคลเฉพาะกิจเข้าข่ายเป็นการระดมทุนของสถาบันการเงินซึ่งจะต้องได้รับใบอนุญาตก่อนที่จะระดมทุนจากประชาชนในรูปเงินฝากได้ ซึ่งความจริงแล้วการระดมทุนของนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นการออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนเพียงครั้งเดียว (One Shot) มิใช่การระดมทุนเงินฝากเป็นประจำเหมือนอย่างสถาบันการเงินทั่วไป อีกทั้งเงินที่ได้มาต้องนำไปซื้อสิทธิเรียกร้อง ฉะนั้นจึงสมควรกำหนดให้ชัดเจนว่า การระดมทุนของนิติบุคคลเฉพาะกิจไม่เข้าข่ายกฎหมายทั้ง 2 ฉบับดังกล่าว

ประการที่ 4 ปัญหาการเรียกเก็บดอกเบี้ย

โดยปกติสถาบันการเงินได้รับยกเว้นให้เรียกเก็บดอกเบี้ยเงินกู้จากลูกหนี้ได้เกิน 15% แม้ว่าตามป.พ.พ. มาตรา 654 จะกำหนดให้เรียกได้ไม่เกิน 15% ก็ตาม ฉะนั้นจึงเป็นปัญหว่านิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งมิใช่สถาบันการเงินจะสามารถเรียกเก็บดอกเบี้ยได้เกินกว่า 15% หรือไม่หลังจากรับโอนสินทรัพย์มาแล้วซึ่งได้มีความเห็นเบื้องต้นว่า ต้องแก้ไขให้นิติบุคคลเฉพาะกิจเรียกเก็บดอกเบี้ยในอัตราที่รับโอนมาได้โดยให้มีสิทธิเหมือนผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้เป็นเจ้าของเดิม แม้ว่ามิใช่สถาบันการเงินก็ตาม

ประการที่ 5 ปัญหาการคุ้มครองสิทธิของผู้ลงทุน

ตามปกติเมื่อผู้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์แล้วก็ย่อมหวังว่านิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีสินทรัพย์มาชำระคืนแก่ตนได้โดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่สามารถเรียกสินทรัพย์ที่โอนให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจไปแล้วเอากลับคืนไปได้ (Claw Back) เมื่อผู้จำหน่ายสินทรัพย์เกิดล้มละลาย ในเรื่องดังกล่าวนี้ต่างประเทศได้มีกฎหมายรองรับให้นิติบุคคลเฉพาะกิจปลอดหรือไม่ตกอยู่ในภาวะล้มละลายซึ่งเรียกว่า “Bankruptcy Proof or Bankruptcy Remoteness” ทั้งนี้การโอนสินทรัพย์ดังกล่าวต้องมีลักษณะการขายขาดหรือการขายอย่างแท้จริง (True Sale) แต่ประเทศไทยนั้นพบว่าตามกฎหมายล้มละลายยังคงเปิดโอกาสให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์เรียกเอาสินทรัพย์จากนิติบุคคลเฉพาะกิจกลับคืนไปสู่กองทรัพย์สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ เหตุนี้ผู้ลงทุนอาจรับความเสียหายอันเนื่องมาจากไม่ได้รับความคุ้มครองสิทธิอย่างครบถ้วนสมบูรณ์เหนือกระแสรายได้ (Cash Flow) ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมา

จากข้อสรุปข้างต้นทำให้คณะทำงานดังกล่าวต่างเห็นว่า ปัญหาสำคัญที่ไม่อาจนำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยได้น่าจะเป็นปัญหากฎหมายภาษีและบัญชี ดังนั้นจึงแต่งตั้งคณะทำงานเพื่อยกร่างกฎหมายการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ขึ้นซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจากหลายหน่วยงาน ได้แก่ สำนักงาน ก.ล.ต. ธปท. กระทรวงการคลังร่วมกันศึกษารายละเอียด ส่วนปัญหาภาษีและบัญชีนั้นอาจดำเนินการหลังจากกฎหมายมีผลใช้บังคับแล้วได้

จนกระทั่งปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้เกิดปัญหาเศรษฐกิจการเงิน โดยปรากฏว่ารัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้มีคำสั่งให้สถาบันการเงินหยุดการประกอบการชั่วคราวเมื่อวันที่ 26 มิถุนายน พ.ศ. 2540 ทำให้กฎหมายดังกล่าวได้ถูกผลักดันขึ้นมาเนื่องจากเห็นว่าสามารถแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจที่อยู่ในภาวะย่ำแย่อันเป็นผลมาจากธุรกิจต่าง ๆ อยู่ในภาวะซบเซา ปัญหานี้เสียที่มีจำนวนมาก และปัญหาการขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงินอันเป็นปัญหาที่อาจลุกลามไปจนยากแก่การรักษาความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศไว้ได้และถือเป็นเรื่องฉุกเฉินรีบด่วน จึงจำเป็นต้องตรา “พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540” ขึ้น จนในที่สุดออกมาเมื่อวันที่ 27 มิถุนายน พ.ศ. 2540 และมีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 29 มิถุนายน พ.ศ. 2540¹⁰

2. เหตุผล หลักการ และสาระสำคัญของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

2.1 เหตุผลการประกาศใช้พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

ก่อนที่จะมีการประกาศใช้พ.ร.ก.ฯ ดังกล่าว ได้มีการพิจารณาดังข้อดีและข้อเสียของการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยอย่างละเอียดถี่ถ้วนแล้วและพบว่าข้อดีมากกว่าข้อเสีย ฉะนั้นจึงเห็นสมควรบัญญัติรองรับธุรกรรมดังกล่าวไว้เป็นกฎหมายซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

ข้อดีของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ

1. แ่งลูกหนี้

1) หากสถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยย่อมทำให้ประชาชนสามารถซื้อที่อยู่อาศัยอันเป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำรงชีพได้

2) ประชาชนสามารถขอสินเชื่อจากสถาบันการเงินด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าการกู้ยืมตามปกติ เนื่องจากสถาบันการเงินมีสภาพคล่องมาก และยังช่วยลดต้นทุนกิจการต่าง ๆ ของประชาชนด้วย

¹⁰จันทิมา เพียรเวช, “พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และพัฒนาการในประเทศไทย.” วารสารนักบัญชี, 44 ฉบับที่ 3 : 27-30.

2. แก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์

- 1) ช่วยลดภาระที่ต้องดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS
- 2) สามารถบริหารสินทรัพย์และหนี้สินได้อย่างมีประสิทธิภาพ
- 3) สามารถเพิ่มแหล่งเงินใหม่ นอกเหนือจากอาศัยส่วนต่างอัตราระหว่างดอกเบี้ยเงินกู้ยืมและดอกเบี้ยเงินฝากโดยจะได้รับเงินค่าธรรมเนียมจากการให้บริการเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้
- 4) สามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า โดยนำสินทรัพย์คุณภาพดีมาเป็นหลักประกันการออกหลักทรัพย์ ทำให้หลักทรัพย์ได้เรตติ้งดีและไม่ต้องจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงมาก ต้นทุนจึงถูกลง
- 5) สามารถตัดสินทรัพย์ออกจากบัญชีสมดุลไปได้ (Off-Balance Sheet) ในกรณีขายแบบไม่มีสิทธิไล่เบี้ยเอาแก่สถาบันการเงิน (Without Recourse) ทำให้ไม่ต้องรับผิดชอบกรณีที่ลูกหนี้สินเชื่อที่ตนมีอยู่เกิดปัญหาอันถือว่าเป็นการกระจายความเสี่ยงให้แก่ผู้ลงทุนแทนและรับชำระหนี้ได้เร็วขึ้น

3. แก่ผู้ลงทุน

- 1) ช่วยให้มีความมั่นใจในหลักทรัพย์คุณภาพดีและมีความมั่นคงสูงประเภทใหม่ให้ผู้ลงทุนเลือกลงทุนได้สอดคล้องความต้องการของตนมากขึ้น

- 2) เป็นการลงทุนที่มีสภาพคล่องสูงเนื่องจากผู้ลงทุนสามารถซื้อขายในตลาดรองได้ง่าย

4. แก่สภาพเศรษฐกิจโดยรวม

- 1) ช่วยพัฒนาระบบการจัดเก็บข้อมูลหรือเอกสาร และเทคนิคการวิเคราะห์การปล่อยสินเชื่อ
- 2) ช่วยพัฒนาตลาดรองตราสารหนี้ ตลาดทุนและการระดมเงินออมในประเทศไทย โดยการมีหลักทรัพย์คุณภาพดีออกมาเสนอและซื้อขายกันมากขึ้น
- 3) ช่วยแก้ไขปัญหาการขาดแคลนเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวของธุรกิจต่าง ๆ ได้
- 4) ช่วยแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงอันเป็นผลมาจากธุรกิจต่าง ๆ อยู่ในภาวะชบเซาโดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ซึ่งได้ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของสถาบันการเงินโดยทั่วไปและกระทบต่อการฟื้นฟูเศรษฐกิจของประเทศอีกด้วย¹¹

ข้อเสียของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ

1. ถ้าหากสินทรัพย์ด้อยคุณภาพ ผู้ลงทุนอาจมีความเสี่ยงในการลงทุนได้
2. ผู้จำหน่ายสินทรัพย์อาจถูกมองว่ามีปัญหาทางการเงินจึงต้องขายสินทรัพย์เพื่อแลกเงินมา

¹¹ศูนย์บริการข้อมูลและกฎหมาย, สำนักเลขาธิการวุฒิสภา, “เอกสารการพิจารณา : พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540,” 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2540, หน้า 1. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

3. การที่ต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบถึงการโอนสิทธิเรียกร้องอาจทำให้ลูกหนี้อาจไม่พอใจผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่โอนหนี้คืนให้แก่เจ้าหนี้ใหม่ และเสียความสัมพันธ์อันดีทางธุรกิจไป

2.2 หลักการ และสาระสำคัญของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 (พระราชกำหนดฯ หรือ พ.ร.กฯ) มีหลักการและสาระสำคัญดังต่อไปนี้

2.2.1 โครงสร้างทางกฎหมายของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ในช่วงการรวบรวมลูกหนี้ประเภทต่าง ๆ เพื่อนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์และช่วงการโอนลูกหนี้จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มายังนิติบุคคลเฉพาะกิจจะถูกควบคุมกำกับดูแลโดยบทบัญญัติกฎหมายดังต่อไปนี้

1. พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540
2. พ.ร.บ.การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505
3. พ.ร.บ.การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522
4. ประกาศที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ได้แก่

ประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ ลงวันที่ 8 สิงหาคม พ.ศ. 2540

ประกาศสำนักงาน ก.ล.ต. เรื่องแบบคำขออนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และแบบคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ตามโครงการพร้อมเอกสารหลักฐานประกอบ ที่ อจ. 5/2540 ลงวันที่ 25 สิงหาคม พ.ศ. 2540

ประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 2/2541 เรื่องการกำหนดประเภทนิติบุคคลผู้มีสิทธิเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพิ่มเติม ลงวันที่ 12 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2541

ประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 3/2541 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 12 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2541

ประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 11/2543 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 15 มีนาคม พ.ศ. 2543

5. ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย และประกาศกระทรวงการคลัง ได้แก่

ประกาศ ธปท. ที่ ธปท. ง.(ว)2546/2541 เรื่องการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการจัดการโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และประกอบกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้ ลงวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2541

ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องการอนุญาตให้บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ประกอบกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้ ลงวันที่ 22 มิถุนายน พ.ศ. 2541

ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องอนุญาตให้บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ประกอบกิจการจัดการโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ลงวันที่ 22 มิถุนายน พ.ศ. 2541

ส่วนช่วงนิติบุคคลเฉพาะกิจเสนอขายหลักทรัพย์ตามกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และความรับผิดชอบการเสนอขายหลักทรัพย์ จะถูกควบคุมกำกับดูแลโดยกฎหมายดังต่อไปนี้

1. ป.พ.พ. และ พ.ร.บ.บริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535
2. พ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

2.2.2 ความหมายของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ตามพ.ร.ก.๑ มาตรา 3 ได้บัญญัติคำนิยามของคำดังกล่าวไว้ว่า “การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) หมายถึง การรับ โอนสินทรัพย์และการออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน โดยกำหนดให้ผลประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมา” จากความหมายดังกล่าวนี้ ผู้เขียนสามารถอธิบายพอสรุปได้ดังนี้

