

ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจซื้อขายที่ดินหลักทรัพย์



นางสาววรรณรัตน์ จันทร์แสงทอง

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญานิติศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชานิติศาสตร์

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2546

ISBN 974-17-4706-3

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

LEGAL PROBLEMS CONCERNING REPURCHASE TRANSACTION



Miss Wannarat Jansangtong

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Laws in Laws

Faculty of Law

Chulalongkorn University

Academic Year 2003

ISBN 974-17-4706-3

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์
โดย	นางสาววรรณรัตน์ จันทน์แสงทอง
สาขาวิชา	นิติศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชยันติ ไกรกาญจน์
อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม	อาจารย์สุรศักดิ์ วาจาสิทธิ์

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโท

..... คณบดีคณะนิติศาสตร์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ธิดิพันธุ์ เชื้อบุญชัย)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์รัชชัย สุกผลศิริ)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชยันติ ไกรกาญจน์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม
(อาจารย์สุรศักดิ์ วาจาสิทธิ์)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์พิเศษ เสตเสถียร)

..... กรรมการ
(อาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช)

วรรณรัตน์ จันทรแสงทอง : ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.
(LEGAL PROBLEMS CONCERNING REPURCHASE TRANSACTION) อ.ที่ปรึกษา : ศศ.ชยันดี ไกรกาญจน์,
อ.ที่ปรึกษาร่วม : อ.สุรศักดิ์ วาจาสิทธิ์; 166 หน้า. ISBN 974-17-4706-3.

ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นวิธีการหนึ่งในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้น โดยอาศัยกลไกของการ
ซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดเป็นลักษณะของการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน อันเป็นการระดมทุนระยะสั้นที่มี
ต้นทุนทางการเงินต่ำสำหรับผู้ขายหลักทรัพย์ที่ต้องการเงินสดหมุนเวียนระยะสั้น และเป็นการลงทุนระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำ
สำหรับผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่ต้องการบริหารเงินส่วนเกินให้เกิดประโยชน์สูงสุด กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์
ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์จากผู้ขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เมื่อครบกำหนดของธุรกรรม ผู้ขาย
หลักทรัพย์ตกลงซื้อคืนหลักทรัพย์จากผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์
ดังนั้น ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์จึงเป็นการพัฒนาแหล่งระดมเงินทุนแหล่งใหม่ในตลาดการเงินขึ้นมาออกเหนือจากการกู้ยืม
ระหว่างธนาคาร การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน และการซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืนของธนาคารแห่งประเทศไทย อันเป็น
การเพิ่มประสิทธิภาพและลดข้อจำกัดของแหล่งระดมเงินทุนแบบดั้งเดิมดังกล่าว

จากการศึกษาวิจัยพบว่าในการนำสัญญามาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global
Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) ซึ่งเป็นสัญญานีนิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในสหรัฐ
อเมริกาและยุโรป มาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายไทยนั้น ยังมีปัญหาทางกฎหมายที่ไม่ชัดเจนอยู่
หลายประการซึ่งเป็นอุปสรรคต่อสถานะของคู่สัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้อง โดยสามารถจำแนกได้ 4 หัวข้อ ดังนี้ (1) ปัญหาเกี่ยวกับ
รูปแบบของสัญญา (2) ปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและ
การให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ป.พ.พ.) และพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483 (3) ปัญหาเกี่ยวกับการ
โอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483
(4) ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญาตามผลทางกฎหมายของการหักกลบลบหนี้ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ.
สัมละลาช พ.ศ. 2483

ดังนั้น ผู้เขียนจึงได้เสนอผลการวิเคราะห์ปัญหาทางกฎหมายดังกล่าวข้างต้นเป็นลำดับ ดังนี้

1. ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายสังหาริมทรัพย์ตามมาตรา 453 และมาตรา 456 วรรคสาม
แห่งป.พ.พ. โดยไม่มีลักษณะเป็นสัญญาขายฝากตามมาตรา 491 แห่งป.พ.พ. และสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันตามมาตรา
650 มาตรา 653 และมาตรา 747 แห่งป.พ.พ. ทั้งนี้ การพิเคราะห์ว่าธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขาย
สังหาริมทรัพย์นั้นสอดคล้องกับเจตนาของคู่สัญญาและปกติประเพณีของการทำธุรกรรมตามมาตรา 368 แห่งป.พ.พ.
2. การโอนหลักทรัพย์ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม โดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์มีลักษณะเป็น
ประเพณีปฏิบัติในทางการค้าของการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงไม่น่าจะเป็นการถือผลเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ.
มาตรา 90/40 มาตรา 113 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483 และการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 90/41 และ
มาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483
3. การโอนมาร์จินมีความเสี่ยงที่อาจจะเป็นการถือผลเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 และมาตรา
114 แห่งพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483 และการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483
4. การประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญาเป็นวิธีการคำนวณหาจำนวนหนี้อันจะทำให้หนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระกรณี
ผิดสัญญาได้แก่ราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์สามารถหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/33 และ
มาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483 นอกจากนี้ การประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญาที่กระทำภายหลังจากที่ศาล
มีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไม่น่าจะถือว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่เจ้าหน้าที่ได้มาภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์
ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ จึงนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. สัมละลาช พ.ศ. 2483

สาขาวิชา.....นิติศาสตร์..... ลายมือชื่อนิสิต.....
ปีการศึกษา.....2546..... ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม.....

4386126034 : MAJOR LAWS

KEY WORD : REPURCHASE TRANSACTION / REPURCHASE AGREEMENT
 WANNARAT JANSANGTONG : LEGAL PROBLEMS CONCERNING REPURCHASE TRANSACTION.
 THESIS ADVISOR : ASST. PROF. CHAYANTI GREIGARN, THESIS COADVISOR : SURASAK VAJASIT;
 166 pp. ISBN 974-17-4706-3.

Repurchase transaction is one of the methods of short-term financial liquidity management. This method applies the mechanism of securities purchase and sale to turn the transaction into that of a secured short-term loan nature. In addition, this method produces short-term financing which has low financial cost for securities seller who wants a short-term cash flow and produces short-term investment which has low risk for securities buyer who wants to manage excess cash for maximum benefit. Under this transaction, the seller agrees to sell securities to the buyer and the buyer agrees to buy securities from the seller. On the repurchase date, the seller agrees to repurchase securities from the buyer and the buyer agrees to sell such securities to the seller. Therefore, repurchase transaction develops a new source of funding in the financial market beyond the inter-bank loan, the inter-finance loan and bond purchase and sale in the Bank of Thailand repurchase market which adds efficiency to and reduces restriction of the traditional source of funding.

The study reveals that there are legal problems concerning TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA (2000 VERSION) which is widely used in the United States of America and Europe and adopted for repurchase transactions under the Thai law. All these legal problems pose an obstacle to the status of the parties to the Agreement and related persons. The study deals with 4 legal issues as follows: (1) problems regarding the form of the Agreement; (2) problems regarding securities transfer in a repurchase transaction and legal effects of the transfer cancellation, fraud and preferential treatment of creditors according to the Civil and Commercial Code (CCC) and the Bankruptcy Act B.E. 2483 (1940); (3) problems regarding margin transfer and legal effects of the transfer cancellation, fraud and preferential treatment of creditors according to the CCC and the Bankruptcy Act B.E. 2483 (1940); and (4) problems regarding securities valuation in case of a breach of agreement and legal effects of a set-off according to the CCC and the Bankruptcy Act B.E. 2483 (1940).

In this connection, the author presents results of the analysis of the above-mentioned legal problems as follows:

1. A repurchase transaction has the characteristics of being a movable property purchase and sale agreement pursuant to Section 453 and Section 456, paragraph 3, of the CCC. However, repurchase transaction does not have the characteristics of being a sale with the right of redemption agreement pursuant to Section 491 and a secured loan agreement pursuant to Section 650, Section 653 and Section 747 of the CCC. Consideration that repurchase transaction has the characteristics of being a movable property purchase and sale agreement conforms with the intention of the parties thereto and the ordinary usage of repurchase transaction agreements pursuant to Section 368 of the CCC.

2. A securities transfer as at the purchase date where the purchase price is lower than the market price of securities has the characteristics of being a traditional trade practice of a repurchase transaction. Therefore, this is unlikely to be construed as a fraudulent act against creditors pursuant to Section 237 of the CCC, Section 90/40, Section 113 and Section 114 of the Bankruptcy Act B.E. 2483, and preferential treatment of creditors pursuant to Section 90/41 and Section 115 of the Bankruptcy Act B.E. 2483.

3. A margin transfer is subject to the risk of potentially being characterized as a fraudulent act against creditors pursuant to Section 237 of the CCC, Section 90/40, Section 113 and Section 114 of the Bankruptcy Act B.E. 2483, and preferential treatment of creditors pursuant to Section 90/41 and Section 115 of the Bankruptcy Act B.E. 2483.

4. A securities valuation in the case of a breach of agreement is a method of calculating the amount of debt which will enable the debt that has reached its maturity in the case of a breach of agreement, namely repurchase price and value of securities, to be set-off against each other pursuant to Section 341 of the CCC, and Section 90/33 and Section 102 of the Bankruptcy Act B.E. 2483. In addition, securities valuation in the case of a breach of agreement which is done after the court has issued a receivership order or rehabilitation order, is unlikely to be construed as right of claim which the creditor acquires after the court has issued a receivership order or rehabilitation order. Therefore, this obligation can be set off pursuant to Section 90/33 and Section 102 of the Bankruptcy Act B.E. 2483.

Field of study Laws Student's signature.....
 Academic year 2003 Advisor's signature.....
 Co-advisor's signature.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความเมตตากรุณาอย่างยิ่งของท่านอาจารย์สุรศักดิ์ วาจาสิทธิ์ และท่านอาจารย์ชยันติ ไกรกาญจน์ ที่กรุณาเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ และได้เสียสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษา ให้ข้อมูล และแนะนำข้อคิดต่าง ๆ ตลอดจนตรวจทานความถูกต้องจนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ทั้งสองเป็นอย่างสูง

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านรองศาสตราจารย์รัชชัย สุภผลศิริ ท่านรองศาสตราจารย์ พิเศษ เสตเสถียร และท่านอาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช เป็นอย่างสูงที่กรุณาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และได้เสียสละเวลาอันมีค่าในการให้ข้อมูล ตลอดจนแนะนำข้อคิดต่าง ๆ จนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ไพฑูริย์ คงสมบูรณ์ คุณวีระนุช ธรรมวารานุกุลภ์ และเจ้าหน้าที่ของหน่วยงานต่าง ๆ เป็นอย่างสูงที่กรุณาให้ข้อมูล และแนะนำข้อคิดต่าง ๆ ในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ พ.อ. สมประสงค์ และนางฉัฐริรา จันทร์แสงทอง ซึ่งเป็นบิดามารดาเป็นอย่างสูงที่คอยให้กำลังใจและสอบถามถึงความก้าวหน้าในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ มาโดยตลอดจนทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ในที่สุด

ท้ายสุดนี้ หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อบกพร่องประการใด ผู้เขียนกราบขออภัยและน้อมรับไว้แต่ผู้เดียว ส่วนความดีของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอมอบให้แก่บิดามารดา อาจารย์ที่ปรึกษา วิทยานิพนธ์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และท่านอาจารย์ทุกท่านที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วรรณรัตน์ จันทร์แสงทอง

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญภาพ.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
2. วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย.....	7
3. ขอบเขตของการศึกษาวิจัย.....	7
4. วิธีการดำเนินการศึกษาวิจัย.....	7
5. สมมุติฐานของการศึกษาวิจัย.....	8
6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษาวิจัย.....	8
บทที่ 2 ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทย.....	9
1. บทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืน หลักทรัพย์.....	9
1.1 บทบาทและความสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	9
1.2 ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	11
2. หลักการและสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	19
2.1 โครงสร้างทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	19
2.2 ความหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	21
2.3 รูปแบบของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	23
2.4 องค์ประกอบที่สำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	24
2.4.1 สัญญา.....	24
2.4.2 คู่สัญญา.....	26
2.4.3 หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม.....	31
2.4.3.1 ประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม.....	31
2.4.3.2 ข้อพิจารณาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม.....	36

สารบัญ (ต่อ)

2.5	ขั้นตอนพื้นฐานของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	50
3.	ภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	52
3.1	ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เข้าหลักเกณฑ์ในการคำนวณ ภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากร.....	52
3.2	หลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรของ ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	54
3.2.1	ภาษีเงินได้นิติบุคคล.....	54
3.2.2	ภาษีธุรกิจเฉพาะ.....	55
3.2.3	อากรแสตมป์.....	56
บทที่ 3	ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในต่างประเทศ.....	57
1.	ประเทศสหรัฐอเมริกา.....	57
1.1	บทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรม ซื้อคืนหลักทรัพย์.....	57
1.2	หลักการและสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	58
1.3	กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	63
2.	ประเทศอังกฤษ.....	72
2.1	บทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรม ซื้อคืนหลักทรัพย์.....	72
2.2	หลักการและสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	74
2.3	กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	76
บทที่ 4	ปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	79
1.	ปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญา.....	79
1.1	สัญญาซื้อขาย.....	80
1.1.1	สัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาด.....	80
1.1.2	สัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขหรือเงื่อนไข.....	81
1.1.3	สัญญาจะซื้อจะขาย.....	82
1.1.4	คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขาย.....	85

สารบัญ (ต่อ)

1.2	สัญญาขายฝาก.....	88
1.3	สัญญากู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน.....	90
1.3.1	สัญญากู้ยืมเงิน.....	90
1.3.2	สัญญาจำนำ.....	92
2.	ปัญหาเกี่ยวกับการ โอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483.....	95
2.1	การเพิกถอนการถือผล.....	96
2.2	การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้.....	99
3.	ปัญหาเกี่ยวกับการ โอนมาร์จินเป็นหลักทรัพย์กับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483.....	103
3.1	การเพิกถอนการถือผล.....	103
3.2	การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้.....	105
4.	ปัญหาเกี่ยวกับการ ประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญา กับผลทางกฎหมายของการหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483.....	106
บทที่ 5	บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....	111
1.	บทสรุป.....	111
2.	ข้อเสนอแนะ.....	120
	รายการอ้างอิง.....	123
	ภาคผนวก.....	127
	ภาคผนวก ก.....	127
	ภาคผนวก ข.....	162
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	166

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1 ตัวอย่างการคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม.....	40
ภาพที่ 2 ขั้นตอนพื้นฐานของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	51
ภาพที่ 3 ตัวอย่างการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์.....	51



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันเครื่องมือและช่องทางในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้น (Short Term Financing) ในตลาดการเงินของไทยที่สำคัญและนิยมกันมีอยู่หลายรูปแบบด้วยกัน ได้แก่ การกู้ยืมระหว่างธนาคาร (Inter-Bank) การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน (Inter-Finance) และการซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืนของธนาคารแห่งประเทศไทย (R/P) อย่างไรก็ตาม เครื่องมือและช่องทางในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นดังกล่าวก็มีข้อจำกัดอยู่หลายประการ กล่าวคือ ในกรณีของการกู้ยืมระหว่างธนาคารและการกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงินนั้น จะมีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินที่ไม่มีหลักประกัน (Clean Loan) จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่สูงมาก โดยเฉพาะในสภาวะที่ตลาดขาดสภาพคล่องทางการเงินหรือผู้ฝากเงินขาดความมั่นใจในระบบสถาบันการเงิน ซึ่งภาระดอกเบี้ยดังกล่าวย่อมถูกผลักต่อไปสู่ภาคธุรกิจอันเป็นการเพิ่มภาระให้แก่ภาคธุรกิจซึ่งกำลังประสบปัญหาการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงจากทั้งภายในและภายนอกประเทศ¹

สำหรับกรณีของการซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืนของธนาคารแห่งประเทศไทย (รปท.) นั้น รปท. จะทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนในการจัดสรรพันธบัตรที่ใช้ในการทำธุรกรรมและเป็นตัวกลางในการจับคู่คำสั่งซื้อหรือขายพันธบัตรของสถาบันการเงินและรัฐวิสาหกิจ โดย รปท. จะเข้าเป็นคู่สัญญาโดยตรงกับทั้งผู้ซื้อและผู้ขายพันธบัตรซึ่งส่งผลให้ความเสี่ยงของผู้ซื้อและผู้ขาย (Counterparty Risk) แทบจะไม่มี ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรและไม่สะท้อนถึงภาวะที่แท้จริงในตลาดเงิน² อีกทั้งการที่ผู้ขายมิได้มีการโอนกรรมสิทธิ์ในพันธบัตรที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่ผู้ซื้อย่อมมีผลให้ผู้ซื้อไม่สามารถนำพันธบัตรดังกล่าวไปโอนกรรมสิทธิ์หรือขายต่อได้อันเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดรองตราสารหนี้ นอกจากนี้ ผู้ที่จะสามารถเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ รปท. ได้นั้นก็จำกัดไว้เฉพาะสถาบันการเงินและรัฐวิสาหกิจซึ่ง รปท. อนุญาตให้เป็นสมาชิกเท่านั้น ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น และรัฐวิสาหกิจตามที่ รปท. กำหนด สำหรับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมก็จำกัดไว้เฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐ ได้แก่ ตัวเงินคลัง ตัวสัญญาใช้เงินเพื่อการปรับปรุงโครงสร้างหนี้

¹ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์. บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 3. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

²เรื่องเดียวกัน, หน้า 4.

พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตร ชปท. พันธบัตรหรือหุ้นกู้ที่ออกโดยองค์การของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจ หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นซึ่ง ชปท. เป็นนายทะเบียนและเป็นตัวแทนจ่ายเงิน³

ดังนั้น จึงจำเป็นที่จะต้องมีการพัฒนาเครื่องมือและช่องทางในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นในตลาดการเงินของไทยให้เกิดประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ซึ่งธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ (ธุรกรรมซื้อคืน) ถือเป็นวิวัฒนาการทางการเงินที่สำคัญในการพัฒนาและเสริมสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินของประเทศ โดยเป็นการอาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดเป็นลักษณะของการกู้ยืมเงินระยะสั้นโดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน (Secured Loan) และเป็นการเชื่อมโยงให้ผู้ที่ต้องการเงินทุนระยะสั้นกับผู้ที่มีเงินเหลือและต้องการลงทุนระยะสั้นมาพบกัน อีกทั้งอัตราดอกเบี้ยของธุรกรรมซื้อคืน (Repo Interest Rate) จะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทั่วไปเนื่องจากการนำหลักทรัพย์มาเป็นหลักประกันในการทำธุรกรรม⁴ ธุรกรรมซื้อคืนจึงมีบทบาทสำคัญในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นในตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศ โดยถือเป็นเครื่องมือในการระดมทุนระยะสั้นที่มีต้นทุนทางการเงินต่ำ และในขณะเดียวกันก็เป็นเครื่องมือในการลงทุนระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำ (Low Risk Investment) นอกจากนี้ ธุรกรรมซื้อคืนยังเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งของภาครัฐในการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศผ่านกลไก Open Market Operation เพื่อดูแลภาวะสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินให้อยู่ในภาวะสมดุลและมีเสถียรภาพ อันจะส่งผลให้ระบบการเงินของประเทศมีศักยภาพยิ่งขึ้นและสามารถพัฒนาควบคู่ไปกับการเจริญทางเศรษฐกิจ⁵

ในปัจจุบันหน่วยงานของรัฐต่าง ๆ ได้แก่ ชปท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และกระทรวงพาณิชย์ ได้อนุญาตให้สถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนนอกตลาดซื้อคืนของ ชปท. ได้ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิต ฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต โดยสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันดังกล่าวจะต้องทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันด้วยกันเป็นหลักซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่หน่วยงานของรัฐซึ่งมีอำนาจกำกับดูแลได้ประกาศกำหนด สำหรับกรณีของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนนั้น นอกจากจะสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุน

³ข้อ 2 ของระเบียบธนาคารแห่งประเทศไทยว่าด้วยการซื้อขายพันธบัตรโดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนหรือขายคืน พ.ศ. 2545 ลงวันที่ 13 มิถุนายน พ.ศ. 2545

⁴ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์. บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 3. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁵เรื่องเดียวกัน, หน้า 9.

ประเภทสถาบันได้แล้วก็ยังสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทนิติบุคคลและบุคคลธรรมดาได้อีกด้วย ซึ่งทำให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่จำกัดอยู่แต่เฉพาะสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันเท่านั้น

นอกจากนี้ สำหรับรูปแบบของตลาดซื้อคืนนั้นจะมีลักษณะให้คู่สัญญาสามารถเจรจาตกลงระหว่างกันเองได้โดยตรง (Over the Counter : OTC) เพื่อให้การพิจารณาเกี่ยวกับความเสี่ยงของคู่สัญญา หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม ขนาด ระยะเวลา และอัตราดอกเบี้ยของการทำธุรกรรมมีความเหมาะสม โปร่งใส และมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นรูปแบบที่สอดคล้องกับวิธปฏิบัติในตลาดสากลทั่วไป

สำหรับประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้นยังได้กำหนดไว้ทั้งหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้ภาคเอกชน และตราสารทุน ซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่หน่วยงานของรัฐซึ่งมีอำนาจกำกับดูแลได้ประกาศกำหนด อันเป็นการขยายขอบเขตของประเภทหลักทรัพย์ให้มีความหลากหลายมากขึ้น

สำหรับสัญญาที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้นได้กำหนดให้ใช้สัญญาซื้อคืนมาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA⁶ (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) ซึ่งเป็นสัญญาที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในสหรัฐอเมริกาและยุโรป โดยมีวัตถุประสงค์ให้การทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศมีมาตรฐานเดียวกัน รวมทั้งเป็นการรองรับการพัฒนาและการขยายตัวของตลาดซื้อคืนของไทยไปสู่ระดับสากลต่อไปในอนาคต⁷ นอกจากนี้ ธุรกรรมซื้อคืนเป็นธุรกรรมทางการเงินที่ยังไม่เคยผ่านการพิจารณาของศาลไทยมาก่อน จึงควรใช้สัญญามาตรฐานที่ได้รับการยอมรับและเป็นที่ยอมรับแพร่หลายในตลาดสากล ประกอบกับสัญญามาตรฐานดังกล่าวได้ผ่านการพิจารณาจากศาลต่างประเทศและได้มีการแก้ไขในประเด็นที่มีการตีความในเชิงลบมาโดยตลอดซึ่งศาลไทยน่าจะยอมรับและใช้เป็นแนวทางประกอบการพิจารณาเมื่อมีคดีขึ้นสู่ศาล⁸

⁶ดูรายละเอียดในบทที่ 2 หัวข้อ 2.4.1

⁷ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 12. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁸คณะทำงานเพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ, การพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ, เอกสารประกอบการสัมมนาเรื่องการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ : การพัฒนาตลาดซื้อคืนเอกชน ณ ห้องเลิควนาลัย โรงแรมฮิลตันอินเตอร์เนชั่นแนล กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 6 กันยายน 2543, หน้า 1. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ทั้งนี้ เนื่องจากสัญญามาตรฐานดังกล่าวได้กำหนดให้กฎหมายอังกฤษเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับ (Governing Law) ของสัญญา ดังนั้น ในการนำสัญญามาตรฐานดังกล่าวมาใช้ให้สอดคล้องกับการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศไทยนั้น จึงได้มีการจัดทำเอกสารแนบท้ายสัญญามาตรฐานดังกล่าว (Thailand Annex) เพื่อกำหนดเงื่อนไขในการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศไทย (Supplemental Terms or Conditions for Thai Domestic Transactions) รวมทั้งได้กำหนดแนวทางในการใช้ออกสารแนบท้ายสัญญา (Guidance Notes to the Thailand Annex) เพื่อช่วยในการทำความเข้าใจ โดยกำหนดให้การทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศซึ่งคู่สัญญาทั้ง 2 ฝ่ายมีสัญชาติไทยจะต้องใช้กฎหมายไทยเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับของสัญญา ทั้งนี้ โดยมีเงื่อนไขว่าจะต้องเป็นการทำธุรกรรมซื้อคืน โดยใช้หลักทรัพย์ที่ออกโดยนิติบุคคลไทย ประกอบกับมีการค้าและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ดังกล่าวในประเทศไทยเป็นสำคัญ ซึ่งกรณีดังกล่าวย่อมทำให้คู่สัญญาที่มีสัญชาติไทยสามารถนำกฎหมายไทยมาใช้บังคับกับการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศได้ อีกทั้งยังทำให้คู่สัญญาเกิดความมั่นใจได้ว่าศาลไทยย่อมมีอำนาจพิจารณาพิพากษาคดีที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการใช้สัญญามาตรฐานดังกล่าวในการทำธุรกรรม

อย่างไรก็ดี ในการนำสัญญามาตรฐานดังกล่าวมาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนภายใต้กฎหมายไทยนั้น พบว่ามีปัญหาในการตีความทางกฎหมายที่ไม่ชัดเจนอยู่หลายประการด้วยกัน ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อสถานะของคู่สัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้องในการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศ ได้แก่

1. ปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญา

ธุรกรรมซื้อคืนเป็นธุรกรรมที่อาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน ดังนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าธุรกรรมซื้อคืนจะมีลักษณะเป็นสัญญาประเภทใดอันได้แก่ สัญญาซื้อขาย สัญญาขายฝาก และสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน ซึ่งผลทางกฎหมายของสัญญาในแต่ละประเภทนั้นจะทำให้สิทธิหน้าที่และความรับผิดชอบของคู่สัญญา รวมทั้งหลักฐานแห่งการฟ้องร้องบังคับคดีมีความแตกต่างกันไป

2. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Price) จะต้องมีจำนวนมากกว่าราคาซื้อ (Purchase Price) ซึ่งเป็นไปตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงกัน⁹ อันมีผลให้ราคาซื้อที่มีจำนวนต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์

⁹ดูรายละเอียดในบทที่ 2 หัวข้อ 2.4.3.2) ข. (1)

ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นได้มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นการถือผลเจ้าหนี้ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่ และเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่

3. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

ในช่วงระยะเวลาของการทำธุรกรรม (Repo Term) นั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปจากมูลค่าที่ได้คำนวณไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม ซึ่งในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืน (Repurchase Price หรือราคาซื้อบวกดอกเบี้ยจนถึงวันที่มีการคำนวณ) มีจำนวนที่แตกต่างกันมากอันทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ได้กำหนดไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้นจะมีผลให้เกิดความเสี่ยง (Exposure) แก่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง และเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้น คู่สัญญาจะต้องมีการโอนมาร์จิน (Margin Transfer) เป็นเงินสด (Cash Margin) หรือหลักทรัพย์ (Margin Securities) ให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงเป็นจำนวนเท่ากับส่วนต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก กล่าวคือ ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จินให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนสูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก ในขณะที่ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จินให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก¹⁰

ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นได้มีการโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนให้แก่กันนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นการถือผลเจ้าหนี้ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่ และเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่

¹⁰ดูรายละเอียดในบทที่ 2 หัวข้อ 2.4.3.2) ข. (1)

4. ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญา กับผลทางกฎหมายของการหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้กระทำการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน (Events of Default) นั้น ให้ถือว่าวันทำการซื้อคืน (Repurchase Date) ในการทำธุรกรรมมาหลังเกิดขึ้นแล้ว โดยทันทีซึ่งมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยซึ่งคำนวณจนถึงวันที่ผิดสัญญา และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาตลาดในกรณีผิดสัญญา (Default Market Value) โดยคู่สัญญาฝ่ายที่มีผิดสัญญาจะทำหน้าที่ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว นอกจากนี้ คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กัน ซึ่งขึ้นอยู่กับว่าราคาซื้อคืนหรือราคาหลักทรัพย์จะมีจำนวนมากกว่ากัน กล่าวคือ กรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนมากกว่าราคาหลักทรัพย์จะมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องชำระเงินส่วนต่างให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ แต่หากเป็นกรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์จะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องชำระเงินส่วนต่างให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์¹¹

ดังนั้น กรณีที่คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระอันได้แก่ราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์มาหักกลบลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กันนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นหน้าที่คู่สัญญาจะนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 หรือไม่

นอกจากนี้ กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน และได้มีการประเมินราคาหลักทรัพย์ภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่เจ้าหนี้ได้มาภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการซึ่งไม่อาจนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 หรือไม่

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ จึงได้มีการศึกษาวิเคราะห์ถึงปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการนำสัญญามาตรฐานซึ่งจัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) มาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายไทย ทั้งนี้ เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนด

¹¹ดูรายละเอียดในบทที่ 2 หัวข้อ 2.4.3.2) ง.

สถานะของกลุ่มสัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้องให้สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายไทย ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

2. วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย

1. เพื่อศึกษาและทำความเข้าใจถึงบทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา พัฒนาการ หลักการและสาระสำคัญ กฎหมายที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทย

2. เพื่อศึกษาและทำความเข้าใจถึงบทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา พัฒนาการ หลักการและสาระสำคัญ ตลอดจนกฎหมายที่เกี่ยวข้องของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ ทั้งนี้ เพื่อนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบ และเป็นแนวทางในการตีความทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทย

3. เพื่อศึกษาวิเคราะห์ถึงปัญหาทางกฎหมายที่สำคัญเกี่ยวกับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทย และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ เพื่อกำหนดแนวทางการตีความทางกฎหมายที่เหมาะสมต่อไป

3. ขอบเขตของการศึกษาวิจัย

ศึกษาเฉพาะธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีลักษณะให้กลุ่มสัญญาสามารถเจรจาตกลงระหว่างกันเองได้โดยตรง (Over the Counter : OTC) ซึ่งกระทำนอกตลาดซื้อคืนของ ธปท. โดยศึกษาวิเคราะห์ถึงปัญหาทางกฎหมายที่สำคัญเกี่ยวกับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ตลอดจนกฎหมายที่เกี่ยวข้องทั้งของประเทศไทยและต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษซึ่งถือเป็นประเทศที่มีการพัฒนาและประสบความสำเร็จในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

4. วิธีการดำเนินการศึกษาวิจัย

วิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยเป็นการวิจัยเอกสาร (Documentary Research) กล่าวคือ ศึกษาค้นคว้าและวิเคราะห์ข้อมูลจากตัวบทกฎหมายต่าง ๆ ประกาศ ระเบียบ คำสั่งของหน่วยงานของรัฐ หนังสือคำอธิบายกฎหมาย บทความ วารสาร คำพิพากษาศาลฎีกาของศาลไทยและศาลต่างประเทศ ตลอดจนเอกสารอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งของประเทศไทยและต่างประเทศอย่างเป็นระบบในระดับกว้างและลึก

5. สมมุติฐานของการศึกษาวิจัย

ในการนำสัญญามาตรฐานที่จัดทำขึ้น โดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) มาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายไทยนั้น พบว่ามีปัญหาทางกฎหมายที่ไม่ชัดเจนอยู่หลายประการ ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อสถานะของคู่สัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ (1) ปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญา (2) ปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (3) ปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และ (4) ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญากับผลทางกฎหมายของการหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ดังนั้น จึงควรมีการศึกษาวิเคราะห์เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดสถานะของคู่สัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้องให้สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายไทยได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษาวิจัย

1. ทำให้ทราบและเข้าใจถึงบทบาทและความสำคัญ ขั้นตอนและกลไกต่าง ๆ ตลอดจนหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์
2. ทำให้ทราบถึงแนวทางการปฏิบัติและการตีความทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ทั้งนี้ เพื่อนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบและเป็นแนวทางในการปฏิบัติและการตีความทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยให้เกิดความชัดเจน
3. ทำให้ทราบถึงปัญหาทางกฎหมายที่สำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยและทราบถึงแนวทางการตีความทางกฎหมายที่เหมาะสม ทั้งนี้ เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการพัฒนาการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในทางปฏิบัติให้เกิดประสิทธิภาพต่อไป

บทที่ 2

ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ในบทที่ 2 จะศึกษาถึงลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยเสนอเนื้อหาเป็น 3 ส่วน กล่าวคือ ในส่วนที่ 1 จะอธิบายถึงบทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และในส่วนที่ 2 จะอธิบายถึงหลักการสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และในส่วนที่ 3 จะอธิบายถึงภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการศึกษาวิเคราะห์ปัญหาในบทต่อ ๆ ไป โดยจะขอกล่าวเป็นลำดับดังต่อไปนี้

1. บทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

1.1 บทบาทและความสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ธุรกรรมซื้อคืนถือเป็นวิวัฒนาการทางการเงินที่สำคัญในการพัฒนาและเสริมสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินของประเทศ โดยเป็นการอาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดเป็นลักษณะของการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน (Secured Loan) และเป็นการเชื่อมโยงให้ผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งต้องการเงินทุนระยะสั้นกับผู้มีเงินเหลือซึ่งต้องการลงทุนระยะสั้นมาพบกัน นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยของธุรกรรมซื้อคืน (Repo Rate) จะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทั่วไป เนื่องจากธุรกรรมซื้อคืนจะมีการนำหลักทรัพย์มาเป็นหลักประกันในการทำธุรกรรม¹ ดังนั้น ธุรกรรมซื้อคืนจึงมีบทบาทสำคัญต่อทั้งภาครัฐ ภาคเอกชน และระบบเศรษฐกิจโดยรวมซึ่งสามารถพิจารณาได้ดังต่อไปนี้²

ก. สำหรับภาครัฐ

ธุรกรรมซื้อคืนเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งของภาครัฐในการดำเนินนโยบายทางการเงินของประเทศผ่านกลไก Open Market Operation เพื่อดูแลภาวะสภาพคล่องทางการเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินให้อยู่ในภาวะสมดุลและมีเสถียรภาพ อันจะส่งผลให้ระบบการเงินของประเทศมีศักยภาพยิ่งขึ้นและสามารถพัฒนาควบคู่ไปกับความเจริญทางเศรษฐกิจ

ทั้งนี้ ในปัจจุบัน ธปท. ได้ใช้ธุรกรรมซื้อคืนเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อปรับสภาพคล่องทางการเงินให้แก่สถาบันการเงินโดยกระทำผ่านไพรมารี ดีลเลอร์ (Primary Dealers) ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่ ธปท. แต่งตั้งขึ้นเพื่อทำหน้าที่เป็นคู่ค้าหรือคู่สัญญาของ

¹ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์. บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 3. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

²เรื่องเดียวกัน, หน้า 9.

ชปท. ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท Bilateral Repo และเป็นตัวกลางในการส่งผ่านสภาพคล่องจาก ชปท. ไปยังสถาบันการเงิน

ข. สำหรับภาคเอกชน

ธุรกรรมซื้อคืนจะเอื้ออำนวยให้การบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้น (Short Term Financing) ในตลาดเงินและตลาดทุนของภาคเอกชนต่าง ๆ ได้แก่ สถาบันการเงิน ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน นิติบุคคล และบุคคลธรรมดา เป็นไปอย่างคล่องตัวและมีศักยภาพยิ่งขึ้น โดยเป็นเครื่องมือในการระดมทุนระยะสั้นที่มีต้นทุนทางการเงินต่ำสำหรับผู้ขายหลักทรัพย์ที่ต้องการเงินสดหมุนเวียนระยะสั้นเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยของธุรกรรมซื้อคืน (Repo Interest Rate) จะมีจำนวนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทั่วไป นอกจากนี้ ธุรกรรมซื้อคืนยังเป็นเครื่องมือในการลงทุนระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำ (Low Risk Investment) สำหรับผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่ต้องการบริหารเงินส่วนเกินให้เกิดประโยชน์สูงสุด

ค. สำหรับระบบเศรษฐกิจโดยรวม

ธุรกรรมซื้อคืนเป็นวิวัฒนาการทางการเงินที่จำเป็นในการพัฒนาและเสริมสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินของประเทศ เนื่องจากเป็นกลไกสำคัญในการเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารสภาพคล่อง อันจะส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศเกิดความสมดุลและมีศักยภาพยิ่งขึ้น

ทั้งนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนนั้นมีส่วนสำคัญต่อปริมาณมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองตราสารหนี้และตลาดรองตราสารทุน โดยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองตราสารหนี้ในรอบปี 2545 มีปริมาณการซื้อขายรวม 2,145.04 พันล้านบาท คิดเป็นปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยวันละ 8.75 พันล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้นจากปี 2544 ร้อยละ 34.72³ และคาดว่าในปี 2546 จะมีปริมาณการซื้อขายใกล้เคียงกับปี 2545⁴ และสำหรับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองตราสารทุนในรอบปี 2545 มีปริมาณการซื้อขายรวม 2.04 ล้านล้านบาท คิดเป็นปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยวันละ 8,357 ล้านบาท⁵

³ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย, รายงานสรุปภาวะความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้ไทย, 2545, หน้า 6. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁴ เรื่องเดียวกัน, หน้า 15.

⁵ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต., รายงานผลการดำเนินงานประจำปี, 2545, หน้า 22. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ในต่างประเทศนั้นตลาดซื้อคืนถือเป็นโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญอย่างยิ่งในการส่งเสริมให้เกิดพัฒนาการในตลาดตราสารหนี้และตลาดการเงิน⁶ ดังคำกล่าวของ Kenneth A. Miller, Vice President, Goldman, Sachs and Co. ซึ่งได้กล่าวไว้ว่า **“The global fixed-income markets could not be as large as they are today without the parallel existence of a highly liquid, low credit risk vehicle in which participants can borrow cash and securities. The repurchase agreement (repo) is the foundation for the fixed-income markets. Without repo, the development of a liquid derivatives market, notably swaps and financial futures, would not have been possible.”**⁷

นอกจากนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนในต่างประเทศยังได้รับความนิยมอย่างกว้างขวางซึ่งจากผลการสำรวจอุตสาหกรรมการบริหารสภาพคล่อง (Cash Management Industry) ในสหรัฐอเมริกาปี 1994 โดย Ernst & Young Cash Management Services พบว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนของสหรัฐอเมริกาได้รับความนิยมเป็นอันดับสูงสุด⁸ และถือเป็นตลาดซื้อคืนที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลกโดยมีขนาดประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ (US\$ 1 trillion)⁹

1.2 ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ในอดีตได้เริ่มมีการนำธุรกรรมซื้อคืนมาใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้น (Short Term Financing) ตั้งแต่ปี 2522 โดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ชปท.) ได้มีการจัดตั้งตลาดซื้อคืนพันธบัตร (R/P) ขึ้นเพื่อให้สถาบันการเงินและรัฐวิสาหกิจที่ได้รับอนุญาตจาก ชปท. สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ชปท. ได้ ทั้งนี้ ในการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้น สถาบันการเงินและรัฐวิสาหกิจดังกล่าวจะต้องนำพันธบัตรที่ปราศจากภาระผูกพันมาฝากไว้ในระบบทะเบียนพันธบัตรของ ชปท. (R/P Pool) ซึ่ง ชปท. จะทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนในการจัดสรรพันธบัตรที่ใช้ในการทำธุรกรรมและเป็นตัวกลางในการจับคู่ข้อเสนอซื้อหรือขายพันธบัตรของสถาบันการเงินและรัฐวิสาหกิจ โดย ชปท. จะเข้าเป็นคู่สัญญาโดยตรงกับทั้งผู้ซื้อและผู้ขายพันธบัตร กล่าวคือ ผู้เสนอซื้อพันธบัตรในอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดและผู้เสนอขาย

⁶ ัญญา ชันชวิทย์, การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารหนี้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2541), หน้า 4.

⁷ Frank J. Fabozzi, CFA, Securities Lending and Repurchase Agreements, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), p. 13.

⁸ ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 3. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁹ เรื่องเดียวกัน, หน้า 9.

พันธบัตรในอัตราดอกเบี้ยสูงสุดจะได้รับการจับคู่ให้สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนได้ก่อน และหากมีการเสนออัตราดอกเบี้ยเท่ากันจะพิจารณาตามลำดับเวลาการเสนอข้อเสนอซื้อขายเป็นสำคัญ¹⁰

นอกจากนี้ ตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ธปท. ยังเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท. เพื่อควบคุมปริมาณเงินและระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินให้อยู่ในภาวะสมดุลและสอดคล้องกับนโยบายทางการเงินและเศรษฐกิจของประเทศ¹¹ กล่าวคือ ธปท. จะส่งสัญญาณนโยบายการเงินซึ่งกำหนดโดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (Monetary Policy Board : MPB) ผ่านอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ธปท. และ ธปท. จะเข้าเป็นผู้ร่วมตลาดโดยทำหน้าที่เป็นผู้ซื้อหรือผู้ขายพันธบัตรกับสถาบันการเงินและรัฐวิสาหกิจเองเพื่อปล่อยและดูดซับสภาพคล่องที่อัตราดอกเบี้ยตามที่คณะกรรมการนโยบายการเงินกำหนด¹²

อย่างไรก็ดี การทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ธปท. นั้นมีข้อจำกัดอยู่หลายประการกล่าวคือ การที่ ธปท. มีสถานะเป็นคู่สัญญาของทั้งผู้ซื้อและผู้ขายพันธบัตรย่อมมีผลให้ความเสี่ยงของผู้ซื้อและผู้ขาย (Counterparty Risk) แทนจะไม่มีซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรและไม่สะท้อนถึงภาวะที่แท้จริงในตลาดเงิน¹³ อีกทั้งการที่ผู้ขายมิได้มีการโอนกรรมสิทธิ์ในพันธบัตรที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่ผู้ซื้อย่อมมีผลให้ผู้ซื้อไม่สามารถนำพันธบัตรดังกล่าวไปโอนกรรมสิทธิ์หรือขายต่อได้อันเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดรองตราสารหนี้ นอกจากนี้ ผู้ที่จะสามารถเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ธปท. ได้นั้นก็จำกัดไว้เฉพาะสถาบันการเงินและรัฐวิสาหกิจซึ่ง ธปท. อนุญาตให้เป็นสมาชิกเท่านั้น ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น และรัฐวิสาหกิจตามที่ ธปท. กำหนด สำหรับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมก็จำกัดไว้เฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐ ได้แก่ ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงินเพื่อการปรับปรุงโครงสร้างหนี้ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตร ธปท. พันธบัตรหรือหุ้นกู้ที่ออกโดยองค์การ

¹⁰ธนาคารแห่งประเทศไทย, ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market), 2545, หน้า 2-3. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

¹¹วิทยา สรรพ โรจน์พัฒนา, การศึกษาบทบาทของตลาดซื้อคืนและผลกระทบที่มีต่อตลาดเงินของประเทศไทย, วิทยานิพนธ์ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2526, หน้า 7-8.

¹²ธนาคารแห่งประเทศไทย, ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market), 2545, หน้า 2. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

¹³เรื่องเดียวกัน, หน้า 4.

ของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจหรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นซึ่ง ธปท. เป็นนายทะเบียน และเป็นตัวแทนจ่ายเงิน¹⁴

ดังนั้น ด้วยข้อจำกัดต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ธปท. นี้เอง จึงส่งผลให้มีการพัฒนาธุรกรรมซื้อคืนมาเป็นลำดับ โดยในปี 2539 คณะกรรมการชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้มีมติแต่งตั้งคณะทำงานศึกษาเรื่อง “ตลาดซื้อคืน (Repo Market)” ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ได้แก่ ธปท. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.) กระทรวงการคลัง ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ เป็นต้น เพื่อทำหน้าที่ศึกษารูปแบบของการทำธุรกรรมซื้อคืนเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงและส่งเสริมสภาพคล่องในตลาดรองการค้าตราสารหนี้ รวมทั้งช่วยให้โครงสร้างของตลาดการเงินมีรูปแบบที่เหมาะสมและสมดุลยิ่งขึ้น ซึ่งได้ข้อสรุปที่สำคัญดังนี้¹⁵

ก. การกำหนดรูปแบบ โครงสร้าง และวิธีปฏิบัติของการทำธุรกรรมซื้อคืน

1) รูปแบบของตลาด

ให้การทำธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะที่ให้ผู้สัญญาสามารถเจรจาตกลงระหว่างกันได้โดยตรง (Over the Counter : OTC) ทั้งนี้ เพื่อให้การพิจารณาเกี่ยวกับความเสี่ยงของผู้สัญญาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม ขนาด ระยะเวลา และอัตราดอกเบี้ยของการทำธุรกรรมมีความเหมาะสม โปร่งใส และมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นรูปแบบที่สอดคล้องกับวิธีปฏิบัติในตลาดสากลทั่วไป

2) รูปแบบของธุรกรรม

ให้สมาชิกสามารถเลือกที่จะทำธุรกรรมซื้อคืนได้ทั้งแบบ Repo และแบบ Buy/Sell Back โดยขึ้นอยู่กับการตกลงของผู้สัญญา

3) สัญญาที่ใช้ในการทำธุรกรรม

ให้สมาชิกใช้สัญญาซื้อคืนมาตรฐานที่จัดทำขึ้น โดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) ซึ่งเป็นสัญญาที่มีการยอมรับและแพร่หลายในตลาดสากล โดยมีวัตถุประสงค์ให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน รวมทั้งรองรับการพัฒนาและการขยายตัวของตลาดไปสู่ระดับสากล

¹⁴ข้อ 2 ของระเบียบธนาคารแห่งประเทศไทยว่าด้วยการซื้อขายพันธบัตรโดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนหรือขายคืน พ.ศ. 2545 ลงวันที่ 13 มิถุนายน พ.ศ. 2545

¹⁵ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 9-13. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

4) มาตรการที่ใช้ในการทำธุรกรรม

ให้สมาชิกใช้ตราสารหนี้ที่มีการซื้อขายในชมรมผู้ค้าตราสารหนี้

5) วิธีปฏิบัติทางภาษีอากร

เสนอให้ใช้วิธีปฏิบัติทางภาษีอากรเกี่ยวกับการทำธุรกรรมซื้อคืนในลักษณะของการกู้ยืมเงิน ซึ่งจะไม่มีการรับรู้ผลกำไรหรือขาดทุนจากการทำธุรกรรมทั้งขาแรกและขาหลัง สำหรับดอกเบี้ยที่เกิดจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อ (Purchase Price) ในธุรกรรมขาแรก และราคาซื้อคืน (Repurchase Price) ในธุรกรรมขาหลังจะถือเป็นเงินได้ของผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งมีภาระภาษีเช่นเดียวกับดอกเบี้ยสำหรับผู้ให้กู้ และถือเป็นรายจ่ายของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้ ทั้งนี้ เพื่อให้สอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติในตลาดสากลซึ่งได้มีการตีความโดยกรมสรรพากร (Internal Revenue Service) และศาลของประเทศสหรัฐอเมริกาว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน จึงไม่มีการคิดกำไรหรือขาดทุนทั้งในธุรกรรมขาแรกหรือขาหลัง แต่ให้จัดเก็บภาษีบนส่วนต่างระหว่างราคาซื้อในธุรกรรมขาแรกและราคาซื้อคืนในธุรกรรมขาหลังในฐานะเงินได้ดอกเบี้ย¹⁶

นอกจากนี้ ได้เสนอให้มีการพิจารณาประเด็นต่าง ๆ ดังนี้

1. ยกเว้นการจัดเก็บภาษีเงินได้สำหรับกำไรที่ได้จากการโอนหลักทรัพย์ (Capital Gain) ทั้งในธุรกรรมขาแรกและขาหลัง เนื่องจากได้มีการจัดเก็บภาษีในรูปของดอกเบี้ยเรียบร้อยแล้ว

2. ยกเว้นภาษีอากรแสดมปีสำหรับการใช้สัญญาซื้อคืนในการทำธุรกรรม เนื่องจากธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินระยะสั้น หากมีภาระอากรแสดมปีอาจทำให้ไม่คุ้มค่าในเชิงธุรกิจ นอกจากนี้ เพื่อให้เท่าเทียมกับธุรกรรมประเภทอื่นที่มีวัตถุประสงค์ทำนองเดียวกัน เช่น การกู้ยืมระหว่างธนาคาร (Inter-Bank) การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน (Inter-Finance) และการซื้อคืนพันธบัตรกับธนาคารแห่งประเทศไทย

3. กรณีที่ผู้ออกหลักทรัพย์มีการจ่ายเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องจ่ายเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) หรือเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้น ให้ถือว่าผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีเงินได้สำหรับเงินปันผลหรือดอกเบี้ยดังกล่าว แต่สามารถนำไปเป็นรายจ่ายเพื่อหักภาษีได้ ทั้งนี้ กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้รับเงินชดเชยเงินปันผลหรือเงินชดเชยดอกเบี้ยเป็นบุคคลธรรมดา หากมีการหักภาษี ณ ที่จ่ายแล้ว ให้ผู้ขายหลักทรัพย์มีสิทธิเลือกที่จะไม่นำไปรวมคำนวณภาษีปลายปีได้ และกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้รับเงินชดเชยเงินปันผล

¹⁶Frank J. Fabozzi, CFA, Securities Lending and Repurchase Agreements, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), pp. 216-217.

หรือเงินชดเชยดอกเบี้ยเป็นธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงิน ได้เสนอให้มีการยกเว้นภาษีธุรกิจ เฉพาะสำหรับเงินชดเชยเงินปันผลหรือเงินชดเชยดอกเบี้ยดังกล่าว

ข. ความชัดเจนของธุรกรรมซื้อคืนกับประเด็นทางกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

1) ธุรกรรมซื้อคืนกับพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีหนังสือที่ ก.ล.ต. ม. 1308/2539 ลงวันที่ 16 กันยายน พ.ศ. 2539 แจ้งว่าธุรกรรมซื้อคืนซึ่งเป็นการตกลงซื้อขายตราสารทางการเงินในปัจจุบัน โดยมีสัญญาว่าจะซื้อหรือขายคืนในอนาคต ไม่เข้าข่ายเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าที่ต้องห้าม ตามมาตรา 98(4) แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

2) ธุรกรรมซื้อคืนกับกฎหมายรองรับ

จากการศึกษาพบว่าไม่มีความจำเป็นที่จะต้องออกกฎหมายเฉพาะเพื่อรองรับการทำ ธุรกรรมซื้อคืนในประเทศ เนื่องจากสามารถใช้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์เพื่อรองรับการ บังคับใช้ของสัญญาซื้อคืนมาตรฐาน (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) ได้ตามหลักเสรีภาพในการแสดงเจตนาทำสัญญา (Freedom of Contract) ซึ่งเป็นหลักการพื้นฐานของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์โดยสามารถบังคับได้เท่าที่ไม่ขัดต่อ ความสงบเรียบร้อยและศีลธรรมอันดีของประชาชน ทั้งนี้ ให้มีการจัดทำเอกสารแนบท้ายสัญญา (Thailand Annex) ขึ้นเพื่อให้สามารถบังคับใช้สัญญามาตรฐานดังกล่าวภายใต้กฎหมายไทยได้

2) ธุรกรรมซื้อคืนกับ Negative Pledge

กรณีของสัญญากู้ยืมเงินนั้นจะมีข้อห้ามมิให้ลูกหนี้กระทำการก่อหนี้เพิ่มเติมโดยเอา สินทรัพย์ไปค้ำประกัน (creating security interest in its property) ที่เรียกว่า “Negative Pledge” จากการศึกษพบว่าธุรกรรมซื้อคืนมีการ โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จากผู้ขายหลักทรัพย์ไปยัง ผู้ซื้อหลักทรัพย์อย่างเด็ดขาด จึงไม่ถือว่าเป็นการก่อหนี้โดยเอาสินทรัพย์ไปเป็นค้ำประกัน ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้เคยทำสัญญากู้ยืมเงินไว้กับเจ้าหนี้อื่น ๆ อยู่ก่อนแล้ว หากต่อมาได้มีการ ทำธุรกรรมซื้อคืนในภายหลังก็ไม่ถือว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนดังกล่าวขัดกับ Negative Pledge ที่กำหนดไว้ในสัญญากู้ยืมเงินแต่อย่างใด ทั้งนี้ แนวการตีความดังกล่าวสอดคล้องกับมุมมองของ นักกฎหมายอังกฤษ

จนกระทั่งในปี 2541 กระทรวงการคลังได้มีการจัดตั้งคณะทำงานเพื่อการพัฒนาตลาด พันธบัตรในประเทศขึ้น แบ่งออกเป็นคณะทำงานย่อยเพื่อดำเนินการในด้านต่าง ๆ รวม 8 คณะ ซึ่งคณะทำงานย่อยกลุ่มพัฒนาตลาดซื้อคืนเอกชนถือเป็นหนึ่งในคณะทำงานย่อยดังกล่าว ประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งภาครัฐและเอกชน ได้แก่ ธปท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย เป็นต้น เพื่อทำหน้าที่พิจารณากำหนดรูปแบบของสัญญามาตรฐานเพื่อ ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนตราสารหนี้ในประเทศ และพิจารณาเสนอแนวทางแก้ไขปัญหาลูกเกี่ยวกับ อุปสรรคทางภาษีของธุรกรรมซื้อคืน โดยมีกำหนดระยะเวลาการทำงานในระยะที่ 1 เริ่มตั้งแต่

เดือนมกราคมถึงเดือนกันยายน 2542 และระยะที่ 2 เริ่มตั้งแต่เดือนตุลาคม 2542 ถึงเดือนกันยายน 2543 ซึ่งได้ข้อสรุปที่สำคัญ ดังนี้¹⁷

ก. การกำหนดรูปแบบของสัญญามาตรฐานในการทำธุรกรรม

ให้ใช้สัญญามาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) ซึ่งเป็นสัญญาที่มีการยอมรับและแพร่หลายในตลาดสากล และเพื่อให้สามารถนำสัญญามาตรฐานดังกล่าวมาใช้บังคับภายใต้กฎหมายไทย รวมทั้งให้มีความสอดคล้องกับการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศ จึงให้ปรับปรุงเนื้อหาของสัญญามาตรฐานดังกล่าวโดยจัดทำเป็นเอกสารแนบท้ายสัญญา (Thailand Annex) เพื่อกำหนดเงื่อนไขของการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศ (Supplemental Terms or Conditions for Thai Domestic Transactions)

ข. การกำหนดแนวทางแก้ไขปัญหากับอุปสรรคทางภาษีของธุรกรรม

ได้พิจารณาประเด็นทางภาษีของธุรกรรมและเสนอแนวทางในกรณีต่าง ๆ ดังนี้

1) กรณีผู้ขายหลักทรัพย์โอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมขาแรก

1. ยกเว้นการจัดเก็บภาษีเงินได้และภาษีธุรกิจเฉพาะสำหรับกำไรที่ได้จากการโอนหลักทรัพย์ (Capital Gain) และกรณีที่การโอนหลักทรัพย์เกิดผลขาดทุน ไม่ให้นำผลขาดทุนไปหักเป็นค่าใช้จ่าย
2. ให้ถือว่าการโอนหลักทรัพย์ในราคาต่ำกว่าราคาตลาดเป็นการโอนที่มีเหตุผลสมควรตามมาตรา 65 ทวิ (4) แห่งประมวลรัษฎากร

2) กรณีผู้ซื้อหลักทรัพย์โอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมขาหลัง

1. ให้ดอกเบี้ยที่เกิดจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อ (Purchase Price) ในธุรกรรมขาแรกและราคาซื้อคืน (Repurchase Price) ในธุรกรรมขาหลัง ถือเป็นเงินได้ของผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งมีภาระภาษีเช่นเดียวกับดอกเบี้ยสำหรับผู้ให้กู้ และถือเป็นรายจ่ายของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้
2. ให้นำดอกเบี้ยจ่ายมาหักออกจากดอกเบี้ยรับเพื่อคำนวณภาษีธุรกิจเฉพาะในแต่ละเดือน
3. ให้ถือว่าการโอนหลักทรัพย์ในราคาต่ำกว่าราคาตลาดเป็นการโอนที่มีเหตุผลสมควรตามมาตรา 65 ทวิ (4) แห่งประมวลรัษฎากร

¹⁷ คณะทำงานเพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ, การพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ, เอกสารประกอบการสัมมนาเรื่องการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ : การพัฒนาตลาดซื้อคืนเอกชน ณ ห้องเลิควนาลัย โรงแรมฮิลตันอินเตอร์เนชั่นแนล กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 6 กันยายน 2543, หน้า 1-5. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

3) กรณีผิดสัญญา

1. กรณีที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดสัญญาโดยไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์คืนได้ แต่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นผู้หาหลักทรัพย์มาแทน ให้ผู้ขายหลักทรัพย์ไม่มีภาระภาษีเงินได้จากการขายหลักทรัพย์ดังกล่าว

2. กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดสัญญา หรือกรณีที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดสัญญา โดยไม่สามารถส่งมอบหลักทรัพย์คืนได้ แต่ผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ได้เป็นผู้หาหลักทรัพย์มาแทนและมีการหักกลบบทนี้เป็นเงินกัน ให้ผู้ขายหลักทรัพย์มีภาระภาษีเงินได้และภาษีธุรกิจเฉพาะโดยถือว่าเป็นการขายหลักทรัพย์ ณ วันที่มีการผิดสัญญา

4) กรณีผู้ออกหลักทรัพย์มีการจ่ายเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรมซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องจ่ายคืนเงินชดเชยเงินปันผลหรือเงินชดเชยดอกเบี้ยให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศและมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย หากได้รับเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) หรือเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) จากผู้ซื้อหลักทรัพย์ จะต้องยอมให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 ของเงินชดเชยเงินปันผล หรืออัตราร้อยละ 15 ของเงินชดเชยดอกเบี้ยที่ได้รับก่อนจึงจะได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับเงินได้ที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

5) กรณีคู่สัญญาที่มีการโอนมาร์จินเงินสดให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงเนื่องจากมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรมมีการเปลี่ยนแปลงไป

ให้ดอกเบี้ยที่เกิดจากมาร์จินเงินสด (Cash Margin) เป็นเงินได้ของผู้รับเช่นเดียวกับดอกเบี้ยซึ่งไม่ต้องมีการหักภาษี ณ ที่จ่าย แต่จะต้องนำไปรวมคำนวณภาษีในปลายปี

นอกจากนี้ ตั้งแต่ปี 2543 เป็นต้นมา ธปท. ได้ใช้ธุรกรรมซื้อคืนเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อปรับสภาพคล่องทางการเงินให้แก่สถาบันการเงิน โดยกระทำผ่านไพรมารี ดีลเลอร์ (Primary Dealers) ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่ ธปท. แต่งตั้งขึ้นเพื่อทำหน้าที่เป็นคู่ค้าหรือคู่สัญญาของ ธปท. ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท Bilateral Repo และเป็นตัวกลางในการส่งผ่านสภาพคล่องจาก ธปท. ไปยังสถาบันการเงิน ซึ่งในปัจจุบัน ไพรมารี ดีลเลอร์ที่ ธปท. ได้แต่งตั้งขึ้นได้แก่สถาบันการเงินรวม 10 แห่งคือ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ธนาคารออมสิน ธนาคารเอเซีย จำกัด (มหาชน) ธนาคารซีทีแบงก์ ธนาคารคอยซ์แบงก์ ธนาคารสแตนดาร์ดชาร์เตอร์ด ธนาคาร

เอบีเอ็น แอมโร เอ็น วี และธนาคารฮ่องกงและเซี่ยงไฮ้แบงกิงคอร์ปอเรชัน จำกัด¹⁸ ทั้งนี้ หลักเกณฑ์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท Bilateral Repo ระหว่าง ธปท. และไฟรมารี คีลเลอร์จะเป็นไปตามระเบียบธนาคารแห่งประเทศไทยว่าด้วยการซื้อขายพันธบัตรกับไฟรมารี คีลเลอร์โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืน พ.ศ. 2543 ลงวันที่ 22 ธันวาคม 2546 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 14 กันยายน พ.ศ. 2544)

ต่อมาในปี 2545 ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยร่วมกับ ธปท. ธนาคารคอยซ์แบงก์ (Deutsche Bank) และธนาคารบี เอ็น พี พารีบาส์ (BNP PARIBAS) ได้จัดสัมมนาในหัวข้อเรื่อง “เตรียมความพร้อมเพื่อเข้าสู่ธุรกรรมซื้อคืน” ณ โรงแรมพลาซ่า แอทธินี กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 8 สิงหาคม พ.ศ. 2545 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจในการทำธุรกรรมซื้อคืนให้แก่กลุ่มผู้ลงทุน ตลอดจนส่งเสริมให้ธุรกรรมซื้อคืนเป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้น (Short Term Financing) ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีผลตอบแทนในการลงทุนสูง

นอกจากนี้ ในปี 2546 ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยและคณะทำงานย่อยเพื่อการปรับปรุงมาตรฐานสูตรการคำนวณและมาตรฐานการปฏิบัติในตลาดตราสารหนี้ซึ่งจัดตั้งขึ้นโดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานต่าง ๆ ได้แก่ ธปท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย สถาบันผู้ค้าตราสารหนี้ กองทุนรวม และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ได้ร่วมกันกำหนดแนวทางการปฏิบัติสำหรับธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน โดยมีสาระสำคัญในการกำหนดแนวทางเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม มูลค่ามาตรฐานของธุรกรรม (Standard market lot size) วันส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา (Purchase date) วันครบกำหนดสัญญาของธุรกรรม (Repurchase date) อัตราผลตอบแทนของธุรกรรม (Repo rate) มูลค่าของธุรกรรม (Purchase price) เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อให้การทำธุรกรรมซื้อคืนมีแนวทางการปฏิบัติที่เป็นมาตรฐาน ซึ่งในเบื้องต้นได้กำหนดให้ใช้เป็นแนวทางการปฏิบัติระหว่างสถาบันการเงิน โดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้ประกาศใช้แนวทางการปฏิบัติดังกล่าวเป็นครั้งแรกเมื่อวันที่ 11 มิถุนายน 2546 และต่อมา ธปท. ร่วมกับผู้แทนจากสถาบันการเงินคู่ค้า (Primary Dealers) และศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ได้ร่วมกันประชุมหารือเพื่อแก้ไขเพิ่มเติมแนวทางการปฏิบัติดังกล่าวเมื่อวันที่ 18 กุมภาพันธ์ 2547 ซึ่งในปัจจุบันได้ประกาศใช้แนวทางการปฏิบัติดังกล่าวเมื่อวันที่ 22 มีนาคม 2547¹⁹

¹⁸ธนาคารแห่งประเทศไทย, ข่าวธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 36/2545 ลงวันที่ 4 ตุลาคม 2545 เรื่อง การแต่งตั้งสถาบันการเงินเป็น Primary Dealers สำหรับธุรกรรมซื้อคืนประเภท Bilateral Repo, 2545, หน้า 1. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

¹⁹ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย, แนวทางการปฏิบัติสำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน, 2547, หน้า 3. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

จากการพัฒนาแนวทางในการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศไทยมาเป็นลำดับนั้น จะเห็นได้ว่าในปัจจุบันหน่วยงานของรัฐต่าง ๆ ได้แก่ ธปท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และ กระทรวงพาณิชย์ได้อนุญาตให้สถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนนอกตลาดซื้อคืนของ ธปท. ได้ซึ่ง ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิต ฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัท ประกันชีวิต โดยสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันดังกล่าวจะต้องทำธุรกรรมกับคู่สัญญา ประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันด้วยกันเป็นหลักซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ ที่หน่วยงานของรัฐซึ่งมีอำนาจกำกับดูแลได้ประกาศกำหนด สำหรับกรณีของธนาคารพาณิชย์และ บริษัทเงินทุนนั้นนอกจากจะสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุน ประเภทสถาบันได้แล้วก็ยังสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทนิติบุคคลและบุคคลธรรมดา ได้อีกด้วย ซึ่งทำให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่จำกัดอยู่แต่เฉพาะสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภท สถาบันเท่านั้น นอกจากนี้ สำหรับประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้นยังได้กำหนด ไว้ทั้งหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้ภาคเอกชน และตราสารทุน ซึ่งเป็นไปตาม หลักเกณฑ์ที่หน่วยงานของรัฐซึ่งมีอำนาจกำกับดูแลได้ประกาศกำหนด อันเป็นการขยายขอบเขต ของประเภทหลักทรัพย์ให้มีความหลากหลายมากขึ้น ซึ่งส่งผลให้การทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศ เกิดประสิทธิภาพยิ่งขึ้นและสามารถพัฒนาไปสู่ระดับสากลต่อไปในอนาคต

2. หลักการและสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ (ธุรกรรมซื้อคืน) มีหลักการและสาระสำคัญดังต่อไปนี้

2.1 โครงสร้างทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

บทบัญญัติของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมซื้อคืนมีดังต่อไปนี้

1. พ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505
2. พ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522
3. พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535
4. พ.ร.บ. ประกันชีวิต พ.ศ. 2535
5. พ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483
6. พ.ร.บ. ว่าด้วยการจัดกันแห่งกฎหมาย พ.ศ. 2481
7. ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์
8. ประมวลรัษฎากร
9. พ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 364 พ.ศ. 2542 ลงวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2542

10. พ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการกำหนดกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะ และกำหนดฐานภาษีสำหรับกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะบางกรณี ฉบับที่ 350 พ.ศ. 2542 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 391 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544)

11. พ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 392 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544

12. พ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 10 พ.ศ. 2500 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 393 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544)

13. ประกาศของหน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้อง ได้แก่

ประกาศและหนังสือของธนาคารแห่งประเทศไทย

หนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แผนนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543

ประกาศ ธปท. ที่ สนส. (02) ว. 58/2544 เรื่อง การประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของธนาคารพาณิชย์ ลงวันที่ 17 สิงหาคม พ.ศ. 2544

ประกาศ ธปท. ที่ สนส. (02) ว. 87/2544 เรื่อง การประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของบริษัทเงินทุน ลงวันที่ 1 พฤศจิกายน พ.ศ. 2544

หนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 2522/2544 เรื่อง การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมเงินจากผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ในรูปแบบของธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ลงวันที่ 9 พฤศจิกายน พ.ศ. 2544

ประกาศและหนังสือของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

หนังสือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กตต. จ. (ว) 22/2540 เรื่อง การทำธุรกรรมยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์หรือธุรกรรมการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืนซึ่งอาจเข้าข่ายมาตรา 246 และ 247 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ลงวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2540

ประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สน. 1/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการทำธุรกรรมการซื้อโดยมีสัญญาขายคืนของกองทุนรวม ลงวันที่ 15 มกราคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ที่ สน. 19/2541 ลงวันที่ 8 พฤษภาคม พ.ศ. 2541)

ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 14/2543 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 4 เมษายน พ.ศ. 2543 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 6 ที่ กน. 41/2545 ลงวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2545)

ประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ อช/น. 11/2546 เรื่อง การประกอบกิจการอื่นของบริษัทหลักทรัพย์ ลงวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2546

ประกาศของกระทรวงพาณิชย์

ประกาศกระทรวงพาณิชย์ เรื่อง การลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกันชีวิต ลงวันที่ 25 ตุลาคม พ.ศ. 2544 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ลงวันที่ 3 เมษายน พ.ศ. 2545)

ประกาศของกรมสรรพากร

ประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 7 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขของกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ และฐานภาษีสำหรับกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545

ประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 8 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และ เงื่อนไขการยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545

ประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีเงินได้ ฉบับที่ 82 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่ผู้ขายและผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่กระทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 10 เมษายน พ.ศ. 2543

ประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีเงินได้ ฉบับที่ 105 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่ผู้ขายและผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่กระทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545

ประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับอากรแสตมป์ ฉบับที่ 42 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นอากรแสตมป์เกี่ยวกับกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545

2.2 ความหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

คำว่า “ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์” นั้น ได้กำหนดคำนิยามไว้หลายกรณี ดังนี้

1) ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้ให้คำนิยามไว้ว่า “ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ หมายถึง การตกลงกันระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดยผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงที่จะขายหลักทรัพย์ให้กับผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนในอนาคต ขณะเดียวกัน ผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงที่จะซื้อหลักทรัพย์จากผู้ขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนในอนาคตตามวันและราคาที่ตกลงกันไว้ล่วงหน้า”²⁰

²⁰ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย, เกร็ดความรู้: มารู้อีกธุรกรรมการซื้อคืน (Repurchase Agreement), 2541, หน้า 1. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

2) ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ให้คำนิยามไว้ว่า “ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ หมายถึง การประกอบธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืนเพื่อวัตถุประสงค์ในการให้กู้ยืมเงินหรือกู้ยืมเงินตามแต่กรณีในระหว่างสถาบันการเงินด้วยกัน โดยมีหลักประกันเป็นตราสารตามแนวนโยบายที่กำหนด”²¹

3) สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ หมายถึง การซื้อหลักทรัพย์หรือตราสารแห่งหนึ่งโดยมีสัญญาที่จะขายคืนหลักทรัพย์หรือตราสารแห่งนั้นตามวันที่กำหนดไว้ในสัญญา”²²

4) กรมสรรพากรได้ให้คำนิยามไว้ว่า “ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ หมายถึง การตกลงกันระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดยผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงที่จะขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนในอนาคต ในขณะเดียวกัน ผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงที่จะซื้อหลักทรัพย์จากผู้ขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนในอนาคต ตามกำหนดเวลาและในราคาที่ตกลงกันได้ล่วงหน้า”²³

5) ท่านอาจารย์อัญญา ชันชวิทย์ ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ หมายถึง การตกลงร่วมกันระหว่างผู้ที่ยึดสภาพคล่องในการที่จะขายหลักทรัพย์ที่ตนถืออยู่ให้แก่ผู้ซื้อซึ่งมีสภาพคล่องส่วนเกินโดยมีสัญญาต่อกันว่าผู้ที่ยึดหลักทรัพย์จะรับซื้อหลักทรัพย์ที่ขายไปนั้นคืนใน

²¹ข้อ 1 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (02) ว. 58/2544 เรื่อง การประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของธนาคารพาณิชย์ ลงวันที่ 27 สิงหาคม พ.ศ. 2544 และประกาศ ธปท. ที่ สนส. (02) ว. 87/2544 เรื่อง การประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของบริษัทเงินทุน ลงวันที่ 8 พฤศจิกายน พ.ศ. 2544

²²ข้อ 1 ของประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สน. 1/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการทำธุรกรรมการซื้อโดยมีสัญญาขายคืนของกองทุนรวม ลงวันที่ 15 มกราคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ที่ สน. 19/2541 ลงวันที่ 8 พฤษภาคม พ.ศ. 2541) และข้อ 2 ของประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 14/2543 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 4 เมษายน พ.ศ. 2543 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 ที่ กน. 10/2545 ลงวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2545)

²³ตามมาตรา 3 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 364 พ.ศ. 2542 ลงวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2542 และมาตรา 2/1 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการกำหนดกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะ และกำหนดฐานภาษีสำหรับกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะบางกรณี ฉบับที่ 350 พ.ศ. 2542 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 391 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544)

อนาคตตามวันและเวลาซึ่งตกลงกันไว้ล่วงหน้า หรือในทำนองเดียวกัน ผู้ที่ซื้อหลักทรัพย์จะขายหลักทรัพย์ที่ซื้อนั้นคืนให้ในอนาคตตามวันและเวลาที่ตกลงกันไว้ล่วงหน้า²⁴

จากความหมายดังกล่าวจะเห็นได้ว่า ธุรกิจซื้อคืนหลักทรัพย์ หมายถึง การตกลงซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดยผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์จากผู้ขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เมื่อครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date) แล้วนั้น ผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงซื้อคืนหลักทรัพย์จากผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์

2.3 รูปแบบของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

รูปแบบของการทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดสากลโดยทั่วไปนั้นสามารถแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบคือ ธุรกรรมแบบ Repo (Repurchase Transaction) และธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back (Buy/Sell Back Transaction) โดยธุรกรรมซื้อคืนทั้ง 2 รูปแบบดังกล่าวจะมีความแตกต่างกันที่สำคัญคือ ธุรกรรมแบบ Repo จะทำภายใต้สัญญาซื้อคืน ในขณะที่ธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back จะไม่มีสัญญาซื้อคืน แต่ใช้เพียงใบยืนยันการซื้อขาย (Confirmation) เท่านั้น

ทั้งนี้ ในปัจจุบันได้มีการพัฒนาสัญญาซื้อคืนให้สามารถรองรับการทำธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back ได้ ซึ่งทำให้ธุรกรรมซื้อคืนทั้ง 2 รูปแบบดังกล่าวมีลักษณะที่ใกล้เคียงกันมากขึ้น โดยคู่สัญญาสามารถเลือกที่จะทำธุรกรรมซื้อคืนรูปแบบใดก็ได้ โดยจะต้องระบุไว้ในสัญญาซื้อคืน ซึ่งการทำธุรกรรมทั้งแบบ Repo และแบบ Buy/Sell Back ตามสัญญาซื้อคืนนั้น ย่อมมีผลให้คู่สัญญาจะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในสัญญาซื้อคืนทุกประการ

อย่างไรก็ดี ธุรกรรมแบบ Repo และธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back ก็ยังคงมีลักษณะที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ธุรกรรมแบบ Repo จะเป็นการอาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดเป็นลักษณะของการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน ในขณะที่ธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back จะมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ทั่วไป ซึ่งส่งผลให้ธุรกรรมซื้อคืนทั้ง 2 รูปแบบดังกล่าวมีลักษณะที่แตกต่างกันดังต่อไปนี้

1. ดอกเบี้ยของธุรกรรมแบบ Repo จะคำนวณจากยอดรวมของราคาซื้อ (Purchase Price) ตามระยะเวลาของธุรกรรม ในขณะที่ดอกเบี้ยของธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back จะอยู่ในรูปของส่วนต่างของราคาซื้อ และราคาซื้อคืน (Repurchase Price)
2. กรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลหรือดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม หากเป็นธุรกรรมแบบ Repo จะกำหนดให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้รับเงินปัน

²⁴ อัญญา ชันชวิทย์, การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารหนี้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2541), หน้า 474.

ผลหรือดอกเบี้ยดังกล่าวจากผู้ออกหลักทรัพย์แล้วมีหน้าที่จ่ายเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) หรือเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ ในขณะที่ธุรกรรมแบบ Buy/Sell Back จะกำหนดให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้รับเงินปันผลหรือดอกเบี้ยโดยไม่ต้องจ่ายเงินชดเชยเงินปันผลหรือเงินชดเชยดอกเบี้ยคืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ แต่จะต้องนำเงินปันผลหรือดอกเบี้ยดังกล่าวมาคำนวณเป็นรายรับแล้วปรับลดราคาซื้อคืนในธุรกรรมขาหลัง²⁵

2.4 องค์ประกอบที่สำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

การทำธุรกรรมซื้อคืนจำเป็นต้องอาศัยองค์ประกอบต่าง ๆ ในการก่อให้เกิดธุรกรรม ในกรณีนี้ ผู้เขียนจะขอกล่าวถึงองค์ประกอบที่สำคัญของธุรกรรมซื้อคืน ได้แก่ สัญญา คู่สัญญา และหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม โดยสามารถพิจารณาตามลำดับได้ดังต่อไปนี้

2.4.1 สัญญา

หน่วยงานของรัฐต่าง ๆ ได้แก่ ธปท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และกระทรวงพาณิชย์ ได้รับรองและกำหนดให้การทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศจะต้องใช้สัญญาซื้อคืนมาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA²⁶ (TBMA/ISMA Global

²⁵ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย, วิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ไทยและแนวทางการพัฒนาในอนาคต, 2540, หน้า 60-61. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

²⁶ **TBMA : The Bond Market Association, USA** (เปลี่ยนชื่อมาจาก PSA : Public Securities Association) มีบทบาทในการเป็นตัวแทนของตลาดตราสารหนี้ และเป็นตัวกลางในการติดต่อสื่อสารระหว่างตลาดตราสารหนี้กับหน่วยงานซึ่งมีอำนาจกำกับดูแล หน่วยงานซึ่งทำหน้าที่ในการออกกฎหมาย สื่อมวลชน และสาธารณชน และ **ISMA : International Securities Market Association, Switzerland** (เปลี่ยนชื่อมาจาก AIBD : Association International Bond Dealers) มีบทบาทในการควบคุมดูแลการออกกฎระเบียบ รวมถึงการให้คำแนะนำในการกำกับดูแลการซื้อขายตราสารระหว่างประเทศและการปฏิบัติตามข้อตกลง

ทั้งนี้ TBMA และ ISMA เป็นองค์กรที่กำกับดูแลตนเอง (SRO : Self Regulatory Organization) ในสหรัฐอเมริกาและยุโรปซึ่งมีสมาชิกเป็นสถาบันการเงินต่าง ๆ สำหรับประเทศไทยนั้น ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้สมัครเข้าร่วมเป็นสมาชิกของ ISMA ประเภท Associate Member ซึ่งเป็นรูปแบบของการเป็นสมาชิกในลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ทั่วไป

ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย, เกร็ดความรู้ : The Bond Market Association และ International Securities Market Association, 2546, หน้า 1-2. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) ซึ่งเป็นสัญญาที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในสหรัฐอเมริกาและยุโรป โดยมีวัตถุประสงค์ให้การทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศมีมาตรฐานเดียวกัน รวมทั้งเป็นการรองรับการพัฒนาและการขยายตัวของตลาดซื้อคืนของไทยไปสู่ระดับสากลต่อไปในอนาคต²⁷ นอกจากนี้ ธุรกรรมซื้อคืนเป็นธุรกรรมทางการเงินที่ยังไม่เคยผ่านการพิจารณาของศาลไทยมาก่อน จึงควรใช้สัญญามาตรฐานที่ได้รับการยอมรับและเป็นที่ยอมรับในตลาดสากล ประกอบกับสัญญามาตรฐานดังกล่าวได้ผ่านการพิจารณาจากศาลต่างประเทศและได้มีการแก้ไขในประเด็นที่มีการตีความในเชิงลบมาโดยตลอดซึ่งศาลไทยน่าจะยอมรับและใช้เป็นแนวทางประกอบการพิจารณาเมื่อมีคดีขึ้นสู่ศาล²⁸

ทั้งนี้ ในปัจจุบันกรมสรรพากรได้กำหนดให้การทำธุรกรรมซื้อคืนที่ใช้สัญญามาตรฐานดังกล่าวย่อมมีผลต่อการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีอากรด้วย²⁹

²⁷ ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 12. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

²⁸ คณะทำงานเพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ, การพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ, เอกสารประกอบการสัมมนาเรื่องการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ : การพัฒนาตลาดซื้อคืนเอกชน ณ ห้องเลิควนาลัย โรงแรมฮิลตันอินเตอร์เนชั่นแนล กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 6 กันยายน 2543, หน้า 1. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

²⁹ ตามข้อ 2 (2) ของประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 7 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขของกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ และฐานภาษีสำหรับกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545 และข้อ 1 (2) ของประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 8 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545, ประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีเงินได้ ฉบับที่ 105 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่ผู้ขายและผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่กระทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545 และประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับอากรแสตมป์ ฉบับที่ 42 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นอากรแสตมป์เกี่ยวกับกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้การประกอบธุรกรรมซื้อคืนจะต้องมีสัญญาซื้อคืน (Repurchase Agreement) เป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างผู้ขายและผู้ซื้อหลักทรัพย์ และเป็นสัญญาที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ยอมรับ

อย่างไรก็ดี เนื่องจากสัญญามาตรฐานดังกล่าวได้กำหนดให้กฎหมายอังกฤษเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับ (Governing Law) ของสัญญา ดังนั้น ในการนำสัญญามาตรฐานดังกล่าวมาใช้ให้สอดคล้องกับการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศไทยนั้น คณะทำงานย่อยกลุ่มพัฒนาตลาดซื้อคืนเอกชนซึ่งเป็นคณะทำงานย่อยกลุ่มหนึ่งของคณะทำงานเพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศจัดตั้งขึ้นโดยกระทรวงการคลัง ประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งภาครัฐและเอกชน ได้แก่ ธปท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย เป็นต้น จึงได้มีการจัดทำเอกสารแนบท้ายสัญญามาตรฐานดังกล่าว (Thailand Annex) เพื่อกำหนดเงื่อนไขในการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศ (Supplemental Terms or Conditions for Thai Domestic Transactions) รวมทั้งได้กำหนดแนวทางในการใช้เอกสารแนบท้ายสัญญา (Guidance Notes to the Thailand Annex) เพื่อช่วยในการทำความเข้าใจ โดยกำหนดให้การทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศซึ่งคู่สัญญาทั้ง 2 ฝ่ายมีสัญชาติไทยจะต้องใช้กฎหมายไทยเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับของสัญญา ทั้งนี้ โดยมีเงื่อนไขว่า จะต้องเป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนโดยใช้หลักทรัพย์ที่ออกโดยนิติบุคคลไทย ประกอบกับมีการค้าและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ดังกล่าวในประเทศไทยเป็นสำคัญ ซึ่งกรณีดังกล่าวยอมทำให้คู่สัญญาที่มีสัญชาติไทยสามารถนำกฎหมายไทยมาใช้บังคับกับการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศได้อีกทั้งยังทำให้คู่สัญญาเกิดความมั่นใจได้ว่าศาลไทยยอมมีอำนาจพิจารณาพิพากษาคดีที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการใช้สัญญามาตรฐานดังกล่าวในการทำธุรกรรม

ทั้งนี้ กรณีที่เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศโดยคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งมีสัญชาติไทยและคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งมีสัญชาติอื่นที่มีสัญชาติไทยนั้น คู่สัญญาสามารถเลือกใช้กฎหมายไทยหรือกฎหมายอังกฤษ หรือกฎหมายต่างประเทศอื่น เป็นกฎหมายที่ใช้บังคับของสัญญาได้ และหากมีปัญหาว่าจะพึงใช้กฎหมายใดบังคับสำหรับสิ่งซึ่งเป็นสาระสำคัญหรือผลแห่งสัญญานั้นให้วินิจฉัยตามเจตนาของคู่กรณีตามมาตรา 13 แห่งพ.ร.บ. ว่าด้วยการขัดกันแห่งกฎหมาย พ.ศ. 2481

นอกจากนี้ กรณีที่คู่สัญญาได้เลือกใช้กฎหมายอังกฤษหรือกฎหมายต่างประเทศอื่นเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับของสัญญานั้น ศาลไทยจะต้องพิจารณาสัญญาโดยใช้กฎหมายอังกฤษหรือกฎหมายต่างประเทศอื่นเป็นหลัก และนำข้อความในเอกสารแนบท้ายสัญญามาพิจารณาประกอบ ทั้งนี้ ในการนำกฎหมายอังกฤษหรือกฎหมายต่างประเทศอื่นมาใช้บังคับกับคู่สัญญาที่มีสัญชาติไทยภายใต้เขตอำนาจของศาลไทยนั้นจะต้องมีการพิสูจน์กฎหมายต่างประเทศดังกล่าวให้เป็นที่พอใจแก่ศาล และจะต้องใช้กฎหมายต่างประเทศดังกล่าวเพียงเท่าที่ไม่ขัดต่อความสงบเรียบร้อยหรือศีลธรรมอันดีของประชาชนตามมาตรา 5 และมาตรา 8 แห่งพ.ร.บ. ว่าด้วยการขัดกันแห่งกฎหมาย พ.ศ. 2481

2.4.2 คู่สัญญา

ในปัจจุบันหน่วยงานของรัฐต่าง ๆ ได้แก่ ธปท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และกระทรวงพาณิชย์ได้อนุญาตให้สถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ สามารถทำ

ธุรกรรมซื้อคืนได้ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต โดยสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันดังกล่าวจะต้องทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันด้วยกันเป็นหลักซึ่งจะแตกต่างกันไปตามหลักเกณฑ์ที่หน่วยงานของรัฐซึ่งมีอำนาจกำกับดูแลได้ประกาศกำหนด สำหรับกรณีของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนนั้น นอกจากจะสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันได้แล้วก็ยังสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทนิติบุคคลและบุคคลธรรมดาได้อีกด้วย ซึ่งทำให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่จำกัดอยู่แต่เฉพาะสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันเท่านั้น ทั้งนี้ คู่สัญญาของสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต สามารถพิจารณาได้ดังนี้

กรณีที่ 1 ธนาคารพาณิชย์

ตามมาตรา 9 ทวิ แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2522) และหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงินลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 และหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 2522/2544 เรื่อง การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมเงินจากผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ในรูปแบบของธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ลงวันที่ 9 พฤศจิกายน พ.ศ. 2544 ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนกับคู่สัญญาที่มีใช้ผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (non resident) ดังนี้

ก. สถาบันการเงิน

ข. ผู้ลงทุนประเภทสถาบันตามที่ ธปท. กำหนด ได้แก่

1) กองทุนต่าง ๆ ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้แก่ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนประเภทอื่น ๆ ที่จะกำหนดขึ้นในอนาคต

2) กองทุนบำเหน็จบำนาญ

3) สำนักงานประกันสังคม

4) สถาบันการเงินเฉพาะกิจที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น

5) บริษัทประกันชีวิต และบริษัทประกันภัย

ค. นิติบุคคลอื่น ๆ และบุคคลธรรมดา

ข้อจำกัดคือ

1. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ

2. ในกรณีที่คู่สัญญาเป็นนิติบุคคลอื่น ๆ หรือบุคคลธรรมดาตามข้อ ค. ให้สามารถทำธุรกรรมได้เฉพาะการซื้อหลักทรัพย์หรือให้กู้ยืมเงินเท่านั้น โดยไม่สามารถขายหลักทรัพย์หรือกู้ยืมเงินกับคู่สัญญาที่เป็นนิติบุคคลอื่น ๆ หรือบุคคลธรรมดาในกรณีดังกล่าวได้

กรณีที่ 2 บริษัทเงินทุน

ตามหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 ได้กำหนดให้บริษัทเงินทุนสามารถทำธุรกรรมซื้อคืนกับคู่สัญญาซึ่งมิได้เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ (non resident) ดังนี้

- ก. สถาบันการเงิน
- ข. นิติบุคคลอื่น ๆ และบุคคลธรรมดา

ข้อจำกัดคือ

1. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ
2. ในกรณีที่คู่สัญญาเป็นนิติบุคคลอื่น ๆ หรือบุคคลธรรมดาตามข้อ ข. ให้สามารถทำธุรกรรมได้เฉพาะการซื้อหลักทรัพย์หรือให้กู้ยืมเงินเท่านั้น โดยไม่สามารถขายหลักทรัพย์หรือกู้ยืมเงินกับคู่สัญญาที่เป็นนิติบุคคลอื่น ๆ หรือบุคคลธรรมดาในกรณีดังกล่าวได้

กรณีที่ 3 บริษัทเครดิตฟองซิเอร์

ตามหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 ได้กำหนดให้บริษัทเครดิตฟองซิเอร์สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนได้เฉพาะกับคู่สัญญาที่เป็นสถาบันการเงินซึ่งมิได้เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ (non resident)

ข้อจำกัดคือ

1. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ
2. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นนิติบุคคลอื่น ๆ และบุคคลธรรมดา
3. ให้สามารถทำธุรกรรมได้เฉพาะการขายหลักทรัพย์หรือกู้ยืมเงินเท่านั้น โดยไม่สามารถซื้อหลักทรัพย์หรือให้กู้ยืมเงินกับคู่สัญญาได้ เนื่องจากโดยลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนเป็นการใช้หลักทรัพย์ซึ่งเป็นสังหาริมทรัพย์เป็นประกัน จึงไม่สอดคล้องกับการประกอบธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ที่เป็นการให้กู้ยืมโดยมีอสังหาริมทรัพย์จำนองเป็นประกันตามมาตรา 54 (2) แห่งพ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522

กรณีที่ 4 บริษัทหลักทรัพย์

ตามมาตรา 98 (8) แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อ 4 (1) ของประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ อธ/น. 11/2546 เรื่อง การประกอบกิจการอื่นของบริษัทหลักทรัพย์ ลงวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2546 ได้กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์สามารถทำธุรกรรม

ซื้อคืนกับคู่สัญญาที่เป็นสถาบันการเงินหรือผู้ลงทุนประเภทสถาบันตามที่กำหนดซึ่งมิได้เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ (non resident) ดังนี้

- 1) ธนาคารพาณิชย์
- 2) บริษัทเงินทุน
- 3) บริษัทหลักทรัพย์เพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเองหรือการจัดการกองทุนส่วนบุคคล
- 4) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- 5) บริษัทประกันภัย
- 6) นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- 7) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน
- 8) กองทุนบำเหน็จบำนาญ
- 9) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- 10) กองทุนรวม
- 11) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- 12) ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ

ข้อจำกัดคือ

1. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ
2. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นบุคคลธรรมดา

กรณีที่ 5 กองทุนรวม

ตามข้อ 3 ของประกาศ ก.ล.ต. ที่ สน. 1/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการทำธุรกรรมการซื้อโดยมีสัญญาขายคืนของกองทุนรวม ลงวันที่ 15 มกราคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ที่ สน. 19/2541 ลงวันที่ 8 พฤษภาคม พ.ศ. 2541) ได้กำหนดให้กองทุนรวม³⁰ สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนกับคู่สัญญาที่เป็นสถาบันการเงินหรือผู้ลงทุนประเภทสถาบันตามที่กำหนดซึ่งมิได้เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ (non resident) ดังนี้

- 1) ธนาคารพาณิชย์
- 2) บริษัทเงินทุน

³⁰สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้กำหนดให้กองทุนรวมแบ่งออกเป็น 8 ประเภท ได้แก่ (1) กองทุนรวมทั่วไป (2) กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (3) กองทุนรวมมีประกัน (4) กองทุนรวมตลาดเงิน (5) กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ (6) กองทุนรวมตามมาตรการ 10 สิงหาคม (7) กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนต่างดาว และ (8) กองทุนรวมสำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศ

- 3) บริษัทหลักทรัพย์
- 4) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- 5) บริษัทประกันภัย
- 6) นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- 7) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน
- 8) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- 9) ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ

ข้อจำกัดคือ

1. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นผู้ลงทุนต่างประเทศ
2. ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นบุคคลธรรมดา
3. ให้สามารถทำธุรกรรมได้เฉพาะการซื้อหลักทรัพย์หรือให้กู้ยืมเงินเท่านั้น โดยไม่สามารถขายหลักทรัพย์หรือกู้ยืมเงินจากคู่สัญญาดังกล่าวได้ เนื่องจากตามมาตรา 126 (5) แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดไว้ว่าห้ามมิให้กองทุนรวมกู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันใด ๆ แก่ทรัพย์สินของกองทุนรวม

กรณีที่ 6 กองทุนส่วนบุคคล และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

ตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 14/2543 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 4 เมษายน พ.ศ. 2543 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 6 ที่ กน. 41/2545 ลงวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2545) มิได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับคู่สัญญาที่กองทุนส่วนบุคคลและกองทุนสำรองเลี้ยงชีพสามารถทำธุรกรรมซื้อคืนไว้เป็นการเฉพาะ

กรณีที่ 7 บริษัทประกันชีวิต

ตามมาตรา 6 และมาตรา 28 แห่งพ.ร.บ. ประกันชีวิต พ.ศ. 2535 และข้อ 33/2 (1) ของประกาศกระทรวงพาณิชย์ เรื่อง การลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกันชีวิต (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 3 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้บริษัทประกันชีวิตสามารถทำธุรกรรมซื้อคืนกับคู่สัญญาที่เป็นสถาบันการเงินหรือผู้ลงทุนประเภทสถาบันซึ่งรวมถึงผู้ลงทุนต่างประเทศ (non resident) ดังนี้

- 1) ธนาคารพาณิชย์
- 2) บริษัทเงินทุน
- 3) บริษัทหลักทรัพย์
- 4) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- 5) บริษัทประกันภัย
- 6) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
- 7) นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- 8) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน

- 9) กองทุนบำเหน็จบำนาญ
- 10) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- 11) กองทุนรวม
- 12) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- 13) ส่วนราชการ หรือองค์การ หรือรัฐวิสาหกิจ

ข้อจำกัดคือ ห้ามทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เป็นบุคคลธรรมดา

2.4.3 หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคือนั้น สามารถพิจารณาได้เป็น 2 ส่วน กล่าวคือ ในส่วนที่ 1 จะอธิบายถึงประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม และในส่วนที่ 2 จะอธิบายถึงข้อพิจารณาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม โดยจะขอกล่าวเป็นลำดับดังต่อไปนี้

2.4.3.1) ประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

ประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคือนั้นจะมีลักษณะแตกต่างกันไปซึ่งขึ้นอยู่กับประเภทของสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ที่ได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมตามหลักเกณฑ์ที่หน่วยงานของรัฐซึ่งมีอำนาจกำกับดูแลได้ประกาศกำหนด โดยสามารถแยกอธิบายได้ 6 กรณี ดังนี้

กรณีที่ 1 ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์

ตามหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคือนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 ได้กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ สามารถใช้ในการทำธุรกรรมไว้เฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐประเภทเดียวกับตราสารที่สามารถซื้อขายในตลาดซื้อคือนพันธบัตรของ ธปท. เนื่องจากเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงต่ำและมีราคาตลาดที่อ้างอิงได้อย่างโปร่งใส ได้แก่

- 1) ตั๋วเงินคลัง
- 2) ตั๋วสัญญาใช้เงินเพื่อการปรับปรุงโครงสร้างหนี้
- 3) พันธบัตรรัฐบาล
- 4) พันธบัตร ธปท.
- 5) พันธบัตรหรือหุ้นกู้ที่ออกโดยองค์การของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจหรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ซึ่ง ธปท. เป็นนายทะเบียนและเป็นตัวแทนจ่ายเงิน

ข้อจำกัดคือ

1. กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมไว้เฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐประเภทเดียวกับตราสารที่สามารถซื้อขายในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ ธปท. เท่านั้น โดยไม่รวมถึงตราสารหนี้ภาคเอกชนและตราสารทุน

2. ให้สามารถทำธุรกรรมได้เฉพาะสกุลเงินบาทเท่านั้น โดยไม่สามารถทำธุรกรรมในสกุลเงินตราต่างประเทศ รวมถึงการกู้เงินสกุลหนึ่งโดยใช้หลักทรัพย์ที่เป็นประกันซึ่งมีการจ่ายผลตอบแทนเป็นเงินอีกสกุลหนึ่ง (Cross Currency)

กรณีที่ 2 บริษัทหลักทรัพย์

ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ อช/น. 11/2546 เรื่อง การประกอบกิจการอื่นของบริษัทหลักทรัพย์ ลงวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2546 มิได้กำหนดรายละเอียดประเภทของหลักทรัพย์ที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนไว้เป็นการเฉพาะ

กรณีที่ 3 กองทุนรวม

ตามข้อ 4 ของประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สน.1/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการทำธุรกรรมซื้อโดยมีสัญญาขายคืนของกองทุนรวม ลงวันที่ 15 มกราคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ที่ สน. 19/2541 ลงวันที่ 8 พฤษภาคม พ.ศ. 2541) ได้กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมสามารถใช้ในการทำธุรกรรมไว้ทั้งตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้ภาคเอกชน และตราสารทุน โดยมีข้อจำกัดให้กองทุนรวมประเภทกองทุนรวมตราสารแห่งทุน (Equity Fund)³¹ หรือประเภทกองทุนรวมผสม (Balanced Fund)³² เท่านั้นที่สามารถใช้ตราสารทุน

³¹สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “กองทุนรวมตราสารแห่งทุน (Equity Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์ที่จะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนโดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ซึ่งตราสารแห่งทุนหมายความถึงหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ หุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น เป็นต้น”

ทั้งนี้ ตามมาตรา 14 และมาตรา 117 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อ 13 ของประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 46/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวม ลงวันที่ 16 ธันวาคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 8 ที่ กน. 12/2545 ลงวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2545) ได้กำหนดให้ในการจัดการกองทุนรวมตราสารแห่งทุน (Equity Fund) บริษัทจัดการต้องกำหนดนโยบายการลงทุนให้ชัดเจน และต้องจัดทำรายการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนเฉลี่ยในรอบระยะเวลา 3 เดือน, 6 เดือน, 9 เดือน และ 12 เดือนของรอบปีบัญชีตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่สมาคมกำหนด พร้อมทั้งแสดงผลในกรณีที่ไม่สามารถลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่กำหนด และรายงาน

ในการทำธุรกรรมได้ สำหรับกองทุนประเภทอื่น ๆ ให้สามารถทำได้เฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐและตราสารหนี้ภาคเอกชน ทั้งนี้ ประเภทของตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้ภาคเอกชน และตราสารทุนที่กองทุนรวมสามารถนำมาใช้ในการทำธุรกรรมตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมีดังนี้

ก. ตราสารหนี้ภาครัฐ ได้แก่

- 1) พันธบัตรรัฐบาล
- 2) ตั๋วเงินคลัง
- 3) พันธบัตร ฐปท.

ให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทราบภายใน 15 วัน นับตั้งแต่วันถัดจากวันสิ้นรอบระยะเวลาดังกล่าว เพื่อให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ลงทุนทั่วไป ทั้งนี้ เว้นแต่ในช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนวันสิ้นสุดอายุโครงการสำหรับกรณีกองทุนปิดหรือกรณีกองทุนเปิดที่มีการกำหนดอายุโครงการ

³²สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “**กองทุนรวมผสม (Balanced Fund)** หมายถึง กองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์ที่จะดำรงอัตราส่วนการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนในขณะใดขณะหนึ่งไม่เกินร้อยละ 65 และไม่น้อยกว่าร้อยละ 35 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ดังนั้น กองทุนรวมผสมจะลงทุนทั้งในตราสารแห่งทุนและตราสารแห่งหนี้”

ทั้งนี้ ตามมาตรา 14 และมาตรา 117 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อ 18 ของประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 46/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวม ลงวันที่ 16 ธันวาคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 8 ที่ กน. 12/2545 ลงวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2545) กำหนดให้ในการจัดการกองทุนรวมผสม (Balanced Fund) บริษัทจัดการต้องกำหนดนโยบายการลงทุนให้ชัดเจน และจะต้องลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นหรือการหาผลตอบแทนโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดหรือให้ความเห็นชอบให้กองทุนประเภทนี้ลงทุนได้ และให้บริษัทจัดการจัดทำรายงานการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนทุกสิ้นวันทำการตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่สมาคมกำหนด พร้อมทั้งแสดงเหตุผลในกรณีที่ไม่สามารถลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่กำหนด และรายงานให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทราบเป็นรายเดือนภายในวันที่ 15 ของเดือนถัดไป เพื่อให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ลงทุนทั่วไป ทั้งนี้ เว้นแต่ในช่วงระยะเวลา 6 เดือนแรกนับตั้งแต่วันถัดจากวันจดทะเบียนกองทุนรวม และระยะเวลา 1 ปีก่อนวันสิ้นสุดอายุโครงการสำหรับกรณีกองทุนปิดหรือกรณีกองทุนเปิดที่มีการกำหนดอายุโครงการ

4) พันธบัตรหรือตราสารหนี้ที่กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน เป็นผู้ออก หรือที่กระทรวงการคลังเป็นผู้รับอวัลทั้งจำนวน หรือเป็นผู้ค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ยเต็มจำนวนอย่างไม่มีเงื่อนไข

ข. ตราสารหนี้ภาคเอกชน ได้แก่

1) ตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือใน 4 อันดับแรก (Category) จากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

2) ตราสารหนี้ที่ผู้ค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ยเต็มจำนวนอย่างไม่มีเงื่อนไข ผู้รับรองโดยเป็นการรับรองตลอดไป ผู้รับอวัลทั้งจำนวน หรือผู้สละหลังโอนประเภทมีสิทธิไต่เบี่ยทั้งจำนวนอย่างไม่มีเงื่อนไข ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือใน 4 อันดับแรก (Category) จากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ค. ตราสารทุน ได้แก่ หุ้นจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรายชื่ออยู่ใน SET 50 INDEX³³

กรณีที่ 4 กองทุนส่วนบุคคล

ตามมาตรา 14 และมาตรา 133 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2542) และประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 14/2543 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 4 เมษายน พ.ศ. 2543 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 6 ที่ กน. 41/2545 ลงวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2545) ได้กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่กองทุนส่วนบุคคลสามารถใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนไว้เฉพาะตราสารหนี้เท่านั้น โดยมีได้กำหนดรายละเอียดของตราสารหนี้ไว้เป็นการเฉพาะ

ข้อจำกัดคือ

1. กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนไว้เฉพาะตราสารหนี้เท่านั้น โดยไม่รวมถึงตราสารทุน

³³ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้คำนิยามไว้ว่า “SET 50 INDEX หมายถึงดัชนีราคาหุ้นที่แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 ตัว ที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ” ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (กรุงเทพมหานคร : ส่วนสิ่งพิมพ์ ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545), หน้า 104.

2. ห้ามมิให้กองทุนส่วนบุคคลลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนในกรณีที่ผู้ออกหรือผู้เสนอขายหลักทรัพย์มิใช่สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น หรือมิใช่นิติบุคคลที่จดทะเบียนจัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย เว้นแต่

2.1 กรณีที่ผู้ออกหรือผู้เสนอขายหลักทรัพย์เป็นสาขาของธนาคารต่างประเทศที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์ตามพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และการออกหรือเสนอขายหลักทรัพย์นั้นมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินมาใช้ในประเทศ

2.2 กรณีที่เป็นการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้เสนอขายในประเทศ

2.3 กรณีอื่นที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

กรณีที่ 5 กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

ตามมาตรา 14 และมาตรา 133 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2542) และข้อ 6 ข้อ 6/2 ของประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 14/2543 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 4 เมษายน พ.ศ. 2543 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 6 ที่ กน. 41/2545 ลงวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2545) ได้กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่กองทุนสำรองเลี้ยงชีพสามารถใช้ในการทำธุรกรรมไว้ทั้งตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารหนี้ภาคเอกชน และหลักทรัพย์อื่นตามที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด ดังนี้

ก. ตราสารหนี้ภาครัฐ ได้แก่

- 1) พันธบัตรรัฐบาล
- 2) พันธบัตร ธปท.
- 3) ตั๋วเงินคลัง
- 4) ตราสารหนี้ที่กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน รัฐบาลวิสาหกิจ ภาครัฐประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมขนาดย่อม หรือบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เป็นผู้ออก

ข. ตราสารหนี้ภาคเอกชน ได้แก่

- 1) บัตรเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนเป็นผู้ออก
- 2) ตั๋วสัญญาใช้เงินหรือตั๋วแลกเงินที่ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน หรือบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ เป็นผู้ออก ผู้รับรอง ผู้รับอาวัด หรือผู้สตั๊กหลัง ที่ไม่มีข้อจำกัดความรับผิดชอบและไม่มีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพนั้นเองเป็นผู้สตั๊กหลังในลำดับก่อนมาแล้ว

- 3) ตราสารหนี้ที่ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน หรือบริษัทเครดิตฟองซิเอร์เป็นผู้ออก
- 4) ตราสารหนี้ที่บริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์เป็นผู้ออก
- 5) ตราสารหนี้ที่บริษัทจำกัดเป็นผู้ออก

ค. หลักทรัพย์อื่นตามที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด

ข้อจำกัดคือ

1. กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมไว้เฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐและตราสารหนี้ภาคเอกชนเท่านั้น โดยไม่รวมถึงตราสารทุน

2. ห้ามมิให้กองทุนสำรองเลี้ยงชีพลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ในกรณีที่ผู้ออกหรือผู้เสนอขายหลักทรัพย์มิใช่สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นหรือมิใช่นิติบุคคลที่จดทะเบียนจัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย เว้นแต่

2.1 กรณีที่ผู้ออกหรือผู้เสนอขายหลักทรัพย์เป็นสาขาของธนาคารต่างประเทศที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์ตามพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และการออกหรือเสนอขายหลักทรัพย์นั้นมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินมาใช้ในประเทศ

2.2 กรณีที่เป็นการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้เสนอขายในประเทศ

2.3 กรณีอื่นที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

กรณีที่ 6 บริษัทประกันชีวิต

ตามมาตรา 6 และมาตรา 28 แห่งพ.ร.บ. ประกันชีวิต พ.ศ. 2535 และข้อ 33/2 (2) ของประกาศกระทรวงพาณิชย์ เรื่อง การลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกันชีวิต (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 3 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดประเภทหลักทรัพย์ที่บริษัทประกันชีวิตสามารถใช้ในการทำธุรกรรมไว้ทั้งตราสารหนี้ภาครัฐ ตราสารทุน และทรัพย์สินอื่นตามที่นายทะเบียนประกาศกำหนด ดังนี้

ก. ตราสารหนี้ภาครัฐ ได้แก่

- 1) พันธบัตรรัฐบาล
- 2) พันธบัตร ธปท.
- 3) ตั๋วเงินคลัง
- 4) พันธบัตรหรือหุ้นกู้องค์การหรือรัฐวิสาหกิจที่มีกระทรวงการคลังค้ำประกัน

ข. ตราสารทุน ได้แก่ หุ้นจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรายชื่ออยู่ใน SET 50 INDEX

ค. ทรัพย์สินอื่นตามที่นายทะเบียนประกาศกำหนด

ข้อจำกัดคือ ให้สามารถทำธุรกรรมได้เฉพาะสกุลเงินบาทเท่านั้น โดยไม่สามารถทำธุรกรรมในสกุลเงินตราต่างประเทศ

2.4.3.2) ข้อพิจารณาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

ข้อพิจารณาที่สำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้น ได้แก่ ผลของการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

กรรมสิทธิ์ในเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม การประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมกรณีผิดสัญญา และการบังคับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมกรณีผิดสัญญา โดยสามารถอธิบายได้ตามลำดับดังนี้

ก. ผลของการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

1) กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีการ โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นย่อมมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวและสามารถนำหลักทรัพย์ดังกล่าวไปทำการ โอนหรือขายต่อได้³⁴

อย่างไรก็ดี ในกรณีที่เป็นการทำธุรกรรมโดยบริษัทหลักทรัพย์นั้นได้มีข้อจำกัดไว้ว่าบริษัทหลักทรัพย์จะนำหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุนที่ได้จากการทำธุรกรรมซื้อคืน (Equity Repo) ไปโอนหรือขายต่อไม่ได้ เว้นแต่เป็นการขายต่อตามสัญญาซื้อคืนอื่น ทั้งนี้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันมิให้มีการซื้อหุ้นผ่านธุรกรรมซื้อคืนแทนการยืมหุ้นแล้วนำหุ้นดังกล่าวไปขายต่อซึ่งมีลักษณะเป็นการทำธุรกรรมยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์³⁵ และการขายชอร์ต³⁶ (Short Selling and

³⁴ธนาคารแห่งประเทศไทย, ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market), 2545, หน้า 5. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

³⁵ตามข้อ 2 ของประกาศกระทรวงการคลัง เรื่อง กำหนดกิจการอื่นที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ให้เป็นธุรกิจหลักทรัพย์ ลงวันที่ 27 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2540 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ลงวันที่ 26 มิถุนายน พ.ศ. 2540) ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “การประกอบธุรกรรมยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Lending Transaction) หมายถึง การให้บริการแก่บุคคลทั่วไปในการจัดให้เกิดการยืมหรือการให้ยืมหลักทรัพย์เป็นทางค้าปกติ ทั้งนี้ ไม่ว่าจะกระทำในฐานะคู่สัญญากับผู้ยืมหรือผู้ให้ยืม หรือในฐานะตัวแทนของผู้ยืมหรือผู้ให้ยืม” ทั้งนี้ การประกอบธุรกรรมยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities Lending Transaction) ไม่หมายความรวมถึง

(1) การเข้าเป็นคู่สัญญากับผู้ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทกิจการการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ หรือกับศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เฉพาะกรณีการเข้าเป็นคู่สัญญาที่กระทำเพื่อประโยชน์ของตนเองหรือในฐานะตัวแทนของบุคคลอื่นที่ไม่มีภูมิลำเนาในประเทศไทย

(2) การให้บริการการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์แก่สมาชิกของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์นั้น ทั้งนี้ เมื่อศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ได้ปฏิบัติตามประกาศเกี่ยวกับการประกอบกิจการการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ที่ใช้บังคับกับการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าว

นอกจากนี้ เพื่อประโยชน์ในการกำหนดมาตรฐานทั่วไปของความผูกพันระหว่างคู่สัญญา ให้สัญญายืมและให้ยืมหลักทรัพย์ของการประกอบกิจการการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ หมายความว่า สัญญาที่บุคคลฝ่ายหนึ่งเรียกว่าผู้ให้ยืม โอนหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลอีกฝ่ายหนึ่ง

Securities Lending Transaction) ทางอ้อม ทั้งนี้ เป็นไปตามมาตรา 98 (8) แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อ 4 (2) ของประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ อธ/น. 11/2546 เรื่อง การประกอบกิจการอื่นของบริษัทหลักทรัพย์ ลงวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2546

นอกจากนี้ กรณีของกองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัท ประกันชีวิตนั้นก็มิข้อยกเว้นในลักษณะดังกล่าวไว้เช่นกันว่ากองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิตจะนำหลักทรัพย์ทุกประเภทที่ใช้ในการทำธุรกรรมไปโอน หรือขายต่อไม่ได้ เว้นแต่เป็นการ โอนหรือขายต่อตามสัญญาซื้อคืนอื่น ทั้งนี้ เป็นไปตามมาตรา 14 มาตรา 133 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2542) และมาตรา 6 มาตรา 28 แห่งพ.ร.บ. ประกันชีวิต พ.ศ. 2535 และข้อ 10 ของประกาศ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สน. 1/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการทำธุรกรรมการซื้อขายโดยมี สัญญาขายคืนของกองทุนรวม ลงวันที่ 15 มกราคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ที่ สน. 19/2541 ลงวันที่ 8 พฤษภาคม พ.ศ. 2541) และข้อ 13 (5) ของประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กน. 14/2543 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 4 เมษายน พ.ศ. 2543 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 6 ที่ กน. 41/2545 ลงวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2545) และ ข้อ 33/2 (8) ของประกาศกระทรวงพาณิชย์ เรื่อง การลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกัน ชีวิต ลงวันที่ 25 ตุลาคม พ.ศ. 2544 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ลงวันที่ 3 เมษายน พ.ศ. 2545)

เรียกว่าผู้ยืม และผู้ยืมตกลงว่าจะโอนหลักทรัพย์ที่ออกโดยนิติบุคคลเดียวกัน หรือ โครงการจัดการ กองทุนรวมเดียวกัน ประเภท รุ่น และชนิดเดียวกัน ในจำนวนที่เทียบเท่ากันคืนให้แก่ผู้ให้ยืม

³⁶ตามข้อ 1 ของประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กค. 29/2540 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการประกอบกิจการการยืมและให้ยืมหลักทรัพย์ ลงวันที่ 31 กรกฎาคม 2540 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 ที่ กธ. 59/2543 ลงวันที่ 23 พฤศจิกายน พ.ศ. 2543) ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “การขายชอร์ต (Short Selling) หมายถึง การขายหลักทรัพย์ที่ต้องยืมหลักทรัพย์มาเพื่อการส่งมอบ”

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้คำนิยามไว้ว่า “การขายชอร์ต (Short Selling) หมายถึง การขายหุ้นที่ผู้ขายได้ยืมหุ้นนั้นจากบริษัทหลักทรัพย์ หรือจากสถาบันที่ ให้บริการยืมหุ้น ผู้ขายชอร์ตจะต้องวางเงินประกัน (Margin) ไว้กับบริษัทผู้ให้ยืมหุ้นในจำนวน ไม่ต่ำกว่าอัตราที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด และเงินจากการขายหุ้นจะต้องเก็บไว้ที่บริษัทนายหน้าเพื่อ เป็นหลักประกันด้วย จนกว่าผู้ขายชอร์ตจะส่งคืนหุ้นที่ยืมไปครบทั้งหมด โดยระหว่างที่ยังไม่ส่งคืน หุ้น ผู้ขายชอร์ตจะต้องมอบสิทธิประโยชน์ใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้น เช่น การจ่ายเงินปันผล หรือการให้ สิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน ให้กับบริษัทนายหน้าของตนเพื่อส่งมอบต่อให้แก่เจ้าของหุ้นที่ให้ยืม อีกทอดหนึ่ง” ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (กรุงเทพมหานคร : ส่วนสิ่งพิมพ์ ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545), หน้า 99.

2) กรณีที่บริษัทหลักทรัพย์มีการทำธุรกรรมโดยใช้หลักทรัพย์ประเภทตราสารทุนอันได้แก่ หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือหลักทรัพย์อื่นที่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้นั้นถือได้ว่าบริษัทหลักทรัพย์มีการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ และการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการตามมาตรา 246 และมาตรา 247 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์³⁷ และหนังสือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กลต. จ. (ว) 22/2540 เรื่อง การทำธุรกรรมยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์หรือธุรกรรมการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืนซึ่งอาจเข้าข่ายมาตรา 246 และ 247 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ลงวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2540

ข. มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้นแบ่งออกเป็น (1) การคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม และ (2) การนับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมและการกำกับดูแลสถาบันการเงิน โดยจะขอกล่าวเป็นลำดับดังนี้

³⁷มาตรา 246 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ไว้ว่า ในกรณีที่บุคคลใดได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการใด (ได้แก่บริษัทที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทที่มีหลักทรัพย์ซื้อขายในศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ หรือบริษัทมหาชนจำกัด) ในลักษณะที่ทำให้ตนหรือบุคคลอื่นเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ในกิจการนั้นเพิ่มขึ้นหรือลดลง เมื่อรวมกันแล้วมีจำนวนทุกร้อยละ 5 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการนั้น ไม่ว่าจะมีการลงทะเบียนการโอนหลักทรัพย์หรือไม่ และไม่ว่าการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของหลักทรัพย์ในแต่ละครั้งจะมีจำนวนเท่าใดก็ตาม ให้บุคคลนั้นต้องรายงานถึงจำนวนหลักทรัพย์ในทุกร้อยละ 5 ดังกล่าวต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทุกครั้งที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ภายในวันทำการถัดจากวันที่ได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการนั้น เว้นแต่ในกรณีการจำหน่ายที่ไม่มีผลทำให้มีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารหรือธุรกิจของกิจการตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

มาตรา 247 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการไว้ว่า ในกรณีที่บุคคลใดเสนอซื้อหรือกระทำการอื่นใดอันเป็นผลให้ได้มาหรือเป็นผู้ถือหลักทรัพย์ตั้งแต่ร้อยละ 25 ขึ้นไปของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการ ให้ถือว่าเป็นการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ซึ่งจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด ทั้งนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจกำหนดให้บุคคลดังกล่าวจัดทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) ก็ได้

(1) การคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

การคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้น ได้แก่ มูลค่าของหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมขาแรก ณ วันเริ่มทำธุรกรรม และมูลค่าของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม โดยสามารถพิจารณาได้ดังนี้

1) มูลค่าของหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมขาแรก ณ วันเริ่มทำธุรกรรม

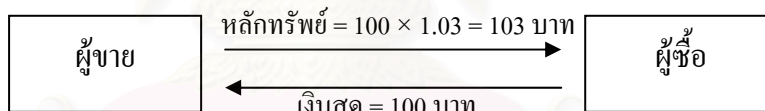
มูลค่าของหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมขาแรก ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้นจะต้องมีมูลค่าตามราคาตลาดมากกว่าราคาซื้อ (Purchase Price) ซึ่งเป็นไปตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate)³⁸ ที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงกัน

ตัวอย่าง กำหนดให้ราคาซื้อ (Purchase Price) ในธุรกรรมขาแรกเท่ากับ 100 บาท และอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) เท่ากับร้อยละ 3 (หรือเท่ากับ 1.03) ดังนั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ณ วันเริ่มทำธุรกรรมจะมีจำนวนเท่ากับ $100 \times 1.03 = 103$ บาท หรืออาจกล่าวได้ว่าส่วนต่างของมูลค่าหลักทรัพย์และมูลค่าราคาซื้อ มีจำนวนเท่ากับ 3 บาท

จากตัวอย่างข้างต้น สามารถพิจารณาได้จากภาพและคำอธิบายดังต่อไปนี้³⁹

ภาพที่ 1 ตัวอย่างการคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

ธุรกรรมขาแรก (Opening Leg) : ณ วันเริ่มทำธุรกรรม (Purchase Date)



2) มูลค่าของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม

ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม (Repo Term) นั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปจากมูลค่าที่ได้คำนวณไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม ดังนั้น จึงต้องมีการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืน (Repurchase Price หรือราคาซื้อบวกดอกเบี้ยจนถึงวันที่มีการคำนวณ) ในแต่ละวันเพื่อให้ส่วนต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตาม

³⁸ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้คำนิยามไว้ว่า “อัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) หมายถึง อัตราที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าหลักประกันในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งมูลค่าหลักประกันจะต้องไม่ต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกัน” ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (กรุงเทพมหานคร : ส่วนสิ่งพิมพ์ ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545), หน้า 14.

³⁹ ธนาคารแห่งประเทศไทย, ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market), 2545, หน้า 5. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืนเป็นไปตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ได้กำหนดไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม⁴⁰

ทั้งนี้ กรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืนมีจำนวนที่แตกต่าง กันมากซึ่งทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกนั้น จะมีผลให้เกิดความเสี่ยง (Exposure) แก่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งโดยสัญญามาตรฐานได้กำหนดให้มีการคำนวณความเสี่ยง แบบสุทธิ (Net Exposure) กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์จะเป็นผู้ได้รับความเสี่ยงในกรณีที่มูลค่า หลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนสูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก ในขณะที่ผู้ซื้อ หลักทรัพย์จะเป็นผู้ได้รับความเสี่ยงในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนต่ำกว่ามูลค่า หลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก ดังนั้น คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงจึงมีสิทธิเรียกร้องให้ คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งทำการชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นซึ่งสามารถทำได้ 3 วิธี ดังนี้⁴¹

วิธีที่ 1 Margin Transfer

ทำโดยการโอนมาร์จิ้น (Margin Transfer) เป็นเงินสด (Cash Margin) หรือหลักทรัพย์ (Margin Securities) ให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงเป็นจำนวนเท่ากับส่วนต่างระหว่างมูลค่า หลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก กล่าวคือ ผู้ซื้อหลักทรัพย์ จะต้องโอนมาร์จิ้นให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนสูงกว่า มูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก ในขณะที่ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จิ้นให้แก่ผู้ซื้อ หลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จิ้น เริ่มแรก ทั้งนี้ วิธีการโอนมาร์จิ้นจะยังคงใช้ธุรกรรมชุดเดิมและมูลค่าราคาซื้อ (Purchase Price) จะยังคงเดิมเสมอ

วิธีที่ 2 Repricing of Transaction

ทำโดยการปิดธุรกรรมชุดเดิมด้วยการทำธุรกรรมขาหลังในทันที (ราคาซื้อคืนใน ธุรกรรมชุดเดิมจะเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยตามอัตราที่ตกลงกันไว้เดิม และคำนวณจนถึงวันที่ทำ Repricing) พร้อมทั้งทำธุรกรรมชุดใหม่ โดยนำหลักทรัพย์ที่มีชนิดและจำนวนเดียวกันกับที่ใช้ใน การทำธุรกรรมชุดเดิมมาใช้ในการทำธุรกรรมชุดใหม่ คู่สัญญาจึงไม่ต้องมีการ โอนหลักทรัพย์ ณ วันที่ทำ Repricing (Repricing Date) นอกจากนี้ ในขณะที่ทำ Repricing จะมีการปรับมูลค่าราคา ซื้อในธุรกรรมชุดใหม่ให้สอดคล้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และกำหนดให้วันทำ ธุรกรรมขาหลังของธุรกรรมชุดใหม่เป็นวันเดียวกับวันทำธุรกรรมขาหลังของธุรกรรมชุดเดิม ดังนั้น วิธีการทำ Repricing จะยึดมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเป็นหลักและปรับมูลค่าราคาซื้อ

⁴⁰ เรื่องเดียวกัน, หน้า 6.

⁴¹ ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, บทศึกษาและข้อเสนอเรื่อง ตลาด ซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 1.1. (ภาคผนวกที่ 1) (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ให้สอดคล้องกัน โดยคู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงมีสิทธิเรียกร้องเงินสดจากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง เป็นมูลค่าเท่ากับส่วนต่างระหว่างราคาซื้อคืนของธุรกรรมชุดเดิมและราคาซื้อของธุรกรรมชุดใหม่

วิธีที่ 3 Replacement of Transaction หรือ Adjustment of Transaction

ทำโดยการปิดธุรกรรมชุดเดิมด้วยการทำธุรกรรมขาหลังในทันที (ราคาซื้อคืนในธุรกรรมชุดเดิมจะเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยตามอัตราที่ตกลงกันไว้เดิม และคำนวณจนถึงวันที่ทำ Replacement หรือ Adjustment) พร้อมกับทำธุรกรรมชุดใหม่ โดยหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมชุดใหม่จะเป็นชนิดเดียวกันหรือแตกต่างกันกับที่ใช้ในการทำธุรกรรมชุดเดิมก็ได้ ซึ่งมูลค่าราคาซื้อในธุรกรรมชุดใหม่จะเท่ากับธุรกรรมชุดเดิม คู่สัญญาจึงไม่ต้องมีการส่งมอบเงินสด ณ วันที่ทำ Replacement (Replacement Date) หรือวันที่ทำ Adjustment (Adjustment Date) และได้กำหนดให้วันทำธุรกรรมขาหลังของธุรกรรมชุดใหม่เป็นวันเดียวกับวันทำธุรกรรมขาหลังของธุรกรรมชุดเดิม ดังนั้น วิธีการทำ Replacement หรือ Adjustment จะยึดมูลค่าราคาซื้อเป็นหลักและปรับมูลค่าหลักทรัพย์ให้สอดคล้องกัน โดยคู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงมีสิทธิเรียกร้องหลักทรัพย์จากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งซึ่งมีมูลค่ามากกว่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมชุดเดิม

(2) การนับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมและการกำกับดูแลสถาบันการเงิน

รพท. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และกระทรวงพาณิชย์ ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลสถาบันการเงิน โดยกำหนดให้การทำธุรกรรมซื้อคืนของธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต จะต้องมีการนับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมเพื่อนำมาคำนวณการดำรงเงินกองทุน การดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง การดำรงอัตราส่วนการลงทุน และการนับลูกหนี้รายใหญ่ โดยแยกพิจารณาได้ 3 กรณี ดังนี้

กรณีที่ 1 ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์

การดำรงเงินกองทุน

ตามข้อ 5.1 ของหนังสือ รพท. ที่ รพท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนจะต้องนับมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมเพื่อนำมาคำนวณการดำรงเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนนั้น

ทั้งนี้ การดำรงเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนเป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพันนั้น สามารถพิจารณาได้ดังนี้

กรณีธนาคารพาณิชย์ ตามมาตรา 4 และมาตรา 10 แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2522 และฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535 ตามลำดับ) และข้อ 3 ของประกาศ รพท. ที่ รพท.สนส. (31) ว. 1110 /2546 เรื่อง การกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์

ที่จัดทะเบียนในประเทศค้ำประกันกองทุน ลงวันที่ 25 เมษายน พ.ศ. 2546 ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์จะต้องค้ำประกันกองทุนเมื่อสิ้นวันหนึ่ง ๆ เป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 8.5 โดยมีเงื่อนไขว่าเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต้องเป็นอัตราส่วนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 4.25 ของสินทรัพย์และภาระผูกพันดังกล่าว

กรณีบริษัทเงินทุน ตามมาตรา 4 และมาตรา 29 แห่งพ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535) และข้อ 3 ของประกาศ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (31) ว. 1112/2546 เรื่อง การค้ำประกันกองทุนเป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพันของบริษัทเงินทุน ลงวันที่ 25 เมษายน พ.ศ. 2546 ได้กำหนดให้บริษัทเงินทุนจะต้องค้ำประกันกองทุนเมื่อสิ้นวันหนึ่ง ๆ เป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์และภาระผูกพันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 8 โดยมีเงื่อนไขว่าเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต้องเป็นอัตราส่วนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 4 ของสินทรัพย์และภาระผูกพันดังกล่าว

การค้ำประกันสินทรัพย์สภาพคล่อง

กรณีธนาคารพาณิชย์ ตามข้อ 5.2 ของหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 และข้อ 2.2.4 ของหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (21) ว. 1553/2546 เรื่อง การนับมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการค้ำประกันสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ ลงวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2546 และ**กรณีบริษัทเงินทุนและบริษัทเครดิตฟองซิเออร์** ตามข้อ 5.2 ของหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 และข้อ 2.2.4 ของหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (21) ว. 1554 /2546 เรื่อง การนับมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการค้ำประกันสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฟองซิเออร์ ลงวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2546 ได้กำหนดให้กรณีที่ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเออร์ ได้ทำธุรกรรมซื้อคืนโดยซื้อขายหลักทรัพย์ในระหว่างเดือน ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องนับมูลค่าหลักทรัพย์ที่ถือไว้เป็นสินทรัพย์สภาพคล่อง ณ วันเริ่มทำสัญญาและวันครบกำหนดสัญญา

ทั้งนี้ อัตราส่วนการค้ำประกันสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเออร์นั้น สามารถพิจารณาได้ดังนี้

กรณีธนาคารพาณิชย์ ตามมาตรา 11 ตี 11 จัตวา และ 11 เบญจ แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 (แก้ไขเพิ่มเติม โดยฉบับที่ 2 พ.ศ. 2522) และข้อ 2 ของประกาศ ธปท. ที่สนส. (21) ว. 106/2546 เรื่อง การกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ค้ำประกันสินทรัพย์สภาพคล่อง

ลงวันที่ 30 กรกฎาคม พ.ศ. 2546 ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์จะต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเฉลี่ยแล้วไม่ต่ำกว่าร้อยละ 6 ของ

- (1) ยอดรวมเงินฝากทุกประเภท
- (2) ยอดรวมเงินกู้ยืมจากต่างประเทศที่ครบกำหนดใน 1 ปี นับแต่วันกู้และยอดรวมเงินกู้ยืมต่างประเทศซึ่งอาจชำระคืนหรืออาจถูกเรียกคืนได้ภายในกำหนด 1 ปี นับแต่วันกู้ เว้นแต่เป็นเงินกู้ยืมตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ ธปท. กำหนด
- (3) ยอดรวมเงินกู้ยืมที่มีการจ่ายผลตอบแทนอ้างอิงกับตัวแปร

กรณีบริษัทเงินทุน ตามมาตรา 28 แห่งพ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 และข้อ 2 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (21) ว. 179/2545 เรื่อง การกำหนดให้บริษัทเงินทุนดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง ลงวันที่ 11 กันยายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้บริษัทเงินทุนจะต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 6 ของ

- (1) ยอดเงินที่ได้จากการกู้ยืมหรือได้รับจากต่างประเทศที่มีกำหนดชำระคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาใน 1 ปี นับแต่วันที่กู้ยืมหรือได้รับเงิน และยอดเงินที่ได้จากการกู้ยืมหรือได้รับจากต่างประเทศที่มีกำหนดชำระคืนเมื่อทวงถามหรือเมื่อสิ้นระยะเวลาที่มีสิทธิเรียกคืนหรือชำระคืนได้ใน 1 ปี นับแต่วันที่กู้ยืมหรือได้รับเงิน เว้นแต่เป็นเงินกู้ยืมหรือได้รับตามหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่ ธปท. กำหนด
- (2) ยอดรวมเงินที่ได้จากการกู้ยืมหรือได้รับจากประชาชนทุกประเภทนอกจากที่กล่าวใน (1)