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หมายถึง วิธีการทำให้เกิดหลักทรัพย์ กล่าวคือเป็นกระบวนการที่ผู้รับชำระหนี้เดิมนำสิทธิเรียกร้อง (Receivables or Cash Flow) ที่ตนมีอยู่เหนือลูกหนี้ตามสัญญาประเภทต่าง ๆ ซึ่งล้วนแต่มีสภาพคล่องต่ำและเปลี่ยนมือได้ยาก (Illiquid Assets or Non-Marketable Assets) มารวบรวมเป็น “กองสินทรัพย์” (Pool of Assets) จำหน่ายแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งทำหน้าที่แปลงสภาพสิทธิเรียกร้องนั้นให้เป็นหลักทรัพย์ (Securities) เพื่อจำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุน จนทำให้เกิดสภาพคล่องทางการเงินและเปลี่ยนมือได้ง่าย (Liquidity Assets or Tradable Securities) อันเป็นการเชื่อมโยงตลาดเงินกู้ซึ่งมีลักษณะ Retail Market มาสู่ตลาดตราสารทางการเงินซึ่งมีลักษณะ Wholesale Market ทั้งนี้สังเกตได้ว่า คำว่า “การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” อาจไม่ตรงกับคำว่า “Securitization” นี้ก็ เนื่องจากคำภาษาไทยอาจทำให้เข้าใจผิดว่ามีการนำสินทรัพย์มาแปลงเป็นหลักทรัพย์ ความจริงมิได้มีการแปลงสินทรัพย์โดยสินทรัพย์ก็คงเป็นสินทรัพย์อยู่ตามเดิม เพียงแต่มีการ โอนสินทรัพย์มายังนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อประกันการออกหลักทรัพย์ที่ขายแก่นักลงทุน โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับขึ้นกับรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมา

2.2.3 ลักษณะของสินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์

ตามพ.ร.ก.ฯ มาตรา 3 ได้กำหนดคำนิยามคำว่า “สินทรัพย์”¹² หมายถึง สิทธิเรียกร้องหรือ สิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคต ไม่ว่าจะรายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม เช่น สัญญาให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัย หรือสิทธิตามสัมปทานสร้างถนนเก็บค่าผ่านทาง” นอกจากนี้ตามข้อ 7 (1)

¹²คำว่า “สินทรัพย์” คือ “ทรัพย์สิน” ในความหมายอย่างกว้าง กล่าวคือตามป.พ.พ.มาตรา 138 บัญญัติว่า “คำว่า ทรัพย์สิน หมายถึงตัวทรัพย์สิน และรวมถึงวัตถุไม่มีรูปร่างซึ่งอาจมีราคาและอาจถือเอาได้” ซึ่งก็คือรวมเอาสิทธิเรียกร้องไว้ด้วย ฉะนั้นเมื่อนำคำว่า “ทรัพย์สิน” ไปใช้ จึงเกิดขึ้น 2 กรณีคือ

กรณีที่ 1 คำว่า “ทรัพย์สิน” ในความหมายอย่างแคบ กล่าวคือ ไม่รวมถึงสิทธิเรียกร้องด้วย เช่น ป.พ.พ. มาตรา 214 “ภายใต้บังคับบทบัญญัติ มาตรา 733 เจ้าหนี้มีสิทธิจะให้ชำระหนี้ของตนจากทรัพย์สินของลูกหนี้จนสิ้นเชิง รวมทั้งเงินและทรัพย์สินอื่น ๆ ซึ่งบุคคลภายนอกค้างชำระแก่ลูกหนี้ด้วย” จะได้ว่า คำว่า “ทรัพย์สิน” ตอนต้นไม่ควรรวมถึงสิทธิเรียกร้องด้วยเพราะได้บัญญัติต่างหากแล้วว่า เจ้าหนี้สามารถเรียกบุคคลภายนอกชำระเงินหรือทรัพย์สินที่ค้างชำระจากลูกหนี้ได้ ซึ่งก็คือสิทธิเรียกร้องไว้ในตอนท้ายแล้วและนอกจากนี้ยังบัญญัติทำนองเดียวกันอีก เช่น ป.พ.พ.เรื่องซื้อขาย มาตรา 453 เรื่องเช่าทรัพย์สิน มาตรา 537 เรื่องเช่าซื้อ มาตรา 572 และเรื่องยืมใช้คงรูป มาตรา 640 เป็นต้น

กรณีที่ 2 คำว่า “ทรัพย์สิน” ในความหมายอย่างกว้าง กล่าวคือ รวมถึงสิทธิเรียกร้องด้วย เช่น ป.พ.พ. มาตรา 1474 เรื่องสินสมรส และคำพิพากษาศาลฎีกาต่าง ๆ เช่น คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 767/2518, คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1521/2519 และคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2253/2524 ซึ่งล้วนกล่าวว่าสิทธิการเช่าเป็นทรัพย์สินและถือเป็นสินสมรสอย่างหนึ่ง นอกจากนี้สิทธิที่จะได้รับเงินค่าจ้างเหมาตามคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 652/2508, สิทธิตามสัญญาจะซื้อจะขายตามคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1476/2518 ก็ถือว่าเป็นทรัพย์สินเช่นกัน

เมื่อคำว่า “ทรัพย์สิน” มีความหมาย 2 นัยข้างต้นก็อาจสับสนต่อการบังคับใช้ได้ จะได้ว่าเพื่อมิให้เกิดปัญหาขึ้น เราควรใช้คำว่า ทรัพย์สิน หมายถึง ตัวทรัพย์สิน และคำว่า สินทรัพย์ หมายถึง ทรัพย์สินในความหมายอย่างกว้างที่รวมสิทธิเรียกร้องด้วยและเหตุที่นำเอาคำว่าทรัพย์สินและสินทรัพย์มาวิเคราะห์ทั้งนี้เพื่อแสดงให้เข้าใจสถานภาพคำว่า “สินทรัพย์” ตามพ.ร.ก.ฯ ดียิ่งขึ้น (ไกรวัล ชุ่มวัฒนะ, “ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการโอนสิทธิเรียกร้อง” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2528), หน้า 16-46.)

แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศหรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศได้ กำหนดว่า “สินทรัพย์ที่โอนไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ จะต้องเป็นสิทธิเรียกร้องไม่ว่าประเภทใด ๆ ที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับในอนาคต” ซึ่งจากบทบัญญัติดังกล่าวสามารถแยกอธิบายได้ดังนี้

ตามปกติการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นการนำกระแสรายได้จากกองสินทรัพย์มาเป็นหลักประกันการออกหลักทรัพย์เพื่อจำหน่ายแก่นักลงทุน โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับขึ้นกับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมา เห็นได้ชัดว่าสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์อย่างน้อยต้องสามารถก่อให้เกิดรายได้เป็นประจำสม่ำเสมอเพื่อสามารถจ่ายผลตอบแทนแก่นักลงทุนได้ นอกจากนี้ชนิดสินทรัพย์ยังถือว่าสำคัญต่อต้นทุนและราคาหลักทรัพย์ด้วย กล่าวคือถ้าสินทรัพย์มีความเสี่ยงสูง อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจะผันแปรทางที่สูงด้วย (High Risk : High Return) แต่อย่างไรก็ดีนิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถลดความเสี่ยงลงและทำให้หลักทรัพย์นั้นมีความปลอดภัยสูงขึ้นอันเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนโดยการรับประกันความเสี่ยงในรูปแบบต่าง ๆ ซึ่งจะกล่าวต่อไปในหัวข้อ 2.2.5.8) ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนที่ต้องจ่ายแก่ผู้ลงทุนลดลงได้ อันอาจกล่าวได้ว่าความจริงแล้วไม่ได้หมายความว่าสินทรัพย์ทุกชนิดจะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ แต่สินทรัพย์นั้นอย่างน้อยจะต้องมีคุณสมบัติดังนี้¹³

1. มีการชำระหนี้ที่แน่นอนและเป็นประจำ อย่างน้อยเดือนละครั้ง เช่น สินเชื่อลูกหนี้เงินกู้ในรูปแบบเงินต้นและดอกเบี้ยแต่ละเดือน หรือสินเชื่อ โครงการอสังหาริมทรัพย์ให้เช่าในรูปแบบค่าเช่าแต่ละเดือน
2. มีกำหนดระยะเวลาชำระหนี้คืน (maturity) ยาวนานพอควร กล่าวคืออย่างน้อยที่สุด 1 ปีขึ้นไป
3. มีคุณสมบัติสอดคล้องเหมาะสมแก่ความต้องการของนักลงทุน เช่น มีความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ต่ำ (default) มีความคล่องตัวสูง (Liquidity value) ตลอดจนให้ผลตอบแทนที่ดีและคุ้มค่า
4. มีลักษณะพื้นฐานใกล้เคียงกัน (Homogenous in Nature) เพื่อสะดวกต่อการรวบรวม
5. มีขนาดใหญ่ และมากพอที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ (Quantitative)
6. มีข้อมูลสถิติอดีตที่พอต่อการคะแนนความเสี่ยงเรื่องต่าง ๆ เช่น หนี้สูญ การชำระหนี้ก่อนกำหนด
7. สามารถนำมาแบ่งแยกและกระจายความเสี่ยงให้กับผู้ลงทุนได้ง่าย (Well Diversified)
8. สามารถประมาณการเงินสดได้และประเมินมูลค่าทางตลาดได้ กล่าวคือมูลค่าต้องไม่เปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างรวดเร็วเพื่อสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้

¹³ บัญชา พันธจารุณี, “การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณีลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์”, หน้า 10 – 11.

ปัจจุบันนี้สินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ สามารถแบ่งได้เป็น 3 ประเภทดังนี้¹⁴

ประเภทที่ 1 สินเชื่อที่มีงานรองรับประกัน (MBS : Mortgage-Backed Securities) ซึ่งเป็นสินทรัพย์ประเภทแรกที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ ได้แก่ ลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านหรืออสังหาริมทรัพย์อื่น ๆ

ประเภทที่ 2 สินเชื่อที่มีได้มีงานรองรับประกัน แต่ใช้ทรัพย์สินอื่นมาเป็นประกัน (ABS : Asset-Backed Securities) และเป็นสินเชื่อหรือสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นแล้วตามสัญญาที่ทำกันไว้ซึ่งเรียกว่า “Existing Receivables or Contract Receivables” โดยได้รับการพัฒนามาในระยะต่อมา ได้แก่ ลูกหนี้เงินกู้ (Loan receivables), ลูกหนี้リースซึ่ง (Lease Receivables), ลูกหนี้เช่าซื้อ (Hire Purchase Receivables), ลูกหนี้บัตรเครดิต (Credit Card Receivables), ลูกหนี้การค้าประเภทอื่น ๆ (Trade Receivables หรือ Consumer Receivables)

ประเภทที่ 3 สินเชื่อที่จะมีกระแสรายได้เกิดขึ้นในอนาคตค่อนข้างแน่นอนมาเป็นหลักประกัน (FBS : Future Flow-Backed Securities) ซึ่งเป็นพัฒนาการล่าสุดในปัจจุบัน ได้แก่

1. ภาษีเทศบาล (Municipal Revenue or Tax)
2. ค่าผ่านทางจากสัญญาสัมปทานการจราจร (Toll ways or Toll roads)
3. รายได้จากการใช้ค่าสิทธิในทรัพย์สินทางปัญญา (Royalty Receivables)
4. รายได้จากธุรกิจส่งออก (Export Trade or Commodity Export Receivables)
5. รายได้จากค่าการใช้บัตรเครดิต (Credit Card Vouchers Receivables)
6. รายได้จากการทำงาน (Worker Remittances)
7. รายได้จากการใช้สนามบิน ท่าเรือ สะพาน หรืออุปกรณ์การสื่อสาร (Fare Airport/Airline Ticket Receivables or Fare Bridges or Fare Ports or Telecommunication Facilities /International Telephone Receivables)
8. รายได้จากโครงการสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐาน (Infrastructure Project Revenue) เช่น โครงการก่อสร้างทางด่วน (Express Ways) และ Project Finance ต่าง ๆ เป็นต้น

เมื่อพิจารณาจากถ้อยคำกฎหมายแล้ว ย่อมกล่าวได้ว่าในประเทศไทยสามารถนำสินทรัพย์ทุกประเภทข้างต้นมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ แต่อย่างน้อยก็ควรมีคุณสมบัติดังกล่าวแล้วข้างต้นด้วย

¹⁴จันทิมา เพียรเวช, “พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลัก
ทรัพย์ พ.ศ. 2540 และพัฒนาการในประเทศไทย,” วารสารนักบัญชี. 44 ฉบับที่ 3 : 27.