กรณีบริษัทเครดิตฟองซิเออร์ ตามมาตรา 28 และมาตรา 56 แห่งพ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 (แก้ไขเพิ่มเติมโดย พ.ร.ก. ฉบับที่ 2 พ.ศ. 2528) และข้อ 2 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (21) ว. 180/2545 เรื่อง การกำหนดให้บริษัทเครดิตฟองซิเออร์ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง ลงวันที่ 11 กันยายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้บริษัทเครดิตฟองซิเออร์จะต้องดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 5 ของยอดรวมเงินที่ได้จากการกู้ยืมหรือได้รับจากประชาชนทุกประเภท

การนับลูกหนี้รายใหญ่

กรณีธนาคารพาณิชย์ ตามมาตรา 13 และมาตรา 13 จัตวา แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535) และข้อ 2 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (02) ว. 58/2544 เรื่อง การประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของธนาคารพาณิชย์ ลงวันที่ 17 สิงหาคม พ.ศ. 2544 และข้อ 5.3 ของหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 และ**กรณีบริษัทเงินทุน** ตามมาตรา 27 และมาตรา 35 แห่งพ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535) และข้อ 2 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (02) ว. 87/2544 เรื่อง การประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของบริษัท

เงินทุน ลงวันที่ 1 พฤศจิกายน พ.ศ. 2544 และข้อ 5.3 ของหนังสือ ธปท. ที่ ธปท. สนส. (11) ว. 3491/2543 เรื่อง แนวนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) ของสถาบันการเงิน ลงวันที่ 25 ธันวาคม พ.ศ. 2543 ได้กำหนดไว้ว่า กรณีที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนทำธุรกรรมซื้อคืน โดยขายหลักทรัพย์แก่คู่สัญญาที่เป็นสถาบันการเงินจะต้องมีการนับมูลค่าหลักทรัพย์ที่โอนเป็นหลักประกันในส่วนที่เกินกว่าราคาซื้อที่ได้รับมารวมกับจำนวนเงินที่ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนได้ให้สินเชื่อ หรือให้กู้ยืม หรือลงทุน หรือก่อภาระผูกพัน หรือจ่ายเงินตามภาระผูกพันแก่คู่สัญญาดังกล่าว หากมีจำนวนเกินกว่าอัตราส่วนที่ ธปท. กำหนด จะมีผลให้ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุนไม่อาจทำการขายหลักทรัพย์เฉพาะกับคู่สัญญาดังกล่าวผ่านธุรกรรมซื้อคืนได้

ทั้งนี้ อัตราส่วนจำนวนเงินที่ ธปท. ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนสามารถให้สินเชื่อ หรือให้กู้ยืม หรือลงทุน หรือก่อภาระผูกพัน หรือจ่ายเงินตามภาระผูกพันนั้น สามารถพิจารณาได้ดังนี้

กรณีธนาคารพาณิชย์ ตามมาตรา 13 และมาตรา 13 ทวิ แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535) และข้อ 3 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (21) ว. 65/2546 เรื่อง การกำหนดอัตราส่วนจำนวนเงินที่ธนาคารพาณิชย์ให้สินเชื่อ ลงทุน และก่อภาระผูกพันเพื่อบุคคลหนึ่งบุคคลใดกับเงินกองทุน ลงวันที่ 29 เมษายน พ.ศ. 2546 ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์สามารถให้สินเชื่อ หรือลงทุนในกิจการ หรือก่อภาระผูกพัน เพื่อบุคคลหนึ่งบุคคลใด อย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่างรวมกัน เมื่อสิ้นวันหนึ่ง ๆ ได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของเงินกองทุนชั้นที่ 1 ของธนาคารพาณิชย์ หักด้วยจำนวนเงินตามสัญญาการทำธุรกรรม Credit Default Swaps⁴² ที่ธนาคารพาณิชย์ซื้อประกันความเสี่ยงด้านเครดิตของสินทรัพย์อ้างอิงจากบุคคลนั้น

กรณีบริษัทเงินทุน ตามมาตรา 35 และมาตรา 36 แห่งพ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 3 พ.ศ. 2535) และข้อ 3 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (21) ว. 66/2546 เรื่อง การกำหนดอัตราส่วนการให้กู้ยืมเงิน หรือลงทุน หรือก่อภาระผูกพัน หรือจ่ายเงินตามภาระผูกพันเพื่อบุคคลหนึ่งบุคคลใดกับเงินกองทุน

⁴² ธปท. และกระทรวงการคลัง ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “**ธุรกรรม Credit Default Swaps** หมายถึง การซื้อขายข้อตกลงที่รับประกันความเสี่ยงด้านเครดิตของสินทรัพย์อ้างอิงที่กำหนดไว้ โดยผู้ซื้อตกลงจะจ่ายเงินค่าธรรมเนียมให้แก่ผู้ขาย และผู้ขายตกลงจะจ่ายเงินตามจำนวนที่ตกลงไว้เมื่อเกิด Credit Event ขึ้น” ซึ่งเป็นไปตามข้อ 1 ของประกาศ ธปท. ที่ สนส. (21) ว. 67/2546 เรื่อง การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกรรม Credit Default Swaps ลงวันที่ 28 เมษายน พ.ศ. 2546 และประกาศกระทรวงการคลังที่ สนส. (21) ว. 61/2546 เรื่อง การอนุญาตให้บริษัทเงินทุนประกอบธุรกรรม Credit Default Swaps ลงวันที่ 12 เมษายน พ.ศ. 2546

กรณีที่ 3 กองทุนรวม และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

การดำรงอัตราส่วนการลงทุน

กรณีกองทุนรวม ตามมาตรา 126 (4) แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อ 8 ของประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สน. 1/2541 เรื่อง หลักเกณฑ์ และวิธีการทำธุรกรรมการซื้อขายโดยมีสัญญาขายคืนของกองทุนรวม ลงวันที่ 15 มกราคม พ.ศ. 2541 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 2 ที่ สน. 19/2541 ลงวันที่ 8 พฤษภาคม พ.ศ. 2541) และข้อ 6 ของประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สน. 11/2542 เรื่อง การกำหนดอัตราส่วนการลงทุนของกองทุนรวม ลงวันที่ 29 เมษายน พ.ศ. 2542 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 7 ที่ สน. 41/2544 ลงวันที่ 24 กันยายน พ.ศ. 2544) ได้กำหนดให้กองทุนรวมจะต้องนับมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนเพื่อนำมาคำนวณการดำรงอัตราส่วนการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์และทรัพย์สินเพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทุนรวมในขณะใดขณะหนึ่ง ซึ่งจะต้องมีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละสิบห้าของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value : NAV)⁴³ ของกองทุนรวม ทั้งนี้ กรณีที่ผู้ออก ผู้รับรอง ผู้รับอาวัล ผู้สตั๊กหลัง หรือผู้ค้ำประกันหลักทรัพย์และทรัพย์สินเป็นธนาคารพาณิชย์ ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น บริษัทเงินทุน หรือบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ให้กองทุนรวมลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์และทรัพย์สินที่มีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละสิบของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม

กรณีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ตามมาตรา 126 (4) แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อ 5 ของประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สน. 16/2544 เรื่อง การกำหนดอัตราส่วนการลงทุนของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ลงวันที่ 12 เมษายน พ.ศ. 2544 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 4 ที่ สน. 33/2545 ลงวันที่ 24 กรกฎาคม 2545) ได้กำหนดให้กองทุนสำรองเลี้ยงชีพจะต้องนับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนเพื่อนำมาคำนวณการดำรงอัตราส่วนการลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์และทรัพย์สินเพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพในขณะใดขณะหนึ่ง ซึ่งจะต้องมีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละสิบห้าของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ทั้งนี้ กรณีที่ผู้ออก ผู้รับรอง ผู้รับอาวัล ผู้สตั๊กหลัง หรือผู้ค้ำประกันหลักทรัพย์และทรัพย์สินเป็นธนาคารพาณิชย์ ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น บริษัทเงินทุน หรือบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยนั้น ให้กองทุนสำรองเลี้ยงชีพลงทุนในหรือมีไว้

⁴³ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้คำนิยามไว้ว่า “มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value : NAV) หมายถึง ทรัพย์สินตามราคาตลาดในขณะใดขณะหนึ่งหักด้วยหนี้สิน” ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (กรุงเทพมหานคร : ส่วนสิ่งพิมพ์ ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545), หน้า 108.

ซึ่งหลักทรัพย์และทรัพย์สินมีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละยี่สิบของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

กรณีที่ 4 บริษัทประกันชีวิต

การดำรงอัตราส่วนการลงทุน

ตามมาตรา 6 และมาตรา 28 แห่งพ.ร.บ. ประกันชีวิต พ.ศ. 2535 และข้อ 33/2 (7) ของประกาศกระทรวงพาณิชย์ เรื่อง การลงทุนประกอบธุรกิจอื่นของบริษัทประกันชีวิต (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 3 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้บริษัทประกันชีวิตสามารถทำธุรกรรมซื้อคืนรวมทุกสัญญาที่มีมูลค่ายอดคงค้างไม่เกินร้อยละ 20 ของสินทรัพย์

ค. กรรมสิทธิ์ในเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม (Repo Term) ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมและผู้ขายหลักทรัพย์ยังไม่ได้ทำการซื้อคืนหลักทรัพย์ดังกล่าวนั้น กรณีที่ผู้ออกหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการทำธุรกรรมมีการจ่ายเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าวถือว่าผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้ได้รับเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าว แต่จะต้องจ่ายคืนเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) หรือเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในทันทีโดยไม่หักค่าใช้จ่ายรวมทั้งภาษีหัก ณ ที่จ่ายใด ๆ ทั้งสิ้น⁴⁴

ทั้งนี้ กรณีดังกล่าวสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ของกรมสรรพากรเกี่ยวกับการคำนวณภาษีอากรประเภทภาษีธุรกิจเฉพาะ⁴⁵ การได้รับยกเว้นภาษีอากรประเภทภาษีธุรกิจเฉพาะ⁴⁶ การได้รับยกเว้นภาษีอากรประเภทภาษีเงินได้นิติบุคคล⁴⁷ ตลอดจนการได้รับยกเว้นอากรแสตมป์⁴⁸

⁴⁴ ธนาคารแห่งประเทศไทย, ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market), 2545, หน้า 7. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁴⁵ ตามมาตรา 3 และมาตรา 4 แห่ง พ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการกำหนดกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะ และกำหนดฐานภาษีสำหรับกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะบางกรณี ฉบับที่ 350 พ.ศ. 2542 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 391 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544) และข้อ 3 ของประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 7 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขของกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ และฐานภาษีสำหรับกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545

⁴⁶ ตามมาตรา 3 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 392 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544 และข้อ 2 ของประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 8 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และ เงื่อนไข

ง. การประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมกรณีผิดสัญญา

กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้กระทำการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน (Events of Default) นั้น ให้ถือว่าวันทำการซื้อคืน (Repurchase Date) ในการทำธุรกรรมขายหลังเกิดขึ้นแล้ว โดยทันทีซึ่งมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยซึ่งคำนวณจนถึงวันที่ผิดสัญญา และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขาย หรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาตลาดในกรณีผิดสัญญา (Default Market Value) โดยคู่สัญญาฝ่ายที่ได้ผิดสัญญาจะทำหน้าที่ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว นอกจากนี้ คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กัน ซึ่งขึ้นอยู่กับว่าราคาซื้อคืนหรือราคาหลักทรัพย์จะมีจำนวนมากกว่ากัน⁴⁹ กล่าวคือ กรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนมากกว่าราคาหลักทรัพย์ย่อมมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระเงินส่วนต่างให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ แต่หากเป็นกรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์ย่อมมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระส่วนต่างให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

จ. การบังคับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมกรณีผิดสัญญา

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดสัญญาโดยไม่ชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น ผู้ซื้อหลักทรัพย์ย่อมสามารถบังคับชำระหนี้จากหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมได้ทันทีโดย

การยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545

⁴⁷ตามมาตรา 3 และมาตรา 4 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 364 พ.ศ. 2542 ลงวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2542 และข้อ 2 ของประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีเงินได้ ฉบับที่ 82 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่ผู้ขายและผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่กระทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 10 เมษายน 2543

⁴⁸ตามมาตรา 6 (34) แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 10 พ.ศ. 2500 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 393 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544) และข้อ 2 ของประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับอากรแสตมป์ ฉบับที่ 42 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นอากรแสตมป์เกี่ยวกับกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545

⁴⁹ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, บทศึกษาและข้อเสนอเรื่อง ตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 1.2. (ภาคผนวกที่ 1) (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ไม่ต้องดำเนินการฟ้องร้องบังคับคดีแต่อย่างใด⁵⁰ เนื่องจากธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์อย่างเด็ดขาดให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวอย่างแท้จริง

2.5 ขั้นตอนพื้นฐานของธุรกรรมซื้อคืน

ธุรกรรมซื้อคืนประกอบด้วยขั้นตอนพื้นฐาน 2 ขั้นตอน ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ธุรกรรมขาแรก (Opening Leg)

ธุรกรรมขาแรกจะเกิดขึ้นเมื่อผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงทำธุรกรรมกัน โดยผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อ (Purchase Price)⁵¹ เป็นเงินสดให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์

ขั้นตอนที่ 2 ธุรกรรมขาหลัง (Close Leg)

ธุรกรรมขาหลังจะเกิดขึ้นเมื่อครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date)⁵² โดยผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ และผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงซื้อคืนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อคืน (Repurchase Price)⁵³ เป็นเงินสดจำนวนเท่ากับราคาซื้อ (Purchase Price) บวกดอกเบี้ยของธุรกรรม (Repo Interest) ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์⁵⁴

ทั้งนี้ สำหรับขั้นตอนพื้นฐานของธุรกรรมซื้อคืน สามารถพิจารณาได้จากภาพและคำอธิบายดังต่อไปนี้⁵⁵

⁵⁰ ธนาคารแห่งประเทศไทย, ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market), 2545, หน้า 11. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

⁵¹ **Purchase Price** หมายถึง ราคาที่ผู้ขายได้ซื้อหลักทรัพย์ในธุรกรรมขาแรก ณ วันเริ่มทำธุรกรรม

⁵² **Repo Term** หมายถึง ระยะเวลาของธุรกรรมระหว่างวันเริ่มทำธุรกรรมในธุรกรรมขาแรกจนถึงวันครบกำหนดของธุรกรรมในธุรกรรมขาหลัง

⁵³ **Repurchase Price** หมายถึง ราคาที่ผู้ซื้อได้ซื้อคืนหลักทรัพย์ในธุรกรรมขาหลัง ณ วันครบกำหนดของธุรกรรม

⁵⁴ **Repo Interest** หมายถึง ดอกเบี้ยของธุรกรรม [$\text{เงินต้น} \times \text{อัตราดอกเบี้ย} \times (\text{ระยะเวลาของธุรกรรม} \div 365)$]

⁵⁵ ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์, บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540, หน้า 6. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

ภาพที่ 2 ขั้นตอนพื้นฐานของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ขั้นตอนที่ 1 ธุรกรรมขาแรก (Opening Leg) : ณ วันเริ่มทำธุรกรรม (Purchase Date)



ขั้นตอนที่ 2 ธุรกรรมขาหลัง (Close Leg) : ณ วันครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date)



ตัวอย่าง ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องการเงินจำนวน 1 ล้านบาท โดยมีหุ้น A เป็นหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม และมีอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้หน้าตัวร้อยละ 12 ต่อปี สำหรับอัตราดอกเบี้ยของธุรกรรม (Repo Rate) เท่ากับร้อยละ 5 ต่อปี และมีระยะเวลาของธุรกรรม (Repo Term) 10 วัน

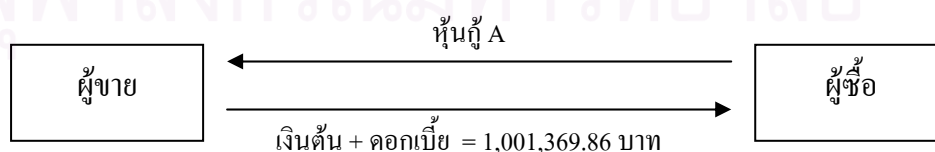
จากตัวอย่างข้างต้น สามารถพิจารณาได้จากภาพและคำอธิบายดังต่อไปนี้⁵⁶

ภาพที่ 3 ตัวอย่างการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ขั้นตอนที่ 1 ธุรกรรมขาแรก (Opening Leg) : ณ วันเริ่มทำธุรกรรม (Purchase Date)



ขั้นตอนที่ 2 ธุรกรรมขาหลัง (Close Leg) : ณ วันครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date)



⁵⁶ เรื่องเดียวกัน, หน้า 7.

วิธีการคำนวณ : อัตราดอกเบี้ยของธุรกรรม (Repo Rate)

$$\begin{aligned}
 &= \text{เงินต้น} \times \text{อัตราดอกเบี้ย} \times (\text{ระยะเวลาของธุรกรรม} \div 365) \\
 &= 1,000,000 \times 5\% \times (10 \div 365) \\
 &= 1,369.86 \text{ บาท}
 \end{aligned}$$

วิธีการคำนวณ : ราคาซื้อคืน (Repurchase Price)

$$\begin{aligned}
 &= \text{เงินต้น} + \text{ดอกเบี้ย} \\
 &= 1,000,000 + 1,369.86 \\
 &= 1,001,369.86 \text{ บาท}
 \end{aligned}$$

3. ภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์นั้น สามารถพิจารณาได้เป็น 2 ส่วน กล่าวคือ ในส่วนที่ 1 จะอธิบายถึงลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เข้าหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากร และการได้รับยกเว้นภาษีอากร และในส่วนที่ 2 จะอธิบายถึงหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยสามารถพิจารณาได้ดังต่อไปนี้

3.1 ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เข้าหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากร และการได้รับยกเว้นภาษีอากร

กรมสรรพากรได้กำหนดลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนที่เข้าหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรประเภทภาษีเงินได้นิติบุคคล ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ โดยสามารถพิจารณาได้ดังต่อไปนี้

- (1) เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ ธปท. หรือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด
- (2) เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนระหว่างคู่สัญญาที่เป็นได้เฉพาะผู้ขายหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทจำกัดและห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล หรือเป็นการทำธุรกรรมระหว่างคู่สัญญาที่เป็นได้ทั้งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

- 1) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- 2) ธนาคารพาณิชย์
- 3) บริษัทเงินทุน
- 4) บริษัทหลักทรัพย์เพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเองหรือการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

- 5) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- 6) บริษัทประกันชีวิต
- 7) บริษัทประกันภัย
- 8) บริษัทมหาชนจำกัด
- 9) นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- 10) บรรษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงิน
- 11) บริษัทบริหารสินทรัพย์
- 12) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน
- 13) กองทุนต่าง ๆ ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.
- 14) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
- 15) กองทุนประกันสังคม
- 16) นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- 17) ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ

(3) เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีสัญญาซื้อคืน (Repurchase Agreement) เป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างคู่สัญญา และเป็นสัญญาที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ยอมรับ

(4) เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีข้อกำหนดให้ผู้ขายหลักทรัพย์สามารถซื้อคืนหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันในจำนวนที่เทียบเท่ากับที่ขายให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เมื่อครบกำหนดซื้อคืนตามสัญญา หรือเมื่อคู่สัญญาทวงถามในราคาตามวิธีการคำนวณที่ตกลงกันได้ โดยมีระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี นับแต่วันที่มีการตกลงทำธุรกรรมจนถึงวันที่ครบกำหนดซื้อคืน

ทั้งนี้ กรณีที่มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมเพิ่มขึ้นหรือลดลงซึ่งคู่สัญญาจะต้องนำหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันกับที่ใช้ในการทำธุรกรรมดังกล่าวมาเพิ่มหรือมีการส่งคืนหลักทรัพย์นั้น ให้ถือว่าหลักทรัพย์ที่นำมาเพิ่มหรือหลักทรัพย์ที่เหลืออยู่เป็นหลักทรัพย์ที่ผู้ขายหลักทรัพย์จะซื้อคืนด้วย

(5) กรณีที่มีการเพิ่มทุนหรือลดทุนซึ่งทำให้หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมมีจำนวนหรือมูลค่าเปลี่ยนไป ให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีจำนวนหรือมูลค่าเทียบเท่าจากผู้ซื้อหลักทรัพย์

(6) ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม (Repo Term) ซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ยังไม่ได้ทำการซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมตามสัญญา หากผู้ออกหลักทรัพย์ดังกล่าวมีการจ่ายผลประโยชน์อันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ เช่น เงินปันผลหรือดอกเบี้ย เป็นต้น ให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์จ่ายคืนผลประโยชน์อันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์

(7) ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องไม่นำมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนในจำนวนที่เท่ากับส่วนเกินมูลค่าต้นทุนของหลักทรัพย์ที่ได้จากการขายหลักทรัพย์มารวมเป็นมูลค่าต้นทุนของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนหรือมารวมเป็นรายจ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล นอกจากนี้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องไม่นำมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนในส่วนที่เกินจากมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ได้ขายนั้นมารวมเป็นมูลค่าต้นทุนของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืน ทั้งนี้ ให้นำไปรวมเป็นรายจ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล

3.2 หลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

กรมสรรพากรได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ประเภทภาษีเงินได้นิติบุคคล ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ โดยสามารถพิจารณาได้ดังต่อไปนี้

3.2.1 ภาษีเงินได้นิติบุคคล

ตามมาตรา 3 มาตรา 4 และมาตรา 6 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากร ว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 364 พ.ศ. 2542 ลงวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2542 และประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีเงินได้ ฉบับที่ 82 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่ผู้ขายและผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่กระทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 10 เมษายน พ.ศ. 2543 และประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีเงินได้ ฉบับที่ 105 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่ผู้ขายและผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่กระทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลตามส่วน 3 หมวด 3 ในลักษณะ 2 แห่งประมวลรัษฎากร ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่มีการทำธุรกรรมซื้อคืน โดยสามารถพิจารณาได้ 2 กรณี ดังนี้

กรณีที่ 1 กรณีผู้ขายหลักทรัพย์

ให้ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์สำหรับเงินได้ที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

ทั้งนี้ กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย หากได้รับเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) หรือเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest)⁵⁷ จากผู้ซื้อหลักทรัพย์

⁵⁷มาตรา 3 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 364 พ.ศ. 2542 ลงวันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2542 ได้ให้คำนิยามไว้ว่า “เงินชดเชยเงินปันผล

จะต้องยอมให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 ของเงินชดเชยเงินปันผล หรืออัตราร้อยละ 15 ของเงินชดเชยดอกเบี้ยก่อนจึงจะได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับเงินได้ที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว

กรณีที่ 2 กรณีผู้ซื้อหลักทรัพย์

ให้ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์สำหรับเงินได้และการโอนทรัพย์สิน ดังนี้

- (1) เงินจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้จ่ายให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เพื่อใช้สิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์โดยผ่านผู้ซื้อหลักทรัพย์
- (2) การโอนหุ้นเพิ่มทุนคืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้ใช้สิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์โดยผ่านผู้ซื้อหลักทรัพย์ตาม (1)

3.2.2 ภาษีธุรกิจเฉพาะ

ตามมาตรา 3 และมาตรา 4 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการกำหนดกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะ และกำหนดฐานภาษีสำหรับกิจการที่ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะบางกรณี ฉบับที่ 350 พ.ศ. 2542 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 391 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544) และข้อ 4 ของประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 7 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขของกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ และฐานภาษีสำหรับกิจการซื้อและขายคืนหลักทรัพย์ ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้การทำธุรกรรมซื้อคืนอยู่ในบังคับที่จะต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะ โดยฐานภาษีในการคำนวณภาษีธุรกิจเฉพาะคือ กำไรก่อนหักรายจ่ายใด ๆ แต่ไม่รวมถึงดอกเบี้ย เงินปันผล หรือประโยชน์ใด ๆ ที่ได้จากหลักทรัพย์ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้จ่ายคืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืน

นอกจากนี้ ตามมาตรา 3 แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 392 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544 และประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับภาษีธุรกิจเฉพาะ ฉบับที่ 8 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้ยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะตามหมวด 5 ในลักษณะ 2 แห่งประมวลรัษฎากร ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์สำหรับกำไรที่ได้จากการโอนหลักทรัพย์ตามพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

และเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) หมายถึง เงินที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องจ่ายให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลหรือดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ได้ซื้อจากผู้ขายหลักทรัพย์ และได้ถือครองไว้ก่อนที่จะขายคืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์”

3.2.3 อากรแสดมปี

ตามมาตรา 6 (34) แห่งพ.ร.ฎ. ออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร ฉบับที่ 10 พ.ศ. 2500 (แก้ไขเพิ่มเติมโดย ฉบับที่ 393 พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 24 ธันวาคม พ.ศ. 2544) และประกาศอธิบดีกรมสรรพากรเกี่ยวกับอากรแสดมปี ฉบับที่ 42 เรื่อง กำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และเงื่อนไขการยกเว้นอากรแสดมปีเกี่ยวกับกิจการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2545 ได้กำหนดให้ยกเว้นอากรแสดมปีสำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีการใช้หลักทรัพย์ตามพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

ในบทที่ 3 จะศึกษาถึงลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศอังกฤษ ซึ่งถือเป็นประเทศที่มีการพัฒนาและประสบผลสำเร็จ ในการทำธุรกรรม โดยเสนอเนื้อหาเป็น 3 ส่วน กล่าวคือ ในส่วนที่ 1 จะอธิบายถึงบทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และในส่วนที่ 2 จะอธิบายถึงหลักการและสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และในส่วนที่ 3 จะอธิบายถึง กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการ ศึกษาวิเคราะห์ปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนในประเทศตามที่ได้เสนอไว้ในบทที่ 4 ต่อไป โดยจะขอก้าวเป็นลำดับดังต่อไปนี้

1. ประเทศสหรัฐอเมริกา

1.1 บทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ธุรกรรมซื้อคืนมีบทบาทสำคัญในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นระหว่าง ผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งต้องการเงินทุนระยะสั้นกับผู้ที่มีเงินเหลือซึ่งต้องการลงทุนระยะสั้นอันก่อให้เกิด ประโยชน์แก่คู่สัญญา กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์จะได้รับสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้น และผู้ซื้อ หลักทรัพย์จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของดอกเบี้ย รวมทั้งเป็นการลงทุนที่ไม่มีความ เสี่ยงเนื่องจากมีการนำหลักทรัพย์มาเป็นหลักประกันในการทำธุรกรรม¹ นอกจากนี้ การทำธุรกรรม ซื้อคืนในตลาดซื้อคืนของสหรัฐอเมริกายังถือเป็นต้นแบบของการทำธุรกรรมและพัฒนาให้ ธุรกรรมมีความเป็นสากล²

ในปี ค.ศ. 1920 ธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา (the U.S. Federal Reserve Bank : Fed) ได้เป็นผู้ริเริ่มให้มีการทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนของสหรัฐอเมริกา (the U.S. Repo Market) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายด้านการเงินของประเทศและ

¹Warren Smith, Repurchase Agreements, (London : Euromoney Publications PLC, 1994), p. 2.

²Frank J. Fabozzi, CFA., Securities Lending and Repurchase Agreements, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), pp. 13-14.

เอื้ออำนวยให้การบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์ในตลาดเงินเป็นไปอย่างคล่องตัวและมีศักยภาพยิ่งขึ้น³

ต่อมาในปี ค.ศ. 1969 ธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดหลักเกณฑ์เพื่อให้สิทธิประโยชน์แก่ธนาคารพาณิชย์ที่มีการนำหลักทรัพย์ประเภทตราสารรัฐบาล (Governments and Agencies Instruments) มาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนโดยได้รับยกเว้นไม่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกั้นเงินสำรอง และในปี ค.ศ. 1970 ได้มีการขยายประเภทของกลุ่มผู้ลงทุนให้กว้างขวางยิ่งขึ้นโดยอนุญาตให้บริษัทจำกัด (Corporates) ภาครัฐบาล (State and Local Governments) และกองทุน (Funds) สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนได้⁴

นอกจากนี้ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970 เป็นต้นมา การทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนของสหรัฐอเมริกาได้พัฒนาและขยายขนาดขึ้น ซึ่งในปัจจุบันตลาดซื้อคืนของสหรัฐอเมริกาคือเป็นตลาดซื้อคืนที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลกโดยมีขนาดประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ (US\$ 1 trillion)⁵

1.2 หลักการและสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

การทำธุรกรรมซื้อคืนในสหรัฐอเมริกาประกอบด้วยขั้นตอนพื้นฐาน 2 ขั้นตอนคือ ขั้นตอนที่ 1 ธุรกรรมขาแรก (Opening Leg) ผู้ขายหลักทรัพย์จะขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และขั้นตอนที่ 2 ธุรกรรมขาหลัง (Close Leg) ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ซึ่งมีชนิดและปริมาณเดียวกันให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เมื่อครบกำหนดตามสัญญาซื้อคืน

ทั้งนี้ ธุรกรรมซื้อคืนในสหรัฐอเมริกามีลักษณะเฉพาะ 5 ประการ ดังนี้

1. เป็นธุรกรรมที่มีความคล่องตัวโดยคู่สัญญาสามารถเจรจาตกลงระหว่างกันเองได้โดยตรง (Over the Counter : OTC)
2. ในการทำธุรกรรมขาแรก ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์จะเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้ขาย

³Warren Smith, Repurchase Agreements, (London : Euromoney Publications PLC, 1994), p. 1.

⁴Marcia L. Stigum, The Money Market, (Homewood, Illinois : Dow Jones-Irwin, 1983), pp. 404-406.

⁵Frank J. Fabozzi, CFA., Securities Lending and Repurchase Agreements, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), pp. 13-14.

หลักทรัพย์จะเป็นผู้มีสิทธิได้รับดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าวในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม

3. มูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมจะต้องมีจำนวนมากกว่าหรือเท่ากับราคาซื้อ (Purchase Price) ในธุรกรรมขาแรก ซึ่งส่วนต่างของมูลค่าหลักทรัพย์และราคาซื้อจะอยู่ในรูปของอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ทั้งนี้ การกำหนดอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกจะพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ ระยะเวลาของธุรกรรม ความน่าเชื่อถือของลูกค้าสัญญา และประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม เป็นต้น

4. ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรมจะต้องมีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Mark to Market) ทุกวัน หากมูลค่าหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากที่ลูกค้าสัญญาได้ตกลงกันในขณะทำธุรกรรม ลูกค้าสัญญาจะต้องมีการส่งมอบมาร์จิ้น (Margin Transfer) ซึ่งอาจเป็นเงินสดหรือหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าสัญญาอีกฝ่ายหนึ่งที่ได้รับความเสี่ยง

5. ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม ผู้ขายหลักทรัพย์สามารถนำหลักทรัพย์ที่มีชนิดและมูลค่าเดียวกันไปส่งมอบแทนที่หลักทรัพย์ที่ได้ส่งมอบไว้ในขณะทำธุรกรรมได้ (Substitution of Securities) ทั้งนี้ เพื่อให้ธุรกรรมมีความคล่องตัวและไม่ถูกจำกัดด้วยระยะเวลาของธุรกรรม⁶

นอกจากนี้ ประเภทของธุรกรรมซื้อคืนในสหรัฐอเมริกาสามารถแบ่งได้เป็น 4 ประเภท ดังนี้

(1) the Hold-in-Custody Repo หรือ Letter Repo

ในการทำธุรกรรมซื้อคืนโดยทั่วไปนั้นผู้ขายหลักทรัพย์จะมีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ในขณะที่การทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท the Hold-in-Custody Repo หรือ Letter Repo ผู้ขายหลักทรัพย์จะยังคงมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์และมีการฝากหลักทรัพย์ไว้ในบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ขายหลักทรัพย์ที่เปิดไว้กับธนาคารซึ่งเป็นการลดค่าใช้จ่ายอันเกิดจากการส่งมอบหลักทรัพย์ รวมทั้งผู้ขายหลักทรัพย์สามารถส่งมอบหลักทรัพย์แทนที่ได้เนื่องจากได้มีการจัดเก็บหลักทรัพย์ไว้ในบัญชีของตน นอกจากนี้ ผู้ขายหลักทรัพย์มักจะเสนออัตราดอกเบี้ย (Repo Rate) ไว้สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของธุรกรรมประเภท the Two-Party Delivery Repo หรือ Deliver-Out Repo ซึ่งทำให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้รับผลตอบแทนสูง

ทั้งนี้ ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภทนี้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ควรพิจารณาถึงความน่าเชื่อถือของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าว เนื่องจาก ผู้ซื้อหลักทรัพย์อาจมีความเสี่ยงในกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์ในบัญชีอยู่จริงหรือผู้ขายหลักทรัพย์ได้นำ

⁶Warren Smith, Repurchase Agreements, (London : Euromoney Publications PLC, 1994), pp. 3-4, 13.

หลักทรัพย์ในบัญชีไปใช้ในการทำธุรกรรมกับเจ้าหนี้รายอื่นอีก ทั้งนี้ ปรากฏตามคดีระหว่าง Bevill Bressler และ ESM ในช่วงกลางปี 1980 ซึ่งเกี่ยวกับการฟ้องของผู้ขายหลักทรัพย์⁷

นอกจากนี้ ปรากฏตาม คดี *Drexel Burnham GSI* ศาลล้มละลายได้ตัดสินไว้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท the Hold-in-Custody Repo หรือ Letter Repo ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะมีฐานะเป็นเจ้าหนี้มีประกัน (Secured Creditor) ซึ่งมีสิทธิเหนือกว่าเจ้าหนี้ไม่มีประกัน (Unsecured Creditor) ในคดีล้มละลาย⁸

(2) the Two-Party Delivery Repo หรือ Deliver-Out Repo

ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท the Two-Party Delivery Repo หรือ Deliver-Out Repo ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะมีการเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ไว้กับธนาคารพาณิชย์ และผู้ขายหลักทรัพย์จะส่งมอบหลักทรัพย์ไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งโดยส่วนใหญ่จะใช้ระบบ Delivery Versus Payment : DVP ซึ่งเป็นระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ในเวลาเดียวกันและไม่สามารถเพิกถอนได้ นอกจากนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนประเภทดังกล่าวจะมีการจัดเก็บหลักทรัพย์ไว้ในบัญชีของผู้ซื้อหลักทรัพย์เพื่อมิให้เกิดความเสี่ยงแก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์และจะมีการคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ รวมถึงการส่งมอบมาร์จินระหว่างคู่สัญญา

ทั้งนี้ ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภทดังกล่าวจะมีข้อเสียคือ ในการส่งมอบหลักทรัพย์ การส่งมอบหลักทรัพย์แทนที่ และการส่งมอบมาร์จินระหว่างคู่สัญญานั้นจะเกิดค่าใช้จ่ายสูง ซึ่งทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภทดังกล่าวมีจำนวนค่อนข้างต่ำ

(3) the Tri-Party Repo

ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท the Tri-Party Repo จะมีลักษณะคล้ายกับการทำธุรกรรมประเภท the Two-Party Delivery Repo หรือ Deliver-Out Repo ตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 1.2 (2) อย่างไรก็ตาม การส่งมอบหลักทรัพย์ของธุรกรรมซื้อคืนประเภท the Tri-Party Repo จะมีความปลอดภัยและสะดวกยิ่งขึ้น โดยคู่สัญญาจะมีการแต่งตั้งผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) ซึ่งเป็นตัวแทนของคู่สัญญาเพื่อทำหน้าที่ควบคุมดูแลการส่งมอบหลักทรัพย์ การส่งมอบมาร์จิน ตลอดจนการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม ทั้งนี้ ในการแต่งตั้งผู้ดูแลและ

⁷Warren Smith, *Repurchase Agreements*, (London : Euromoney Publications PLC, 1994), pp. 15-16.

⁸Frank J. Fabozzi, CFA., *Securities Lending and Repurchase Agreements*, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), p. 19

เก็บรักษาหลักทรัพย์นั้น คู่สัญญาจะต้องเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์โดยมีเอกสารประกอบคำขอเปิดบัญชีดังนี้ (1) สำเนาสัญญาซื้อคืนระหว่างคู่สัญญา (2) สัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ซึ่งลงนามโดยผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์และคู่สัญญาทั้งสองฝ่าย นอกจากนี้ คู่สัญญาจะต้องตกลงเกี่ยวกับรายละเอียดของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมและมาร์จินโดยระบุไว้ในสัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์และคู่สัญญาจะต้องแจ้งให้ผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ดำเนินการ

นอกจากนี้ กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดสัญญาซื้อคืน ผู้ซื้อหลักทรัพย์สามารถบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมได้ทันที สำหรับผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในธุรกรรมประเภท the Tri-Party Repo จะมีมูลค่าสูงกว่าธุรกรรมประเภท the Two-Party Delivery Repo หรือ Deliver-Out Repo เนื่องจากคู่สัญญาสามารถทำการส่งมอบหลักทรัพย์หรือส่งมอบหลักทรัพย์แทนที่ได้ง่ายกว่า ทั้งนี้ ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในธุรกรรมประเภท the Tri-Party Repo จะมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับธุรกรรมประเภท the Hold-in-Custody Repo หรือ Letter Repo ตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 1.2 (1) เนื่องจากผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องเสียค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับการดูแลรักษาหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์

ทั้งนี้ ในปัจจุบันมีการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท the Tri-Party Repo ถึงร้อยละ 50 โดยเริ่มมีการทำธุรกรรมประเภทดังกล่าวครั้งแรกในปี ค.ศ. 1992 ระหว่าง Swiss Bank Corporation และ the European Bank ซึ่งคู่สัญญาได้มีการแต่งตั้งให้ Cedel เป็นผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ มักนิยมทำธุรกรรมประเภทดังกล่าวกับไพรมารี ดีลเลอร์ (Primary Dealer)⁹

(4) the Four-Party Repo

ในการทำธุรกรรมซื้อคืนประเภท the Four-Party Repo จะมีลักษณะที่แตกต่างจากการทำธุรกรรมประเภท the Tri-Party Repo ตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 1.2 (3) กล่าวคือ การทำธุรกรรมประเภท the Tri-Party Repo คู่สัญญาจะมีการแต่งตั้งผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เป็นตัวแทนของคู่สัญญาฝ่ายผู้ขายหลักทรัพย์ ในขณะที่การทำธุรกรรมประเภท the Four-Party Repo คู่สัญญาจะมีการแต่งตั้งผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ซึ่งเรียกว่า Sub-Custodian เป็นตัวแทนของคู่สัญญาทั้งฝ่ายผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ สำหรับหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ (Sub-Custodian) ซึ่งรวมถึงหน้าที่ในการชำระและรับชำระราคา ตลอดจนการ

⁹Warren Smith, *Repurchase Agreements*, (London : Euromoney Publications PLC, 1994), pp. 15-18.

ควบคุมดูแลหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมจะมีลักษณะเช่นเดียวกันกับหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมประเภท the Tri-Party Repo¹⁰

นอกจากนี้ สำหรับกลุ่มผู้ลงทุนนั้น ธุรกรรมซื้อคืนจะไม่จำกัดประเภทของกลุ่มผู้ลงทุนซึ่งแตกต่างจากการกู้ยืมเงินระหว่างธนาคารที่จำกัดประเภทของกลุ่มผู้ลงทุนเฉพาะธนาคารพาณิชย์ (Banks) เท่านั้นโดยไม่รวมถึงกลุ่มผู้ลงทุนประเภทบริษัทจำกัด (Corporates) และภาครัฐบาล (State and Local Government) สำหรับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้น ได้แก่ Government Securities, Corporate Bonds และ Money Market Instruments เป็นต้น สำหรับอัตราดอกเบี้ยของธุรกรรม (Repo Rate) จะพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของคู่สัญญา และหลักทรัพย์ ระยะเวลาของธุรกรรม มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม อัตรากระแสเงินสดในตลาดการเงิน ปริมาณความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ การส่งมอบหลักทรัพย์แทนที่ และประเภทของธุรกรรม และสำหรับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (Clearing and Settlement) นั้น หากเป็นการทำธุรกรรมโดยใช้หลักทรัพย์ประเภทพันธบัตรรัฐบาลจะผ่านระบบที่เรียกว่า Fed Wire ซึ่งเป็นเครือข่ายการสื่อสารทางคอมพิวเตอร์ระหว่างธนาคารพาณิชย์และดำเนินการโดยธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกาเพื่อใช้ในการชำระราคาและส่งมอบพันธบัตรรัฐบาล ในขณะที่การทำธุรกรรมโดยใช้หลักทรัพย์ประเภทอื่นจะผ่านนายทะเบียนซึ่งทำหน้าที่ควบคุมดูแลหลักทรัพย์ในแต่ละประเภท¹¹

นอกจากนี้ สำหรับระยะเวลาของธุรกรรมนั้นสามารถแบ่งได้เป็น 3 ประเภทคือ (1) ประเภทข้ามคืน (Overnight Repo) (2) ประเภทที่มีกำหนดระยะเวลาแน่นอน และ (3) ประเภทที่ไม่มีกำหนดระยะเวลาแน่นอน ทั้งนี้ โดยส่วนใหญ่จะเป็นการทำธุรกรรมประเภทข้ามคืนซึ่งมีอัตราดอกเบี้ย (Overnight Repo Rate) ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมเงินระยะสั้นข้ามคืนระหว่างธนาคาร (Fed Fund Rate) เล็กน้อยเนื่องจากธุรกรรมซื้อคืนจะมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกันในการทำธุรกรรมซึ่งไม่มีความเสี่ยง ในขณะที่การกู้ยืมเงินระหว่างธนาคารจะไม่มีหลักประกันในการทำธุรกรรมซึ่งมีความเสี่ยงสูง¹²

¹⁰Frank J. Fabozzi, CFA., Securities Lending and Repurchase Agreements, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), p. 21.

¹¹Warren Smith, Repurchase Agreements, (London : Euromoney Publications PLC, 1994), pp. 1-2, 14.

¹²Marcia L. Stigum, The Money Market, (Homewood, Illinois : Dow Jones-Irwin, 1983), p. 407.