2.2.4 ประเภทของหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายได้

เมื่อพิจารณาตามพ.ร.ก.ฯ แล้วจะพบว่าไม่ได้บัญญัติกำหนดคำว่า “หลักทรัพย์” ไว้แต่อย่างไรก็ดีตามข้อ 7 (2) และข้อ 10 (3) แห่งประกาศ ก.ล.ต.ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศได้กำหนดว่า **หลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจนำออกเสนอขายได้ จะต้องเป็นหุ้นกู้เท่านั้นโดยอาจเป็นหุ้นกู้ไม่มีประกัน หุ้นกู้มีประกัน หรือหุ้นกู้ด้อยสิทธิก็ได้ แต่ต้องไม่ใช่หุ้นกู้แปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้น และหุ้นกู้ตามพ.ร.ก.ฯ นี้ ไม่อาจนำประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 32/2544 เรื่องการขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่มาใช้บังคับได้ แต่จะต้องปฏิบัติตามวิธีการและขั้นตอนตามที่พ.ร.ก.ฯ นี้กำหนดไว้เป็นการเฉพาะดังกล่าวแล้วในหัวข้อ 2.2.6 ทั้งนี้ตามข้อ 4 แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 32/2544 เรื่อง การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ และจะเห็นได้ว่าขณะนี้ยังไม่อาจนำ “หลักทรัพย์” (Securities) ซึ่งมีอยู่หลายประเภทตามมาตรา 4 แห่งพ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาออกได้เนื่องจากยังไม่มีประกาศที่ออกตามพ.ร.ก.ฯ นี้อนุญาตให้ออกได้อย่างกรณีหุ้นกู้ข้างต้น**

ข้อแตกต่างระหว่างหุ้นกู้โดยเฉพาะอย่างยิ่งหุ้นกู้มีประกันที่ออกโดยบริษัท กับหุ้นกู้ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ¹⁵ สามารถแยกอธิบายได้ดังนี้

ประการที่ 1 การประเมินความเสี่ยงในการลงทุน

กรณีหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทจะพิจารณาความน่าเชื่อถือจากองค์กรหรือบริษัทที่ออกหุ้นกู้ กล่าวคือพิจารณาฐานะการเงินและผลการดำเนินการของกิจการนั้น (Corporate Risks)

กรณีหุ้นกู้ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจจะพิจารณาความน่าเชื่อถือจากคุณภาพของสินทรัพย์ที่นำมาออกหลักทรัพย์มากกว่าความน่าเชื่อถือของนิติบุคคลเฉพาะกิจผู้ออกหุ้นกู้ (Characteristic of Asset Risks) เนื่องจากนิติบุคคลเฉพาะกิจถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น โดยไม่ได้ประกอบธุรกิจอื่นใดอีก

จะเห็นได้ว่าในภาวะเศรษฐกิจประเทศไทยตกต่ำโดยเฉพาะอย่างยิ่งช่วงปี พ.ศ. 2540 ย่อมทำให้ประเทศไทยได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือด้วยเรตติ้งที่ต่ำซึ่งส่งผลกระทบต่อให้บริษัทหรือองค์กรต่าง ๆ ในประเทศไทยได้รับเรตติ้งที่ต่ำไปด้วย การที่บริษัทหรือองค์กรดังกล่าวจะออกหุ้นกู้ เรตติ้งของหุ้นกุ่ม่อมอยู่ในอันดับที่ไม่ดีและไม่มีผู้ลงทุนลงทุนแน่นอน แต่ด้วยการออกหุ้นกู้โดยนิติบุคคล

¹⁵จันทิมา เพียรเวช, “การขายที่แท้จริง(True Sale)ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์,” วารสารนิติศาสตร์ 29 ฉบับที่ 3 (กันยายน 2542) : 416.

เฉพาะกิจนั้น การประเมินความเสี่ยงอยู่ที่คุณภาพของสินทรัพย์มิได้ประเมินบริษัทหรือองค์กรผู้ออกหุ้นกู้แต่อย่างใด ดังนั้นหุ้นกู้ที่ออกมาย่อมมีเรตติ้งที่ดีได้ หากสินทรัพย์มีคุณภาพดี แม้ว่าบริษัทหรือองค์กรผู้ออกหุ้นกู้จะได้รับเรตติ้งที่ต่ำก็ตาม

ประการที่ 2 สิทธิประโยชน์ที่จะได้รับตามพระราชกำหนด ฯ

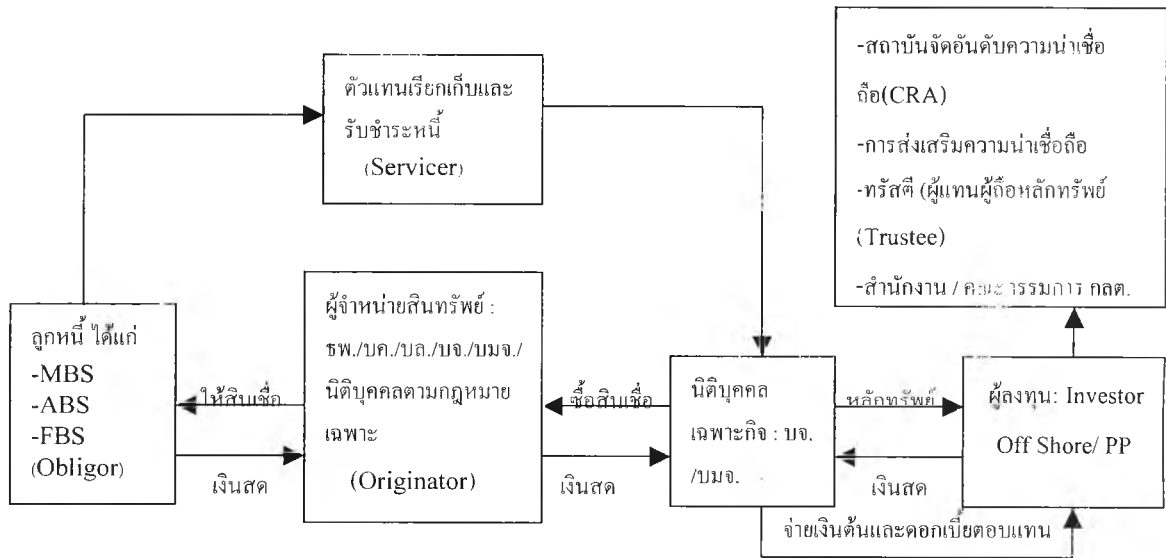
กรณีหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทย่อมจะไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ที่พ.ร.ก. ฯ กำหนดไว้ให้

กรณีหุ้นกู้ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจย่อมจะได้รับสิทธิประโยชน์ที่พ.ร.ก. ฯ กำหนดไว้ซึ่งได้อธิบายในหัวข้อ 2.2.7 แล้ว เช่น นิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับยกเว้นไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมในกรณีที่มีการโอนสินทรัพย์ หรือหลักประกัน ไม่ว่าจำนวน จำนำ ค่าประกัน หรือหลักประกันอย่างอื่นก็ตาม เป็นต้น

จะเห็นได้ว่าแม้การออกหุ้นกู้โดยบริษัทจะมีขั้นตอนการออกง่ายกว่าการออกหุ้นกู้โดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ แต่เนื่องจากการออกหุ้นกู้โดยนิติบุคคลเฉพาะกิจมีลักษณะพิเศษดังกล่าวจึงยอมที่จะจงใจให้บริษัทหรือองค์กรต่าง ๆ ทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้กันอย่างแน่นอน

2.2.5 องค์กรและบุคคลที่เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้พ.ร.ก. ฯ จำต้องมีองค์กรหรือบุคคลต่าง ๆ เข้ามาเกี่ยวข้องสัมพันธ์กันเพื่อก่อให้เกิดธุรกรรมดังกล่าวขึ้นมา โดยองค์กรหรือบุคคลเหล่านั้นต่างก็มีหน้าที่หรือบทบาทต่างกันไปซึ่งสามารถเข้าใจกลไกต่าง ๆ จากรูปและคำอธิบายต่อไปนี้



ภาพที่ 1 กระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้พระราชกำหนด ฯ

2.2.5.1) ลูกหนี้ (Obligor)

ตามพ.ร.ก.ฯ นี้ไม่ได้กำหนดคุณสมบัติลูกหนี้ไว้ ลูกหนี้จึงอาจเป็นบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลก็ได้ซึ่งมีหน้าที่ต้องชำระหนี้อันประกอบด้วยเงินต้นและดอกเบี้ยและหลักประกันต่าง ๆ ตามสัญญาที่ทำไว้กับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจเนื่องจากได้มีการเปลี่ยนตัว “เจ้าหนี้” จากเจ้าหนี้เดิมไปเป็นเจ้าหนี้คนใหม่ซึ่งก็คือนิติบุคคลเฉพาะกิจโดยวิธีการโอนสิทธิเรียกร้องแล้ว

2.2.5.2) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ (Originator) หรือผู้โอนสิทธิเรียกร้อง (Transferor)

ผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือผู้โอนสิทธิเรียกร้องตามที่บัญญัติในพ.ร.ก.ฯ นี้ อาจพบอยู่ในรูปของคำว่า “เจ้าหนี้ผู้รับชำระหนี้เดิม” “ผู้ให้สินเชื่อ” “ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้” หรือ “ผู้มีสิทธิเสนอโครงการ” ซึ่งแม้ใช้คำเรียกต่างกันไป แต่หมายถึงบุคคลคนเดียวกัน เพียงแต่เรียกชื่อดังกล่าวไปตามบทบาทหน้าที่ที่แตกต่างกันในแต่ละโอกาสเท่านั้น โดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะทำหน้าที่นำสินทรัพย์คงที่ (Fixed Assets) หรือขาดสภาพคล่อง (Illiquid Assets) ของตนไปเป็นหลักประกันหลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจนำออกขายแก่นักลงทุนทำให้เกิดสภาพคล่องในที่สุด (Liquid Assets)¹⁶

ตามมาตรา 10 แห่งพ.ร.ก.ฯ และตามข้อ 6 แห่งประกาศ ก.ล.ต.ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศและตามข้อ 1 แห่งประกาศ ก.ล.ต.ที่ กจ. 2/2541 เรื่องการกำหนดประเภทนิติบุคคลผู้มีสิทธิเสนอโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพิ่มเติม และตามข้อ 1 แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 3/2541 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศหรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ (ฉบับที่ 2) ได้กำหนดคุณสมบัติผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไว้ว่ามีได้ดังต่อไปนี้

- (1) ธนาคารพาณิชย์
- (2) บริษัทเงินทุน
- (3) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- (4) บริษัทหลักทรัพย์
- (5) บริษัทจำกัด
- (6) บริษัทมหาชนจำกัด
- (7) นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น เช่น องค์กรโทรศัพทตามพ.ร.บ. องค์กรโทรศัพท พ.ศ. 2497 เป็นต้น จะเห็นได้ว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตามพ.ร.ก.ฯ นี้ไม่จำกัดว่าต้องเป็นสถาบันการเงินเท่านั้น กล่าวคือธุรกิจเอกชนทั่วไปก็สามารถเป็นผู้ริเริ่มโครงการได้

2.2.5.3) ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ (Servicer or Loan Servicing Agent)

ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้คือ ผู้ทำหน้าที่ให้บริการเป็นตัวแทนเรียกเก็บเงินต้นและดอกเบี้ยจากลูกหนี้เมื่อถึงกำหนดเวลาชำระหนี้ จัดทำบัญชีรายงาน เก็บรักษาเอกสาร ตลอดจนดำเนินการ

¹⁶ บัญชา พันธชาจรูณิธิ, “การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณีลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์”, หน้า 21-22.

การอื่นใดที่เกี่ยวกับการเรียกเก็บหนี้ นั้น โดยพ.ร.ก.ฯ นี้มิได้กำหนดคุณสมบัติผู้ทำหน้าที่ดังกล่าวไว้ ดังนั้นผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจจะเป็นผู้ทำหน้าที่นั้นก็ได้ นอกจากนั้นในกรณีตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ตัวจริงไม่สามารถทำหน้าที่ได้ คู่สัญญาฝ่ายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องอาจตกลงกัน จัดให้มีตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้สำรอง (Back-up Servicer) ก็ได้¹⁷

กรณีธนาคารพาณิชย์ตามข้อ 2 วรรค 5 และข้อ 4 แห่งประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ ธ.ป.ท.ง. (ว) 2456/2541 เรื่อง การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อเสนอต่อสำนักงาน ก.ล.ต.และประกอบกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้ และกรณีบริษัทเงินทุน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ (บริษัทเงินทุนฯ) ตามข้อ 3 และข้อ 4 แห่งประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องการอนุญาตให้บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ประกอบกิจการจัดการตัวแทนเรียกเก็บหนี้ หากจะเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ให้แก่บุคคลใดโดยมีค่าตอบแทนตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ สามารถทำได้โดยถือว่าอนุญาตอยู่แล้ว แต่จะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กำหนดดังต่อไปนี้ด้วย

- 1) ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ จะต้องไม่เข้ารับความเสี่ยงจากกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้ เช่น เข้ารับผิดชอบในภาระหนี้แทนลูกหนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน
- 2) ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ จะต้องมีระบบบัญชีและการจัดเก็บเอกสารหลักฐานของสัญญาหนี้ในกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้แยกออกจากกิจการอื่นของธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ
- 3) ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ จะต้องจัดทำรายงานในกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้แต่ละรายออกจากกันตามสัญญาระหว่างธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ กับผู้ว่าจ้างแต่ละรายเพื่อให้ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ และผู้ว่าจ้างสามารถตรวจสอบและติดตามดูแลผลการดำเนินงานได้

2.2.5.4) นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV : Special Purpose Vehicle or Issuer)

ตามมาตรา 3 แห่งพ.ร.ก.ฯ นี้ได้กำหนดว่า “นิติบุคคลเฉพาะกิจ หมายถึง “นิติบุคคลซึ่งจัดตั้งขึ้นเพื่อดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” กล่าวคือทำหน้าที่ซื้อสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ซึ่งอาจซื้อมาจากหลาย ๆ แหล่งหรือแหล่งเดียวแล้วนำมารวมเป็นกองสินทรัพย์ หลังจากนั้นก็ดำเนินการออกหลักทรัพย์โดยมีกองสินทรัพย์ดังกล่าวหนุนหลังและจึงนำออกขายแก่นักลงทุน โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากรายได้ที่เกิดขึ้นจากกองสินทรัพย์ดังกล่าวนั่นเอง ส่วนรายละเอียด

¹⁷พรเทพ ปิยะวัฒนเมธา และวิโรจน์ ปิยะวัฒนเมธา, พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พร้อมด้วย Securitization ในมุมมองของไทย (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติธรรม, 2541), หน้า 70.

สัญญาระหว่างนิติบุคคลเฉพาะกิจกับผู้ลงทุนจะคล้ายกับรายละเอียดสัญญาที่นิติบุคคลเฉพาะกิจทำกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ จึงกล่าวได้ว่านิติบุคคลเฉพาะกิจทำหน้าที่เสมือนเป็นตัวกลางเชื่อมโยงระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์กับผู้ลงทุน และเชื่อมต่อระหว่างลูกหนี้กับผู้ลงทุนในที่สุด

โดยหลักผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะไม่ออกหลักทรัพย์โดยมีกองสินทรัพย์หนุนหลังอยู่ไปขายให้แก่นักลงทุนโดยตรงด้วยตนเองแต่จะทำผ่านนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ดังกล่าวให้ซึ่งนิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีรายได้เป็นค่าธรรมเนียม นิติบุคคลเฉพาะกิจมักมีลักษณะเป็นองค์กรที่อิสระแยกออกจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อวัตถุประสงค์หรือเหตุผลที่ว่าหลักทรัพย์ที่ออกมาจะได้มีความห่างไกลจากการล้มละลาย (Bankruptcy Remoteness) กล่าวคือแม้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะตกเป็นบุคคลล้มละลายไม่ว่าด้วยสาเหตุใดก็ตาม ก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ที่ออกมาขายแก่นักลงทุนซึ่งช่วยสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนว่าจะได้รับชำระคืนเต็มตามจำนวนเมื่อถึงกำหนดอันถือเป็นการแยกความเสี่ยงภัยที่เกิดขึ้นจากปัญหาภายในตัวผู้จำหน่ายสินทรัพย์ออกไปจากหลักทรัพย์ที่นำออกมาขายแก่นักลงทุน นอกจากนี้สาเหตุที่จัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจขึ้นก็เพื่อทำหน้าที่รับ โอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์เป็นหลักซึ่งช่วยให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์สามารถตัดยอดลูกหนี้หรือสินทรัพย์ออกไปจากงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ (Off-Balance Sheet) และสามารถขยายการให้สินเชื่อได้มากขึ้น¹⁸

ตามมาตรา 9 แห่งพ.ร.ก.ฯ นี้ได้กำหนดรูปแบบการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจไว้ดังนี้ 1) บริษัทจำกัด 2) บริษัทมหาชนจำกัด 3) กองทุนรวม 4) นิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต.ประกาศกำหนดซึ่งในขณะนี้ยังไม่มีประกาศออกมากำหนดรายละเอียดให้จัดตั้งในรูปกองทุนรวมหรือในรูปนิติบุคคลอื่นได้แต่อย่างใด ฉะนั้นปัจจุบันรูปแบบนิติบุคคลเฉพาะกิจที่สามารถจัดตั้งได้คือบริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัดเท่านั้น ไม่สามารถทำในรูปกองทุนรวมหรือในรูปนิติบุคคลอื่นได้

ตามมาตรา 12 และมาตรา 13 แห่งพ.ร.ก.ฯ นี้ได้กำหนดอำนาจหน้าที่ของนิติบุคคลเฉพาะกิจไว้ดังต่อไปนี้

1. สามารถดำเนินการต่าง ๆ และเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่เพื่อโครงการใดโครงการหนึ่งตามที่ได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เท่านั้น
2. มีอำนาจรับโอนสินทรัพย์ และออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน

¹⁸วสินทร์ อุทาสสิน, “การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์: ศึกษาเฉพาะกรณีการแปลงลูกหนี้สินเชื่อซึ่งเป็นหลักทรัพย์” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2539), หน้า 28.

3. มีอำนาจทำสัญญากับบุคคลต่าง ๆ เพื่อประโยชน์ในการดำเนินการตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ
4. มีอำนาจก่อกำหนดหรือภาวะผูกพันตามที่ระบุไว้ในโครงการ
5. มีอำนาจลงทุน หาผลประโยชน์จากสินทรัพย์ที่รับโอนมาได้ตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต.อนุญาต
6. นิติบุคคลเฉพาะกิจถูกห้ามมิให้กระทำการใด นอกจากที่กำหนดไว้ในโครงการที่ได้รับอนุมัติเท่านั้น เช่น ถูกห้ามประกอบธุรกิจอื่น, ถูกห้ามก่อกำหนดหรือภาวะผูกพันอื่น, ถูกห้ามนำกระแสรายได้ไปลงทุนหรือแสวงหาประโยชน์อย่างอื่น และถูกห้ามทำการใดที่อาจก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุน แต่ข้อห้ามข้างต้นมีข้อยกเว้นที่อาจได้รับผ่อนผันจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้

เหตุผลที่กฎหมายกำหนดไว้ก็เพื่อป้องกันมิให้นิติบุคคลเฉพาะกิจล้มละลายอันช่วยสร้างความมั่นใจแก่ผู้ลงทุนว่าสามารถได้รับสิทธิต่าง ๆ เหนือกองสินทรัพย์นั้นอย่างครบถ้วนสมบูรณ์

ตามมาตรา 22 มาตรา 23 มาตรา 24 และมาตรา 29 แห่งพ.ร.ก.ฯ นี้ ได้กำหนดกรณีการสิ้นสุดของนิติบุคคลเฉพาะกิจไว้ดังต่อไปนี้

1. เมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพิกถอนการจดทะเบียนของนิติบุคคลเฉพาะกิจในกรณีนิติบุคคลเฉพาะกิจได้แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะแสวงหาประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริงตามมาตรา 22 และมาตรา 24 (5)
2. เมื่อผู้ถือหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งถือหลักทรัพย์เกินกว่าครึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดมีมติให้เลิกและได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. แล้วตามมาตรา 23 และมาตรา 24 (3)
3. เมื่อนิติบุคคลเฉพาะกิจไม่รับโอนสินทรัพย์หรือไม่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่ได้รับอนุมัติโครงการตามมาตรา 24 (1)
4. เมื่อนิติบุคคลเฉพาะกิจได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนจนครบถ้วนแล้วมาตรา 24 (2)
5. เมื่อมีเหตุตามที่กำหนดไว้ในโครงการตามมาตรา 24 (4)
6. เมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพิกถอนการจดทะเบียนของนิติบุคคลเฉพาะกิจ ในกรณีที่เห็นว่านิติบุคคลเฉพาะกิจไม่อาจดำเนินกิจการต่อไปได้ตามมาตรา 29 และมาตรา 24 (5)

2.2.5.5) ผู้ถือหลักทรัพย์ หรือผู้ลงทุน (Investor)

ผู้ลงทุนอาจเป็นบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลก็ได้โดยทำหน้าที่ซื้อหลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจนำออกเสนอขาย แต่อย่างไรก็ดีตามประกาศที่ออกตามพ.ร.ก.ฯ นี้ ได้กำหนดประเภทผู้ลงทุนที่นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถเสนอขายได้ไว้เพียง 2 ประเภทเท่านั้นซึ่งได้แก่

1. ผู้ลงทุนในต่างประเทศ (Off-Shore Investors)
2. ผู้ลงทุนในวงจำกัดภายในประเทศ (On-shore Investors) ซึ่งแบ่งเป็น 2 ลักษณะ คือ

1) การเสนอขายต่อผู้ลงทุน โดยเฉพาะเจาะจง ณ ขณะใดขณะหนึ่ง โดยมีจำนวนผู้ถือหลักทรัพย์ไม่เกิน 35 ราย หรือเป็นการเสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัด (P/P : Private Placement)

2) เป็นการเสนอขายต่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน

จะเห็นได้ว่าพ.ร.ก.ฯ จำกัดมิให้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อผู้ลงทุนเป็นการทั่วไป (P/O: Public Offering) ทั้งนี้ตามข้อ 9 และข้อ 16 แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศอันเป็นการจำกัดจำนวนผู้ลงทุนเอาไว้ในวงแคบ ผลให้ธุรกรรมดังกล่าวไม่เป็นที่แพร่หลายในประเทศไทยได้

2.2.5.6) ทรัสต์ (Trustee)

ทรัสต์ หมายถึง ผู้ทำหน้าที่จัดการดูแลทรัพย์สินต่าง ๆ เพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ลงทุน เช่น คอยบังคับชำระหนี้, เป็นนายทะเบียนตราสาร, ใช้สิทธิฟ้องร้องบังคับหลักประกัน รวมทั้งใช้สิทธิฟ้องร้อง เรียกค่าเสียหาย โดยทั่วไปทรัสต์จะเป็นอิสระจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจ อีกทั้งไม่มีสิทธิในกองสินทรัพย์ในนามตนเองแต่อย่างใด และจะเห็นได้ว่าพ.ร.ก.ฯ นี้มิได้กำหนดเรื่องทรัสต์ไว้แต่อย่างใดเนื่องจากทรัสต์เป็นองค์กรที่เกิดขึ้นในประเทศที่อยู่ระบบกฎหมาย Common Law และประเทศไทยซึ่งเป็น Civil Law จึงยังมิได้รับเรื่องดังกล่าวมาใช้ แต่จากการศึกษาพบว่าได้นำเอาแนวความคิดเรื่องทรัสต์มาใช้ในรูปแบบ “ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้” ตามข้อ 11 แห่งประกาศ ก.ล.ต.ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ

2.2.5.7) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (CRA: Credit Rating Agency)

สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ หมายถึง สถาบันที่มีหน้าที่จัดอันดับความน่าเชื่อถือแก่หลักทรัพย์ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งจะประเมินความสามารถชำระหนี้คืนเพื่อให้ผู้ลงทุนได้ทราบความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ตนจะลงทุน โดยจะพิจารณาจากความเสี่ยงของสินเชื่อ (Credit Risk) เช่น คุณภาพกองทรัพย์สิน ประวัติผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และพิจารณาระดับการรับประกันความเสี่ยง เช่น ถ้ามีการรับประกันความเสี่ยงให้แก่หลักทรัพย์มากเท่าใด ยังมีโอกาสได้รับการจัดอันดับที่สูงเนื่องจากหลักทรัพย์มีความปลอดภัยสูง แม้ว่านิติบุคคลเฉพาะกิจผู้ออกหลักทรัพย์จะมีเรตติ้งไม่ดีก็ตาม ในทางกลับกันถ้ารับประกันความเสี่ยงน้อย หลักทรัพย์อาจได้รับเรตติ้งที่ต่ำได้ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนไม่สนใจซื้อหรือถ้าซื้อก็ต้องจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนสูงก็เป็นที่น่าสังเกตนอกจากนี้ยังพิจารณาความเสี่ยงด้านกฎหมาย (Legal Risk) เช่น การโอนสินทรัพย์มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายหรือไม่ (Perfection of Transfer), นิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในกองสินทรัพย์ที่นำมาออกหลักทรัพย์หรือไม่

(True sale) และผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายหรืออยู่ในภาวะฟื้นฟูกิจการหรือไม่ (Bankruptcy Proof or Remoteness) เป็นต้น

ตามข้อ 1. แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ.11/2543 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ (ฉบับที่ 3) ได้กำหนดให้นิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศจะต้องจัดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ให้แก่หุ้นที่ตลอดอายุหุ้นก่อนที่จะเสนอขายแก่นักลงทุนซึ่งต้องทำโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ด้วย เว้นแต่กรณีที่สถาบันนั้นได้ส่งหนังสือไปถึงสำนักงาน ก.ล.ต. ว่าไม่สามารถทำการจัดอันดับให้ได้โดยมีเหตุผลอันสมควร ทางสำนักงาน ก.ล.ต. ก็จะผ่อนผันให้จัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยสถาบันอื่นที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด แต่อย่างไรก็ดีนิติบุคคลเฉพาะกิจอาจไม่จัดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือดังกล่าวข้างต้นได้ในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

- (1) เป็นการขายหุ้นที่มีมูลค่าเสนอขายไม่เกิน 100 ล้านบาท โดยใช้ราคาที่ได้ตราไว้เป็นเกณฑ์
- (2) เป็นการขายหุ้นต่อผู้ลงทุนโดยเฉพาะเจาะจงซึ่งมีจำนวนไม่เกิน 10 ราย ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนประเภทสถาบันหรือที่มีลักษณะเฉพาะหรือไม่ก็ตาม (P/P : Private Placement)
- (3) ได้รับผ่อนผันจากสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งอาจกำหนดเงื่อนไขที่นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องปฏิบัติตามได้ด้วยก็ได้ โดยที่นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องแสดงว่าการเสนอขายและโอนหุ้นได้จำกัดอยู่ในบุคคลที่มีลักษณะที่กำหนดไว้เฉพาะ และบุคคลดังกล่าวไม่ประสงค์จะได้รับผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

ขณะนี้ประเทศไทยมีสถาบันจัดอันดับกับความน่าเชื่อถืออยู่ 2 แห่ง โดยมีบริษัทไทยเรตติ้ง แอนด์อินฟอร์เมชันเซอร์วิสจำกัด (TRIS : Thai Rating and Information Service Co., Ltd.) ถูกจัดตั้งขึ้นแห่งแรกเมื่อเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2536 และมีบริษัทฟิทช์เรตติ้งไทยแลนด์จำกัด (Fitch Ratings Thailand Co., Ltd.) เป็นแห่งที่สอง โดยทำหน้าที่จัดอันดับหลักทรัพย์ทั้งของภาครัฐและเอกชน และยังคงสร้างชื่อเสียงอีกนานกว่าจะทัดเทียมกับต่างประเทศ อาทิเช่น Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Duff & Phelps และ Fitch เป็นต้น¹⁹

2.2.5.8) การส่งเสริมความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ (Credit Enhancement)

การส่งเสริมความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ หมายถึง วิธีการช่วยลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการที่ลูกหนี้ไม่ชำระหนี้ (Default) หรือลูกหนี้ชำระหนี้ก่อนกำหนด หรือเกิดการเสื่อมค่าของกอง

¹⁹บริษัทไทยเรตติ้งแอนด์อินฟอร์เมชันเซอร์วิส, “ความเป็นมาและบทบาทของสถาบันจัดอันดับเครดิต,” ทริสปริทัศน์ 3 ฉบับที่ 30 (6 สิงหาคม 2544) : 1.