1.3 กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

สหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่อยู่ในระบบกฎหมายคอมมอนด์ลอว์ (Common Law) ดังนั้น จึงไม่มีกฎหมายเฉพาะเกี่ยวกับธุรกรรมซื้อคืน อย่างไรก็ตามก็ดี พบว่ามีกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าวดังนี้

- 1) U.S.C. : the United States Code
- 2) U.C.C. : the Uniform Commercial Code
- 3) F.B.C. : the Federal Bankruptcy Code of 1978
- 4) F.D.I.A. : the Federal Deposit Insurance Act
- 5) F.D.I.C.I.A. : the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991
- 6) F.C.N.I.A. : the Financial Contract Netting Improvement Act of 2001
- 7) the Bankruptcy Reform Act of 1978
- 8) the Securities Act of 1933
- 9) the Securities Exchange Act of 1934
- 10) the Securities Investor Protection Act of 1970
- 11) the Investment Company Act of 1940
- 12) the Federal Income Tax Law

ทั้งนี้ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะศึกษาวิเคราะห์หลักกฎหมายที่สำคัญซึ่งเกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนตามที่ได้นำเสนอไว้ในบทที่ 4 โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

1.3.1 หลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

กรณีที่มีการทำธุรกรรมซื้อคืนในขาแรกซึ่งกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมได้โอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น จะถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการโอนแบบขายขาดหรือการขายที่แท้จริงหรือไม่ ทั้งนี้ เพื่อพิจารณาว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase and Sale of Securities) หรือเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน (Collateralized Loan) ซึ่งจะมีผลทางกฎหมายที่แตกต่างกัน กล่าวคือ กรณีที่ธุรกรรมซื้อคืนเป็นการโอนแบบขายขาดซึ่งมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase and Sale of Securities) จะมีผลให้กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ย่อมโอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์อย่างเด็ดขาดโดยผู้ขายหลักทรัพย์ไม่มีสิทธิในผลประโยชน์หรือความเสี่ยงใด ๆ อีก และจะต้องนำมาตรา 8 แห่ง U.C.C. : the Uniform Commercial Code ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับ Investment Securities มาใช้บังคับสำหรับกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ผิดสัญญาซื้อคืนผู้ซื้อหลักทรัพย์ย่อมบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์

ดังกล่าวตามสัญญาซื้อคืนได้โดยทันที นอกจากนี้ หากปรากฏว่าผู้ขายหลักทรัพย์ล้มละลายหรือถูกฟื้นฟูกิจการย่อมไม่กระทบต่อสิทธิของผู้ซื้อหลักทรัพย์ในอันที่จะบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ดังกล่าวตามสัญญาซื้อคืน รวมทั้งหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมย่อมไม่มีความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ (Bankruptcy and Reorganization Risks) ใดๆก็ดี หลักทรัพย์ดังกล่าวอาจมีความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ หากปรากฏว่าสัญญาซื้อคืนก่อให้เกิดภาระแก่ผู้ขายหลักทรัพย์เกินกว่าประโยชน์ที่ควรได้ ซึ่งเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ย่อมมีอำนาจที่จะปฏิเสธหรือไม่ยอมรับสัญญาซื้อคืน (Executory Contract) ตามมาตรา 365 แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C. : the United States Code)¹³

ทั้งนี้ หากธุรกรรมซื้อคืนมิใช่การ โอนแบบขายขาดแต่เป็นการกู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน (Collateralized Loan) ซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์กู้ยืมเงินจากผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยมีหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมเป็นหลักประกัน จะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์ยังคงมีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าว และจะต้องนำมาตรา 9 แห่ง U.C.C. ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับ Secured Transactions มาใช้บังคับสำหรับกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ผิดสัญญาซื้อคืน ผู้ซื้อหลักทรัพย์ย่อมไม่อาจบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ดังกล่าวตามสัญญาซื้อคืนได้ แต่จะต้องส่งคืนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในส่วนที่เกินกว่าราคาซื้อคืน (Retain Right to Surplus) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามหลักการชดใช้ค่าเสียหายกรณีผิดสัญญาของมาตรา 9 แห่ง U.C.C.¹⁴ นอกจากนี้ หากปรากฏว่าผู้ขายหลักทรัพย์ล้มละลายหรือถูกฟื้นฟูกิจการ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ย่อมมีอำนาจรวบรวมหลักทรัพย์ดังกล่าวเข้าสู่กองทรัพย์สินของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์ในฐานะเจ้าหนี้มีประกัน (Secured Creditor) จะต้องบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์อันเป็นหลักประกันดังกล่าวตามกระบวนการของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการโดยไม่อาจบังคับชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนได้¹⁵ รวมทั้งหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมย่อมมีความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการซึ่งอาจมีผลกระทบต่อผู้ซื้อหลักทรัพย์ดังนี้

1) การหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ (Automatic Stay)

มาตรา 362 แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่า กรณีที่มีการยื่นคำร้องขอให้ล้มละลายทรัพย์สินจะต้องตกอยู่ภายใต้ภาวะหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ

¹³Jeanne L. Schroeder, "Repo Madness : The Characterization of Repurchase Agreement Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.", *Syracuse Law Review*, 1996, pp. 1-6.

¹⁴Jeanne L. Schroeder, "A Repo Opera : How Crimi Mae Got Repos Backwards", *American Bankruptcy Law Journal*, 2002, pp. 3-6.

¹⁵Gary Walters, "Repurchase Agreement and the Bankruptcy Code : The Need for Legislative Action", *Fordham Law Review*, April 1984, pp. 1-6.

(Automatic Stay) ซึ่งบรรดาเจ้าหนี้ทั้งหลายรวมถึงเจ้าหนี้มีประกันจะต้องหยุดบังคับชำระหนี้หรือกระทำการใด ๆ ทางกฎหมายต่อทรัพย์สินของลูกหนี้โดยทันที และด้วยเหตุนี้ย่อมทำให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นเจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้ล่าช้าออกไป

2) การเพิกถอนการโอนทรัพย์สิน

มาตรา 544 (a) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ย่อมมีอำนาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของผู้ขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนได้

3) การโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น (Preferential Transfer)

มาตรา 547 (b) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สินระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนได้ หากปรากฏว่าการโอนทรัพย์สินดังกล่าวเป็นการโอนที่ลูกหนี้เลือกปฏิบัติต่อเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนเป็นการพิเศษเพื่อให้เจ้าหนี้ดังกล่าวได้รับชำระหนี้ดีกว่าเจ้าหนี้รายอื่นอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น¹⁶

ทั้งนี้ ในการนำหลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริงมาพิจารณาว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหรือเป็นการกู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกันนั้นพบว่าสหรัฐอเมริกาไม่มีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับเรื่องนี้ไว้เป็นการเฉพาะ จึงต้องพิจารณาจากกฎหมายแพ่งกฎหมายล้มละลาย และคำพิพากษาของศาลเป็นสำคัญ ซึ่งศาลจะวินิจฉัยถึงลักษณะของนิติกรรม (Recharacterized) โดยอาศัยปัจจัยต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

ก. เจตนาของคู่สัญญา (Intention of the Parties)

เป็นกรณีที่พิจารณาถึงเจตนาของคู่สัญญาจากสัญญาหรือเอกสารต่าง ๆ ที่คู่สัญญาได้ทำขึ้นว่าประสงค์ที่จะขายขาดหรือกู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน

ข. สิทธิและประโยชน์ในหลักทรัพย์ (Right to Surplus)

กรณีที่เป็นการขายขาดนั้นสิทธิและประโยชน์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมจะตกเป็นของผู้ซื้อหลักทรัพย์ ทั้งนี้ หากเป็นการกู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน สิทธิและประโยชน์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม รวมทั้งสิทธิในส่วนที่เกินกว่าราคาซื้อคืน (Retain Right to Surplus) จะตกเป็นของผู้ขายหลักทรัพย์

ค. วิธีปฏิบัติทางภาษีอากรและบัญชี (Taxation and Accounting)

กรณีที่เป็นการขายขาดนั้นจะต้องมีการรับรู้ผลกำไรหรือขาดทุนจากการทำธุรกรรมทั้งขาแรกและขาหลัง ทั้งนี้ หากเป็นการกู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน จะไม่มีการรับรู้ผลกำไรหรือ

¹⁶Jeanne L. Schroeder, "A Repo Opera : How Crimi Mae Got Repos Backwards", *American Bankruptcy Law Journal*, 2002, pp. 3-6.

ขาดทุนจากการทำธุรกรรมทั้งขาแรกและขาหลัง แต่ดอกเบี้ยที่เกิดจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อ (Purchase Price) ในธุรกรรมขาแรกและราคาซื้อคืน (Repurchase Price) ในธุรกรรมขาหลังจะถือเป็นเงินได้ของผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งมีภาวะภาษีเช่นเดียวกับดอกเบี้ยสำหรับผู้ให้กู้ และถือเป็นรายจ่ายของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้¹⁷

อนึ่ง ศาลได้นำหลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริงมาใช้ในการวินิจฉัยถึงลักษณะของธุรกรรมซื้อคืน โดยแบ่งออกเป็น 2 แนวทางดังนี้

แนวทางที่ 1 ศาลได้วินิจฉัยว่าธุรกรรมซื้อคืนเป็นการโอนแบบขายขาดซึ่งมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase and Sale of Securities) ซึ่งปรากฏตามคำพิพากษาดังนี้

คดี *Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.* ศาลอุทธรณ์ (the Second Circuit Court of Appeals) ได้ตัดสินว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมีได้มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน เนื่องจากผู้ขายหลักทรัพย์โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์เด็ดขาดให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ณ วันที่ตกลงทำธุรกรรม และผู้ซื้อหลักทรัพย์สัญญาว่าจะขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวคืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในวันครบกำหนดซื้อคืนตามสัญญา ดังนั้น ในระหว่างที่ยังไม่ครบกำหนดซื้อคืนตามสัญญานั้นผู้ซื้อหลักทรัพย์สามารถนำหลักทรัพย์ดังกล่าวไปโอนหรือขายต่อหรือนำไปเป็นหลักประกันในการทำธุรกรรมอื่นได้

คดี *Gilmore v. State Board of Administration of Florida* [382 So.2d 861 (Fla. 1st DCA 1980)] ศาลชั้นต้นและศาลอุทธรณ์ได้ตัดสินว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม และหากต่อมาผู้ขายหลักทรัพย์ได้ถูกฟ้องล้มละลายก็ไม่กระทบต่อสิทธิของผู้ซื้อหลักทรัพย์ในอันที่จะบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ดังกล่าวตามสัญญาซื้อคืน

คดี *Bevill, Bresler & Schulman Asset Management Corp.* [67 B.R. 557 (D.N.J. 1986)] ศาลรัฐบาลกลางแห่งมลรัฐนิวเจอร์ซีย์ (the New Jersey Federal Court) โดยผู้พิพากษา Debevoise ได้ตัดสินว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยพิจารณาถึงเจตนาของคู่สัญญา ถ้อยคำในสัญญาซื้อคืน และแนวปฏิบัติในการทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นสำคัญ¹⁸

นอกจากนี้ ในปี ค.ศ. 1992 และ 1995 ศาลได้ตัดสินคดีตามแนวคำพิพากษาของศาลดังกล่าวปรากฏตาม คดี *Jonas v. Farmers Bros. Co. (In re Comark)* [145 B.R. 47, 53 (Bankr. 9th Cir. 1992)] โดยผู้พิพากษา Perris และ คดี *WYLE v. Howard, Weil, Labouisse Friedrichs (In re*

¹⁷Jeanne L. Schroeder, "Repo Madness : The Characterization of Repurchase Agreement Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.," *Syracuse Law Review*, 1996, pp. 1-6.

¹⁸Marcia L. Stigum, *The Repo and Reverse Markets*, (New York : Richard D. Irwin Inc., 1989), p. 339.

Hamilton Taft & Co. [No. C95-1612-SI, 1995 U.S. Dist LEXIS 15576, (N.D. Cal. Oct. 12, 1995)]

โดยผู้พิพากษา Illston¹⁹

แนวทางที่ 2 ศาลได้วินิจฉัยว่าธุรกรรมซื้อคืนมิใช่การโอนแบบขายขาดแต่เป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน (Collateralized Loan) ซึ่งปรากฏตามคำพิพากษาดังนี้
คดี *SEC v. Drysdale Securities Corp.* [606 F. Supp. 295, (S.D.N.Y. 1985), rev'd, 785 F.2d 38 (2d Cir.), cert. denied, 106 S. Ct. 2894 (1986)] ศาลรัฐบาลกลางแห่งมลรัฐนิวยอร์ก (the New York Federal Court) โดยผู้พิพากษา Sweet ได้ตัดสินว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันซึ่งมิได้มีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์²⁰

คดี *Lombard Wall* [No.82-B-11556, bench op. (S.D.N.Y. Sept. 16, 1982)] ผู้พิพากษา Ryan ได้ตัดสินว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน²¹ โดยผู้ขายหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม และในกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ล้มละลาย หลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องตกอยู่ภายใต้ภาวะหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ (Automatic Stay) นอกจากนี้ ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในฐานะเจ้าหนี้มีประกัน (Secured Creditor) จะต้องบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ดังกล่าวตามกระบวนการของกฎหมายล้มละลายโดยไม่อาจบังคับชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนได้²²

คดี *Nebraska Department of Revenue v. Loewenstein* [115 S. Ct. 565 (1994)] ศาลฎีกา (the U.S. Supreme Court) ได้ตัดสินว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน โดยดอกเบี้ยที่เกิดจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อ (Purchase Price) ในธุรกรรมขาแรกและราคาซื้อคืน (Repurchase Price) ในธุรกรรมขาหลังถือเป็นเงินได้ของผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งจะต้องนำไปคำนวณภาษี นอกจากนี้ การที่ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกา (the U.S. Federal Reserve Bank : Fed) ได้วินิจฉัยว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นก็มิวัตถุประสงค์เพื่อมิให้หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมมีความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลาย แต่ไม่อาจนำแนวคำวินิจฉัย

¹⁹Jeanne L. Schroeder, "Repo Madness : The Characterization of Repurchase Agreement Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.", *Syracuse Law Review*, 1996, pp. 4-5.

²⁰Marcia L. Stigum, *The Repo and Reverse Markets*, (New York : Richard D. Irwin Inc., 1989), pp. 334-337.

²¹Marcia L. Stigum, *The Money Market*, (Homewood, Illinois : Dow Jones-Irwin, 1983), p. 421.

²²Marcia L. Stigum, *The Repo and Reverse Markets*, (New York : Richard D. Irwin Inc., 1989), pp. 338-339.

ดังกล่าวมาใช้กับวิธีปฏิบัติทางภาษีอากรตามกฎหมายภาษีอากร (the Federal Income Tax Law) รวมทั้งวิธีปฏิบัติทางบัญชีได้²³

1.3.2 หลักการโอนที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ (Fraudulent Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนไม่อาจโอนทรัพย์สินที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ได้ และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่รวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อนำไปจัดสรรชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ต่อไปย่อมมีอำนาจเรียกเอาทรัพย์สินที่ลูกหนี้ได้โอนตามสัญญาซื้อคืนไปแล้วกลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ได้

ทั้งนี้ สหรัฐอเมริกามีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับหลักการโอนที่เป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้ดังนี้

1) มาตรา 546 (f) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ไม่อาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สินระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนอันได้แก่ การโอนมาร์จิน (Margin Payment) หรือการชำระราคาซื้อคืนเมื่อครบกำหนดวันส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา (Settlement Payment) ซึ่งได้กระทำขึ้นก่อนการเริ่มต้นคดีล้มละลายได้หากปรากฏว่าเป็นการโอนทรัพย์สินที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยอย่างไม่สมเหตุสมผลตามมาตรา 548 (a) (1) (B) (i) แห่งกฎหมายล้มละลาย เว้นแต่เป็นการโอนทรัพย์สินที่เป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้ตามมาตรา 548 (a) (1) (A) แห่งกฎหมายล้มละลาย

2) มาตรา 548 (a) (1) (A) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สินระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนที่ได้กระทำขึ้นภายในระยะเวลา 1 ปี ก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลายได้หากปรากฏว่าเป็นการโอนทรัพย์สินที่ลูกหนี้มีเจตนาขัดขวาง (hinder) ไม่ให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้หรือได้รับชำระหนี้ล่าช้า (delay) หรือฉ้อโกงเจ้าหนี้ (defraud) อันเป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้

3) มาตรา 17 (a) แห่ง the Securities Act of 1933 ได้กำหนดว่า ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องรับผิดชอบในกรณีที่มีการเสนอหรือขายหลักทรัพย์ (offer or sale of any securities) ตามสัญญาซื้อคืนโดยฉ้อฉล (fraud) หรือหลอกลวง (deceit) ผู้ซื้อหลักทรัพย์

อนึ่ง ศาลได้วินิจฉัยถึงหลักการฉ้อฉลตามมาตรา 17 (a) แห่ง the Securities Act of 1933 ไว้ซึ่งปรากฏตามคำพิพากษาดังนี้

²³Jeanne L. Schroeder, "Repo Madness : The Characterization of Repurchase Agreement Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.", *Syracuse Law Review*, 1996, pp. 1-6.

คดี *Robin v. United States* [449 U.S. 427-428 (1981)] ศาลฎีกา (the Supreme Court) ได้ตัดสินว่า Tri-State Energy, Inc. ซึ่งเป็นผู้ขายหลักทรัพย์ได้เสนอหรือขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนโดยถือผล the Bankers Trust Company ซึ่งเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ อันเป็นความผิดตามมาตรา 17 (a) แห่ง the Securities Act of 1933²⁴

4) มาตรา 10 (b) แห่ง the Securities Exchange Act of 1934 และ Rule 10 b-5 ซึ่งเป็นประกาศที่ออกโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายดังกล่าวได้กำหนดว่า ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่อาจกระทำการฉ้อฉล (fraud) หรือหลอกลวง (deceit) ซึ่งมีความเกี่ยวข้องหรือเชื่อมโยงกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ (in connection with the purchase or sale of any security) ตามสัญญาซื้อคืน

อนึ่ง ศาลได้วินิจฉัยถึงหลักการฉ้อฉลตามมาตรา 10 (b) แห่ง the Securities Exchange Act of 1934 และ Rule 10 b-5 ไว้ซึ่งปรากฏตามคำพิพากษาดังนี้

คดี *SEC v. Millers* [495 F. Supp. 467, 482 (S.D.N.Y. 1980)] เป็นกรณีที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (the Securities and Exchange Commission : SEC) เป็นโจทก์ฟ้อง Eldon Miller เป็นจำเลยต่อศาลชั้นต้นแห่งมลรัฐนิวยอร์ก (the District Court for the Southern District of New York) โดยศาลชั้นต้นแห่งมลรัฐนิวยอร์กได้ตัดสินว่าจำเลยได้ทำธุรกรรมซื้อคืนโดยถือผลอันเป็นความผิดตามมาตรา 10 (b) แห่ง the Securities Exchange Act of 1934 และ Rule 10 b-5²⁵

คดี *SEC v. Drysdale Securities Corp.* [606 F. Supp. 295 (S.D.N.Y. 1985) , rev'd, 785 F.2d 38 (2d Cir.), cert. denied, 106 S. Ct. 2894 (1986)] เป็นกรณีที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (the Securities and Exchange Commission : SEC) เป็นโจทก์ฟ้องบริษัท Drysdale Government Securities Inc. เป็นจำเลยที่ 1 และพนักงานของ Drysdale Government Securities Inc. เป็นจำเลยที่ 2 และ Warren Essner ซึ่งเป็นหุ้นส่วนผู้มีอำนาจกระทำการแทนของบริษัท Arthur Andersen & Co. เป็นจำเลยที่ 3 ต่อศาลรัฐบาลกลางแห่งมลรัฐนิวยอร์ก (the New York Federal Court) โดยโจทก์ได้กล่าวหาจำเลยทั้งสามว่าได้กระทำการฉ้อฉลซึ่งมีความเกี่ยวข้องหรือเชื่อมโยงกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืน อันเป็นความผิดตามมาตรา 10 (b) แห่ง

²⁴William F. Hagerty, "Lifting the Cloud of Uncertainty Over the Repo Market : Characterization of Repos as Separate Purchases and Sales of Securities", *Vanderbilt University Law Review*, March 1984, pp. 5-7.

²⁵Elizabeth M. Osenton, "The Need for a Uniform Classification of Repurchase Agreements : Reconciling Investor Protection with Economic Reality", *The American University Law Review*, 1987, pp. 1-6.

the Securities Exchange Act of 1934 และ Rule 10 b-5 ซึ่งในคดีนี้ศาลรัฐบาลกลางแห่งมลรัฐนิวยอร์ก โดยผู้พิพากษา Sweet ได้ตัดสินว่าการถือครองของจำเลยมีความเกี่ยวข้องกับสภาพทางการเงินโดยมิได้มีความเกี่ยวข้องหรือเชื่อมโยงกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืน จึงไม่ถือเป็นการผิดตามมาตรา 10 (b) แห่ง the Securities Exchange Act of 1934 และ Rule 10 b-5 ทั้งนี้ คำพิพากษาของศาลดังกล่าวสอดคล้องกับคำพิพากษาของศาลอุทธรณ์ (the Second Circuit Court of Appeals) ปรากฏตามคดี *Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.* [726 F. 2d 930 (2d Cir.), cert. denied, 469 U.S. 884 (1984)]²⁶ และคำพิพากษาของศาลรัฐบาลกลางแห่งมลรัฐนิวยอร์ก (the New York Federal Court) ปรากฏตามคดี *Manufacturers Hanover Trust Co. v. Arthur Andersen & Co.*²⁷

1.3.3 หลักการโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น (Preferential Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนไม่อาจโอนทรัพย์สินที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่รวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อนำไปจัดสรรชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ต่อไปย่อมมีอำนาจเรียกเอาทรัพย์สินที่ลูกหนี้ได้โอนให้แก่เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนไปแล้วกลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ได้

ทั้งนี้ สหรัฐอเมริกามีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับหลักการโอนที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่นดังนี้

มาตรา 547 (b) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สินระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนได้ หากปรากฏว่าเป็นการโอนทรัพย์สินที่ลูกหนี้เลือกปฏิบัติต่อเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนเป็นการพิเศษเพื่อให้เจ้าหนี้ดังกล่าวได้รับชำระหนี้ดีกว่าเจ้าหนี้รายอื่นอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น โดยจะต้องเข้าองค์ประกอบดังต่อไปนี้

1. เป็นการโอนเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้
2. เป็นการโอนเพื่อชำระหนี้ที่มีอยู่ก่อนแล้ว
3. เป็นการโอนในขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว

²⁶Barbara Black, “The Second Circuit Review 1985-1986 Term : Securities : Commentary : The Second Circuit’s Approach to the “In Connection With” Requirement of Rule 10 b-5”, *Brooklyn Law Review*, 1987, pp. 1-4.

²⁷Marcia L. Stigum, *The Repo and Reverse Markets*, (New York : Richard D. Irwin Inc., 1989), pp. 334-337.

4. เป็นการโอนภายในระยะเวลา 90 วัน ก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลาย หรือเป็นการโอนภายในช่วงระยะเวลาระหว่าง 90 วัน และ 1 ปี ก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลาย สำหรับกรณีที่เป็นการโอนทรัพย์สินให้แก่เจ้าหนี้ที่เป็นบุคคลวงใน (Insider)

5. เป็นการโอนที่ทำให้เจ้าหนี้ได้รับผลประโยชน์มากกว่าการชำระหนี้ในคดีล้มละลาย

1.3.4 หลักการหักกลบลบหนี้ (Set Off)

กรณีที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายต่างมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่กันตามสัญญาซื้อคืน คู่สัญญาสามารถนำหนี้ดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้ได้ และหากปรากฏว่าคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย ห้ามมิให้นำหลักการหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ (Automatic Stay) มาใช้บังคับการหักกลบลบหนี้ของคู่สัญญา

ทั้งนี้ สหรัฐอเมริกามีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับหลักการหักกลบลบหนี้ดังนี้

1) มาตรา 553 (a) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่าคู่สัญญาสามารถหักกลบลบหนี้ ซึ่งเป็นหนี้ที่คู่สัญญาต่างมีความผูกพันที่จะต้องชำระให้แก่กันตามสัญญาซื้อคืนก่อนการเริ่มต้นคดีล้มละลาย

2) มาตรา 362 (b) (7) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่ากรณีที่มีการยื่นคำร้องขอให้ล้มละลาย ห้ามมิให้นำหลักการหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ (Automatic Stay) มาใช้บังคับในกรณีที่คู่สัญญามีการหักกลบลบหนี้ซึ่งเป็นหนี้ที่คู่สัญญาต่างมีความผูกพันที่จะต้องชำระให้แก่กันตามสัญญาซื้อคืนอันได้แก่ การโอนมาร์จิน (Margin Payment) หรือการชำระราคาซื้อคืนเมื่อครบกำหนดวันส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา (Settlement Payment)²⁸

3) มาตรา 101 (46) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C.) ได้กำหนดว่าสิทธิในการหักกลบลบหนี้ของ คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนจะต้องเกิดขึ้นภายในระยะเวลา 90 วัน ก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลาย

อนึ่ง ศาลล้มละลายได้วินิจฉัยหลักเรื่องการหักกลบลบหนี้ตามกฎหมายล้มละลายไว้ซึ่งปรากฏตามคำพิพากษาดังนี้

²⁸James R. Sack, “Recent Developments in Bankruptcy Law : Adequate Protection”, Emory University School of Law Bankruptcy Developments Journal, 1985, p. 5.

คดี *Walters v. Occidental Petroleum Corp.* [1 B.R. 522 (Bankr. W.D. Mo. 1979)]

ศาลล้มละลาย โดยผู้พิพากษา Hunter ได้ตัดสินว่าผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์สามารถนำหนี้ที่จะต้องชำระให้แก่นักตามสัญญาซื้อคืนมาหักกลบลบหนี้กันได้²⁹

2. ประเทศอังกฤษ

2.1 บทบาท ความสำคัญ ประวัติความเป็นมา และพัฒนาการของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

ธุรกรรมซื้อคืนมีบทบาทสำคัญในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นระหว่างผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งต้องการเงินทุนระยะสั้นกับผู้ที่มีเงินเหลือซึ่งต้องการลงทุนระยะสั้นอันก่อให้เกิดประโยชน์แก่คู่สัญญา กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์จะได้รับสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้น และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของดอกเบี้ย รวมทั้งเป็นการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยงเนื่องจากการนำหลักทรัพย์มาเป็นหลักประกันในการทำธุรกรรม

ในปี ค.ศ. 1980 ได้เริ่มมีการทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนของอังกฤษ (the U.K. Repo Market หรือ the Nondollar Repo Market)³⁰ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยต่ำให้แก่ภาคธุรกิจ

ต่อมาในปี ค.ศ. 1996 ได้มีการจัดตั้งตลาดซื้อคืนพันธบัตรหรือที่เรียกว่า the Gilt Repo Market โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary Policy) ของธนาคารกลางของอังกฤษ (the Bank of England) รวมทั้งเอื้ออำนวยให้การบริหารสภาพคล่องทางการเงินในตลาดเงินของภาคธุรกิจเป็นไปอย่างคล่องตัวและมีศักยภาพยิ่งขึ้น ดังคำกล่าวของธนาคารกลางของอังกฤษซึ่งปรากฏใน Quarterly Bulletin ฉบับเดือนกุมภาพันธ์ ปี ค.ศ. 1997 ที่กล่าวว่า “Gilt repos will have the effect of enhancing the scope of banks and other sterling market participants to manage their day to day liquidity and more generally, foster the continuing development of efficient and competitive sterling money markets.”³¹

ทั้งนี้ ในการจัดตั้งตลาดซื้อคืนพันธบัตรนั้นได้รับความเห็นชอบจากหน่วยงานของรัฐต่าง ๆ ได้แก่ กรมสรรพากร (the Inland Revenue) ตลาดหลักทรัพย์ (the London Stock Exchange)

²⁹Jeanne L. Schroeder, “Repo Madness : The Characterization of Repurchase Agreement Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.”, *Syracuse Law Review*, 1996, pp. 10-12.

³⁰The Nondollar Repo Market ประกอบไปด้วยประเทศต่าง ๆ ได้แก่ เยอรมัน ฝรั่งเศส อิตาลี สเปน เนเธอร์แลนด์ เบลเยียม เดนมาร์ก สวีเดน แคนาดา และญี่ปุ่น

³¹Euromoney Publication PLC, *The 1997 Guide to Repo and Securities Lending*, (London : Hunters Armley Ltd., 1997), pp. 12-13.

ตลอดจนหน่วยงานอื่น ๆ ซึ่งมีอำนาจกำกับดูแล (the other regulatory bodies) นอกจากนี้ ธนาคารกลางของอังกฤษ โดยได้รับความเห็นชอบจากรัฐบาล (the U.K. Government) ได้มีการจัดตั้งคณะทำงานเพื่อพิจารณาแนวทางของการทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืนพันธบัตรดังกล่าว ซึ่งประกอบด้วยคณะทำงานต่าง ๆ ได้แก่ คณะทำงานเพื่อพิจารณาด้านแนวทางปฏิบัติของการทำธุรกรรม (the Code of Best Practice Working Party) คณะทำงานเพื่อพิจารณาด้านสัญญา (the Legal Agreement Working Party) และคณะทำงานเพื่อพิจารณาด้านระบบการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา (the Settlement Working Party) โดยมีข้อสรุปที่สำคัญ ดังนี้

1. จัดทำแนวทางปฏิบัติของการทำธุรกรรมที่เรียกว่า Gilt Repo Code of Best Practice โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นคู่มือในการทำธุรกรรม ทั้งนี้ แนวทางปฏิบัติดังกล่าวไม่มีลักษณะเป็นสัญญาที่มีผลผูกพันทางกฎหมาย และไม่มีบทลงโทษในกรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตาม ทั้งนี้ ในปัจจุบันได้กำหนดให้ใช้แนวทางปฏิบัติฉบับเดือนสิงหาคม ปี ค.ศ. 1998³²

2. จัดทำเอกสารสัญญาที่มีผลผูกพันทางกฎหมาย (Legal Agreement) เพื่อนำมาใช้ในการทำธุรกรรม โดยนำสัญญาซื้อคืนมาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) มาใช้ในการทำธุรกรรม เนื่องจากเป็นสัญญาที่มีการยอมรับและแพร่หลายในตลาดสากล รวมทั้งจัดทำเอกสารแนบท้าย (Annex) ของสัญญาซื้อคืนมาตรฐานดังกล่าว

3. กำหนดรูปแบบสำหรับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (Clearing and Settlement) ของการทำธุรกรรม โดยจะทำในวันที่มีการตกลงทำธุรกรรมซึ่งสอดคล้องกับกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (the London Stock Exchange) และจะทำผ่านระบบ Assured Payment System หรือระบบ Delivery Versus Payment : DVP ซึ่งเป็นระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ในเวลาเดียวกันและไม่สามารถเพิกถอนได้ โดยอยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของหน่วยงานกลางที่มีชื่อว่า the Central Gilts Office : CGO ซึ่งเป็นหน่วยงานที่จัดตั้งขึ้นโดยธนาคารกลางแห่งประเทศอังกฤษเพื่อทำหน้าที่ควบคุมดูแลระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์สำหรับหลักทรัพย์ประเภทพันธบัตรรัฐบาล (Gilt-Edged Securities) หรือหลักทรัพย์ที่มีธนาคารกลางแห่งประเทศอังกฤษเป็นนายทะเบียน³³

นอกจากนี้ สำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืนนอกตลาดซื้อคืนพันธบัตรดังกล่าว โดยใช้หลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน (Equity Securities) หรือหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ที่มีใช้พันธบัตร

³²Bank of England, Gilt Repo Code of Best Practice, (London : The Secretary Stock Exchange and Repo Committee, 1998), pp. 1-23.

³³Frank J. Fabozzi, CFA., Securities Lending and Repurchase Agreements, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), pp. 29-38.

รัฐบาลนั้น ในปี ค.ศ. 1997 ได้มีการจัดทำแนวทางปฏิบัติของการทำธุรกรรมซึ่งเรียกว่า Equity Repo Code of Best Practice โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นคู่มือในการทำธุรกรรม ทั้งนี้ สาระสำคัญของแนวทางปฏิบัติของการทำธุรกรรมดังกล่าวจะสอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติของการทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืนพันธบัตรที่ใช้หลักทรัพย์ประเภทพันธบัตรรัฐบาล (Gilt Repo Code of Best Practice) และสำหรับในปัจจุบันได้กำหนดให้ใช้แนวทางปฏิบัติฉบับเดือนธันวาคม ปี ค.ศ. 1997³⁴

นอกจากนี้ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1996 เป็นต้นมา การทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนของอังกฤษได้พัฒนาและขยายขนาดขึ้น ดังจะเห็นได้จากปริมาณของการทำธุรกรรมซื้อคืนในตลาดซื้อคืนพันธบัตรในปี ค.ศ. 1999 นั้นอยู่ที่ประมาณ 94 พันล้านปอนด์ (£ 94 billion) คิดเป็นอัตรา 1/4 ของปริมาณมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดเงิน (Sterling Wholesale Money Market)³⁵

2.2 หลักการและสาระสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

การทำธุรกรรมซื้อคืนในอังกฤษประกอบด้วยขั้นตอนพื้นฐาน 2 ขั้นตอนคือ ขั้นตอนที่ 1 ธุรกรรมขาแรก (Opening Leg) ผู้ขายหลักทรัพย์จะขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และขั้นตอนที่ 2 ธุรกรรมขาหลัง (Close Leg) ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ซึ่งมีชนิดและปริมาณเดียวกันให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เมื่อครบกำหนดตามสัญญาซื้อคืน

นอกจากนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนในอังกฤษจะมีลักษณะเป็นการทำธุรกรรมภายในประเทศและมักกระทำผ่านทางโทรศัพท์ โดยคู่สัญญาจะมีการเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ไว้กับธนาคารพาณิชย์หรือมีการแต่งตั้งผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ (Custodian) เป็นตัวแทนของคู่สัญญาเพื่อทำหน้าที่ควบคุมดูแลการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (Clearing and Settlement) การส่งมอบมาร์จิน (Margin Transfer) ตลอดจนการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม ทั้งนี้ โดยส่วนใหญ่จะแต่งตั้ง Cedel หรือ Euroclear ซึ่งเป็นสถาบันที่มีชื่อเสียงในการรับฝากหลักทรัพย์สกุลเงินตราต่าง ๆ ของยุโรปให้เป็นผู้ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนในอังกฤษจะมีลักษณะที่ให้ผู้สัญญาสามารถทำธุรกรรมโดยใช้เงินตราได้หลายสกุล (Multi Currency) รวมทั้งสามารถทำธุรกรรมโดยใช้เงินตราต่างสกุล (Cross Currency) ได้ซึ่งเป็นการที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งทำธุรกรรมโดยใช้เงินตราสกุลหนึ่ง และคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งทำธุรกรรมโดยใช้หลักทรัพย์ซึ่งมีมูลค่าเป็นเงินตราอีกสกุลหนึ่ง

³⁴Bank of England, Equity Repo Code of Best Practice, (London : The Secretary Stock Exchange and Repo Committee, 1997), pp. 1-20.

³⁵Bank of England, “Sterling Wholesale Markets : Developments in 1998”, Bank of England Quarterly Bulletin, February 1999, pp. 37-38.

นอกจากนี้ ในการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้นจะใช้สัญญามาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA³⁶ (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) โดยสัญญามาตรฐานดังกล่าวได้กำหนดให้กฎหมายอังกฤษเป็นกฎหมายที่ใช้บังคับ (Governing Law) ของสัญญา ทั้งนี้ สำหรับการนำสัญญามาตรฐานดังกล่าวมาใช้กับการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศต่าง ๆ ที่มีได้อยู่ภายใต้บังคับใช้ของกฎหมายอังกฤษนั้น ได้กำหนดให้คู่สัญญาสามารถจัดทำเอกสารแนบท้ายสัญญา (Annex) เพื่อกำหนดเงื่อนไขในการทำธุรกรรมซื้อคืนของประเทศต่าง ๆ ได้

ทั้งนี้ สำหรับประเภทของธุรกรรมนั้นจะไม่มี ความหลากหลายมากนัก โดยส่วนใหญ่จะนิยมทำธุรกรรมประเภท the Tri-Party Repo ตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 1.2 (3) ซึ่งแตกต่างจากประเภทของธุรกรรมในสหรัฐอเมริกาที่มีความหลากหลายมากกว่าตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 1.2 สำหรับกลุ่มผู้ร่วมตลาด (Market Participants) นั้นจะประกอบไปด้วยผู้สร้างสภาพคล่อง (Gilt-Edged Market Makers : GEMMs) ซึ่งทำหน้าที่ดูแลพันธบัตรรัฐบาลให้มีสภาพคล่องในการซื้อขายอย่างต่อเนื่อง, ธนาคารพาณิชย์ (Banks), ตัวแทนนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Brokers), ผู้ค้าหลักทรัพย์ (Dealers), บริษัทจำกัด (Corporates), บริษัทประกันภัย (Insurance Companies), กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (Pension Fund), ผู้จัดการกองทุน (Fund Managers), Stock Exchange Money Brokers : SEMBs, Discount Houses และ Building Society

นอกจากนี้ สำหรับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมนั้น หากเป็นการทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืนพันธบัตร (the Gilt Repo Market) จะใช้หลักทรัพย์ประเภทพันธบัตรรัฐบาล (Gilt-Edged Securities) ในขณะที่การทำธุรกรรมนอกตลาดซื้อคืนพันธบัตรดังกล่าวจะใช้หลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน (Equity Securities) หรือหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ที่มีใช้พันธบัตรรัฐบาล สำหรับอัตราดอกเบี้ยของธุรกรรม (Repo Rate) นั้นจะพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ ความต้องการสภาพคล่องของคู่สัญญา ความน่าเชื่อถือของคู่สัญญา หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม และอัตรามาร์จิ้น (Margin) ที่คู่สัญญาได้ตกลงกัน สำหรับอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) นั้น มักจะไม่กำหนดไว้เป็นอัตรามาตรฐานตายตัว ซึ่งในการทำธุรกรรมโดยทั่วไปนั้นจะกำหนดไว้ไม่เกินร้อยละ 2 ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม ในขณะที่การทำธุรกรรมโดยใช้เงินตราต่างประเทศ (Cross Currency) นั้นจะกำหนดไว้ตั้งแต่ร้อยละ 5 ขึ้นไปของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม และสำหรับอัตรามาร์จิ้น (Margin Rate) ที่คู่สัญญาจะต้องส่งมอบให้แก่กันในช่วงระยะเวลา

³⁶TBMA : The Bond Market Association, USA (เปลี่ยนชื่อมาจาก PSA : Public Securities Assosiation) และ ISMA : International Securities Market Association, Switzerland เป็นองค์กรที่กำกับดูแลตนเอง (Self Regulatory Organization : SRO) ในสหรัฐอเมริกาและยุโรป ซึ่งมีสมาชิกเป็นสถาบันการเงินต่าง ๆ

ของธุรกรรมในกรณีที่มีมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมมิได้เป็นไปตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่คำนวณไว้ในขณะเริ่มทำธุรกรรมนั้น จะพิจารณาจากการคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาของธุรกรรมเป็นสำคัญ

นอกจากนี้ สำหรับการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ (Clearing and Settlement) นั้นจะทำผ่านระบบ Assured Payment System หรือระบบ Delivery Versus Payment : DVP ซึ่งเป็นระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ในเวลาเดียวกันและไม่สามารถเพิกถอนได้ สำหรับค่าธรรมเนียมในการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์นั้นจะมีจำนวนสูงเมื่อเทียบกับการทำธุรกรรมในสหรัฐอเมริกา โดยการกำหนดค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ ประเภทของธุรกรรมและความน่าเชื่อถือของลูกค้า³⁷ และสำหรับระยะเวลาของธุรกรรมนั้น โดยส่วนใหญ่จะเป็นการทำธุรกรรมประเภทข้ามคืน (Overnight Repo) หรือมีกำหนดเวลาประมาณ 2-8 วัน³⁸

2.3 กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

อังกฤษเป็นประเทศที่อยู่ในระบบกฎหมายคอมมอนด์ลอว์ (Common Law) ดังนั้นจึงไม่มีกฎหมายเฉพาะเกี่ยวกับธุรกรรมซื้อคืน อย่างไรก็ตามก็ดี พบว่ามีกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าวดังนี้

- 1) S.F.R. : the Financial Market & Insolvency (Settlement Finality) Regulations of 1999
- 2) the Insolvency Act of 1986
- 3) the Contracts (Right of Third Parties) Act of 1999
- 4) the Companies Act of 1985
- 5) the Financial Services Act of 1986
- 6) the U.K. Taxes Act of 1988

ทั้งนี้ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะศึกษาวิเคราะห์หลักกฎหมายที่สำคัญซึ่งเกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนตามที่ได้นำเสนอไว้ในบทที่ 4 โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

³⁷ Frank J. Fabozzi, CFA., Securities Lending and Repurchase Agreements, (Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997), pp. 29-38.

³⁸ Euromoney Publication PLC, The 1997 Guide to Repo and Securities Lending, (London : Hunters Armley Ltd., 1997), p. 13.