สินทรัพย์โดยรับประกันว่าจะมีรายได้เกิดขึ้นจากกองสินทรัพย์เพื่อมาชำระแก่ผู้ลงทุนแน่นอนอันเป็นการส่งเสริมความน่าเชื่อถือแก่หลักทรัพย์และสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุน ส่งผลให้หลักทรัพย์ได้รับอันดับความน่าเชื่อถือสูงขึ้น โดยการรับประกันความเสี่ยง สามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ

1. นิติบุคคลเฉพาะกิจรับประกันความเสี่ยงเอง (Internal Credit Enhancement) มีดังนี้²⁰

1.1. การมีบัญชีสำรองค่าใช้จ่ายหนี้สูญ (Spread Account/Reserve Account)

นิติบุคคลเฉพาะกิจจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ไว้ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่คิดจากลูกหนี้โดยส่วนต่างนี้ (Spread) จะมาหักเป็นค่าใช้จ่ายส่วนหนึ่ง และอีกส่วนจะนำมาเก็บสะสมไว้ใน Spread Account หรือ Reserve Account หากเกิดความเสียหาย เช่น ลูกหนี้เกิดผิดนัดไม่ชำระหนี้ นิติบุคคลเฉพาะกิจจะนำเงินออกจากบัญชีนั้นเพื่อชำระแก่ผู้ลงทุนแทน และเมื่อหลักทรัพย์ถึงกำหนดไถ่ถอนแล้วยังมีเงินเหลืออยู่อีกในบัญชี ก็จะตกเป็นของนิติบุคคลเฉพาะกิจหรือผู้จำหน่ายสินทรัพย์

1.2. การให้สินทรัพย์เป็นหลักประกันเกินมูลค่าหลักทรัพย์ (Over-Collateralization)

นิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่ากองสินทรัพย์ที่มาเป็นหลักประกัน เช่น มูลค่ากองสินทรัพย์เท่ากับ 100 ล้านบาท จะออกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าเพียง 80 ล้านบาทเท่านั้น เป็นต้น ถ้าหากมูลค่ากองสินทรัพย์ที่มาเป็นหลักประกันลดลงต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ในระหว่างอายุของหลักทรัพย์ นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องจัดหาสินทรัพย์มาเป็นหลักประกันเพิ่มให้แก่ผู้ลงทุน

1.3. การออกหลักทรัพย์ที่มีสิทธิได้รับชำระก่อนหลัง (Senior-Subordinated Structure)

นิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกหลักทรัพย์ 2 กลุ่ม (Class) หรือชั้น (Tranch) กล่าวคือ ชั้น A Senior Debt และชั้น B Subordinated Debt โดย ชั้น B จะส่งเสริมความน่าเชื่อถือให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ชั้น A กล่าวคือหากเกิดความเสียหายแก่สินทรัพย์ ผู้ได้รับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ก่อนคือผู้ถือหลักทรัพย์ชั้น A และหากมีเงินเหลือก็จะชำระให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ชั้น B และโดยทั่วไปผู้ถือหลักทรัพย์ชั้น B จะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าผู้ถือหลักทรัพย์ชั้น A เนื่องจากมีความเสี่ยงสูงกว่า

1.4. การรับซื้อคืนหนี้เสีย (Repurchase or Direct Recourse)

นิติบุคคลเฉพาะกิจจะเป็นผู้รับประกันความเสี่ยงเอง เช่น หากเกิดหนี้สูญขึ้นหรือมีการชำระหนี้คืนก่อนกำหนด ทำให้ผู้ลงทุนไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่ตกลงไว้ นิติบุคคลเฉพาะกิจจะรับประกันรายได้นั้นให้แก่ผู้ลงทุนเองซึ่งค่าประกันบางส่วนหรือเต็มทั้งจำนวน (Partial or Full Recourse) ก็ได้

²⁰จันทิมา เพียรเวช, “พัฒนาการ Securitization ในประเทศไทย เอกสารการบรรยายวิชาการกฎหมายธุรกิจการเงิน(น.513).” (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2541), หน้า 19-26.

2. บุคคลที่สามรับประกันความเสี่ยงให้(External Credit Enhancement) มีดังนี้²¹

2.1. สถาบันการเงินรับประกันความเสี่ยงให้ (Bank Guarantee or Letter of Credit)

สถาบันการเงินจะรับประกันความเสี่ยงเฉพาะการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยของลูกหนี้ รวมถึงความเสียหายที่เกิดแก่สินทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน (Underlying Collateral) โดยอาจรับประกันแบบบางส่วนหรือเต็มจำนวนก็ได้ในรูปหนังสือค้ำประกันจากสถาบันการเงิน และแม้การรับประกันความเสี่ยงของสถาบันการเงินจะดูเหมือนบริษัทประกันภัย แต่อันที่จริงแตกต่างกันอยู่ กล่าวคือสถาบันการเงินจะรับประกันกระแสเงินที่เกิดขึ้นจากสินทรัพย์ แต่กรณีบริษัทประกันภัยจะรับประกันให้เมื่อสินทรัพย์เกิดการเสียหายซึ่งการรับประกันความเสี่ยงของสถาบันการเงินมิได้ครอบคลุมถึง

2.2. การรับประกันความเสี่ยงของบริษัทประกันภัย (Insurance Bond or Surety Bond)

การรับประกันความเสี่ยงของบริษัทประกันภัยทำในรูปการออกกรมธรรม์ซึ่งอาจเป็นการประกันภัยทั้งหมดหรือบางส่วนก็ได้ ทั้งนี้เพื่อป้องกันมูลค่าหลักประกันที่มาจากสินทรัพย์ กล่าวคือหากลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้และจำต้องขายหลักประกันออกไป เงินที่ได้จากการขายดังกล่าวมีมูลค่าต่ำกว่าเงินที่ต้องจ่ายแก่นักลงทุนแล้ว บริษัทประกันภัยจะต้องเป็นผู้ชดเชยให้ แต่อย่างไรก็ดีกรมธรรม์นี้มีได้คุ้มครองถึงความเสี่ยงการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ย จะนั้นเมื่อลูกหนี้ไม่ชำระหนี้ตามกำหนดเวลากฎหมายดังกล่าวจึงไม่ครอบคลุมถึงและไม่คุ้มครองถึงความเสี่ยงทางกฎหมายและความเสี่ยงทางภาษีด้วย

สำหรับประเทศไทยการส่งเสริมความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ไม่ได้มีบทบาทบัญญัติกฎหมายกำหนดไว้เฉพาะ แม้แต่พ.ร.ก.ฯ เองก็ไม่ได้กำหนดคุณสมบัติไว้ จะนั้นสามารถทำได้ทุกรูปแบบ แต่อย่างไรก็ดีเรื่องนี้มีแนวทางของรพท.กำหนดไว้อย่างกว้าง ๆ ว่า หากการส่งเสริมความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์อยู่ในรูปของประเภทที่ 1 กรณีนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นผู้รับประกันความเสี่ยงเองย่อมไม่อาจให้ตัดออกจากบัญชีสมดุลได้ (Off-Balance Sheet)²²

2.2.6 วิธีการและขั้นตอนการทำโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ขั้นตอนการทำโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้พ.ร.ก.ฯ และประกาศฉบับต่าง ๆ นั้นจะต้องดำเนินการต่อหน่วยงานดังต่อไปนี้

หน่วยงานที่ 1 ธนาคารแห่งประเทศไทย

กรณีบริษัททั่วไปไม่ต้องขออนุมัติจากรพท. เฉพาะกรณีสถาบันการเงินเป็นผู้จำหน่ายสินทรัพย์เท่านั้นที่จะต้องขออนุมัติจากรพท. โดยกรณีธนาคารพาณิชย์ตามข้อ 3 แห่งประกาศรพท.ที่ รพท.ง. (ว) 2456/2541 เรื่องการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการจัดการโครงการแปลงสิน

²¹ กอบชัย ฉิมกุล และณัฐพล ชาลิตชีวิน, Securitization, หน้า 197-200.

²² เรื่องเดียวกัน, หน้า 187.

ทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อเสนอต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และประกอบกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้ ส่วนกรณีบริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ (บริษัทเงินทุนฯ) ตามข้อ 3 แห่งประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง อนุญาตให้บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ประกอบกิจการจัดการ โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อเสนอต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งมีรายละเอียดสรุปได้ คือ โดยหลักธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ ได้รับการอนุญาตเป็นการทั่วไปจากธปท.ให้ประกอบกิจการ โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อยู่แล้ว แต่จะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขดังนี้ด้วย

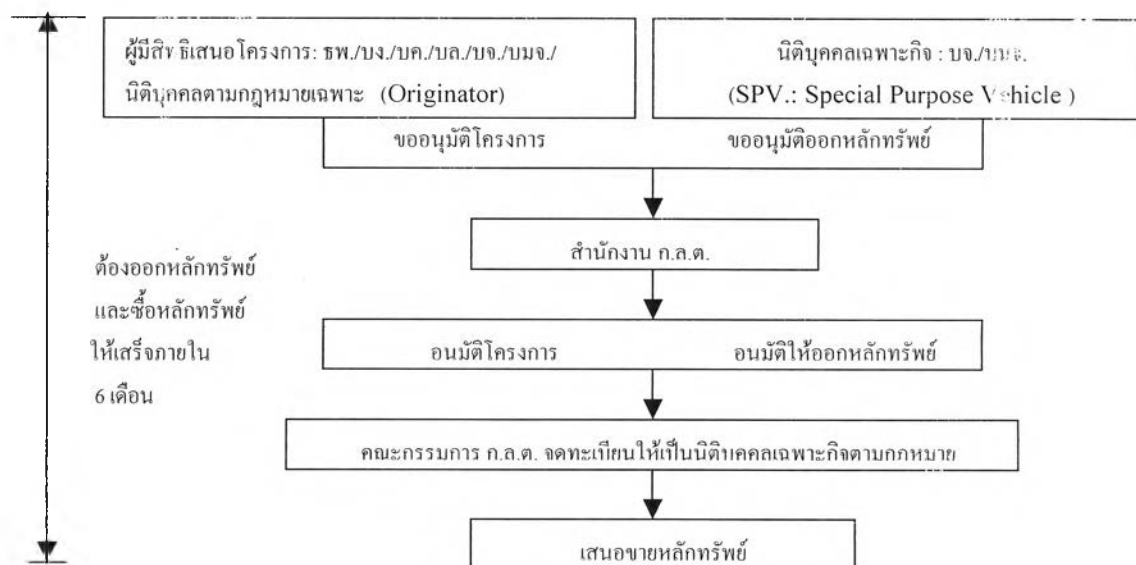
1) การจัดการโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อเสนอต่อสำนักงาน ก.ล.ต. จะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ประกาศกำหนด และ

2) ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนฯ จะต้องยื่น “คำขอรับความเห็นชอบ” ต่อธปท. พร้อมทั้งรายละเอียดที่สำคัญเกี่ยวกับโครงการตลอดจนประเภทและโครงสร้างการถือหุ้นในนิติบุคคลเฉพาะกิจที่จัดตั้งขึ้นก่อนที่จะเสนอโครงการต่อสำนักงาน ก.ล.ต.

หน่วยงานที่ 2 สำนักงาน ก.ล.ต.

ตามมาตรา 10 วรรค 2 แห่งพ.ร.ก.ฯ นี้ และตามข้อ 3 ข้อ 4 ข้อ 7 (3) ข้อ 10 ข้อ 11 และข้อ 17 วรรค 2 แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ และตามข้อ 2 แห่งประกาศสำนักงาน ก.ล.ต. เรื่องแบบคำขออนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และแบบคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ตามโครงการพร้อมเอกสารหลักฐานประกอบ ที่ อจ. 5/2540 สามารถเข้าใจได้จากรูปและคำอธิบายต่อไปนี้

ภาพที่ 2 ขั้นตอนการขออนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้พระราชกำหนดฯ



ผู้มีสิทธิเสนอโครงการยื่นคำขออนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และผู้จะเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่หรือคำขออนุญาตออกหลักทรัพย์โดยทั้งสองกรณีใช้ “แบบ 35-2-4” ยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. มาพร้อมกัน พร้อมแนบเอกสารหลักฐานประกอบคำขอทั้งสอง โดยต้องร่วมกันชำระค่าธรรมเนียม 10,000 บาทให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต. ส่วนคุณสมบัติที่นิติบุคคลจะได้รับจดทะเบียนเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจโดยสำนักงาน ก.ล.ต. มีดังนี้

- 1) ต้องมีวัตถุประสงค์เพื่อทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น
- 2) ต้องมีวัตถุประสงค์ที่ชัดเจนในการนำเงินจากการขายหุ้นกู้ไปคืนแก่ผู้มีสิทธิเสนอโครงการเพื่อเป็นค่าตอบแทนการโอนสินทรัพย์ให้ตามโครงการ
- 3) ต้องมีแนวทางการลงทุนที่ชัดเจนในการหาผลประโยชน์จากกระแสรายรับที่เกิดขึ้น
- 4) หลักทรัพย์ที่นิติบุคคลขออนุญาตออกต้องเป็นหุ้นกู้มีประกัน หุ้นกู้ไม่มีประกัน หรือหุ้นกู้ด้อยสิทธิ แต่จะต้องไม่ใช่หุ้นกู้ที่แปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้

(4.1) กรณีออกหุ้นกู้มีประกัน นิติบุคคลได้รับยกเว้น ไม่ต้องจัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ แต่ถ้าหากนิติบุคคลนั้นประสงค์จัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ไม่ว่าจะกรณีหุ้นกู้มีประกันหรือหุ้นกู้ไม่มีประกัน ให้นำมาตรา 45 และมาตรา 47 แห่งพ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาใช้บังคับ

(4.2) กรณีออกหุ้นกู้ด้อยสิทธิ ต้องมีการกำหนดสิทธิรับชำระหนี้ให้ด้อยกว่าเจ้าหนี้สามัญอย่างน้อยในกรณีที่นิติบุคคลถูกพิทักษ์ทรัพย์ หรือถูกศาลพิพากษาให้ล้มละลาย หรือกรณีที่ชำระบัญชีเพื่อเลิกนิติบุคคลเพื่อรองรับกรณีให้ Credit Enhancement ในลักษณะ Senior-Subordinated Structure

(4.3) กรณีออกหุ้นกู้ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ (P/P : Private Placement) ต้องเป็นหุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือและนิติบุคคลเฉพาะกิจได้ยื่น “คำขอจดทะเบียนออกหุ้นกู้” ตลอดจนอายุของหุ้นกู้ มาพร้อมกับคำขอทั้งสองต่อสำนักงาน ก.ล.ต. มาด้วยแล้ว

สำนักงาน ก.ล.ต. จะพิจารณาคำขอและเอกสารหลักฐานประกอบ หลังจากนั้นจะแจ้งผลการพิจารณาคำขอให้แก่ผู้ขอทราบภายใน 10 วันทำการนับแต่วันที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับคำขอและเอกสารหลักฐานที่ถูกต้องครบถ้วน โดยสำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจแจ้งเป็นหนังสือให้ผู้ขอมาชี้แจง, ส่งต้นฉบับ, ส่งสำเนาเอกสาร, ส่งหลักฐานใด ๆ เพิ่มเติมได้ตามที่เห็นควรภายในระยะเวลาที่ทางสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด ถ้าหากบุคคลดังกล่าวไม่ปฏิบัติตาม ให้ถือว่าละทิ้งโครงการและคำขอ

ตามมาตรา 11 แห่งพ.ร.ก.ฯ และข้อ 12 ข้อ 13 ข้อ 14 แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศได้กำหนดว่ากรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. แจ้งผลอนุมัติคำขอจะต้องออกหลักฐานการจดทะเบียนรับเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจและให้ถือว่าสามารถ

ออกหลักทรัพย์เสนอขายตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ ทั้งนี้ถ้าเป็นการเสนอขายหุ้นกู้ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศจะต้องออกหลักฐานการจดซื้อจำกัดการโอนหุ้นกู้ด้วย

ส่วนเงื่อนไขการอนุญาตออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องดำเนินการดังต่อไปนี้

- 1) ต้องรับ โอนสิทธิและเสนอขายหลักทรัพย์ตามมูลค่าขั้นต่ำที่กำหนดไว้ในโครงการเสร็จภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้อนุมัติโครงการ
- 2) ต้องมีหนังสือแจ้งให้รพท.ทราบถึงการเสนอขายหุ้นกู้ภายใน 3 วันนับแต่วันปิดการเสนอขาย ทั้งนี้ต้องส่งสำเนาหนังสือแจ้งดังกล่าวให้แก่ทางสำนักงาน ก.ล.ต.ทราบด้วย
- 3) ต้องรายงานผลการขายต่อทางสำนักงาน ก.ล.ต.ทราบภายใน 45 วันนับแต่วันปิดการเสนอขาย
- 4) ต้องรายงานการไถ่ถอนหุ้นกู้ที่เกิดขึ้นก่อนถึงวันครบกำหนดการไถ่ถอนให้ทางสำนักงาน ก.ล.ต. ทราบภายใน 15 วันนับแต่วันที่มีการไถ่ถอน
- 5) ต้องนำเงินที่ได้จากการขายหุ้นกู้ไปชำระค่าโอนสิทธิตามทีระบุในโครงการ

2.2.7 สิทธิประโยชน์และความคุ้มครองที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะได้รับตามพ.ร.ก.ฯ นี้

ตาม ข้อ 5 แห่งประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ. 31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศได้กำหนดว่าเมื่อผู้มีสิทธิเสนอโครงการและนิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับอนุมัติตามคำขอจากรพท. ในกรณีของสถาบันการเงินและจากสำนักงาน ก.ล.ต.แล้ว ผลคือโครงการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ดังกล่าวจะได้รับสิทธิประโยชน์และความคุ้มครองตามพ.ร.ก.ฯ นี้ ในทางกลับกันโครงการใดไม่ได้ทำขึ้นภายใต้พ.ร.ก.ฯ ย่อมไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ดังกล่าว ทั้งนี้สิทธิประโยชน์และความคุ้มครองที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะได้รับมีดังต่อไปนี้²³

1. การได้รับยกเว้นไม่ตกอยู่ภายใต้กฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจของสถาบันการเงิน

โดยหลักธนาคารหรือสาขาธนาคารต่างประเทศหรือธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ (ธุรกิจเงินทุนฯ) ที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์หรือธุรกิจเงินทุนฯ ได้เท่านั้นจึงจะประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์หรือธุรกิจเงินทุนฯ ได้โดยบุคคลอื่นใดนอกเหนือ

²³จันทิมา เพียรเวช, “พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และมีพัฒนาการในประเทศไทย.” วารสารนักบัญชี 44 ฉบับที่ 3 : 23-26.

จากธนาคารพาณิชย์หรือธุรกิจเงินทุนฯ แล้วจะประกอบกิจการดังกล่าวไม่ได้²⁴ หากผู้ใดฝ่าฝืนกรณีธนาคารพาณิชย์หรือธุรกิจเงินทุนฯ จะต้องได้รับโทษทางอาญาตามที่กฎหมายกำหนด²⁵ แต่อย่างไรก็ดี ตามพ.ร.ก.ฯ มาตรา 14 ได้กำหนดว่า แม้ลักษณะการดำเนินงานของนิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งตามปกติจะมีการรับซื้อสินทรัพย์มาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนำกองสินทรัพย์ดังกล่าวมาระดมทุนโดยการออกหลักทรัพย์ขายแก่นักลงทุนจะถูกพิจารณาว่าเข้าข่ายเป็นการระดมทุนอันเป็นการประกอบกิจการธนาคารหรือธุรกิจเงินทุนฯ จะได้ว่านิติบุคคลเฉพาะกิจไม่จำเป็นต้องตกอยู่ภายใต้กฎหมายนั้น ๆ กล่าวคือ นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถดำเนินกิจการของตนได้โดยไม่ต้องได้รับอนุญาตตามกฎหมายดังกล่าว

2. การได้รับยกเว้นไม่ต้องบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ตาม ป.พ.พ. มาตรา 306

ตามพ.ร.ก.ฯ มาตรา 15 ได้กำหนดว่ากรณีที่มีการโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มายังนิติบุคคลเฉพาะกิจโดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ทำหน้าที่เป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ ให้ถือว่าการโอนชอบด้วยกฎหมายโดยไม่ต้องบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ตามป.พ.พ. มาตรา 306 แต่การกระทำดังกล่าวย่อมไม่กระทบต่อสิทธิของลูกหนี้ที่จะยกข้อต่อสู้ตามป.พ.พ. มาตรา 308 วรรค 2 กล่าวได้ว่ามาตรานี้เอื้อต่อการทำธุรกรรมอย่างมากโดยช่วยลดขั้นตอนทางกฎหมาย ลดค่าใช้จ่ายและไม่ต้องเสียเวลาที่จะต้องบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องไปยังลูกหนี้ แต่อย่างไรก็ดีกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะได้รับประโยชน์ดังกล่าว ผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะต้องเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ด้วย

ฉะนั้นเมื่อใดที่เปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้เป็นบุคคลใดก็ตามที่มีผู้ใช้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ นิติบุคคลเฉพาะกิจก็ยังคงจำเป็นต้องบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องนั้นไปยังลูกหนี้นับแต่วันที่มีการเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ยู่ดี ผลคือทำให้เกิดค่าใช้จ่ายจำนวนมากในการต้องบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้ เกิดขั้นตอนที่ยุ่งยากและเสียเวลามาก ฉะนั้นวิธานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนจะศึกษาว่ามีวิธีการจำหน่ายสินทรัพย์อื่นอีกหรือไม่ที่มีประสิทธิภาพกว่าที่เป็นอยู่อันจะได้กล่าวต่อไปในบทที่ 3 และบทที่ 4 เพื่อพิจารณาหาแนวทางแก้ไข

²⁴ตามมาตรา 4 และมาตรา 8 แห่งพ.ร.บ.ธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 4 พ.ศ. 2541 และตามมาตรา 4 และ มาตรา 8 และมาตรา 11 แห่งพ.ร.บ.การประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 แก้ไขเพิ่มเติม โดย ฉบับที่ 5 พ.ศ. 2541.

²⁵ตามมาตรา 40 แห่งพ.ร.บ.ธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 แก้ไขเพิ่มเติมโดย ฉบับที่ 4 พ.ศ. 2541 และตามมาตรา 71 แห่งพ.ร.บ.การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 แก้ไขเพิ่มเติม โดย ฉบับที่ 5 พ.ศ. 2541.