2.3.1 หลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

กรณีที่มีการทำธุรกรรมซื้อคืนในขาแรกซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น ถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการโอนแบบขายขาดหรือการขายที่แท้จริงหรือไม่ ทั้งนี้ เพื่อพิจารณาว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase and Sale of Securities) หรือเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน (Collateralized Loan) ซึ่งจะมีผลทางกฎหมายที่แตกต่างกันตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 1.3.1

ทั้งนี้ ในการนำหลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริงมาพิจารณาว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหรือเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันนั้นพบว่าอังกฤษไม่มีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับเรื่องนี้ไว้เป็นการเฉพาะ จึงต้องพิจารณาจากกฎหมายแพ่ง กฎหมายล้มละลาย และคำพิพากษาของศาลเป็นสำคัญ ซึ่งศาลจะวินิจฉัยถึงลักษณะของนิติกรรม (Recharacterized) โดยอาศัยปัจจัยต่าง ๆ เช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกาตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 1.3.1 ก. ข. และ ค. ได้แก่ เจตนาของคู่สัญญา (Intention of the Parties) สิทธิและประโยชน์ในหลักทรัพย์ (Right to Surplus) และวิธีปฏิบัติทางภาษีอากรและบัญชี (Taxation and Accounting)

2.3.2 หลักการโอนที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ (Fraudulent Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนไม่อาจโอนทรัพย์สินที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย ศาลอาจมีคำสั่งให้ลูกหนี้และบุคคลที่คบคิดกับลูกหนี้เพื่อกระทำการฉ้อฉลเจ้าหนี้ต้องรับผิดชอบต่อกองทรัพย์สินของลูกหนี้ตามที่ศาลเห็นสมควร

ทั้งนี้ อังกฤษมีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับหลักการ โอนที่เป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้ ดังนี้

มาตรา 213 แห่งกฎหมายล้มละลาย (the Insolvency Act of 1986) ได้กำหนดว่าผู้ชำระบัญชี (Liquidator) อาจร้องขอให้ศาลมีคำสั่งให้ลูกหนี้และบุคคลที่คบคิดกับลูกหนี้เพื่อกระทำการฉ้อฉลเจ้าหนี้ต้องรับผิดชอบต่อกองทรัพย์สินของลูกหนี้ตามที่ศาลเห็นสมควรได้หากปรากฏว่าเป็นการโอนทรัพย์สินที่ลูกหนี้มีเจตนาฉ้อฉลเจ้าหนี้ (intent to defraud creditors)

2.3.3 หลักการโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น (Preferential Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนไม่อาจโอนทรัพย์สินที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย ศาลอาจมีคำสั่งเพิกถอนการโอนทรัพย์สินที่ลูกหนี้ได้โอนให้แก่เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนได้โดยให้ลูกหนี้นำทรัพย์สินดังกล่าวหรือทรัพย์สินอื่นกลับคืนสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ดั้งเดิม

ทั้งนี้ อังกฤษมีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับหลักการ โอนที่เป็นการ ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น ดังนี้

มาตรา 239 แห่งกฎหมายล้มละลาย (the Insolvency Act of 1986) ได้กำหนดว่า ผู้บริหารแผน (Administrator) หรือผู้ชำระบัญชี (Liquidator) อาจร้องขอให้ศาลมีคำสั่งเพิกถอนการ โอนทรัพย์สินระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนที่ได้กระทำขึ้นภายใน ระยะเวลา 2 ปี นับแต่วันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลาย หรือภายในระยะเวลาที่มีการร้องขอให้ศาลมี คำสั่งนั้น โดยให้ลูกหนี้นำทรัพย์สินดังกล่าวหรือทรัพย์สินอื่นกลับคืนสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ ดังเดิมได้หากปรากฏว่าเป็นการ โอนทรัพย์สินที่ลูกหนี้เลือกปฏิบัติต่อเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนเป็น การพิเศษเพื่อให้เจ้าหนี้ดังกล่าวได้รับชำระหนี้ดีกว่าเจ้าหนี้รายอื่นอันเป็นการ ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น

2.3.4 หลักการหักกลบลบหนี้ (Set Off)

กรณีที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายต่างมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่กันตามสัญญา ซื้อคืน และหากปรากฏว่าคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย คู่สัญญาสามารถนำ หนี้ดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้ได้

ทั้งนี้ อังกฤษมีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับหลักการหักกลบลบหนี้ ดังนี้

1) มาตรา 149 (2) (a) แห่งกฎหมายล้มละลาย (the Insolvency Act of 1986) ได้กำหนดว่า กรณีที่บริษัทไม่จดทะเบียน (the unlimited company) และบริษัทร่วม (the contributory company) มีหนี้ที่จะต้องชำระต่อกัน ศาลอาจมีคำสั่งให้นำหนี้ที่ถึงกำหนดชำระมาหักกลบลบหนี้กันได้ เว้นแต่ หนี้นั้นเป็นเงินปันผล (dividend) หรือผลกำไร (profit) ที่ได้จากการเป็นสมาชิกของบริษัท (member of the company)

2) มาตรา 149 (3) แห่งกฎหมายล้มละลาย (the Insolvency Act of 1986) ได้กำหนดว่า กรณีที่บริษัทจดทะเบียน (the limited company) หรือบริษัทไม่จดทะเบียน (the unlimited company) และบริษัทร่วม (the contributory company) มีหนี้ที่จะต้องชำระต่อกัน หากปรากฏว่าเจ้าหนี้ได้รับ ชำระหนี้ครบถ้วนแล้ว ศาลอาจมีคำสั่งให้นำหนี้ที่ถึงกำหนดชำระมาหักกลบลบหนี้กันได้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

ปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

จากการศึกษาถึงลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยในบทที่ 2 และลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษในบทที่ 3 แล้วนั้น ในบทที่ 4 นี้จะศึกษาวิเคราะห์ถึงปัญหาทางกฎหมายที่สำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการนำสัญญามาตรฐานซึ่งจัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) มาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนภายใต้กฎหมายไทย ทั้งนี้ เพื่อเป็นแนวทางในการกำหนดสถานะของกลุ่มสัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้องให้ชัดเจนยิ่งขึ้น โดยจะวิเคราะห์ถึงปัญหาต่าง ๆ เป็นลำดับดังต่อไปนี้

1. ปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญา
2. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483
3. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483
4. ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญากับผลทางกฎหมายของการหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

1. ปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญา

ธุรกรรมซื้อคืนเป็นธุรกรรมที่อาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน ดังนั้น จึงอาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าธุรกรรมซื้อคืนจะมีลักษณะเป็นสัญญาประเภทใดอันได้แก่ สัญญาซื้อขาย สัญญาขายฝาก และสัญญากู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน ซึ่งผลทางกฎหมายของสัญญาในแต่ละประเภทนั้นจะทำให้สิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของคู่สัญญา รวมทั้งหลักฐานแห่งการฟ้องร้องบังคับคดีมีความแตกต่างกันไป

ทั้งนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ถึงปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญาของธุรกรรมซื้อคืนโดยพิจารณาตามหลักเกณฑ์ของสัญญาซื้อขาย สัญญาขายฝาก และสัญญากู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน ซึ่งจะขออธิบายเป็นลำดับดังต่อไปนี้

1.1 สัญญาซื้อขาย

ประเภทของข้อตกลงในการซื้อขายที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมซื้อคิมนั้นสามารถพิจารณาได้ 4 ประเภท ได้แก่ สัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาด สัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขเวลา สัญญาจะซื้อจะขาย และคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขาย โดยจะขออธิบายเป็นลำดับดังต่อไปนี้

1.1.1 สัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาด

คำว่า “สัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาด” นั้น ได้กำหนดคำนิยามไว้หลายกรณีดังนี้

1) สัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาด หมายถึง สัญญาซื้อขายซึ่งคู่สัญญาได้แสดงเจตนากันเสร็จสิ้นในทุกเรื่องแล้ว และคู่สัญญาตกลงกันว่าไม่ต้องมีการทำอะไรเพิ่มเติมต่อไปอีกแม้แต่ในเรื่องการทำตามแบบของกฎหมาย¹

2) สัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาด หมายถึง สัญญาซื้อขายตามนัยมาตรา 453 แห่งป.พ.พ.² ซึ่งบัญญัติว่า “อันว่าสัญญาซื้อขายนั้นคือสัญญาซึ่งบุคคลฝ่ายหนึ่งเรียกว่าผู้ขายโอนกรรมสิทธิ์แห่งทรัพย์สินให้แก่บุคคลอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าผู้ซื้อ และผู้ซื้อตกลงว่าจะใช้ราคาทรัพย์สินนั้นให้แก่ผู้ขาย”

ทั้งนี้ การตีความรูปแบบของสัญญาของธุรกรรมซื้อคิมนั้นตามหลักเกณฑ์ของสัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาดนั้นสามารถอธิบายได้ดังต่อไปนี้

จะเห็นได้ว่า ในการทำธุรกรรมซื้อคิมนั้นซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์รวมทั้งชำระราคาซื้อ (Purchase Price) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้น หากผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กันเป็นการแน่นอนแล้ว และเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นทรัพย์สินที่มีตัวตนอยู่แล้วแน่นอน (Existing Goods) โดยผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวสามารถโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้ทันทีเมื่อมีการตกลงซื้อขายกัน และในการซื้อขายนั้นไม่ปรากฏว่ามีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขเวลาประวิงการโอนกรรมสิทธิ์แต่อย่างใด ดังนั้น ในการทำธุรกรรมซื้อคิมนั้นย่อมมีผลให้กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวได้โอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์อย่างเด็ดขาดโดย

¹วิชญ์ เครื่องงาม, คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545), หน้า 59.

²ปรีชา สุมาวงศ์, คำบรรยายลักษณะวิชาซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (พระนคร : แสงทองการพิมพ์, 2515), หน้า 6. และกฤตยชญ์ ศิริเขต, การโอนกรรมสิทธิ์ของทรัพย์สินตามสัญญาซื้อขาย, วิทยานิพนธ์แผนกวิชานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2520, หน้า 131-133.

ผลของกฎหมายอันมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาดตามมาตรา 458 แห่งป.พ.พ.³ ซึ่งมีหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กันเป็นการแน่นอนแล้ว
2. เป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นทรัพย์สินที่มีตัวตนอยู่แล้วแน่นอน (Existing Goods) และผู้ขายหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวในขณะที่ทำธุรกรรม (คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1236/2497)
3. ผู้ขายหลักทรัพย์สามารถโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อได้ทันทีเมื่อมีการตกลงซื้อขายกัน และการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสังหาริมทรัพย์นั้นไม่ต้องมีการจัดทำเป็นหนังสือและจดทะเบียนกับพนักงานเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ.
4. ในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นไม่ปรากฏว่ามีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขประวิงการโอนกรรมสิทธิ์

1.1.2 สัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขหรือเงื่อนไข

คำว่า “สัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขหรือเงื่อนไข” นั้น หมายถึง สัญญาซื้อขายที่มีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขในการที่ผู้ขายจะโอนกรรมสิทธิ์ให้ผู้ซื้อตามมาตรา 459 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “ถ้าสัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขบังคับไว้ ท่านว่ากรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินยังไม่โอนไปจนกว่าการจะได้เป็นไปตามเงื่อนไขหรือถึงกำหนดเงื่อนไขนั้น” หรืออาจกล่าวได้ว่า หมายถึง สัญญาซื้อขายที่มีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขในการโอนกรรมสิทธิ์หรือประวิงการโอนกรรมสิทธิ์นั่นเอง⁴

ทั้งนี้ การตีความรูปแบบของสัญญาของธุรกรรมซื้อคืนตามหลักเกณฑ์ของสัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขนั้นสามารถอธิบายได้ดังต่อไปนี้

จะเห็นได้ว่า ในการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์รวมทั้งชำระราคาซื้อ (Purchase Price) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้น หากเป็นกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กันโดยมีการกำหนดเงื่อนไขในการโอนกรรมสิทธิ์ไว้ว่ากรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จะโอนไปต่อเมื่อมีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา หรือมีการกำหนดเงื่อนไขในการโอนกรรมสิทธิ์ไว้ว่ากรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จะโอนไปในวันที่มีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา ย่อมถือได้ว่ากรณีดังกล่าวมีสัญญาซื้อขายเกิดขึ้นตามมาตรา 453 แห่งป.พ.พ. แล้ว เพียงแต่ในการซื้อขายนั้น

³ ตามมาตรา 458 แห่งป.พ.พ. บัญญัติว่า “กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ขายนั้น ย่อมโอนไปยังผู้ซื้อตั้งแต่วันที่ผู้ซื้อได้ทำสัญญาซื้อขายกัน”

⁴ วิษณุ เครืองาม, คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545), หน้า 76, 79.

กรรมสิทธิ์จะไม่โอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์ในทันทีที่ได้มีการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กันเนื่องจากได้มีการกำหนดเงื่อนไขหรือเงื่อนไขในการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคาประการโอนกรรมสิทธิ์ไว้ ซึ่งมีผลให้กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ยอมโอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์ต่อเมื่อมีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา หรือกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ยอมโอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์ในวันที่มีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา อันมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขหรือเงื่อนไขตาม มาตรา 459 แห่งป.พ.พ.

ทั้งนี้ สำหรับกรณีของสัญญาซื้อขายมีเงื่อนไขนั้น ศาลได้ตัดสินไว้ว่าการชำระราคา ถือเป็นเงื่อนไขในการโอนกรรมสิทธิ์ของสัญญาซื้อขายมีเงื่อนไข ดังนัยคำพิพากษาฎีกาดังนี้

คำพิพากษาฎีกาที่ 3728/2535 สัญญาซื้อขายรถยนต์ระบุว่าการกรรมสิทธิ์ในรถยนต์ที่ซื้อขายจะยังไม่โอนไปเป็นของผู้ซื้อจนกว่าผู้ซื้อจะได้ชำระราคาซื้อขายด้วยเงินสดครบถ้วนตามจำนวนที่ระบุไว้ในสัญญาซื้อขายเสียก่อนนั้น เป็นสัญญาซื้อขายมีเงื่อนไข (คำพิพากษาฎีกาที่ 127/2471, คำพิพากษาฎีกาที่ 716-717/2493, คำพิพากษาฎีกาที่ 331/2531, คำพิพากษาฎีกาที่ 155/2535)⁵

1.1.3 สัญญาจะซื้อจะขาย

คำว่า “สัญญาจะซื้อจะขาย” นั้น ได้กำหนดคำนิยามไว้หลายกรณีดังนี้

- 1) สัญญาจะซื้อจะขาย หมายถึง สัญญาที่ยังมิได้มีการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ตกลงซื้อขายกัน แต่มีผลผูกพันให้คู่สัญญาต้องกระทำการซื้อขายให้สำเร็จตลอดไป⁶
- 2) สัญญาจะซื้อจะขาย หมายถึง สัญญาที่ยังต้องไปทำอะไรต่อไปอีกในภายหน้ายังไม่เด็ดขาดสิ้นเชื้อเอื้อกัน และสิ่งที่จะทำกันนั้นก็คือทำเป็นหนังสือจดทะเบียนต่อพนักงานเจ้าหน้าที่กันนั่นเอง ถ้าเด็ดขาดสิ้นเชื้อเอื้อกันแล้ว ก็ไม่มีอะไรจะต้องทำกันอีก⁷
- 3) สัญญาจะซื้อจะขาย หมายถึง สัญญาจะทำสัญญาซื้อขายซึ่งจะมีได้ก็แต่เฉพาะทรัพย์สินที่ระบุไว้ในมาตรา 456 วรรคแรก คือ อสังหาริมทรัพย์ เรือกำปั่น เรือมีระวางหกตันขึ้นไป เรือกลไฟ เรือยนต์ระวางห้าตันขึ้นไป แพ และสัตว์พาหนะ เพราะทรัพย์สินเหล่านี้ การที่คู่สัญญาตกลงขายกันเอง

⁵เรื่องเดียวกัน, หน้า 76-78.

⁶ปรีชา สุมาวงศ์, คำบรรยายลักษณะวิชาซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (พระนคร : แสงทองการพิมพ์, 2515), หน้า 12.

⁷ประพนธ์ ศตะมาน และไพจิตร บุญญพันธุ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะซื้อขาย (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2536), หน้า 44.

ยังไม่เป็นสัญญาซื้อขาย ต่อเมื่อไปทำเป็นหนังสือและจดทะเบียนต่อพนักงานเจ้าหน้าที่จึงจะเป็นสัญญาซื้อขายได้⁸

5) สัญญาจะซื้อจะขาย หมายถึง สัญญาซื้อขายประเภทหนึ่งซึ่งคู่สัญญาตกลงคำกันในระดับแรกเพียงว่าทำสัญญากันแล้วเท่านั้น ส่วนที่ว่ากรรมสิทธิ์จะโอน ไปจริง ๆ ตามกฎหมายหรือไม่นั้น เป็นเรื่องที่คู่สัญญาตกลงจะไปทำตามแบบในภายหลังอีกชั้นหนึ่ง ทั้งนี้ เท่ากับว่าผู้ขายจะโอนกรรมสิทธิ์ให้ผู้ซื้อในภายหลังโดยผูกพันตนว่าจะไปจดทะเบียนโอนให้ตามกฎหมายนั่นเอง⁹

จากความหมายดังกล่าวจะเห็นได้ว่าสัญญาจะซื้อจะขายมีลักษณะดังต่อไปนี้

1. คู่สัญญามีเจตนาหรือตกลงทำสัญญาซื้อขายกัน
2. ในขณะที่มีการตกลงทำสัญญาซื้อขายกันนั้นกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินยังไม่โอน ไปยังผู้ซื้อ เพราะยังมีได้จัดทำตามแบบของกฎหมายตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. กล่าวคือ ทำเป็นหนังสือและจดทะเบียนต่อพนักงานเจ้าหน้าที่
3. คู่สัญญามีเจตนาหรือตกลงที่จะ โอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินให้แก่กัน ในภายหลังโดยจัดทำตามแบบของกฎหมายตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ.

จากลักษณะของสัญญาจะซื้อจะขายตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ จะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์รวมทั้งชำระราคาซื้อ (Purchase Price) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้น หากเป็นกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กัน โดยมีการกำหนดเงื่อนไขในการโอนกรรมสิทธิ์ไว้ว่ากรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จะโอนไปต่อเมื่อมีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา หรือมีการกำหนดเงื่อนไขในการโอนกรรมสิทธิ์ไว้ว่ากรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์จะโอนไปในวันที่มีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา ซึ่งมีผลให้กรรมสิทธิ์จะไม่โอนไปยังผู้ขายหลักทรัพย์ในทันทีที่ได้มีการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์กันเนื่องจากการกำหนดเงื่อนไขหรือเงื่อนไขในการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคาประการ โอนกรรมสิทธิ์ไว้¹⁰ โดยการที่กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ยังไม่โอนไปนั้นมิได้เกิดขึ้นเนื่องจากการซื้อขายทรัพย์สินที่จะต้องจัดทำตามแบบของกฎหมายตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. กล่าวคือ ทำเป็นหนังสือและจดทะเบียนต่อพนักงานเจ้าหน้าที่ ดังนั้น จึงไม่อาจถือได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นสัญญาจะซื้อจะขาย

⁸จิตติ ดิงศภัทย์, หมายเหตุท้ายคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1236/2497, คำพิพากษาศาลฎีกาประจำพุทธศักราช 2497, หน้า 1102.

⁹วิชญ์ เครื่องงาม, คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545), หน้า 81-82.

¹⁰ดูรายละเอียดในหัวข้อ 1.1.2

นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคินมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นทรัพย์สินประเภทสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น จึงอาจเกิดปัญหาได้ว่าสัญญาจะซื้อจะขาย สามารถมีได้ในการซื้อขายสังหาริมทรัพย์หรือไม่ ซึ่งในกรณีดังกล่าวมีความเห็นของนักกฎหมาย แบ่งเป็น 2 ฝ่าย ดังนี้

ฝ่ายที่ 1¹¹ เห็นว่า สัญญาจะซื้อจะขายมิได้เฉพาะทรัพย์สินตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. เท่านั้น โดยสัญญาจะซื้อจะขายสังหาริมทรัพย์อื่น ๆ ทั่วไปไม่อาจมีได้ เนื่องจากการซื้อขายสังหาริมทรัพย์นั้นสามารถโอนกรรมสิทธิ์ให้แก่กันได้โดยไม่ต้องจัดทำตามแบบของกฎหมายตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. ดังนัยคำพิพากษาฎีกาดังนี้

คำพิพากษาฎีกาที่ 1236/2497 สัญญาซื้อขายโต๊ะบิลเลียดและเครื่องอุปกรณ์ซึ่งมีการตกลงให้ผู้ซื้อสามารถใช้ประโยชน์ในทรัพย์สินดังกล่าวได้และเมื่อผู้ซื้อผ่อนชำระราคาครบถ้วนแล้ว กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินดังกล่าวจึงจะโอนไปยังผู้ซื้อเด็ดขาดนั้น มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายเสร็จเด็ดขาดโดยข้อตกลงในการชำระราคาและการโอนกรรมสิทธิ์ไม่ถือเป็นสาระเป็นสำคัญ เนื่องจากวัตถุประสงค์แห่งสัญญาเป็นสังหาริมทรัพย์ซึ่งสามารถโอนกรรมสิทธิ์ให้แก่กันได้โดยไม่ต้องจัดทำตามแบบของกฎหมายตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. และเป็นทรัพย์สินที่มีอยู่แน่นอน รวมทั้งคู่สัญญาได้ตกลงซื้อขายกันโดยเสร็จเด็ดขาดแล้ว

ศาสตราจารย์จิติ ดิงศภัทย์ ได้หมายเหตุไว้ท้ายคำพิพากษานี้ว่า “สัญญาจะซื้อขายนั้นหมายความอยู่ในตัวว่าเป็นสัญญาจะทำสัญญาซื้อขายซึ่งจะมีได้ก็แต่เฉพาะทรัพย์สินที่ระบุไว้ในมาตรา 456 วรรคแรก คือ อสังหาริมทรัพย์ เรือกำปั่น เรือมีระวาง 6 ตันขึ้นไป เรือกลไฟ เรือยนต์มีระวาง 5 ตันขึ้นไป แพ และสัตว์พาหนะ เพราะทรัพย์สินเหล่านี้ การที่คู่กรณีตกลงขายกันเองยังไม่เป็นสัญญาซื้อขายต่อเมื่อไปทำเป็นหนังสือและจดทะเบียนต่อพนักงานเจ้าหน้าที่ จึงจะเป็นสัญญาซื้อขายได้ สัญญาที่คู่สัญญาทำกันเองเป็นได้ก็เพียงสัญญาว่าจะไปทำสัญญาซื้อขาย จดทะเบียนต่อพนักงานงานเจ้าหน้าที่ จึงเป็นสัญญาจะซื้อขาย ส่วนทรัพย์สินอื่น ๆ นั้นคู่กรณีตกลงโอนกรรมสิทธิ์กันได้เอง ไม่เปิดช่องให้มีการทำสัญญาว่าจะทำสัญญากันได้ แม้จะมีข้อตกลงล่วงหน้ากรรมสิทธิ์โดยเงื่อนไขหรือเงื่อนไขอย่างไรก็เป็นสัญญาที่มีผลผูกพันอยู่ในตัว กรรมสิทธิ์ย่อมจะโอนไปตามเงื่อนไขและเงื่อนไขนั้นเองโดยไม่ต้องตกลงทำสัญญาอะไรกันใหม่ จึงไม่ใช่สัญญาจะซื้อขาย”

¹¹ไพจิตร ปุณฺณพັນธุ์, “ค่านเรื่องสัญญาจะซื้อขายสังหาริมทรัพย์”, อุลพาหะ, เล่ม 8 ปีที่ 8 (2504) : 830. และจิติ ดิงศภัทย์, หมายเหตุท้ายคำพิพากษาฎีกาที่ 1236/2497, คำพิพากษาฎีกาประจำพุทธศักราช 2497, หน้า 1101-1104.

ฝ่ายที่ 2¹² เห็นว่า สัญญาจะซื้อจะขายมีได้ทั้งทรัพย์สินตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. และสังหาริมทรัพย์อื่น ๆ ทั่วไป ซึ่งเป็นไปตามหลักเสรีภาพในการทำสัญญา

สำหรับผู้เขียนเห็นด้วยกับฝ่ายที่ 1 ที่ว่า สัญญาจะซื้อจะขายมีได้เฉพาะทรัพย์สินตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. เท่านั้น กล่าวคือ อสังหาริมทรัพย์ และสังหาริมทรัพย์บางประเภท ได้แก่ เรือกำปั่นหรือเรือมีระวางตั้งแต่ 6 ตันขึ้นไป เรือกลไฟหรือเรือยนต์มีระวางตั้งแต่ 5 ตันขึ้นไป แพ และสัตว์พาหนะ โดยสัญญาจะซื้อจะขายสังหาริมทรัพย์อื่น ๆ ทั่วไปย่อมไม่อาจมีได้ เนื่องจาก สัญญาจะซื้อจะขายนั้นเป็นกรณีที่กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินจะยังไม่โอนไปในขณะที่มีการตกลงทำ สัญญาซื้อขายกันเนื่องจากในการซื้อขายนั้นยังมิได้มีการจัดทำเป็นหนังสือและจดทะเบียนกับ พนักงานเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ. ดังนั้น ทรัพย์สินที่มีการซื้อขายกันตาม สัญญาจะซื้อจะขายจึงต้องเป็นทรัพย์สินที่จะต้องมีการจัดทำตามแบบของกฎหมายเท่านั้น หากไม่มีการจัดทำตามแบบของกฎหมายดังกล่าวจะมีผลให้ไม่อาจโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินให้แก่กันได้ และมีผลให้การซื้อขายนั้นตกเป็นโมฆะ

ดังนั้น การทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์อันถือเป็น ทรัพย์สินประเภทสังหาริมทรัพย์นั้นจึงไม่อาจถือได้ว่ามีลักษณะเป็นสัญญาจะซื้อจะขาย เนื่องจาก การซื้อขายสังหาริมทรัพย์ย่อมมีการโอนกรรมสิทธิ์ให้แก่กันได้โดยไม่ต้องจัดทำตามแบบของ กฎหมายตามมาตรา 456 วรรคแรก แห่งป.พ.พ.

1.1.4 คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขาย

คำว่า “คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขาย” นั้น ได้กำหนดคำนิยามไว้หลายกรณีดังนี้

1) คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขาย หมายถึง คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายตามนัยมาตรา 454 แห่งป.พ.พ.¹³ ซึ่งบัญญัติว่า “การที่คู่กรณีฝ่ายหนึ่งให้คำมั่นไว้ก่อนว่าจะซื้อหรือขายนั้นจะมีผลเป็น การซื้อขายต่อเมื่ออีกฝ่ายหนึ่งได้บอกกล่าวความจำนงว่าจะทำการซื้อขายนั้นให้สำเร็จตลอดไปและ คำบอกกล่าวเช่นนั้นได้ไปถึงบุคคลผู้ให้คำมั่นแล้ว

ถ้าในคำมั่นมิได้กำหนดเวลาไว้เพื่อการบอกกล่าวเช่นนั้นไว้ไซ้ ท่านว่าบุคคลผู้ให้คำมั่น จะกำหนดเวลาพอสมควรและบอกกล่าวไปยังคู่กรณีอีกฝ่ายหนึ่งให้ตอบมาเป็นแน่นอนภายในเวลา กำหนดนั้นก็ได้ว่า จะทำการซื้อขายให้สำเร็จตลอดไปหรือไม่ ถ้าและไม่ตอบเป็นแน่นอนภายใน กำหนดเวลานั้นไซ้ คำมั่นซึ่งได้ให้ไว้ก่อนนั้นก็เป็นอันไร้ผล”

¹²ไพศาล กุมาลย์วิสัย, “สัญญาจะซื้อขายกับเสรีภาพในการทำสัญญา”, จุลพาหะ เล่ม 5 ปีที่ 8 (2504) : 967.

¹³วิชญ์ เครื่องงาม, คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545), หน้า 92.

2) คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขาย หมายถึง คู่กรณีฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งแต่เพียงฝ่ายเดียวเป็นฝ่ายให้คำมั่นไว้ เพียงแต่ลักษณะของคำมั่นที่ให้อาจเป็นคำมั่นว่าจะซื้อหรือคำมั่นว่าจะขายก็ได้ โดยในคำมั่นนั้นต้องมีข้อความชัดเจนแน่นอนเพียงพอที่ผู้รับคำมั่นสนองรับกลับมาแล้วก่อให้เกิดสัญญาได้¹⁴

ทั้งนี้ มีปัญหาว่าคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ผู้ให้คำมั่นหรือไม่ ซึ่งกรณีดังกล่าวมีความเห็นของนักกฎหมายแบ่งเป็น 2 ฝ่าย ดังนี้

ฝ่ายที่ 1¹⁵ เห็นว่า คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายเป็นนิติกรรมฝ่ายเดียวที่มีผลผูกพันผู้ให้คำมั่นซึ่งเป็นความผูกพันที่เกิดขึ้นโดยผลของกฎหมาย แต่ไม่ก่อให้เกิดหนี้ใด ๆ เนื่องจากหนี้จะเกิดขึ้นได้ต่อเมื่อเจ้าหนี้และลูกหนี้มีสิทธิและหน้าที่ต่อกันแล้ว

ฝ่ายที่ 2¹⁶ เห็นว่า คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายเป็นนิติกรรมฝ่ายเดียวที่มีผลผูกพันผู้ให้คำมั่นและก่อให้เกิดหนี้ซึ่งเป็นหนี้ที่เกิดขึ้นโดยผลของการแสดงเจตนาและผลของกฎหมาย

สำหรับผู้เขียนเห็นด้วยกับฝ่ายที่ 2 ที่ว่า คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายก่อให้เกิดหนี้ที่มีผลผูกพันผู้ให้คำมั่นซึ่งได้แสดงเจตนาฝ่ายเดียวต่อผู้รับคำมั่นว่าจะปฏิบัติตามคำมั่นที่ได้ให้ไว้ นอกจากนี้จะเห็นได้ว่าคำมั่นมิใช่สิทธิเฉพาะตัว ดังนั้น จึงมีผลผูกพันทายาทและผู้รับโอนสิทธิของผู้ให้คำมั่นนั้นด้วย

นอกจากนี้ คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายมีลักษณะเป็นสัญญาหรือไม่ นั้น มีความเห็นของนักกฎหมายแบ่งเป็น 3 ฝ่าย ดังนี้

ฝ่ายที่ 1¹⁷ เห็นว่าคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายเป็นนิติกรรมฝ่ายเดียวและมีผลผูกพันเฉพาะผู้ให้คำมั่น จึงไม่มีลักษณะเป็นสัญญา

¹⁴จำปี โสทธิพันธุ์, คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (กรุงเทพมหานคร : บริษัทสำนักพิมพ์วิญญูชนจำกัด, 2543), หน้า 68.

¹⁵เสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว., นิติกรรมและหนี้ เล่ม 1 (พระนคร : โรงพิมพ์อักษรสาสน์, 2509), หน้า 473.

¹⁶จิตติ ดิงศภัทย์ และชล ธีรกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 2 มาตรา 241 ถึงมาตรา 452, (กรุงเทพมหานคร : เติบั่นพิทยสภา, 2503), หน้า 253-256.

¹⁷จิตติ ดิงศภัทย์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 2 มาตรา 354 ถึงมาตรา 452, (พระนคร : โรงพิมพ์ไทยพิทยา, 2505), หน้า 33. และประพนธ์ ศาคะมาน และไพจิตร ปุญญพันธุ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะซื้อขาย (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2536), หน้า 31-32. และเสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว., นิติกรรมและหนี้ เล่ม 1 (พระนคร : โรงพิมพ์อักษรสาสน์, 2509), หน้า 472-473.

ฝ่ายที่ 2¹⁸ เห็นว่า คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายเป็นนิติกรรมสองฝ่ายและมีผลผูกพันในลักษณะเป็นสัญญา

ฝ่ายที่ 3¹⁹ เห็นว่า คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายเป็นนิติกรรมสองฝ่ายและมีผลผูกพันในลักษณะเป็นสัญญา แต่เป็นสัญญาที่ผูกพันเฉพาะผู้ให้คำมั่นฝ่ายเดียวจึงอาจเรียกได้ว่าเป็นสัญญาฝ่ายเดียว

สำหรับผู้เขียนเห็นด้วยกับฝ่ายที่ 1 ที่ว่า คำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายไม่มีลักษณะเป็นสัญญา แต่เป็นนิติกรรมฝ่ายเดียวซึ่งผู้ให้คำมั่นแสดงเจตนาฝ่ายเดียวต่อผู้รับคำมั่น โดยผูกพันตนว่าจะปฏิบัติตามคำมั่นที่ได้ให้ไว้ และคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายจะมีผลเป็นสัญญาซื้อขายต่อเมื่อผู้รับคำมั่นได้แสดงเจตนาต่อผู้ให้คำมั่นว่าจะเข้าทำการซื้อขาย ซึ่งเป็นไปตามมาตรา 454 วรรคแรกแห่งป.พ.พ.

จากหลักเกณฑ์ของคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ จะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนตามสัญญาซื้อคืนนั้นมีลักษณะที่แตกต่างจากคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายอยู่หลายประการซึ่งมีผลให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่มีลักษณะเป็นคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายโดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

การแสดงเจตนาในกรณีของการทำธุรกรรมซื้อคืนจะมีลักษณะเป็นนิติกรรมสองฝ่ายซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้แสดงเจตนาต่อกันที่จะซื้อขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืน กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะซื้อหลักทรัพย์รวมทั้งชำระราคาซื้อ (Purchase Price) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เมื่อครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date) แล้วนั้น ผู้ขายหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะซื้อคืนหลักทรัพย์รวมทั้งชำระราคาซื้อคืน (Repurchase Price) เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ ในขณะที่การแสดงเจตนาในกรณีของคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายจะมีลักษณะเป็นนิติกรรมฝ่ายเดียวซึ่งผู้ให้คำมั่นแสดงเจตนาฝ่ายเดียวต่อผู้รับคำมั่นว่าจะปฏิบัติตามคำมั่นที่ได้ให้ไว้

สำหรับผลของการแสดงเจตนาในกรณีของการทำธุรกรรมซื้อคืนจะมีผลผูกพันทั้งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นหนี้หรือความผูกพันตามสัญญา ในขณะที่ผลของการแสดงเจตนาในกรณีของคำมั่นว่าจะซื้อหรือจะขายจะมีผลผูกพันเฉพาะผู้ให้คำมั่นเท่านั้น

¹⁸ เสริม วินิจฉัยกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ลักษณะนิติกรรมและหนี้ (นครหลวงกรุงเทพมหานครบุรี : โรงพิมพ์กรมสรรพสามิต, 2515), หน้า 380.

¹⁹ หยุต แสงอุทัย, กฎหมายแพ่งลักษณะมูลหนี้หนึ่ง (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2517), หน้า 221. และ โปยม เลขยานนท์, คำบรรยายลักษณะซื้อขาย (พระนคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2499), หน้า 4.

แต่ไม่มีผลผูกพันผู้รับค้ำประกันแต่อย่างใด และหนี้หรือความผูกพันดังกล่าวย่อมมิใช่หนี้หรือความผูกพันที่เกิดขึ้นตามสัญญา เนื่องจากค้ำประกันว่าจะซื้อหรือจะขายยังไม่มีผลเป็นสัญญาซื้อขายจนกว่าผู้รับค้ำประกันจะได้แสดงเจตนาต่อผู้ให้ค้ำประกันว่าจะเข้าทำการซื้อขายตามมาตรา 454 วรรคแรก แห่งป.พ.

นอกจากนี้ หนี้หรือความผูกพันในกรณีของการทำธุรกรรมซื้อค้ำประกันจะมีผลผูกพันทั้งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ในช่วงกำหนดเวลาที่สัญญาซื้อค้ำประกันมีผลบังคับใช้ และจะมีผลสิ้นสุดลงต่อเมื่อมีการบอกเลิกสัญญาหรือสัญญาได้สิ้นสุดลง ในขณะที่หนี้หรือความผูกพันในกรณีของค้ำประกันว่าจะซื้อหรือจะขาย หากเป็นกรณีของค้ำประกันที่ไม่มีกำหนดเวลาจะมีผลผูกพันผู้ให้ค้ำประกันตลอดไป (คำพิพากษาฎีกาที่ 1004/2485 ที่ประชุมใหญ่) และจะมีผลสิ้นสุดลงต่อเมื่อผู้ให้ค้ำประกันได้กำหนดเวลาพอสมควรและบอกกล่าวให้ผู้รับค้ำประกันตอบรับมา แต่ผู้รับค้ำประกันไม่ตอบรับมาภายในกำหนดเวลานั้น (คำพิพากษาฎีกาที่ 2214/2519 และคำพิพากษาฎีกาที่ 5510/2542) และสำหรับกรณีของค้ำประกันที่มีกำหนดเวลาจะมีผลผูกพันผู้ให้ค้ำประกันภายในกำหนดเวลาที่ผู้ให้ค้ำประกันได้ให้ไว้ และมีผลสิ้นสุดลงเมื่อครบกำหนดเวลาดังกล่าว ทั้งนี้ ภายในกำหนดเวลาที่ผู้ให้ค้ำประกันได้ให้ไว้ นั้นจะมีผลให้ผู้ให้ค้ำประกันไม่อาจถอนค้ำประกันนั้นได้ (คำพิพากษาฎีกาที่ 5510/2542)²⁰

1.2 สัญญาขายฝาก

คำว่า “สัญญาขายฝาก” นั้นได้กำหนดคำนิยามไว้ในมาตรา 491 แห่งป.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “สัญญาขายฝากคือสัญญาซื้อขายซึ่งกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินตกไปยังผู้ซื้อ โดยมีข้อตกลงว่าผู้ขายอาจไถ่ทรัพย์สินนั้นคืนได้”

จากความหมายดังกล่าวจะเห็นได้ว่าสัญญาขายฝากนั้นเป็นสัญญาซื้อขายผนวกกับข้อตกลงที่ว่า “ผู้ขายอาจไถ่ทรัพย์สินนั้นคืนได้” ซึ่งข้อตกลงดังกล่าวจะต้องมีขึ้นในขณะที่ทำสัญญาขายฝากกัน หากมีขึ้นในภายหลังย่อมไม่ถือเป็นสัญญาขายฝาก แต่มีลักษณะเป็นข้อตกลงที่แยกต่างหากจากสัญญาซื้อขายอย่างเด็ดขาด กล่าวคือ ถือเป็นสัญญาซื้อขายกรณีหนึ่ง และค้ำประกันของผู้ขายว่าจะขายอีกกรณีหนึ่ง (คำพิพากษาฎีกาที่ 170/2497, คำพิพากษาฎีกาที่ 3670/2528)²¹ นอกจากนี้ทรัพย์สินที่ผู้ขายฝากจะขอไถ่นั้นจะต้องเป็นทรัพย์สินที่ผู้ขายฝากได้นำไปขายฝากไว้ตามสัญญาขายฝากเท่านั้น หรืออาจกล่าวได้ว่าเป็นทรัพย์สินเฉพาะสิ่งนั่นเอง²²

²⁰ สุจิต ปัญญาพฤษ, หลักกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์เสียงเสียง, 2546), หน้า 93.

²¹ ประพนธ์ ศาตะมาน และไพจิตร ปุญญพันธ์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะซื้อขาย (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2536), หน้า 146.

²² วิษณุ เครื่องงาม, คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545), หน้า 264.

จากหลักเกณฑ์ของสัญญาขายฝากตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ จะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนตามสัญญาซื้อคืนนั้นมีลักษณะที่แตกต่างจากสัญญาขายฝากอยู่หลายประการซึ่งมีผลให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่มีลักษณะเป็นสัญญาขายฝาก โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

การทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะซื้อขายหลักทรัพย์กัน ซึ่งมีผลให้กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวยอมโอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์อย่างเด็ดขาดโดยผลของกฎหมาย โดยมีการกำหนดข้อตกลงไว้ว่าเมื่อครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date) แล้วนั้น ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นจากผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยชำระราคาซื้อคืน (Repurchase Price) เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขายคืนหลักทรัพย์นั้นให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งมีผลให้กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวยอมโอนกลับคืนไปยังผู้ขายหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อตกลงในการซื้อคืนหรือขายคืนหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนย่อมก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ทั้งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ในอันที่จะต้องมีการซื้อคืนหรือขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่กัน และหากปรากฏว่าผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ปฏิบัติตามข้อตกลงดังกล่าวย่อมมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกเป็นฝ่ายผิดสัญญา

ในขณะที่สัญญาขายฝากนั้นเป็นกรณีที่ผู้ขายฝากและผู้ซื้อฝากมีเจตนาที่จะซื้อขายทรัพย์สินกันซึ่งมีผลให้กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินดังกล่าวยอมโอนไปยังผู้ซื้อฝากอย่างเด็ดขาดโดยผลของกฎหมาย โดยมีการกำหนดข้อตกลงไว้ว่าผู้ขายฝากอาจไถ่ทรัพย์สินนั้นคืนได้ภายในเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญาขายฝากหรือภายในเวลาที่กฎหมายกำหนดไว้ตามมาตรา 494 แห่งป.พ.พ. กล่าวคือ อสังหาริมทรัพย์ ภายในกำหนด 10 ปี นับแต่เวลาซื้อขาย และสังหาริมทรัพย์ ภายในกำหนด 3 ปี นับแต่เวลาซื้อขาย ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อตกลงในการไถ่ทรัพย์สินตามสัญญาขายฝากย่อมก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ผู้ซื้อฝาก ทายาทของผู้ซื้อฝาก และผู้รับโอนทรัพย์สินหรือผู้รับโอนสิทธิเหนือทรัพย์สินในอันที่จะต้องขายคืนทรัพย์สินที่ขายฝากตามมาตรา 498 แห่งป.พ.พ. และหากปรากฏว่า ผู้ซื้อฝาก ทายาทของผู้ซื้อฝาก และผู้รับโอนทรัพย์สินหรือผู้รับโอนสิทธิเหนือทรัพย์สินไม่ขายคืนทรัพย์สินที่ขายฝากตามข้อตกลงดังกล่าวย่อมมีผลให้บุคคลดังกล่าวนั้นตกเป็นฝ่ายผิดสัญญา อย่างไรก็ตาม ข้อตกลงในการไถ่ทรัพย์สินตามสัญญาขายฝากย่อมไม่ก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ผู้ขายฝาก ทายาทของผู้ขายฝาก ผู้รับโอนสิทธิ และบุคคลซึ่งกำหนดไว้ในสัญญาขายฝากตามมาตรา 497 แห่งป.พ.พ. แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากข้อตกลงดังกล่าวถือเป็นสิทธิของผู้ขายฝาก ทายาทของผู้ขายฝาก ผู้รับโอนสิทธิ และบุคคลซึ่งกำหนดไว้ในสัญญาขายฝากที่จะขอไถ่หรือขอซื้อทรัพย์สินที่ขายฝากกลับคืนมาในภายหลัง (Right of Redemption) โดยจะมีการไถ่ทรัพย์สินที่ขายฝากหรือไม่นั้นไม่ถือเป็นสำคัญ และหากปรากฏว่าผู้ขายฝาก ทายาทของผู้ขายฝาก ผู้รับโอนสิทธิ และบุคคลซึ่งกำหนดไว้ในสัญญาขายฝากไม่ไถ่ทรัพย์สินที่ขายฝากตามข้อตกลงดังกล่าวก็ไม่มีผลให้บุคคลดังกล่าวนั้นตกเป็นฝ่ายผิดสัญญาแต่อย่างไร

นอกจากนี้ สำหรับดอกเบี้ยหรือเงินปันผลของหลักทรัพย์ในกรณีของการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาของธุรกรรม (Repo Term) นั้นย่อมตกเป็นสิทธิของผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าว แต่ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องจ่ายเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) หรือเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในทันที ในขณะที่ดอกเบี้ยของทรัพย์สินที่ขายฝากตามสัญญาขายฝากซึ่งเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาของการขายฝากนั้นย่อมตกเป็นสิทธิของผู้ซื้อฝากซึ่งเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ขายฝาก (คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 656/2517) ทั้งนี้ สำหรับดอกเบี้ยของทรัพย์สินที่ขายฝากที่เกิดขึ้นในภายหลังจากที่ผู้ขายฝากได้ขอใช้สิทธิไถ่โดยชอบด้วยกฎหมายแล้วนั้นย่อมตกเป็นสิทธิของผู้ขายฝาก²³

1.3 สัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน

การตีความรูปแบบของสัญญาของธุรกรรมซื้อคืนตามหลักเกณฑ์ของสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันนั้นสามารถแยกอธิบายได้เป็น 2 กรณี ได้แก่ สัญญากู้ยืมเงิน และสัญญาจำนำ โดยจะขออธิบายเป็นลำดับดังต่อไปนี้

1.3.1 สัญญากู้ยืมเงิน

สัญญากู้ยืมเงินมีลักษณะเป็นสัญญาใช้สินเปลืองอย่างหนึ่งซึ่งมีวัตถุประสงค์แห่งสัญญาเป็นเงินตรา โดยคำว่า “สัญญาใช้สินเปลือง” นั้น ได้กำหนดคำนิยามไว้ในมาตรา 650 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “สัญญาใช้สินเปลืองคือสัญญาซึ่งผู้ให้ยืม โอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินชนิดใช้ไปสิ้นไปนั้นเป็นปริมาณที่กำหนดให้ไปแก่ผู้ยืม และผู้ยืมตกลงว่าจะคืนทรัพย์สินเป็นประเภท ชนิด และปริมาณเช่นเดียวกันให้แทนทรัพย์สินซึ่งให้ยืมนั้น

สัญญานี้ย่อมบริบูรณ์ต่อเมื่อส่งมอบทรัพย์สินที่ยืม”

จากหลักเกณฑ์ของสัญญากู้ยืมเงินตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ จะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนตามสัญญาซื้อคืนนั้นมีลักษณะที่แตกต่างจากสัญญากู้ยืมเงินอยู่หลายประการซึ่งมีผลให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่มีลักษณะเป็นสัญญากู้ยืมเงิน โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

ในการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์รวมทั้งชำระราคาซื้อ (Purchase Price) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้น เป็นกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะซื้อขายหลักทรัพย์กัน โดยผู้ขายหลักทรัพย์มีหนี้หรือความผูกพันที่จะต้องส่งมอบหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีหนี้หรือความผูกพันที่จะต้องชำระราคาซื้อให้แก่ผู้ขาย

²³ วิชาญ เครื่องงาม, คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545), หน้า 285-287.