3. การได้รับหลักประกันทุกอย่างที่มีอยู่เหนือสินทรัพย์ เมื่อรับโอนสิทธิเรียกร้อง

ตามพ.ร.ก.๑ มาตรา 16 ได้กำหนดให้หลักประกันอย่างอื่นที่มีเหนือสินทรัพย์ที่มีใช้สิทธิ จำนอง จำน่า หรือค้ำประกันที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์รับไว้ขณะที่ให้สินเชื่อแก่ลูกหนี้ตกให้แก่นิติบุคคล เฉพาะกิจผู้รับโอนด้วย จะได้ว่าปัจจุบันหลักประกันตามกฎหมายไทยมีเพียง 2 ประเภทเท่านั้นตามที่บัญญัติไว้ในพ.พ. ได้แก่ การประกันหนี้ด้วยบุคคล เรียกว่า “ค้ำประกัน” และการประกันหนี้ด้วยทรัพย์ ได้แก่ “ จำนอง ” และ “ จำน่า ” นอกจากนี้ นักกฎหมายบางท่านถือว่าบุริมสิทธิและสิทธิยึดเหนี่ยวเป็นการประกันหนี้ด้วยทรัพย์ที่เกิดขึ้น โดยผลของกฎหมายด้วย²⁶ ฉะนั้นหลักประกันอย่างอื่นนอกจาก จำนอง จำน่า หรือค้ำประกัน หากมีการตกลงกันเป็นหลักประกันระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้อย่างไม่ได้รับการรับรองให้มีผลทางกฎหมายในขณะนี้ เช่น ทรัพย์สินพวกสังหาริมทรัพย์และสิทธิเรียกร้องบางอย่างที่มีมูลค่าจำนวนมากอื่น ได้แก่ สินค้าคงคลัง (inventories) สินค้าที่มีไว้เพื่อจำหน่ายบางประเภท (stock in trade) และบัญชีลูกหนี้ (book debts) ซึ่งยอม จำนอง ไม่ได้ เนื่องจากเป็นสังหาริมทรัพย์ (ข้อจำกัดด้านประเภททรัพย์สิน) นอกจากนี้บางประเภทมีไว้เพื่อการผลิตสินค้า มีไว้เพื่อจำหน่าย ถ้าหากนำมาจำนำ ก็จะต้องมีการส่งมอบการครอบครองทรัพย์เหล่านั้นให้ผู้รับจำนำยึดถือไว้ ผู้จำนำก็ไม่มีสิทธิดำเนินการใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์นั้นได้อีกต่อไป จึงทำให้ไม่อาจจำนำได้ (ข้อจำกัดเรื่องการเสียโอกาสใช้ประโยชน์จากทรัพย์สิน) ส่วนทรัพย์สินไม่มีตัวตนและบัญชีลูกหนี้ยังไม่มีการนำไปใช้เป็นหลักประกันหนี้ทางปฏิบัติ แต่ในต่างประเทศกลับถือเป็นหลักประกันได้ในรูปแบบต่าง ๆ อาทิ อังกฤษได้นำทรัพย์สินหมุนเวียนเปลี่ยนมือที่บริษัทมีอยู่ในปัจจุบันและในอนาคตมาเป็นหลักประกันหนี้ได้ที่เรียกว่า “Floating Charge” กล่าวคือเป็นการประกันหนี้ด้วยทรัพย์สินที่เกิดจากข้อสัญญา มีจุดกำเนิดมาจากหลักเอกวิตี (Equity) และต่อมาได้บัญญัติไว้ใน the Companies Act 1985 โดยสรุปสาระสำคัญได้ 3 ประการ คือ

1. เป็นการ ใช้ทรัพย์สินที่มีอยู่ในขณะทำสัญญาและที่จะได้รับในอนาคตมาเป็นหลักประกันหนี้ได้ โดยจะระบุทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันไว้เป็นกลุ่มทรัพย์สิน (Class) มิได้ระบุตัวทรัพย์สินที่แน่นอน
2. ผู้ประกอบธุรกิจสามารถดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันได้ตามปกติ ผลทำให้ปริมาณของทรัพย์สินนั้นอาจเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา (Ordinary Course of Business)
3. เมื่อเกิดเหตุการณ์บางอย่างตามที่กำหนดไว้เกิดขึ้น ทรัพย์ที่เป็นหลักประกันจะกลายเป็นทรัพย์เฉพาะสิ่ง ผู้ประกอบธุรกิจยอมไม่สามารถดำเนินธุรกิจตามปกติแก่ทรัพย์นั้นได้อีกและเจ้าหนี้มีประกัน

²⁶ พจน์ ปุษปาคม, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วย ค้ำประกัน จำนอง จำน่า, (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2540), หน้า 2-3.

จะบังคับหลักประกันนั้นต่อไป จากลักษณะที่กล่าวมานี้ย่อมสามารถนำทรัพย์สินที่ติดข้อจำกัดข้างต้นมาเป็นหลักประกันได้ในที่สุด

นอกจากนี้ยังมีการประกันหนี้ด้วยทรัพย์สินที่มีลักษณะสำคัญตรงข้ามกับ Floating Charge ที่เรียกว่า “Fixed Charge” อีกด้วย กล่าวคือเป็นการประกันหนี้โดยนำทรัพย์สินที่มีการระบุตัวทรัพย์สินที่แน่นอนมาเป็นหลักประกันเกิดการผูกพันแก่ตัวทรัพย์สินทันทีที่ทำสัญญาหลักประกันหรือทันทีที่ลูกหนี้มีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินประกัน ผลคือลูกหนี้ไม่สามารถจำหน่ายทรัพย์สินประกันได้อย่างอิสระ เว้นแต่ได้รับความยินยอมจากเจ้าหนี้หรือชำระหนี้ที่ประกันไว้แล้ว²⁷

ส่วนสหรัฐอเมริกาเป็นหลักประกันที่เรียกว่า “Secured Transaction” ซึ่งบัญญัติไว้ใน UCC : The Uniform Commercial Code Article 9 กล่าวคือเป็นการเปิดโอกาสให้มีการนำทรัพย์สินต่าง ๆ ที่ติดข้อจำกัดข้างต้นมาเป็นหลักประกันได้ เช่นกันโดยไม่ต้องมีการส่งมอบการครอบครองและยังสามารถนำทรัพย์สินนั้นไปใช้ประโยชน์ได้ตามปกติ²⁸

จะนั้นแม้ว่าขณะนี้ประเทศไทยจะติดข้อจำกัดหรือปัญหากฎหมายเรื่องหลักประกันซึ่งทำให้ชนิดทรัพย์สินที่จะนำมาเป็นหลักประกันได้นั้นถูกจำกัดไปด้วย ได้แก่ วัตถุดิบผลิตภัณฑ์ที่อยู่ในโรงงานซึ่งมีการแปรสภาพและขนย้ายตลอดเวลา (ทั้งโครงการ), สิทธิตามทรัพย์สินทางปัญญาประเภทต่าง ๆ สิทธิตามสัญญาประเภทต่าง ๆ (Account Receivables) เช่น สิทธิที่จะได้รับเงินค่าเช่า สิทธิการเช่า ซึ่งล้วนแต่เป็นสิ่งที่ไม่มีรูปร่างยอมใช้เป็นหลักประกัน ไม่ว่าจำนำ จำนอง ค้ำประกันไม่ได้ นอกจากนี้ตามแนวคำพิพากษาศาลฎีกาปัจจุบันยังไม่ยอมรับการจำนำเงินฝาก²⁹ จำนำบัญชีเงินฝาก จำนำสิทธิในการถอนเงินฝาก³⁰ อีกด้วย อันถือว่าเป็นปัญหาการพัฒนาระบบเศรษฐกิจไทยในการระดมเงินออมภายในประเทศที่ขาดหลักประกันต่าง ๆ ไปมากมาในการระดมทุนแต่ละครั้งทำให้จำต้องพึ่งพา

²⁷วิชา จัญญาจันท์, “การประกันหนี้ด้วยทรัพย์สินแบบ Floating Charge” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทนิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2537), หน้า 23-53.

²⁸อริศ อิศวพันธ์, “ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับหลักประกันทางการเงินและแนวทางแก้ไข” เอกสารการอบรมหลักสูตรการเงินธุรกิจสำหรับนักกฎหมาย โดยสำนักงานอนุญาโตตุลาการ กระทรวงยุติธรรม ในวันที่ 29 เมษายน 2541. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

²⁹คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 9722-9731/2539 และคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1063/2540

³⁰คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 5438/2534, คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 4102/2539, คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 9722-9731/2539 และคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1063/2540

การระดมทุนจากภายนอกประเทศแทน³¹ แต่อย่างไรก็ดีขณะนี้คณะรัฐมนตรีตระหนักถึงปัญหาดังกล่าว และดำเนินการปรับปรุงกฎหมายโดยได้ยกเว้น พ.ร.บ. หลักประกันทางธุรกิจ พ.ศ..... ขึ้นเพิ่มเติมจากบทบัญญัติ พ.พ. แล้วซึ่งจะช่วยเพิ่มประเภททรัพย์สินที่สามารถใช้เป็นหลักประกันได้โดยไม่ต้องส่งมอบการครอบครองแก่เจ้าหนี้³² โดยระหว่างที่กำลังยกเว้นกฎหมายดังกล่าวอยู่ย่อมทำให้หลักประกันอย่างอื่น นอกจากจำนอง จำนำ คำประกันตามมาตรา 16 แห่งพ.ร.ก.ฯ ยังไม่มีผลตามกฎหมายไทยแต่อย่างใด

นอกจากนั้นแม้ตามมาตรา 16 แห่งพ.ร.ก.ฯ จะไม่ได้บัญญัติเรื่องสิทธิจำนอง จำนำ หรือคำประกันไว้ แต่ถือได้ว่าสิทธิเหล่านั้นย่อมตกแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจผู้รับโอน โดยอัตโนมัติโดยผลของกฎหมาย เมื่อเกิดการโอนสิทธิเรียกร้องทั้งนี้ตาม พ.พ. มาตรา 305 เนื่องจากหากกฎหมายเฉพาะไม่บัญญัติไว้ย่อมเป็นไปตามกฎหมายทั่วไป โดยเรื่องดังกล่าวก่อให้เกิดปัญหาการตีความว่าตามพ.พ. มาตรา 305 จะถือว่าชัดพ.พ. มาตรา 746 หรือไม่ กล่าวคือการโอนสิทธิเรียกร้องที่มีจำนองเป็นหลักประกัน เมื่อโอนไปแล้วจะถือว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงจำนองอันจะทำให้ต้องจดทะเบียนต่อเจ้าหน้าที่กันอีกหรือไม่ เนื่องจากหากต้องจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงจำนองในกรณีที่มิใช่ลูกหนี้จำนองจำนวนมากย่อมไม่สะดวกและเสียเวลาได้ แม้จะได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมแล้วก็ตาม ซึ่งวิทยานิพนธ์นี้จะทำการศึกษาวิเคราะห์ประเด็นดังกล่าวในบทต่อ ๆ ไป

4. การได้รับยกเว้นไม่ต้องเสียเงินค่าธรรมเนียม

ตามพ.ร.ก.ฯ มาตรา 17 ได้กำหนดให้นิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับยกเว้นไม่ต้องเสียเงินค่าธรรมเนียม หากมีการโอนสิทธิกันหรือโอนหลักประกันทุกชนิดให้แก่กันไม่ว่าจำนอง จำนำ คำประกันหรือหลักประกันอย่างอื่นก็ตาม จึงกล่าวได้ว่าบทบัญญัติดังกล่าวช่วยลดต้นทุนธุรกรรมอย่างมาก กล่าวคือตามปกติการโอนหลักประกันประเภทจำนองต้องเสียค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียนจำนองในอัตราร้อยละ 1 แต่อย่างสูงไม่เกิน 200,000 บาท โดยอัตราดังกล่าวอาจไม่สูงมากนัก แต่สำหรับการแปลงสิทธิเป็นหลักประกันที่ต้องนำลูกหนี้ตามสัญญาประเภทต่าง ๆ จำนวนมากมารวมกัน และมีจำนองประกันหลายรายย่อมเกิดต้นทุนที่สูงมากอันเป็นอุปสรรคอย่างยิ่ง

³¹พรชัย วิวัฒน์ภทรกุล, “ข้อจำกัดว่าด้วยการสร้างหลักประกันแห่งหนึ่งในกฎหมายไทย,” วารสารนิติศาสตร์ 27 ฉบับที่ 4 (ธันวาคม 2540) : 1133.

³²ธรรมนุญ พิทยาภรณ์, “กฎหมายหลักประกันทางธุรกิจรูปแบบใหม่.” เอกสารประกอบการสัมมนาโต๊ะกลมทางวิชาการ “เรื่องวิพากษ์กฎหมายหลักประกันทางธุรกิจ (รูปแบบใหม่) : เพื่อพัฒนาเศรษฐกิจไทย” บรรยาย ณ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 14 มีนาคม 2544. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

ตามพ.ร.ก.๓ นี้ไม่ได้บัญญัติยกเว้นเรื่องภาษีไว้ แต่เมื่อพิจารณาหลักการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แล้ว นิติบุคคลเฉพาะกิจมีสถานะภาพเป็นเพียงตัวกลาง (Conduit) ในทางภาษีเท่านั้นจึงถูกมองเป็นองค์กร (Entity) เดียวกันกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ดังนั้นภาระภาษีไม่ว่าภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะและอากรแสตมป์จึงไม่ควรเพิ่มขึ้นมากกว่าที่เป็นอยู่ หากไม่ได้ทำธุรกรรม แต่อย่างไรก็ดี ปัจจุบันได้มีการปรับปรุงกฎหมายภาษีในการทำธุรกรรมดังกล่าวแล้วซึ่งออกเป็นพระราชกฤษฎีกาและประกาศอธิบดีกรมสรรพากร สรุปได้ดังนี้³³

ตามกฎหมายเดิมได้กำหนดให้การขายสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจและจากนิติบุคคลเฉพาะกิจกลับคืนไปยังผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต้องเสียภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT : Value Added Tax) อากรแสตมป์ (Stamp Duty) และภาษีธุรกิจเฉพาะ (SBT : Special Business Tax) ทุกช่วงที่มีการโอนแก่กันซึ่งก่อให้เกิดต้นทุนธุรกรรมที่สูงเกินความจำเป็นและไม่จูงใจให้ทำธุรกรรมกันอย่างแพร่หลาย เนื่องจากโดยพื้นฐานนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเพียงเครื่องมือการจัดหาเงินทุนแก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์เท่านั้น ฉะนั้นผู้ลงทุนและผู้จำหน่ายสินทรัพย์ควรแบกรับภาระตรงนี้มากกว่านิติบุคคลเฉพาะกิจ ดังนั้นกฎหมายใหม่ซึ่งก็คือ “พ.ร.ฎ.ออกตามความในป.ร.ษฎากรว่าด้วยการยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่ม (ฉบับที่ 333) พ.ศ. 2541 ลงวันที่ 5 พฤศจิกายน พ.ศ. 2541 ” และ “ประกาศอธิบดีกรมสรรพากร เรื่อง หลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไข การยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับการโอนทรัพย์สินตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์”, “พ.ร.ฎ.ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการกำหนดกิจการที่ได้รับการยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะ (ฉบับที่ 334) พ.ศ. 2541 ลงวันที่ 5 พฤศจิกายน พ.ศ. 2541” และ “ประกาศอธิบดีกรมสรรพากร เรื่อง หลักเกณฑ์วิธีการและเงื่อนไข การยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะสำหรับรายรับจากการโอนทรัพย์สินในโครงการแปลงทรัพย์สินเป็นหลักทรัพย์” และ “พ.ร.ฎ.ออกตามความในป.ร.ษฎากรว่าด้วยการยกเว้นอากรแสตมป์ (ฉบับที่ 335) พ.ศ. 2541 ลงวันที่ 5 พฤศจิกายน พ.ศ. 2541” และ “ประกาศอธิบดีกรมสรรพากร (ฉบับที่ 40) เรื่องหลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไข การยกเว้นอากรแสตมป์เกี่ยวกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” ตามลำดับ ได้แก้ไขในเรื่องดังกล่าวโดยให้การโอนนั้นได้รับยกเว้นภาษี แต่มีเงื่อนไข คือ

- (1) จะต้องเป็นการโอนสินทรัพย์ให้แก่กันภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งได้รับอนุมัติจากสำนักงาน ก.ล.ต.แล้ว
- (2) จะต้องมีการบันทึกตามมาตรฐานการบัญชีซึ่งเป็นที่รับรองทั่วไป

³³ สาธิต รั้งศิริ, “ภาระภาษีที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์,” วารสาร Tax Planning Magazine 49 (กรกฎาคม 2541) : 1- 5.