หลักทรัพย์ ซึ่งมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในราคาซื้อซึ่งเป็นเงินค่าตอบแทนจากการขายหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสิ่งตอบแทนจากการซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อค้ำย่อมก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ทั้งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ในอันที่จะต้องชำระหนี้ต่างตอบแทนให้แก่กันซึ่งมีลักษณะเป็นสัญญาต่างตอบแทนตามมาตรา 369 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “ในสัญญาต่างตอบแทนนั้น คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งจะไม่ยอมชำระหนี้จนกว่าอีกฝ่ายหนึ่งจะชำระหนี้หรือขอปฏิบัติชำระหนี้ก็ได้ แต่ความข้อนี้มีให้ใช้บังคับ ถ้าหนี้ของคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งยังไม่ถึงกำหนด”

ในขณะที่สัญญากู้ยืมเงินนั้นเป็นกรณีที่ผู้กู้และผู้ให้กู้มีเจตนาที่จะกู้ยืมเงินกันโดยผู้ให้กู้ได้ส่งมอบและโอนกรรมสิทธิ์ในเงินที่กู้ยืมให้แก่ผู้กู้ซึ่งมีผลให้ผู้กู้เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในเงินที่กู้ยืมดังกล่าว ซึ่งจะเห็นได้ว่าการกู้ยืมเงินตามสัญญากู้ยืมเงินย่อมไม่ก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ผู้กู้และผู้ให้กู้ในอันที่จะต้องชำระหนี้ต่างตอบแทนให้แก่กันในลักษณะของสัญญาต่างตอบแทนตามมาตรา 369 แห่งป.พ.พ. นอกจากนี้ การส่งมอบและโอนกรรมสิทธิ์ในเงินที่กู้ยืมตามสัญญากู้ยืมเงินก็เป็นเพียงวิธีการที่ทำให้สัญญากู้ยืมเงินมีผลบริบูรณ์ตามมาตรา 650 วรรคสอง แห่งป.พ.พ. เท่านั้น โดยไม่ได้เป็นหนี้หรือความผูกพันอันเกิดจากสัญญากู้ยืมเงินแต่อย่างใด

ทั้งนี้ มีปัญหาว่าการส่งมอบเงินที่กู้ยืมถือเป็นแบบของสัญญากู้ยืมเงินตามมาตรา 152 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “การใดมิได้ทำให้ถูกต้องตามแบบที่กฎหมายบังคับไว้ การนั้นเป็นโมฆะ” หรือไม่นั้น มีความเห็นของนักกฎหมายแบ่งเป็น 2 ฝ่าย ดังนี้

ฝ่ายที่ 1²⁴ เห็นว่า การส่งมอบเงินที่กู้ยืมถือเป็นแบบของสัญญากู้ยืมเงิน หากไม่มีการส่งมอบเงินที่กู้ยืมย่อมมีผลให้สัญญากู้ยืมเงินตกเป็นโมฆะตามมาตรา 152 แห่งป.พ.พ.

ฝ่ายที่ 2²⁵ เห็นว่า การส่งมอบเงินที่กู้ยืมไม่ถือเป็นแบบของสัญญากู้ยืมเงิน หากไม่มีการส่งมอบเงินที่กู้ยืมย่อมไม่มีผลให้สัญญากู้ยืมเงินตกเป็นโมฆะตามมาตรา 152 แห่งป.พ.พ.

สำหรับผู้เขียนเห็นด้วยกับฝ่ายที่ 2 ที่ว่า การส่งมอบเงินที่กู้ยืมไม่ถือเป็นแบบของสัญญากู้ยืมเงินแต่อย่างใด กล่าวคือ กรณีที่ผู้กู้และผู้ให้กู้มีเจตนาที่จะกู้ยืมเงินกันแต่ผู้ให้กู้ไม่ส่งมอบเงินที่กู้ยืมให้แก่ผู้กู้ก็ย่อมมีผลให้สัญญากู้ยืมเงินไม่มีผลบริบูรณ์ตามมาตรา 650 แห่งป.พ.พ. หรืออาจ

²⁴ จิต เศรษฐบุตร, คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยยืม ฝากทรัพย์ เก็บของ ในคลังสินค้า ประณีประนอม การพะนันและขันต่อ (พระนคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์และการเมือง, 2492), หน้า 5.

²⁵ เสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว., ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 1 (ภาค 1-2) (พระนคร : โรงพิมพ์อักษรสาสน์, 2505), หน้า 160. และ สุธีร์ สุภณิตย์, คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ วิชาเอกเทศสัญญา 2 ยืมและฝากทรัพย์ (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540), หน้า 14.

กล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่าไม่ก่อให้เกิดผลทางกฎหมายนั่นเอง แต่ไม่มีผลให้สัญญากู้ยืมเงินนั้นตกเป็นโมฆะตามมาตรา 152 แห่งป.พ.พ. แต่อย่างไร และหากปรากฏว่ามีการส่งมอบเงินที่กู้ยืมกันในภายหลังก็ย่อมมีผลให้สัญญากู้ยืมเงินนั้นมีผลบริบูรณ์สามารถบังคับได้ตามกฎหมาย

นอกจากนี้ ในการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้น เมื่อครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date) ซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องซื้อคืนหลักทรัพย์จากผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยชำระราคาซื้อคืน (Repurchase Price) เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งมีผลให้กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวย้อนโอนกลับคืนไปยังผู้ขายหลักทรัพย์นั้น เป็นกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีหนี้หรือความผูกพันที่จะต้องชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีหนี้หรือความผูกพันที่จะต้องส่งมอบหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ ซึ่งมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในราคาซื้อคืนซึ่งเป็นเงินค่าตอบแทนจากการขายคืนหลักทรัพย์ และผู้ขายหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสิ่งตอบแทนจากการซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนย่อมก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ทั้งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ในอันที่จะต้องชำระหนี้ต่างตอบแทนให้แก่กันซึ่งมีลักษณะเป็นสัญญาต่างตอบแทนตามมาตรา 369 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “ในสัญญาต่างตอบแทนนั้น คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งจะไม่ยอมชำระหนี้จนกว่าอีกฝ่ายหนึ่งจะชำระหนี้หรือขอปฏิบัติชำระหนี้ก็ได้ แต่ความข้อนีมิให้ใช้บังคับ ถ้าหนี้ของคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งยังไม่ถึงกำหนด”

ในขณะที่สัญญากู้ยืมเงินนั้น เมื่อครบกำหนดตามสัญญากู้ยืมเงินซึ่งผู้กู้จะต้องชำระคืนเงินที่กู้ยืมให้แก่ผู้ให้กู้เป็นจำนวนเท่ากับเงินที่กู้ยืมซึ่งอาจมีดอกเบี้ยหรือไม่ก็ได้ นั้น เป็นกรณีที่ผู้กู้มีหนี้หรือความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้เงินกู้ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งมีผลให้ผู้ให้กู้เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในเงินที่กู้ยืมซึ่งผู้กู้นำมาชำระคืนดังกล่าว ซึ่งจะเห็นได้ว่าการชำระคืนเงินที่กู้ยืมตามสัญญากู้ยืมเงินย่อมก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่เฉพาะผู้กู้ในอันที่จะต้องชำระหนี้เงินกู้ให้แก่ผู้ให้กู้นั้น แต่ไม่ก่อให้เกิดหนี้หรือความผูกพันแก่ผู้ให้กู้ในอันที่จะต้องชำระหนี้ต่างตอบแทนในลักษณะของสัญญาต่างตอบแทนตามมาตรา 369 แห่งป.พ.พ. แต่อย่างไร

1.3.2 สัญญาจำนำ

คำว่า “สัญญาจำนำ” นั้น ได้กำหนดคำนิยามไว้ในมาตรา 747 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “สัญญาจำนำ คือสัญญาซึ่งบุคคลคนหนึ่ง เรียกว่า ผู้จำนำ ส่งมอบสังหาริมทรัพย์สิ่งหนึ่งให้แก่บุคคลอีกคนหนึ่ง เรียกว่า ผู้รับจำนำ เพื่อเป็นประกันการชำระหนี้”

อนึ่ง การจำนำย่อมมีผลสมบูรณ์เมื่อมีการส่งมอบทรัพย์สินที่จำนำ และแม้ว่าหนี้ตามสัญญากู้ยืมเงินซึ่งเป็นหนี้ประธานจะมีได้มีหลักฐานเป็นหนังสือตามมาตรา 653 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “การกู้ยืมเงินกว่าห้าสิบบาทขึ้นไปนั้น ถ้ามิได้มีหลักฐานแห่งการกู้ยืมเป็นหนังสือ

อย่างไรก็ตามหนึ่งลงลายมือชื่อผู้ยืมเป็นสำคัญ ท่านว่าจะฟ้องร้องให้บังคับคดีหาได้ไม่” ก็ตาม ผู้รับจำนำก็ยังสามรถบังคับชำระหนี้จากทรัพย์สินที่จำนำได้ตามมาตรา 764 แห่งป.พ.พ. อย่างไรก็ตามหากมีการบังคับชำระหนี้จากทรัพย์สินที่จำนำแล้วแต่ยังไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ทั้งหมดนั้น เจ้าหนี้ย่อมไม่อาจเรียกร้องให้ลูกหนี้ชำระหนี้ในส่วนที่ยังขาดอยู่ได้ (คำพิพากษาฎีกาที่ 200/2496, คำพิพากษาฎีกาที่ 1451/2503, คำพิพากษาฎีกาที่ 1729/2512)²⁶

จากหลักเกณฑ์ของสัญญาจำนำตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ จะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรมซื้อคืนตามสัญญาซื้อคืนนั้นมีลักษณะที่แตกต่างจากสัญญาจำนำอยู่หลายประการซึ่งมีผลให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่มีลักษณะเป็นสัญญาจำนำ โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

ในการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์รวมทั้งชำระราคาซื้อ (Purchase Price) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้นเป็นกรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีเจตนาที่จะซื้อขายหลักทรัพย์กันโดยกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวยอมโอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์อย่างเด็ดขาดโดยผลของกฎหมาย ซึ่งมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าว ในขณะที่สัญญาจำนำนั้นเป็นกรณีที่ผู้จำนำมีเจตนาที่จะส่งมอบทรัพย์สินที่จำนำให้แก่ผู้รับจำนำเพื่อเป็นประกันการชำระหนี้ โดยกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินดังกล่าวมิได้โอนไปยังผู้รับจำนำแต่อย่างใด ซึ่งมีผลให้ผู้จำนำยังคงเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินนั้นดังเดิม

นอกจากนี้ ในการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้น เมื่อครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date) แล้ว ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องซื้อคืนหลักทรัพย์จากผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยชำระราคาซื้อคืน (Repurchase Price) เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งมีผลให้กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวยอมโอนกลับคืนไปยังผู้ขายหลักทรัพย์ ในขณะที่สัญญาจำนำนั้น เมื่อได้มีการชำระหนี้ตามสัญญาผู้ยืมเงินซึ่งเป็นหนี้ประธานครบถ้วนแล้ว ผู้รับจำนำจะต้องส่งมอบทรัพย์สินที่จำนำกลับคืนมายังผู้จำนำ โดยไม่มีการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินนั้นกลับมายังผู้จำนำแต่อย่างใด เนื่องจากสัญญาจำนำนั้นผู้จำนำยังคงเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จำนำนั้นดังเดิม

อย่างไรก็ดี หากมีการตีความให้การทำธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นสัญญาจำนำย่อมก่อให้เกิดข้อจำกัดอยู่หลายประการซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุน โดยสามารถพิจารณาได้ดังต่อไปนี้

²⁶ เสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว., คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 3 ว่าด้วยคำประกัน จำนอง จำนำ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2516), หน้า 155.

1. การนำสิทธิซึ่งมีตราสารอันได้แก่ พันธบัตร ใบหุ้น ใบหุ้นกู้ เป็นต้น ผู้จำหน่ายจะต้องส่งมอบตราสารดังกล่าวให้แก่ผู้รับจำหน่ายและบอกกล่าวเป็นหนังสือแจ้งการนำไปยังลูกหนี้แห่งสิทธิตามตราสารนั้นด้วย มิฉะนั้นการนำดังกล่าวย่อมตกเป็นโมฆะตามมาตรา 750 แห่งป.พ.พ.

2. การนำใบหุ้นหรือใบหุ้นกู้ชนิดระบุชื่อ จะสามารถยกขึ้นเป็นข้อต่อสู้บริษัทหรือบุคคลภายนอกได้ต่อเมื่อได้จดทะเบียนการนำนั้นไว้ในสมุดทะเบียนของบริษัทโดยระบุถึงรายละเอียดของการนำดังกล่าวตามมาตรา 753 แห่งป.พ.พ. ทั้งนี้ การนำใบหุ้นหรือใบหุ้นกู้ชนิดระบุชื่อโดยการสลักหลังจำหน่ายหลังใบหุ้นดังกล่าว แต่มิได้จดทะเบียนการนำไว้ในสมุดทะเบียนของบริษัทตามมาตรา 753 แห่งป.พ.พ. นั้นก็ถือได้ว่าเป็นการนำ แต่ไม่อาจยกขึ้นเป็นข้อต่อสู้บริษัทหรือบุคคลภายนอกได้ (คำพิพากษาฎีกาที่ 249/2522)

3. การนำใบหุ้นในกรณีของผู้ลงทุนประเภทบริษัทจำกัด ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนอาจเป็นการต้องห้ามตามกฎหมายดังต่อไปนี้

กรณีบริษัทจำกัด ตามมาตรา 1143 แห่งป.พ.พ. ได้กำหนดห้ามมิให้บริษัทจำกัดรับจำหน่ายหุ้นของตนเองเป็นประกันการชำระหนี้

กรณีธนาคารพาณิชย์ ตามมาตรา 12 (3) แห่งพ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยพ.ร.ก. พ.ศ. 2528) ได้กำหนดห้ามมิให้ธนาคารพาณิชย์รับจำหน่ายหุ้นของธนาคารพาณิชย์นั้นหรือหุ้นของธนาคารพาณิชย์จากธนาคารพาณิชย์อื่นเป็นประกันการชำระหนี้

กรณีบริษัทเงินทุน ตามมาตรา 20 (3) แห่งพ.ร.บ. การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ. 2522 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยพ.ร.ก. พ.ศ. 2528) ได้กำหนดห้ามมิให้บริษัทเงินทุนรับจำหน่ายหุ้นของบริษัทเงินทุนนั้นหรือหุ้นของบริษัทเงินทุนจากบริษัทเงินทุนอื่นเป็นประกันการชำระหนี้

ดังนั้น หากปรากฏว่าบริษัทจำกัด ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนมีการรับจำหน่ายหุ้น อันต้องห้ามตามกฎหมายดังกล่าวย่อมมีผลให้การจำหน่ายไม่อาจใช้บังคับได้ตามกฎหมาย รวมทั้งนี้ ตามสัญญากู้ยืมเงินซึ่งเป็นหนี้ประจักษ์ย่อมตกเป็นโมฆะโดยผู้ให้กู้ไม่อาจเรียกร้องให้ผู้ชำระหนี้ตามสัญญากู้ยืมเงินได้ (คำพิพากษาฎีกาที่ 1560/2527)²⁷

กล่าวโดยสรุปคือ จากการวิเคราะห์ถึงปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญาของธุรกรรมซื้อคืนโดยพิจารณาตามหลักเกณฑ์ของสัญญาซื้อขาย สัญญาขายฝาก และสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ ผู้เขียนเห็นว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายตั้งหาริมทรัพย์ตามมาตรา 453 และมาตรา 456 วรรคสาม แห่งป.พ.พ. โดยไม่มีลักษณะเป็นสัญญาขายฝากตามมาตรา 491 แห่งป.พ.พ. และสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันตามมาตรา 650 มาตรา

²⁷ พจน์ ปุษปาคม, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยค้ำประกัน จำนอง จำนำ (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2540), หน้า 280-282.

653 และมาตรา 747 แห่งป.พ.พ. แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากการทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดยมีข้อตกลงว่าจะซื้อคืนหรือขายคืนเมื่อครบกำหนดของธุรกรรม ประกอบกับผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้มีการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่กันอย่างเด็ดขาด นอกจากนี้ การพิเคราะห์ว่าธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายสังหาริมทรัพย์นั้น สอดคล้องกับเจตนาของคู่สัญญา และปกติประเพณีของการทำธุรกรรมซื้อคืนตามมาตรา 368 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “สัญญานี้ท่านให้ตีความไปตามความประสงค์ในทางสุจริต โดยพิเคราะห์ถึงปกติประเพณีด้วย”

ทั้งนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายสังหาริมทรัพย์ที่ตกลงกันเป็นราคา 500 บาท หรือกว่านั้นขึ้นไป จะต้องเป็นหลักฐานเป็นหนังสือ ลงลายมือชื่อฝ่ายผู้ต้องรับผิดชอบเป็นสำคัญ หรือได้วางประจำไว้ หรือได้ชำระหนี้บางส่วนแล้วจึงจะสามารถฟ้องร้องให้บังคับคดีได้ตามมาตรา 456 วรรคสาม แห่งป.พ.พ.

อนึ่ง ในสหรัฐอเมริกา ศาลได้ตัดสินไว้ว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายค้ำขายของคำพิพากษาในคดี *Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.*, คดี *Gilmore v. State Board of Administration of Florida*, คดี *Bevill, Bresler & Schulman Asset Management Corp.*, คดี *Jonas v. Farmers Bros. Co.* และคดี *WYLE v. Howard, Weil, Labouisse Friedrichs*²⁸

2. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Price) จะต้องมียอดมากกว่าราคาซื้อ (Purchase Price) ซึ่งเป็นไปตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงกัน²⁹ อันมีผลให้ราคาซื้อที่มีจำนวนต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์

ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นได้มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นการถือผลเจ้าหน้าที่ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ.

²⁸ ดูรายละเอียดในบทที่ 3 หัวข้อ 1.3.1

²⁹ ดูรายละเอียดในบทที่ 2 หัวข้อ 2.4.3.2) ข. (1)

ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่ และเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่

ทั้งนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ถึงปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรม กับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหนี้โดยพิจารณาตามหลักเกณฑ์ การเพิกถอนการถือผลและการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งจะขออธิบายเป็นลำดับดังต่อไปนี้

2.1 การเพิกถอนการถือผล

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการถือผลนั้น สามารถพิจารณาได้ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 โดยจะขอกล่าวเป็นลำดับดังนี้

(1) การเพิกถอนการถือผลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการถือผลตามป.พ.พ. นั้น ได้กำหนดไว้ในมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “เจ้าหนี้ชอบที่จะร้องขอให้ศาลเพิกถอนเสียได้ซึ่งนิติกรรมใด ๆ อันลูกหนี้ ได้กระทำการตั้งรู้ว่าจะเป็นการให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ แต่ความข้อนี้ท่านห้ามมิให้ใช้บังคับถ้าปรากฏว่าในขณะที่ท่านนิติกรรมนั้น บุคคลซึ่งเป็นผู้ได้ลากออกแต่การนั้นมีได้รู้เท่าถึงข้อความจริงอันเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบนั้นด้วย แต่หากกรณีเป็นการทำให้โดยเสนาหา ท่านว่าเพียงแต่ลูกหนี้ เป็นผู้รู้ฝ่ายเดียวเท่านั้นก็พอแล้วที่จะขอเพิกถอนได้

บทบัญญัติดังกล่าวมาในวรรคก่อนนี้ ท่านมิให้ใช้บังคับแก่นิติกรรมใดอันมิได้มีวัตถุประสงค์ เป็นสิทธิในทรัพย์สิน”

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่น ได้มีการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมี ราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น จะเห็นได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนถือเป็นการโอนที่มีค่าตอบแทนตามสัญญาซื้อขาย³⁰ ซึ่งมีลักษณะเป็นนิติกรรม อันมีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน หรืออาจกล่าวได้ว่าเป็นนิติกรรมที่มีการโอนกรรมสิทธิในทรัพย์สิน (คำพิพากษาฎีกาที่ 677/2486) ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นก่อนที่จะมีการทำธุรกรรมซื้อคืน ได้มีการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนโดยรู้ว่าเป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ กล่าวคือ การโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวจะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์มีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่น

³⁰ คุรยละเอียดในหัวข้อ 1.1

หรือมีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ครบถ้วนทุกราย (คำพิพากษาฎีกาที่ 1130-1131/2505, คำพิพากษาฎีกาที่ 870/2509) หรือมีทรัพย์สินลดน้อยถอยลง (คำพิพากษาฎีกาที่ 1869/2516) หรือมีหนี้สินล้นพ้นตัวยิ่งขึ้น หรือมีผลกระทบต่อฐานะหรือความสามารถในการชำระหนี้ รวมทั้งผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นฝ่ายที่รับ โอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน หรืออาจเรียกได้ว่าเป็นบุคคลที่ได้ลาภนอกจากการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้นรู้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการทำให้เจ้าหนี้อยู่ในเสียหายเปรียบ (คำพิพากษาฎีกาที่ 677/2486, คำพิพากษาฎีกาที่ 1192/2495, คำพิพากษาฎีกาที่ 175/2502, คำพิพากษาฎีกาที่ 1138/2507) อาจถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้ซึ่งเจ้าหนี้อาจร้องขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลนั้นได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. โดยมีหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างอื่นก่อนที่จะมีการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งถือเป็นนิติกรรมอันมีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน

2. การโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นการทำให้เจ้าหนี้อยู่ในเสียหายเปรียบ

3. ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างอื่นนั้นรู้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นการทำให้เจ้าหนี้อยู่ในเสียหายเปรียบ

ทั้งนี้ กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้โอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน โดยเข้าใจว่ายังมีทรัพย์สินอื่นเพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างอื่นได้โดยไม่ทราบความจริงว่าทรัพย์สินบางส่วนเพิ่งสูญหายไปนั้น มีนัยกฎหมายให้ความเห็นไว้ว่าไม่อาจถือได้ว่าเป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้ แต่หากผู้ขายหลักทรัพย์ได้โอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน โดยรู้อยู่แล้วว่ามีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ แต่หวังว่ายังมีทางที่จะหาทรัพย์สินอื่นมาชำระหนี้ได้นั้น แม้ว่าจะไม่มีเจตนาที่จะทำให้เจ้าหนี้เสียหายเปรียบหรือโกงเจ้าหนี้ก็ตาม ก็น่าจะถือได้ว่าเป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้³¹

4. ผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นฝ่ายที่รับ โอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน หรืออาจเรียกได้ว่าเป็นบุคคลที่ได้ลาภนอกจากการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้นจะต้องรู้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียหายเปรียบ

(2) การเพิกถอนการฉ้อฉลตามพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลตามพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 นั้นแบ่งออกเป็นการเพิกถอนการฉ้อฉลในกระบวนการล้มละลาย และการเพิกถอนการฉ้อฉลในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

³¹ โสภณ รัตนากร, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545), หน้า 287.

กรณีการเพิกถอนการฉ้อฉลในกระบวนการล้มละลาย สามารถพิจารณาได้ตามมาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) ดังนี้

มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 บัญญัติว่า “การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้โดยทำเป็นคำร้อง”

มาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) บัญญัติว่า “ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 นั้นเกิดขึ้นภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนาหา หรือเป็นการที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลากออกแต่การนั้นรู้อยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ”

กรณีการเพิกถอนการฉ้อฉลในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ สามารถพิจารณาได้ตามมาตรา 90/40 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งบัญญัติว่า “การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้โดยทำเป็นคำร้อง

ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลนั้นเกิดขึ้นภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนวันยื่นคำร้องขอและภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนาหา หรือเป็นการที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลากออกแต่การนั้นรู้อยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ”

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้หรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการได้มีการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น จะเห็นได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นการโอนที่มีค่าตอบแทนตามสัญญาซื้อขาย³² อันมีลักษณะเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน หรืออาจกล่าวได้ว่าเป็นนิติกรรมที่มีการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน หากการโอนดังกล่าวได้มีขึ้นภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนวันยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและภายหลังนั้น โดยรู้อยู่ว่าเป็นการทำให้เจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการเสียเปรียบ กล่าวคือ การโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนจะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์มีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ หรือมีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ครบถ้วนทุกราย (คำพิพากษาฎีกาที่ 1130-1131/2505, คำพิพากษาฎีกาที่ 870/2509) หรือมีทรัพย์สินลดน้อยถอยลง (คำพิพากษาฎีกาที่ 1869/2516) หรือมีหนี้สินล้นพ้นตัวยิ่งขึ้น หรือมีผลกระทบต่อฐานะหรือความสามารถในการชำระหนี้ รวมทั้งผู้ซื้อ

³² คุรยละเอียดในหัวข้อ 1.1

หลักทรัพย์ซึ่งเป็นฝ่ายที่รับโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน หรืออาจเรียกได้ว่าเป็นบุคคลที่ได้ लागงจากการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้นรู้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ (คำพิพากษาฎีกาที่ 677/2486, คำพิพากษาฎีกาที่ 1192/2495, คำพิพากษาฎีกาที่ 175/2502, คำพิพากษาฎีกาที่ 1138/2507) อาจถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการนอกลเจ้าหนี้

นอกจากนี้ การโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนที่อาจถือได้ว่ามีลักษณะเป็นการนอกลเจ้าหนี้ นั้น อาจเป็นการโอนที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควรซึ่งสันนิษฐานได้ว่าเป็นการกระทำที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้และผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้ที่ได้ लागงออก แต่การนั้นรู้ยู่ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ ซึ่งเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผนอาจร้องขอให้ศาลเพิกถอนการนอกลนั้นได้ตามมาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) โดยมีหลักเกณฑ์เช่นเดียวกันกับการเพิกถอนการนอกลตามป.พ.พ.³³

อนึ่ง ในสหรัฐอเมริกา ศาลได้ตัดสินไว้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนอาจมีลักษณะเป็นการนอกลเจ้าหนี้ ดังนัยของคำพิพากษาในคดี *Robin v. United States*, คดี *SEC v. Millers*, คดี *SEC v. Drysdale Securities Corp.*, คดี *Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.* และคดี *Manufacturers Hanover Trust Co. v. Arthur Andersen & Co.*³⁴

2.2 การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ นั้น สามารถพิจารณาได้ตามพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งแบ่งออกเป็น การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลาย และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

กรณีการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลาย สามารถพิจารณาได้ตามมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) ซึ่งบัญญัติว่า “การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น โดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใด ได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอ โดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้

³³ ดูรายละเอียดในหัวข้อ 2.1 (1)

³⁴ ดูรายละเอียดในบทที่ 3 หัวข้อ 1.3.3

ถ้าเจ้าหน้าที่ผู้ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการ โอนหรือ การกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและ ภายหลังนั้น”

กรณีการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ สามารถพิจารณาได้ ตามมาตรา 90/41 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) ซึ่งบัญญัติว่า “เมื่อปรากฏว่ามีการ โอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือ ยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการยื่นคำร้องขอและภายหลังนั้น โดยมี จุดมุ่งหมายให้เจ้าหน้าที่คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหน้าที่อื่น ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงาน พิตักทรัพย์อาจยื่นคำขอต่อศาลโดยทำเป็นคำร้อง ในการนี้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการ โอนหรือ การกระทำนั้นได้

ถ้าเจ้าหน้าที่ผู้ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการ โอนหรือ การกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการยื่นคำร้องขอและ ภายหลังนั้น....”

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้มีการทำนิติกรรมใด ๆ กันมาก่อน โดย ผู้ซื้อหลักทรัพย์อยู่ในฐานะเป็นเจ้าหน้าที่ของผู้ขายหลักทรัพย์ในการทำนิติกรรมนั้น หรืออาจกล่าวได้ว่า ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นลูกหนี้และเจ้าหน้าที่ที่มีนิติสัมพันธ์กันอันเป็นการก่อสิทธิแก่ เจ้าหน้าที่ที่จะเรียกร้องให้ลูกหนี้ชำระหนี้ได้ต่อไป หากต่อมาในภายหลังผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็น ลูกหนี้หรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหน้าที่ในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการ ฟื้นฟูกิจการ ได้มีการ โอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งอยู่ในฐานะ เป็นเจ้าหน้าที่ของผู้ขายหลักทรัพย์มาก่อน โดยการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่ม ทำธุรกรรมมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ และได้มีขึ้นในระหว่างระยะเวลา สามเดือน หรือในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีสำหรับกรณีที่เป็นการ โอนให้แก่บุคคลภายในของลูกหนี้³⁵ ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนมีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและภายหลังนั้น โดยมีเจตนา มุ่งหมายให้เจ้าหน้าที่ซึ่งรวมถึงเจ้าหน้าที่ตามคำพิพากษา (คำพิพากษาฎีกาที่ 870/2509) ได้เปรียบเจ้าหน้าที่ รายอื่นในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการ หรืออาจกล่าวได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ ดังกล่าวเป็นการทำให้เจ้าหน้าที่รายอื่นในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการตกเป็น

³⁵ ตามมาตรา 6 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) ได้กำหนดคำนิยามไว้ว่า “บุคคลภายในของลูกหนี้” หมายความว่า กรรมการ ผู้จัดการ หุ่นส่วนผู้จัดการ หุ่นส่วนจำพวกไม่จำกัดความรับผิดชอบ บุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินกิจการ หรือผู้สอบบัญชีของ ลูกหนี้ เป็นต้น

ฝ่ายเสียเปรียบ (คำพิพากษาฎีกาที่ 1032/2536, คำพิพากษาฎีกาที่ 8385/2540)³⁶ อาจถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ซึ่งเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผนอาจร้องขอให้ศาลเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542)

ทั้งนี้ ศาลฎีกาได้ตัดสินวางแนวบรรทัดฐานเกี่ยวกับการโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้ไว้ว่า จะต้องเป็นการโอนทรัพย์สินให้แก่เจ้าหนี้ซึ่งเป็นเจ้าหนี้อยู่ก่อนแล้ว และการโอนนั้นทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ ดังนัยคำพิพากษาฎีกาดังนี้

คำพิพากษาฎีกาที่ 1032/2536 การเพิกถอนการโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้ตามมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 จะต้องเป็นการโอนทรัพย์สินให้แก่เจ้าหนี้คนใดคนหนึ่งซึ่งเป็นเจ้าหนี้อยู่แล้วก่อนการโอน และการโอนนั้นทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ ที่ว่าต้องเป็นเจ้าหนี้อยู่แล้วก่อนการโอนนั้นหมายความว่าเจ้าหนี้และลูกหนี้จะต้องมีนิติสัมพันธ์กันมาก่อนแล้วอันเป็นการก่อสิทธิแก่เจ้าหนี้ที่จะเรียกร้องให้ลูกหนี้ชำระหนี้ได้ต่อไป

อย่างไรก็ดี กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่เคยทำนิติกรรมใด ๆ กันมาก่อน หรืออาจกล่าวได้ว่าผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้อยู่ในฐานะเป็นเจ้าหนี้ของผู้ขายหลักทรัพย์มาก่อน หากผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้หรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการได้มีการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนยอมไม่อาจถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นการโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้แต่อย่างใด ทั้งนี้ ในกรณีดังกล่าวได้มีคำพิพากษาศาลฎีกาที่สามารถนำมาวินิจฉัยเทียบเคียงได้ดังนี้³⁷

คำพิพากษาฎีกาที่ 853/2534 การโอนทรัพย์สินตามสัญญาซื้อขายซึ่งถือเป็นสัญญาต่างตอบแทนนั้น ผู้ซื้อมิได้เป็นเจ้าหนี้ของลูกหนี้มาก่อน จึงไม่มีกรณีที่ผู้ซื้อจะได้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น และไม่อาจนำมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาเพิกถอนการโอนตามสัญญาซื้อขายได้

ทั้งนี้ ได้มีหมายเหตุไว้ท้ายคำพิพากษาฎีกานี้ว่า “การโอนตามสัญญาซื้อขาย ผู้ซื้อมิได้เป็นเจ้าหนี้ของลูกหนี้มาก่อน จึงไม่เข้ากรณีตามมาตรา 115 เนื่องจากเจตนารมณ์ของมาตรา 115 ต้องการคุ้มครองบรรดาเจ้าหนี้ของลูกหนี้ซึ่งเป็นเจ้าหนี้อยู่ก่อนแล้วไม่ให้ได้เปรียบเสียเปรียบกัน

³⁶ สุธีร์ ศุภนิคย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ (กรุงเทพมหานคร : บริษัทสำนักพิมพ์วิญญูชนจำกัด, 2543), หน้า 189-190.

³⁷ วิชา มหาคณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2544), หน้า 232-233.

และกัน ผู้รับ โอนตามสัญญาซื้อขายนั้นมิได้เป็นเจ้าหนี้ของลูกหนี้มาก่อน หากยอมให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอให้ศาลเพิกถอนการโอนได้ตามมาตรา 115 ย่อมไม่เป็นกรรมแก่ผู้ซื้อโดยสุจริต”³⁸

คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 8385/2540 การโอนตามสัญญาจะซื้อจะขายที่ดิน ผู้คัดค้านซึ่งเป็นผู้รับ โอนมีนิติสัมพันธ์กับจำเลย โดยเป็นเพียงผู้ซื้อหรือเจ้าหนี้ในฐานะผู้รับ โอนที่ดินจากจำเลยเท่านั้น หาได้เป็นเจ้าหนี้ของจำเลยอยู่ก่อนทำสัญญาจะซื้อจะขายที่ดินไม่ จึงถือไม่ได้ว่าผู้คัดค้านเป็นเจ้าหนี้ของจำเลยมาก่อนตามมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ผู้ร้องจึงไม่มีอำนาจร้องขอให้เพิกถอนการโอนที่ดินระหว่างจำเลยกับผู้คัดค้านได้

อนึ่ง มีข้อสังเกตว่าหลักเกณฑ์ในการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้แตกต่างจากหลักเกณฑ์ในการเพิกถอนการนอกลตามที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 2.1 (1) และหัวข้อ 2.1 (2) กล่าวคือการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้จะต้องเป็นการโอนทรัพย์สินให้แก่บุคคลซึ่งเป็นเจ้าหนี้ของลูกหนี้อยู่แล้วก่อนการโอน ในขณะที่การเพิกถอนการนอกลจะเป็นการโอนทรัพย์สินให้แก่บุคคลซึ่งอาจเป็นได้ทั้งเจ้าหนี้หรือลูกหนี้ของลูกหนี้ก็ได้

จากการวิเคราะห์ถึงปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการนอกลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ ผู้เขียนเห็นว่ากรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น มีลักษณะเป็นประเพณีปฏิบัติในทางการค้าของการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์มิได้มีเจตนาที่จะนอกลเจ้าหนี้หรือให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่นแต่อย่างใด ประกอบกับราคาซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เมื่อมีการซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันครบกำหนดของธุรกรรมนั้นก็จะต้องเป็นไปตามราคาซื้อ ณ วันเริ่มทำธุรกรรมเช่นกัน ดังนั้น การโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์จึงไม่น่าจะเป็นการนอกลเจ้าหนี้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) และการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542)

³⁸ ประดิษฐ์ เอกมณี, หมายเหตุท้ายคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 853/2534, คำพิพากษาศาลฎีกาประจำพุทธศักราช 2534, หน้า 585-587.

3. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

ในช่วงระยะเวลาของการทำธุรกรรม (Repo Term) นั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปจากมูลค่าที่ได้คำนวณไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม ซึ่งในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืน (Repurchase Price หรือราคาซื้อบวกดอกเบี้ยจนถึงวันที่มีการคำนวณ) มีจำนวนที่แตกต่างกันมากอันทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ได้กำหนดไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้นจะมีผลให้เกิดความเสี่ยง (Exposure) แก่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง และเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นคู่สัญญาจะต้องมีการโอนมาร์จิน (Margin Transfer) เป็นเงินสด (Cash Margin) หรือหลักทรัพย์ (Margin Securities) ให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงเป็นจำนวนเท่ากับส่วนต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก กล่าวคือ ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จินให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนสูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก ในขณะที่ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จินให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก³⁹

ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างอื่นได้มีการโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนให้แก่กันนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นการถือผลเจ้าหนี้ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่ และเป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่

ทั้งนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ถึงปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่โดยพิจารณาตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งจะขออธิบายเป็นลำดับดังต่อไปนี้

3.1 การเพิกถอนการถือผล

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการถือผลนั้น สามารถพิจารณาได้ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 โดยจะขอกล่าวเป็นลำดับดังนี้

³⁹ดูรายละเอียดในบทที่ 2 หัวข้อ 2.4.3.2) ข. (1)

(1) การเพิกถอนการถือครองตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้มีการโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนให้แก่กันซึ่งเป็นวิธีการอย่างหนึ่งที่ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์เป็นไปตามที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงกันไว้ นั้น ถือได้ว่าการโอนมาร์จินมีลักษณะเป็นการโอนทรัพย์สินให้โดยไม่มีค่าตอบแทนซึ่งถือเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน หรืออาจกล่าวได้ว่าเป็นนิติกรรมที่มีการโอนกรรมสิทธิในทรัพย์สิน (คำพิพากษาฎีกาที่ 2183/2528)

จะเห็นได้ว่า กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นก่อนที่จะมีการทำธุรกรรมซื้อคืน ได้มีการโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืน โดยรู้ว่าเป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ กล่าวคือ การโอนมาร์จินจะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งนั้นมีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่น หรือมีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ครบถ้วนทุกราย (คำพิพากษาฎีกาที่ 1130-1131/2505, คำพิพากษาฎีกาที่ 870/2509) หรือมีทรัพย์สินลดน้อยถอยลง (คำพิพากษาฎีกาที่ 1869/2516) หรือมีหนี้สินสิ้นพันตัวยิ่งขึ้น หรือมีผลกระทบต่อฐานะหรือความสามารถในการชำระหนี้ อาจถือได้ว่าการโอนมาร์จินมีลักษณะเป็นการถือครองเจ้าหนี้นอกจากนี้ การโอนมาร์จินอาจถือได้ว่าเป็นการทำให้โดยเสนาหาซึ่งลูกหนี้เป็นผู้รู้เพียงฝ่ายเดียวว่าการโอนมาร์จินเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบก็พอที่เจ้าหนี้จะร้องขอให้ศาลเพิกถอนการถือครองได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.⁴⁰ โดยมีหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นก่อนที่จะมีการโอนมาร์จินซึ่งมีลักษณะเป็นการโอนทรัพย์สินให้โดยไม่มีค่าตอบแทนอันถือเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน
2. การโอนมาร์จินเป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ
3. ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นนั้นรู้ว่าการโอนมาร์จินเป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ
4. แม้ว่าผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นก่อนที่จะมีการโอนมาร์จินจะเป็นผู้รู้เพียงฝ่ายเดียวว่าการโอนมาร์จินเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบก็พอที่จะขอเพิกถอนการถือครองได้

⁴⁰ ดูรายละเอียดในหัวข้อ 2.1 (1)

(2) การเพิกถอนการฉ้อฉลตามพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

จะเห็นได้ว่า กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้ หรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ได้มีการ โอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งมีลักษณะเป็นการ โอนทรัพย์สินให้โดยไม่มีค่าตอบแทนอันถือเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน หรืออาจกล่าวได้ว่าเป็นนิติกรรมที่มีการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน (คำพิพากษาฎีกาที่ 2183/2528)⁴¹ ภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนวันยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและภายหลังนั้น โดยรู้ว่าเป็นการทำให้เจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการเสียเปรียบ กล่าวคือ การ โอนมาร์จินจะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมียุทธศาสตร์ไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ หรือมีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ครบถ้วนทุกราย (คำพิพากษาฎีกาที่ 1130-1131/2505, คำพิพากษาฎีกาที่ 870/2509) หรือมีทรัพย์สินลดน้อยถอยลง (คำพิพากษาฎีกาที่ 1869/2516) หรือมีหนี้สินล้นพ้นตัวยิ่งขึ้น หรือมีผลกระทบต่อฐานะหรือความสามารถในการชำระหนี้ อาจถือได้ว่าการ โอนมาร์จินมีลักษณะเป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้

นอกจากนี้ การ โอนมาร์จินอาจถือได้ว่ามีลักษณะเป็นการทำให้โดยเสนาหาซึ่งต้นนิยฐานได้ว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้รับโอนมาร์จินซึ่งถือเป็นผู้ที่ได้ลากอกแต่การนั้น รู้ว่าเป็นการทำให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ อันมีผลให้ลูกหนี้เป็นผู้รู้เพียงฝ่ายเดียวว่าการ โอนมาร์จินเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบก็พอที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผนจะร้องขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลได้ตามมาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542)⁴²

3.2 การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้

จะเห็นได้ว่า กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้มีการ โอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งมีลักษณะเป็นการ โอนทรัพย์สินให้โดยไม่มีค่าตอบแทน⁴³ นั่นถือได้ว่าผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นฝ่ายที่รับ โอนมาร์จินอยู่ในฐานะเป็นเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนซึ่งมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายอยู่แล้วก่อนการ โอนมาร์จินดังกล่าว ดังนั้น หากผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้หรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ได้มีการ โอนมาร์จินในระหว่างระยะเวลาสามเดือน หรือในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีสำหรับกรณีที่เป็นกรณีการโอนให้แก่บุคคลภายใน

⁴¹ดูรายละเอียดในหัวข้อ 3.1 (1)

⁴²ดูรายละเอียดในหัวข้อ 2.1 (2)

⁴³ดูรายละเอียดในหัวข้อ 3.1 (1)

ของลูกหนี้⁴⁴ ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนมีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและภายหลังนั้น โดยมีเจตนามุ่งหมายให้เจ้าหนี้ซึ่งรวมถึงเจ้าหนี้ตามคำพิพากษา (คำพิพากษาฎีกาที่ 870/2509) ได้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่นในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการ หรืออาจกล่าวได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการตกเป็นฝ่ายเสียเปรียบ (คำพิพากษาฎีกาที่ 1032/2536, คำพิพากษาฎีกาที่ 8385/2540) อาจถือได้ว่าการโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ซึ่งเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผนอาจร้องขอให้ศาลเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542)⁴⁵

กล่าวโดยสรุปคือ จากการวิเคราะห์ถึงปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ ผู้เขียนเห็นว่า การโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนมีความเสี่ยงที่อาจจะเป็นการถือผลเจ้าหนี้ตามหลักเกณฑ์ของมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามหลักเกณฑ์ของมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

4. ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญา กับผลทางกฎหมายของการหักกลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้กระทำการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน (Events of Default) นั้น ให้ถือว่าวันทำการซื้อคืน (Repurchase Date) ในการทำธุรกรรมขายหลังเกิดขึ้นแล้ว โดยทันทีซึ่งมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยซึ่งคำนวณจนถึงวันที่ผิดสัญญา และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาตลาดในกรณีผิดสัญญา (Default Market Value) โดยคู่สัญญาฝ่ายที่มีผิดสัญญาจะทำหน้าที่ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว นอกจากนี้ คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระดังกล่าวมาหักกลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กัน ซึ่งขึ้นอยู่กับว่า

⁴⁴ตามมาตรา 6 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) ได้กำหนดคำนิยามไว้ว่า “บุคคลภายในของลูกหนี้” หมายความว่า กรรมการ ผู้จัดการ หุ่นส่วนผู้จัดการ หุ่นส่วนจำพวกไม่จำกัดความรับผิด บุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินกิจการ หรือผู้สอบบัญชีของลูกหนี้ เป็นต้น

⁴⁵ดูรายละเอียดในหัวข้อ 2.2

ราคาซื้อคืนหรือราคาหลักทรัพย์จะมีจำนวนมากกว่ากัน กล่าวคือ กรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนมากกว่าราคาหลักทรัพย์จะมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องชำระเงินส่วนต่างให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ แต่หากเป็นกรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์จะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องชำระเงินส่วนต่างให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์⁴⁶

ดังนั้น กรณีที่คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระอันได้แก่ราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์มาหักกลบลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กันนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นหนี้ที่คู่สัญญาจะนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ.ล้มละลาย พ.ศ. 2483 หรือไม่

นอกจากนี้ กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน และได้มีการประเมินราคาหลักทรัพย์ภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่เจ้าหนี้ได้มาภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการซึ่งไม่อาจนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ.ล้มละลาย พ.ศ. 2483 หรือไม่

ทั้งนี้ หลักเกณฑ์ในการหักกลบลบหนี้ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ.ล้มละลาย พ.ศ. 2483 นั้นสามารถอธิบายเป็นลำดับได้ดังต่อไปนี้

(1) การหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

คำว่า “การหักกลบลบหนี้” นั้น ได้กำหนดคำนิยามไว้หลายกรณีดังนี้

1) การหักกลบลบหนี้ หมายถึง วิธีระงับหนี้อย่างหนึ่งอันเป็นวิธีพิเศษสำหรับกรณีที่หนี้ต่างตอบแทนกัน กล่าวคือ เจ้าหนี้และลูกหนี้ต่างก็เป็นเจ้าหนี้และลูกหนี้ซึ่งกันและกัน หนี้ระหว่างบุคคลทั้งสองฝ่ายจะหลุดพ้นในเมื่อหนี้หนึ่งถึงกำหนดชำระเพียงเท่าจำนวนที่ตรงกันในมูลหนี้ทั้งสองฝ่าย เว้นแต่สภาพแห่งหนี้ไม่เปิดช่องให้หักกลบลบกันได้ หรือเป็นการขัดกับเจตนาอันคู่กรณีได้แสดงไว้⁴⁷

⁴⁶ดูรายละเอียดในบทที่ 2 หัวข้อ 2.4.3.2) ง.