กล่าวได้ว่าปัญหาภาษีเป็นปัญหาที่สำคัญต่อต้นทุนธุรกรรมอันถือได้ว่าเป็นปัญหาที่ซับซ้อน แต่ทว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ศึกษาวิเคราะห์ปัญหากฎหมายด้านอื่นมากพอสมควรแล้วจึงไม่อาจวิเคราะห์ปัญหาภาษีได้อย่างละเอียด จึงขอกล่าวพอสังเขปเพื่อใช้อ้างอิงได้เท่านั้นตามที่กล่าวมาข้างต้น

5. การมีสิทธิคิดดอกเบี้ยในอัตราเกินกว่าร้อยละ 15 ต่อปี ได้ แม้จะมีใช้สถาบันการเงิน

ตามพ.ร.ก.๑ มาตรา 18 ได้กำหนดให้นิติบุคคลเฉพาะกิจมีสิทธิคิดดอกเบี้ยอัตราที่เกินกว่าร้อยละ 15 ต่อปี แม้ไม่ใช่สถาบันการเงินตามพ.ร.บ.ดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของสถาบันการเงิน พ.ศ. 2523 ก็ตาม โดยไม่ถือว่าขัดต่อพ.พ. มาตรา 654 ที่ห้ามมิให้คิดดอกเบี้ยในอัตราที่เกินกว่าร้อยละ 15 ต่อปี และไม่ถือว่าขัดต่อพ.ร.บ. ห้ามเรียกดอกเบี้ยเกินอัตรา พ.ศ. 2475 ที่ได้กำหนดให้การคิดดอกเบี้ยเกินกว่าอัตราที่กฎหมายกำหนดตกเป็นโมฆะ

6. การได้รับยกเว้นมิให้นำมาตรา 114 แห่งกฎหมายล้มละลายมาใช้บังคับ

ตามพ.ร.ก.๑ มาตรา 20 ได้บัญญัติคุ้มครองกองสินทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้รับโอนมาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มิให้ถูกเรียกกลับไปสู่กองทรัพย์สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายตามมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 แต่มีเงื่อนไขว่าการโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มายังนิติบุคคลบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นการขายขาดซึ่งหมายถึงการ โอนสินทรัพย์ที่มีลักษณะดังนี้

- (1) ต้องมีการชำระราคาตลาดที่เป็นธรรม
- (2) นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์นั้น และ
- (3) นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องสามารถถือสิทธิผลประโยชน์ที่มีอยู่ในสินทรัพย์ที่รับโอนมาได้ โดย

ลักษณะการโอนขายขาด (True Sale) ที่กล่าวมา คณะกรรมการ ก.ล.ด.อาจประกาศลักษณะอื่นเพิ่มเติมด้วยก็ได้ แต่ขณะนี้ยังไม่มีประกาศกำหนดเรื่องดังกล่าว

เหตุผลหรือเจตนารมณ์ของมาตรานี้ต้องการคุ้มครองผู้ลงทุนเพราะเมื่อผู้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ก็ย่อมหวังว่านิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีสินทรัพย์มาชำระคืนแก่ตนได้ โดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่สามารถเรียกสินทรัพย์เหล่านั้นกลับคืนไปได้เมื่อตนเป็นบุคคลล้มละลาย ไม่ว่าจะด้วยวิธีการใด ๆ โดยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะได้ศึกษาวิเคราะห์ว่าบทบัญญัตินี้คุ้มครองผู้ลงทุนเพียงพอแล้วหรือไม่เนื่องจากขณะนี้กฎหมายล้มละลายถูกแก้ไขเปลี่ยนแปลงแล้ว กล่าวคือ ได้มีการประกาศใช้ พ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542 ซึ่งแก้ไขมาตรา 114 ใหม่แล้ว และเพิ่มบทบัญญัติเรื่องฟื้นฟูกิจการซึ่งทำให้มีมาตรา 90/40 และมาตรา 90/41 นอกจากนี้เหตุใดจึงยกเว้นเฉพาะมาตรา 114 แต่ไม่ยกเว้นมาตรา 113 และมาตรา 115 จะเป็นการเปิดโอกาสให้มีการเรียกสินทรัพย์จากนิติบุคคลเฉพาะกิจกลับมายังผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือไม่ และควรแก้ไขมาตรานี้บ้างหรือไม่ อย่างไร

7. ผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของนิติกรรมและเป็นเจ้าหนี้มีประกันตามกฎหมายล้มละลาย

ตามพ.ร.ก.ฯ มาตรา 21 ได้บัญญัติคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจให้มีสิทธิครบถ้วนสมบูรณ์เหนือกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์โดยมีเงื่อนไขว่าผู้ลงทุนนั้นต้องมีใช้ผู้ถือหุ้นกู้ด้วยสิทธิของตนเอง วิธีการคุ้มครองคือได้กำหนดให้ผู้ลงทุนเป็นเจ้าของนิติกรรมและเป็นเจ้าหนี้มีประกันตามมาตรา 6 แห่งพ.ร.บ.ล้มละลาย พ.ศ. 2483 มีสิทธิได้รับชำระหนี้จากสินทรัพย์นั้นในลำดับก่อนนิติกรรมอื่น ๆ

2.2.8 กรณีศึกษาของการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์³⁴

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศไทยยังเป็นเรื่องค่อนข้างใหม่ ซึ่งในทางปฏิบัติได้มีการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (ธุรกรรมฯ) กันแล้วดังต่อไปนี้

กรณีธนาคารเอเชีย จำกัด (มหาชน) (BOA : Bank of Asia) : ถือเป็นเอกชนแห่งแรกที่เริ่มทำธุรกรรมฯ ขึ้นในประเทศไทยเมื่อ 5 มิถุนายน พ.ศ. 2536 โดยช.เอเชียผู้จำหน่ายสินทรัพย์รวบรวมลูกหนี้เงินกู้เช่าซื้อรถยนต์และโอนให้แก่บริษัทในเครือของธนาคาร ซึ่งมีชื่อ BOA Receivable Co., Ltd (BARC) เป็น SPV ทำหน้าที่นำลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์และรถยนต์เป็นหลักประกันการออกตั๋วแลกเงินเพื่อขายแก่ผู้ลงทุน แต่ช.ปท.ไม่อนุญาตให้ช.เอเชียตัดสินเชื่อที่ขายออกจากงบดุลเนื่องจากช.เอเชียยังคงถือหุ้นอยู่ใน BARC 100 % จึงทำให้ไม่อาจบรรลุวัตถุประสงค์การธุรกรรมดังกล่าว

กรณีบริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวม และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์กรุงไทย จำกัด : บริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวมผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้นำ “กองทุนทรัพย์สมบูรณ์” อันเป็นกองทุนเปิดที่ออกตราสารเปลี่ยนมือได้ขายให้แก่บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์กรุงไทย จำกัด ซึ่งเป็น SPV ทำหน้าที่นำตั๋วแลกเงินมารวมเป็นกองสินทรัพย์เพื่อมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ แต่ว่าธุรกรรมดังกล่าวไม่ประสบความสำเร็จนัก

กรณีบริษัททีเอส ใกล้เคียง จำกัดและบริษัท Tru-way จำกัด : ทำขึ้นเมื่อพฤษภาคม พ.ศ. 2539 โดยเป็นเอกชนรายแรกที่ทำธุรกรรมประสบความสำเร็จในต่างประเทศ เนื่องจากขณะนั้นประเทศไทยยังไม่มีพ.ร.ก.ฯ ดังนั้นธุรกรรมนี้จึงหาทางออกโดยจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในต่างประเทศแทน โดยบริษัททีเอส ใกล้เคียง และบริษัท Tru-way ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ขายลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ให้แก่บริษัท Thai Cars (SPV) ซึ่งทำหน้าที่นำสินเชื่อนั้นมาประกันการออกหลักทรัพย์ FRN เพื่อขายแก่นักลงทุน

³⁴สุรพล กุลชัยรัญญา, “Securitisation in Thailand,” เอกสารในการสัมมนาเรื่อง Securitisation in Thailand บรรยาย ณ โรงแรมแกรนด์ไฮแอท เอราวัณ กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 28 ตุลาคม 2542. (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

กรณีบริษัทนิธิภัทร ลิสซิ่ง จำกัด : ทำขึ้นเมื่อธันวาคม พ.ศ. 2539 และเป็นธุรกรรมที่ทำในต่างประเทศ โดยบริษัทนิธิภัทรลิสซิ่งจำกัดผู้จำหน่ายสินทรัพย์รวบรวมลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ของบริษัทและบริษัทในเครือขายแก่ “Nithipat Leasing Special Purpose Vehicle (NLSPV)” นิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งทำหน้าที่นำลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ไปประกันการออก Commercial Paper เพื่อขายแก่ผู้ลงทุน

กรณีบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ SITCA จำกัด (มหาชน) : ทำขึ้นเมื่อ 14 พฤษภาคม พ.ศ. 2540 และเป็นธุรกรรมที่ทำในต่างประเทศ โดยบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ SITCA จำกัด (มหาชน) และบริษัท SITCA Leasing จำกัดผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้รวบรวมสินเชื่อลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ขายแก่ SITCA นิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งถูกผู้จำหน่ายสินทรัพย์ถือหุ้นอยู่ 90% ทำหน้าที่นำลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ไปประกันการออก FRN : Floating - Rate Notes เพื่อขายแก่นักลงทุนโดยที่บริษัท SITCA Leasing จำกัด ยังคงเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้จากลูกหนี้อยู่ และได้ค่าธรรมเนียมตอบแทน

กรณีบริษัททวงษ์ไพฑูรย์ ไทยแลนด์กรุ๊ป จำกัด : ทำขึ้นเมื่อเดือนเมษายน พ.ศ. 2541 โดยเป็นธุรกรรมที่ประสบความสำเร็จในการนำสิทธิเรียกร้องจากการผลิตรองเท้ารีเบค (Reebok) ส่งออกอันเป็นสินทรัพย์ในอนาคต (Future Receivables) มาประกันหลักทรัพย์ที่ออกขายในสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังมีการผลิตข้าว ยางพาราและอุปกรณ์ไฟฟ้าเพื่อส่งออกซึ่งนำมาทำธุรกรรมดังกล่าวเช่นกัน³⁵

จากกรณีศึกษาข้างต้นพบว่าไม่เคยมีการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ภายใต้ พ.ร.ก.๙ เลยและเท่าที่เคยทำนั้นก็อยู่นอกพ.ร.ก. ซึ่งยังไม่เป็นที่แพร่หลายและส่วนใหญ่ทำในต่างประเทศ ดังนั้นวิทยานิพนธ์นี้จึงทำการศึกษาวิเคราะห์พ.ร.ก. ๙ ดังกล่าวว่ามีช่องโหว่หรืออุปสรรคทางกฎหมายหรือไม่เพื่อหาแนวทางแก้ไขอย่างเหมาะสมกับสภาพการณ์ของประเทศไทยอันจะกล่าวต่อไปในบทที่ 3 และบทที่ 4

³⁵J.Norton D.Barbour and T.Slover, “Asset Securitization in Emerging Market Economies: Fundamental Considerations” in International Finance & Economics Law , (Great Britain : University of London, 1998) , p. 27.