⁴⁷จิตติ ดิงศภัทย์ และชล ชีระกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 2 มาตรา 241 ถึงมาตรา 452, (กรุงเทพมหานคร : เนติบัณฑิตยสภา, 2503), หน้า 223.

2) การหักกลบลบหนี้ หมายถึง วิธีการระงับหนี้วิธีหนึ่งโดยที่ลูกหนี้ของหนี้รายหนึ่งได้เป็นเจ้าของหนี้ในหนี้อีกรายหนึ่ง และลูกหนี้ในหนี้รายที่สองเป็นเจ้าหนี้ในรายต้น ดังนี้หนี้ทั้งสองจึงหักกลบลบกัน⁴⁸

ทั้งนี้ หลักเกณฑ์ในการหักกลบลบหนี้ตามป.พ.พ. นั้นสามารถพิจารณาได้ตามมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “ถ้าบุคคลสองคนต่างมีความผูกพันซึ่งกันและกัน โดยมูลหนี้อันมีวัตถุเป็นอย่างเดียวกัน และหนี้ทั้งสองรายนั้นถึงกำหนดชำระไซ้ ท่านว่าลูกหนี้ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งย่อมจะหลุดพ้นจากหนี้ของตนด้วยหักกลบลบกันได้เพียงเท่าจำนวนที่ตรงกัน ในมูลหนี้ทั้งสองฝ่ายนั้น เว้นแต่สภาพแห่งหนี้ฝ่ายหนึ่งจะไม่เปิดช่องให้หักกลบลบกันได้

บทบัญญัติดังกล่าวมาในวรรคก่อนนี้ ท่านมิให้ใช้บังคับหากเป็นการขัดกับเจตนาอันคู่กรณีได้แสดงไว้ แต่เจตนาเช่นนี้ท่านห้ามมิให้ยกขึ้นเป็นข้อต่อสู้บุคคลภายนอกผู้กระทำการโดยสุจริต”

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้กระทำการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญา (Events of Default) ซึ่งมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระหนี้ให้แก่กันนั้น จะเห็นได้ว่าหนี้ที่ผู้ขายหลักทรัพย์และหนี้ที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่กันเป็นหนี้ที่ไม่มีวัตถุแห่งหนี้เป็นอย่างเดียวกัน กล่าวคือ หนี้ที่ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นมีวัตถุแห่งหนี้เป็นตัวเงิน ในขณะที่หนี้ที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้นมีวัตถุแห่งหนี้เป็นทรัพย์สิน ดังนั้น ในกรณีดังกล่าวจึงต้องมีการประเมินราคาหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในกรณีผิดสัญญาซึ่งเป็นวิธีการคำนวณหาจำนวนหนี้ที่เป็นตัวเงินเพื่อให้หนี้ทั้งสองฝ่ายมีวัตถุแห่งหนี้เป็นหนี้เงินอย่างเดียวกัน

ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระหนี้ให้แก่กันในกรณีที่มีการผิดสัญญานั้น ย่อมถือได้ว่าผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นเจ้าหนี้และลูกหนี้ในหนี้รายเดียวกันซึ่งต่างมีหนี้ที่จะต้องชำระซึ่งกันและกัน โดยมีวัตถุแห่งหนี้เป็นหนี้เงินอย่างเดียวกัน และหนี้ทั้งสองฝ่ายได้ถึงกำหนดชำระแล้ว รวมทั้งไม่เป็นการต้องห้ามตามกฎหมายหรือขัดกับเจตนาของคู่กรณี อันมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์สามารถนำหนี้ดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. ซึ่งมีหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. เจ้าหนี้และลูกหนี้ในหนี้รายเดียวกันต่างมีหนี้ที่จะต้องชำระซึ่งกันและกัน
2. เป็นหนี้ที่มีวัตถุแห่งหนี้เหมือนกัน
3. หนี้ทั้งสองฝ่ายถึงกำหนดชำระแล้ว โดยจะถึงกำหนดชำระพร้อมกันหรือต่างกันได้
4. ไม่เป็นการต้องห้ามตามกฎหมายหรือขัดกับเจตนาของคู่กรณี

⁴⁸ จิต เศรษฐบุตร, หลักกฎหมายแพ่งลักษณะหนี้ (กรุงเทพมหานคร : ห้างหุ้นส่วนจำกัด สำนักพิมพ์ประกายพริก, 2532) หน้า 220.

(2) การหักกลบลบหนี้ตามพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

หลักเกณฑ์ในการหักกลบลบหนี้ตามพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 นั้น แบ่งออกเป็น การหักกลบลบหนี้ในกระบวนการล้มละลาย และการหักกลบลบหนี้ในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

กรณีการหักกลบลบหนี้ในกระบวนการล้มละลาย สามารถพิจารณาได้ตามมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งบัญญัติว่า “ถ้าเจ้าหนี้ซึ่งมีสิทธิขอรับชำระหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ ในเวลาที่มีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ ถึงแม้ว่ามูลแห่งหนี้ทั้งสองฝ่ายจะไม่มีวัตถุเป็นอย่างเดียวกันก็ดี หรืออยู่ในเงื่อนไขหรือเงื่อนไขเวลาที่ดี ก็อาจหักกลบลบหนี้กันได้ เว้นแต่เจ้าหนี้ได้สิทธิเรียกร้องต่อ ลูกหนี้ภายหลังที่มีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์แล้ว”

กรณีการหักกลบลบหนี้ในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ สามารถพิจารณาได้ตามมาตรา 90/33 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งบัญญัติว่า “ถ้าเจ้าหนี้ซึ่งมีสิทธิขอรับชำระหนี้ในการ ฟื้นฟูกิจการเป็นหนี้ลูกหนี้ในเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ เจ้าหนี้นั้นอาจใช้สิทธิหักกลบลบหนี้ได้ เว้นแต่เจ้าหนี้ได้สิทธิเรียกร้องต่อลูกหนี้ภายหลังที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญา (Events of Default) ซึ่งมีผลให้ผู้ขาย หลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระหนี้ให้แก่กันนั้น จะเห็นได้ว่าหนี้ที่ผู้ขายหลักทรัพย์และ หนี้ที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่กันเป็นหนี้ที่ไม่มีวัตถุแห่งหนี้เป็นอย่างเดียวกัน กล่าวคือ หนี้ที่ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น มีวัตถุแห่งหนี้เป็นทรัพย์สิน ในขณะที่ ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้น มีวัตถุแห่งหนี้เป็นทรัพย์สิน ดังนั้น ในกรณี ดังกล่าวจึงต้องมีการประเมินราคาหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในกรณีผิดสัญญาซึ่งเป็นวิธีการคำนวณ หาจำนวนหนี้ที่เป็นตัวเงินเพื่อให้หนี้ทั้งสองฝ่ายมีวัตถุแห่งหนี้เป็นหนี้เงินอย่างเดียวกัน

นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่าสิทธิเรียกร้องในหนี้ซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์มี ต่อกันนั้น ได้เกิดขึ้นตั้งแต่ขณะที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เข้าสู่ กระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืนแล้ว ซึ่งการประเมินราคาหลักทรัพย์เป็นเพียงวิธีการคำนวณหาจำนวนหนี้ที่เป็นตัวเงินเพื่อให้หนี้ทั้งสอง ฝ่ายมีวัตถุแห่งหนี้เป็นหนี้เงินอย่างเดียวกันเท่านั้น และแม้ว่าจะมีการประเมินราคาหลักทรัพย์ ภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการก็ไม่น่าจะถือว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่ เจ้าหนี้ได้มาภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการแต่อย่างใด จึงนำมา หักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งมี หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. เป็นเจ้าหนี้ซึ่งมีสิทธิขอรับชำระหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ
2. เจ้าหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ในเวลาที่เกิดคดีล้มละลายหรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ
3. มีใช้สิทธิเรียกร้องที่เจ้าหนี้มีต่อลูกหนี้ภายหลังจากที่เกิดคดีล้มละลายหรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ

4. สำหรับการหักกลบลบหนี้ในกระบวนการล้มละลายตามมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 นั้น แม้ว่าจะเป็นหนี้ที่ไม่มีวัตถุแห่งหนี้เป็นอย่างเดียวกันก็อาจนำมาหักกลบลบหนี้กันได้

กล่าวโดยสรุปคือ จากการวิเคราะห์ถึงปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญา กับผลทางกฎหมายของการหักกลบลบหนี้ตามป.พ.พ. และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ ผู้เขียนเห็นว่าการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญาเป็นวิธีการคำนวณหาจำนวนหนี้อื่นจะทำให้หนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระกรณีผิดสัญญาได้แก่ราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์สามารถหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 นอกจากนี้ การประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญาที่กระทำภายหลังจากที่เกิดคดีล้มละลายหรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไม่น่าจะถือว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่เจ้าหนี้ได้มาภายหลังจากที่เกิดคดีล้มละลายหรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ จึงนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

อนึ่ง ในสหรัฐอเมริกา นั้นศาลได้ตัดสินไว้ว่าผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์อาจนำหนี้ที่จะต้องชำระให้แก่กันตามสัญญาซื้อคืนมาหักกลบลบหนี้กันได้ ดังนัยของคำพิพากษาในคดี *Walters v. Occidental Petroleum Corp.*⁴⁹

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

⁴⁹ดูรายละเอียดในบทที่ 3 หัวข้อ 1.3.4

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

1. บทสรุป

ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ถือเป็นวิวัฒนาการทางการเงินที่สำคัญในการพัฒนาและเสริมสร้างความมั่นคงให้กับระบบการเงินของประเทศ โดยเป็นการอาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้เกิดเป็นลักษณะของการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน (Secured Loan) และเป็นการเชื่อมโยงให้ผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งต้องการเงินทุนระยะสั้นกับผู้ที่มีเงินเหลือซึ่งต้องการลงทุนระยะสั้นมาพบกัน โดยธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ หมายถึง การตกลงซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดยผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์จากผู้ขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เมื่อครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date) แล้วนั้น ผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงซื้อคืนหลักทรัพย์จากผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์

ทั้งนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนประกอบด้วยขั้นตอนพื้นฐาน 2 ขั้นตอนได้แก่ ขั้นตอนที่ 1 ธุรกรรมขาแรก (Opening Leg) ณ วันเริ่มทำธุรกรรม (Purchase Date) โดยผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อ (Purchase Price) เป็นเงินสดให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ และขั้นตอนที่ 2 ธุรกรรมขาหลัง (Close Leg) ณ วันครบกำหนดของธุรกรรม (Repurchase Date) โดยผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงขายคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ และผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงซื้อคืนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อคืน (Repurchase Price) เป็นเงินสดจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยของธุรกรรม (Repo Interest) ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

นอกจากนี้ สำหรับรูปแบบของธุรกรรมซื้อคืนสามารถแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบคือ แบบ Repo และแบบ Buy/Sell Back สำหรับสัญญาที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้น ได้แก่ สัญญาซื้อคืนมาตรฐานที่จัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) ซึ่งเป็นสัญญาที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลายในสหรัฐอเมริกาและยุโรป สำหรับคู่สัญญาในการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้นจะพิจารณาจากสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ที่ได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมซื้อคืนได้อันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต โดยสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันดังกล่าวจะต้องทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันด้วยกันเป็นหลักซึ่งจะแตกต่างกันไปตามหลักเกณฑ์ที่หน่วยงานของรัฐซึ่งมีอำนาจกำกับดูแล

ได้ประกาศกำหนด โดยในกรณีของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนนั้นนอกจากจะสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันได้แล้วก็ยังสามารถทำธุรกรรมกับคู่สัญญาประเภทนิติบุคคลและบุคคลธรรมดาได้อีกด้วย ซึ่งทำให้การทำธุรกรรมซื้อคืนไม่จำกัดอยู่แต่เฉพาะกลุ่มผู้ลงทุนประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันเท่านั้น และสำหรับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้นจะแตกต่างกันไปตามประเภทของสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ที่ได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมเป็นสำคัญซึ่งได้แก่หลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ภาครัฐ เช่น พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตร รพท. ตั๋วเงินคลัง เป็นต้น หลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ภาคเอกชน เช่น บัตรเงินฝาก ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตั๋วแลกเงิน เป็นต้น และหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน ได้แก่ หุ้นจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีรายชื่ออยู่ใน SET 50 INDEX

นอกจากนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนมีข้อพิจารณาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมดังนี้

ก. ผลของการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

1. กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีการ โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้นย่อมมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวและสามารถนำหลักทรัพย์ดังกล่าวไปทำการ โอนหรือขายต่อได้ ยกเว้นในกรณีที่เป็นการทำธุรกรรมโดยบริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต ซึ่งมีข้อห้ามไว้ว่าจะนำหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุนที่ได้จากการทำธุรกรรม (Equity Repo) ไปโอนหรือขายต่อไม่ได้ เว้นแต่เป็นการขายต่อตามสัญญาซื้อคืนอื่น ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้มีการซื้อหุ้นผ่านธุรกรรมซื้อคืนแทนการยืมหุ้นแล้วนำหุ้นดังกล่าวไปขายต่อซึ่งมีลักษณะเป็นการทำธุรกรรมยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์และการขายชอร์ต (Short Selling and Securities Lending Transaction) ทางอ้อม

2. กรณีที่บริษัทหลักทรัพย์มีการทำธุรกรรมโดยใช้หลักทรัพย์ประเภทตราสารทุนอันได้แก่หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือหลักทรัพย์อื่นที่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้นั้น ถือได้ว่าบริษัทหลักทรัพย์มีการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ และการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ตามมาตรา 246 และมาตรา 247 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และหนังสือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กคต. จ. (ว) 22/2540 เรื่อง การทำธุรกรรมยืมหรือให้ยืมหลักทรัพย์หรือธุรกรรมการซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืนซึ่งอาจเข้าข่ายมาตรา 246 และ 247 แห่งพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ลงวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2540

ข. มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

1. มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้นจะต้องมีมูลค่าตามราคาตลาดมากกว่าราคาซื้อ (Purchase Price) ซึ่งเป็นไปตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่คู่สัญญาได้กำหนด และในช่วงระยะเวลาของการทำธุรกรรม (Repo Term) นั้นมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปจากมูลค่าที่ได้คำนวณไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม ดังนั้น จึงต้องมีการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืน (Repurchase Price หรือราคาซื้อบวกดอกเบี้ยจนถึงวันที่มีการคำนวณ) ในแต่ละวันเพื่อให้ส่วนต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืนเป็นไปตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ได้กำหนดไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม

ทั้งนี้ กรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืนมีจำนวนที่แตกต่างกันมากซึ่งทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามอัตรามาร์จินเริ่มแรกนั้น จะมีผลให้เกิดความเสี่ยง (Exposure) แก่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง ดังนั้น คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงจึงมีสิทธิเรียกร้องให้คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งทำการชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นซึ่งสามารถทำได้ 3 วิธี ได้แก่ การโอนมาร์จิน (Margin Transfer) การทำ Repricing (Repricing of Transaction) และการทำ Replacement หรือ Adjustment (Replacement of Transaction หรือ Adjustment of Transaction)

2. กรณีที่ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต ได้มีการทำธุรกรรมซื้อคืนนั้นจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลสถาบันการเงินด้วยโดยจะต้องมีการนับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมเพื่อนำมาคำนวณการดำรงเงินกองทุน การดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง การดำรงอัตราส่วนการลงทุน และการนับลูกหนี้รายใหญ่

ค. กรรมสิทธิ์ในเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรม

กรณีที่ผู้ออกหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการทำธุรกรรมมีการจ่ายเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าวถือว่าผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้ได้รับเงินปันผลหรือดอกเบี้ยอันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าว แต่จะต้องจ่ายเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) หรือเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในทันทีโดยไม่หักค่าใช้จ่ายรวมทั้งภาษีหัก ณ ที่จ่ายใด ๆ ทั้งสิ้น ซึ่งกรณีดังกล่าวสอดคล้องกับหลักเกณฑ์ของกรมสรรพากรเกี่ยวกับการคำนวณภาษีอากรประเภทภาษีธุรกิจเฉพาะ การได้รับยกเว้นภาษีอากรประเภทภาษีธุรกิจเฉพาะ การได้รับยกเว้นภาษีอากรประเภทภาษีเงินได้นิติบุคคล ตลอดจนการได้รับยกเว้นอากรแสตมป์สำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืน

ง. การประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมกรณีผิดสัญญา

กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้กระทำการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน (Events of Default) นั้น ให้ถือว่าวันทำการซื้อคืน (Repurchase Date) ในการทำธุรกรรมมาหลัง

เกิดขึ้นแล้วโดยทันทีซึ่งมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยซึ่งคำนวณจนถึงวันที่ผิดสัญญา และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาตลาดในกรณีผิดสัญญา (Default Market Value) โดยคู่สัญญาฝ่ายที่มีผิดสัญญาจะทำหน้าที่ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว นอกจากนี้ คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กัน ซึ่งขึ้นอยู่กับว่าราคาซื้อคืนหรือราคาหลักทรัพย์จะมีจำนวนมากกว่ากัน

จ. การบังคับหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมกรณีผิดสัญญา

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดสัญญาโดยไม่ชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น ผู้ซื้อหลักทรัพย์ย่อมสามารถบังคับชำระหนี้จากหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมได้ทันทีโดยไม่ต้องดำเนินการฟ้องร้องบังคับคดีแต่อย่างใด เนื่องจากธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์อย่างเด็ดขาดให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ดังกล่าวอย่างแท้จริง

นอกจากนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนจะต้องมีการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรประเภทภาษีธุรกิจเฉพาะ ภาษีเงินได้นิติบุคคล และอากรแสตมป์ โดยการทำธุรกรรมซื้อคืนที่เข้าหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรดังกล่าวจะต้องเป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีลักษณะดังนี้

1. เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ ธปท. หรือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด
2. เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนระหว่างคู่สัญญาที่เป็นได้เฉพาะผู้ขายหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทจำกัดและห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล หรือเป็นการทำธุรกรรมระหว่างคู่สัญญาที่เป็นได้ทั้งผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ประเภทสถาบันการเงินและผู้ลงทุนประเภทสถาบันต่าง ๆ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนต่าง ๆ ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต เป็นต้น
3. เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีสัญญาซื้อคืนเป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างคู่สัญญา และเป็นสัญญาที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ขอมรับ
4. เป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีข้อกำหนดให้ผู้ขายหลักทรัพย์สามารถซื้อคืนหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันในจำนวนที่เทียบเท่ากับที่ขายให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์เมื่อครบกำหนดซื้อคืนตามสัญญา หรือเมื่อคู่สัญญาทวงถามในราคาตามวิธีการคำนวณที่ตกลงกันไว้ โดยมีระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี นับแต่วันที่มีการตกลงทำธุรกรรมจนถึงวันที่ครบกำหนดซื้อคืน

5. กรณีที่มีการเพิ่มทุนหรือลดทุนซึ่งทำให้หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมมีจำนวนหรือมูลค่าเปลี่ยนไป ให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีจำนวนหรือมูลค่าเทียบเท่าจากผู้ซื้อหลักทรัพย์

6. ในช่วงระยะเวลาของการทำธุรกรรม (Repo Term) ซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์ยังไม่ได้ทำการซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมตามสัญญา หากผู้ออกหลักทรัพย์ดังกล่าวมีการจ่ายผลประโยชน์อันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ เช่น เงินปันผลหรือดอกเบี้ย เป็นต้น ให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์จ่ายคืนผลประโยชน์อันเกิดจากหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์

7. ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องไม่นำมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนในจำนวนที่เท่ากับส่วนเกินมูลค่าต้นทุนของหลักทรัพย์ที่ได้จากการขายหลักทรัพย์มารวมเป็นมูลค่าต้นทุนของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนหรือมารวมเป็นรายจ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล นอกจากนี้ ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องไม่นำมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนในส่วนที่เกินจากมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ได้ขายนั้นมารวมเป็นมูลค่าต้นทุนของหลักทรัพย์ที่ซื้อคืน ทั้งนี้ ให้นำไปรวมเป็นรายจ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล

ทั้งนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนมีหลักเกณฑ์ในการคำนวณภาษีอากรและการได้รับยกเว้นภาษีอากรประเภทภาษีเงินได้นิติบุคคล ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ ดังนี้

ก. ภาษีเงินได้นิติบุคคล

ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนจะได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลตามส่วน 3 หมวด 3 ในลักษณะ 2 แห่งประมวลรัษฎากร ดังนี้

กรณีผู้ขายหลักทรัพย์ ให้ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์สำหรับเงินได้ที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

ทั้งนี้ กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย หากได้รับเงินชดเชยเงินปันผล (Manufactured Dividend) หรือเงินชดเชยดอกเบี้ย (Manufactured Interest) จากผู้ซื้อหลักทรัพย์ จะต้องยอมให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 ของเงินชดเชยเงินปันผล หรืออัตราร้อยละ 15 ของเงินชดเชยดอกเบี้ยก่อนจึงจะได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับเงินได้ที่เกิดจากการขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว

กรณีผู้ซื้อหลักทรัพย์ ให้ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์สำหรับเงินได้และการโอนทรัพย์สิน ดังนี้

(1) เงินจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่ผู้ขายหลักทรัพย์ได้ขายให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เพื่อใช้สิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์โดยผ่านผู้ซื้อหลักทรัพย์

(2) การโอนหุ้นเพิ่มทุนคืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เนื่องจากผู้ขายหลักทรัพย์ได้ใช้สิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทเจ้าของหลักทรัพย์โดยผ่านผู้ซื้อหลักทรัพย์ตามข้อ (1)

ข. ภาษีธุรกิจเฉพาะ

การทำธุรกรรมซื้อคืนจะต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะโดยฐานภาษีในการคำนวณภาษีธุรกิจเฉพาะคือ กำไรก่อนหักรายจ่ายใด ๆ แต่ไม่รวมถึงดอกเบี้ย เงินปันผล หรือประโยชน์ใด ๆ ที่ได้จากหลักทรัพย์ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้จ่ายคืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืน

นอกจากนี้ ผู้ขายหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืนจะได้รับยกเว้นภาษีธุรกิจเฉพาะตามหมวด 5 ในลักษณะ 2 แห่งประมวลรัษฎากร สำหรับกำไรที่ได้จากการโอนหลักทรัพย์ตามพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

ค. อากรแสดมปี

การทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีการใช้หลักทรัพย์ตามพ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะได้รับยกเว้นอากรแสดมปี

ทั้งนี้ สหรัฐอเมริกามีหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนดังนี้

1. หลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

กรณีที่มีการทำธุรกรรมซื้อคืนในขาแรกซึ่งกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ได้โอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น จะถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการโอนแบบขายขาดหรือการขายที่แท้จริงหรือไม่ ทั้งนี้ เพื่อพิจารณาว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase and Sale of Securities) หรือเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน (Collateralized Loan) อย่างไรก็ดี ในสหรัฐอเมริกาไม่มีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับเรื่องนี้ไว้เป็นการเฉพาะ จึงต้องพิจารณาจากกฎหมายแพ่ง กฎหมายล้มละลาย และคำพิพากษาของศาล

2. หลักการโอนที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ (Fraudulent Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนไม่อาจโอนทรัพย์สินที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่รวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อนำไปจัดสรรชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ต่อไปย่อมมีอำนาจเรียกเอาทรัพย์สินที่ลูกหนี้ได้โอนตามสัญญาซื้อคืนไปแล้วกลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ได้ตามมาตรา 546 (f) และมาตรา 548 (a) (1) (A) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C. : the United States Code)

นอกจากนี้ ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องรับผิดชอบในกรณีที่ได้มีการทำธุรกรรมซื้อคืนอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้ตามมาตรา 17 (a) แห่ง the Securities Act of 1933 และมาตรา 10 (b) แห่ง the Securities Exchange Act of 1934 และ Rule 10 b-5 ซึ่งเป็นประกาศที่ออกโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายดังกล่าว

3. หลักการโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น (Preferential Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืน ไม่อาจโอนทรัพย์สินที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่รวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อนำไปจัดสรรชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ต่อไปย่อมมีอำนาจเรียกเอาทรัพย์สินที่ลูกหนี้ได้โอนให้แก่เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนไปแล้วกลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ได้ตามมาตรา 547 (b) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C. : the United States Code)

4. หลักการหักกลบลบหนี้ (Set Off)

กรณีที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายต่างมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่กันตามสัญญาซื้อคืน คู่สัญญาสามารถนำหนี้ดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้ได้ และหากปรากฏว่าคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย ห้ามมิให้นำหลักการหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ (Automatic Stay) มาใช้บังคับการหักกลบลบหนี้ของคู่สัญญาตามมาตรา 101 (46) มาตรา 362 (b) (7) และมาตรา 553 (a) แห่งกฎหมายล้มละลาย (Title 11 ของ U.S.C. : the United States Code)

สำหรับอังกฤษนั้น มีหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนดังนี้

1. หลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

กรณีที่มีการทำธุรกรรมซื้อคืนในขาแรกซึ่งกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ได้โอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์นั้น จะถือได้ว่าการโอนหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นการโอนแบบขายขาดหรือการขายที่แท้จริงหรือไม่ ทั้งนี้ เพื่อพิจารณาว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase and Sale of Securities) หรือเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน (Collateralized Loan) ใดๆก็ตาม ในสหรัฐอเมริกาไม่มีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับเรื่องนี้ไว้เป็นการเฉพาะ จึงต้องพิจารณาจากกฎหมายแพ่ง กฎหมายล้มละลาย และคำพิพากษาของศาล

2. หลักการโอนที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ (Fraudulent Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืน ไม่อาจโอนทรัพย์สินที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย ศาลอาจมีคำสั่งให้ลูกหนี้และบุคคลที่คบคิดกับลูกหนี้เพื่อกระทำการฉ้อฉลเจ้าหนี้ต้องรับผิดชอบต่อกองทรัพย์สินของลูกหนี้ตามที่ศาลเห็นสมควรตามมาตรา 213 แห่ง the Insolvency Act of 1986

3. หลักการโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น (Preferential Transfer)

คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืน ไม่อาจโอนทรัพย์สินที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น และหากปรากฏว่าคู่สัญญาดังกล่าวตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย ศาลอาจมีคำสั่งเพิกถอนการโอนทรัพย์สินที่ลูกหนี้ได้โอนให้แก่เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนได้โดยให้ลูกหนี้

ทรัพย์สินดังกล่าวหรือทรัพย์สินอื่นกลับคืนสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ดั้งเดิมตามมาตรา 239 แห่ง the Insolvency Act of 1986

4. หลักการหักกลบลบหนี้ (Set Off)

กรณีที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายต่างมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่กันตามสัญญาซื้อคืน และหากปรากฏว่าคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตกเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย คู่สัญญาสามารถนำหนี้ดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้ได้ตามมาตรา 149 (2) (a) และมาตรา 149 (3) แห่ง the Insolvency Act of 1986

การศึกษาวិเคราะห์พบว่าในการนำสัญญามาตรฐานซึ่งจัดทำขึ้นโดย TBMA ร่วมกับ ISMA (TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement : TBMA/ISMA GMRA) (2000 VERSION) มาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนภายใต้กฎหมายไทยนั้น มีปัญหาในการตีความทางกฎหมายที่ไม่ชัดเจนอยู่หลายประการด้วยกันซึ่งอาจเป็นอุปสรรคต่อการทำธุรกรรมซื้อคืนในประเทศ ได้แก่

1. ปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญา

ธุรกรรมซื้อคืนเป็นธุรกรรมที่อาศัยกลไกของการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินระยะสั้น โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน ดังนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าธุรกรรมซื้อคืนจะมีลักษณะเป็นสัญญาประเภทใดอันได้แก่ สัญญาซื้อขาย สัญญาฝาก และสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน ซึ่งผลทางกฎหมายของสัญญาในแต่ละประเภทนั้นจะทำให้สิทธิหน้าที่ และความรับผิดชอบของคู่สัญญา รวมทั้งหลักฐานแห่งการฟ้องร้องบังคับคดีมีความแตกต่างกันไป

2. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Price) จะต้องมียอดมากกว่าราคาซื้อ (Purchase Price) ซึ่งเป็นไปตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ตกลงกันอันมีผลให้ราคาซื้อที่มีจำนวนต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์

ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นได้มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นการถือผลเจ้าหนี้ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่ และเป็นกรให้เปรียบเจ้าหนี้

ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่

3. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

ในช่วงระยะเวลาของการทำธุรกรรม (Repo Term) นั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมอาจมีการเปลี่ยนแปลงไปจากมูลค่าที่ได้คำนวณไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรม ซึ่งในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าราคาซื้อคืน (Repurchase Price หรือราคาซื้อบวกดอกเบี้ยจนถึงวันที่มีการคำนวณ) มีจำนวนที่แตกต่างกันมากอันทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ไม่เป็นไปตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก (Initial Margin Rate) ที่ได้กำหนดไว้ ณ วันเริ่มทำธุรกรรมนั้นจะมีผลให้เกิดความเสี่ยง (Exposure) แก่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง และเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้น คู่สัญญาจะต้องมีการโอนมาร์จิน (Margin Transfer) เป็นเงินสด (Cash Margin) หรือหลักทรัพย์ (Margin Securities) ให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงเป็นจำนวนเท่ากับส่วนต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก กล่าวคือ ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จินให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนสูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก ในขณะที่ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จินให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในกรณีที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีจำนวนต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จินเริ่มแรก

ดังนั้น กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งซึ่งเป็นลูกหนี้ในหนี้รายอื่นหรือมีความผูกพันที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างอื่น ได้มีการโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนให้แก่กันนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นการถือผลเจ้าหน้าที่ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่ และเป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ซึ่งอาจถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) หรือไม่

4. ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญากับผลทางกฎหมายของการหักกลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้กระทำการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน (Events of Default) นั้น ให้ถือว่าวันทำการซื้อคืน (Repurchase Date) ในการทำธุรกรรมมาหลังเกิดขึ้นแล้วโดยทันทีซึ่งมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระราคาซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาซื้อบวกดอกเบี้ยซึ่งคำนวณจนถึงวันที่ผิดสัญญา และผู้ซื้อหลักทรัพย์จะต้องขายหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นจำนวนเท่ากับราคาตลาดในกรณีผิดสัญญา (Default Market Value) โดยคู่สัญญาฝ่ายที่มีได้ผิดสัญญาจะทำหน้าที่ในการประเมินราคา

หลักทรัพย์ดังกล่าว นอกจากนี้ คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระดังกล่าวมาหักกลบลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กัน ซึ่งขึ้นอยู่กับว่า ราคาซื้อคืนหรือราคาหลักทรัพย์จะมีจำนวนมากกว่ากัน กล่าวคือ กรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนมากกว่าราคาหลักทรัพย์จะมีผลให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องชำระเงินส่วนต่างให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ แต่หากเป็นกรณีที่ราคาซื้อคืนมีจำนวนต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์จะมีผลให้ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องชำระเงินส่วนต่างให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์

ดังนั้น กรณีที่คู่สัญญาจะต้องนำหนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระอันได้แก่ราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์มาหักกลบลบหนี้กัน และจะต้องชำระเงินสำหรับส่วนต่างของราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์ให้แก่กันนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมายได้ว่าเป็นหนี้ที่คู่สัญญาจะนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ.ล้มละลาย พ.ศ. 2483 หรือไม่

นอกจากนี้ กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน และได้มีการประเมินราคาหลักทรัพย์ภายหลังจาก ที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการนั้น อาจเกิดปัญหาในการตีความทางกฎหมาย ได้ว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่เจ้าหนี้ได้มาภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟู กิจการซึ่งไม่อาจนำมาหักกลบลบหนี้กันได้ตามมาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ.ล้มละลาย พ.ศ. 2483 หรือไม่

2. ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาวิเคราะห์ถึงปัญหาทางกฎหมายของธุรกรรมซื้อคืนตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นนี้ ผู้เขียนจึงได้เสนอผลการวิเคราะห์ปัญหาทางกฎหมายดังกล่าวตามข้อเสนอแนะดังนี้

1. ปัญหาเกี่ยวกับรูปแบบของสัญญา

ผู้เขียนเห็นว่าธุรกรรมซื้อคืนมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายสังหาริมทรัพย์ตามมาตรา 453 และมาตรา 456 วรรคสาม แห่งป.พ.พ. โดยไม่มีลักษณะเป็นสัญญาขายฝากตามมาตรา 491 แห่งป.พ.พ. และสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันตามมาตรา 650 มาตรา 653 และมาตรา 747 แห่งป.พ.พ. แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากการทำธุรกรรมซื้อคืนเป็นการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดยมีข้อตกลงว่าจะซื้อคืนหรือขายคืนเมื่อครบกำหนดของธุรกรรม ประกอบกับผู้ขายหลักทรัพย์และผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้มีการ โอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมให้แก่กันอย่างเด็ดขาด นอกจากนี้ การวิเคราะห์ว่าธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายสังหาริมทรัพย์นั้นสอดคล้องกับเจตนาของคู่สัญญาและปกติประเพณีของการทำธุรกรรมซื้อคืนตามมาตรา 368 แห่งป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “สัญญานั้นท่านให้ตีความไปตามความประสงค์ในทางสุจริตโดยวิเคราะห์ถึงปกติประเพณีด้วย”

ทั้งนี้ การทำธุรกรรมซื้อคืนที่มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายสังหาริมทรัพย์ซึ่งตกลงกันเป็นราคา 500 บาท หรือกว่านั้นขึ้นไป จะต้องมีหลักฐานเป็นหนังสือ ลงลายมือชื่อฝ่ายผู้ต้องรับผิดชอบเป็นสำคัญ หรือได้วางประจำไว้ หรือได้ชำระหนี้บางส่วนแล้วจึงจะสามารถฟ้องร้องให้บังคับคดีได้ตามมาตรา 456 วรรคสาม แห่งป.พ.พ.

2. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

ผู้เขียนเห็นว่ากรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์มีการโอนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น มีลักษณะเป็นประเพณีปฏิบัติในทางการค้าของการทำธุรกรรมซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์มิได้มีเจตนาที่จะถือผลเจ้าหน้าที่หรือให้เปรียบเจ้าหน้าที่รายอื่นแต่อย่างใด ประกอบกับราคาซื้อคืนซึ่งผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องชำระให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์เมื่อมีการซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันครบกำหนดของธุรกรรมนั้นก็จะต้องเป็นไปตามราคาซื้อ ณ วันเริ่มทำธุรกรรมเช่นกัน ดังนั้น การโอนหลักทรัพย์ในการทำธุรกรรมซื้อคืน ณ วันเริ่มทำธุรกรรมโดยมีราคาซื้อในจำนวนที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์จึงไม่น่าจะเป็นการถือผลเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542) และการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 (แก้ไขเพิ่มเติมโดยฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542)

3. ปัญหาเกี่ยวกับการโอนมาร์จินกับผลทางกฎหมายของการเพิกถอนการถือผลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

ผู้เขียนเห็นว่ากรณีการโอนมาร์จินในการทำธุรกรรมซื้อคืนมีความเสี่ยงที่อาจจะเป็นการถือผลเจ้าหน้าที่ตามหลักเกณฑ์ของมาตรา 237 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/40 มาตรา 113 และมาตรา 114 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 และการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามหลักเกณฑ์ของมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

4. ปัญหาเกี่ยวกับการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญา กับผลทางกฎหมายของการหักกลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

ผู้เขียนเห็นว่ากรณีการประเมินราคาหลักทรัพย์กรณีผิดสัญญาเป็นวิธีการคำนวณหาจำนวนหนี้ที่เป็นตัวเงินอันจะทำให้หนี้ซึ่งถึงกำหนดชำระกรณีผิดสัญญาได้แก่ราคาซื้อคืนและราคาหลักทรัพย์สามารถหักกลบหนี้กันได้ตามหลักเกณฑ์ของมาตรา 341 แห่งป.พ.พ. มาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483

นอกจากนี้ กรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อคืน และได้มีการประเมินราคาหลักทรัพย์ภายหลังจาก

ที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการนั้น ผู้เขียนเห็นว่าสิทธิเรียกร้องในหนี้ดังกล่าว ได้เกิดขึ้นตั้งแต่ขณะที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งได้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟู กิจการอันถือเป็นเหตุผิดสัญญาซื้อค้ำแล้ว แม้ว่าจะมีการประเมินราคาหลักทรัพย์ภายหลังจาก ที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการก็ไม่น่าจะถือว่าเป็นสิทธิเรียกร้องที่เจ้าหนี้ ได้มาภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการแต่อย่างใด จึงนำมาหักกลบ ลบหนี้กันได้ตามหลักเกณฑ์ของมาตรา 90/33 และมาตรา 102 แห่งพ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กฤตยชญ์ สิริเขต. การโอนกรรมสิทธิ์ของทรัพย์สินตามสัญญาซื้อขาย. วิทยานิพนธ์แผนกวิชานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2520.
- คณะทำงานเพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ. การพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ. เอกสารประกอบการสัมมนาเรื่องการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ : การพัฒนาตลาดซื้อคืนเอกชน ณ ห้องเลิควนาลัย โรงแรมฮิลตันอินเตอร์เนชั่นแนล กรุงเทพมหานคร ในวันที่ 6 กันยายน 2543 (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- จำปี โสคติพันธ์. คำอธิบายกฎหมายว่าด้วยซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้อู่. กรุงเทพมหานคร : บริษัทสำนักพิมพ์วิญญูชนจำกัด, 2543.
- จิตติ ดิงศักดิ์. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 2 มาตรา 354 ถึงมาตรา 452. พระนคร : โรงพิมพ์ไทยพิทยา, 2505.
- จิตติ ดิงศักดิ์ และยล ชีรกุล. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 2 มาตรา 241 ถึงมาตรา 452. กรุงเทพมหานคร : เนติบัณฑิตยสภา, 2503.
- จิตติ ดิงศักดิ์. หมายเหตุท้ายคำพิพากษาฎีกาที่ 1236/2497. คำพิพากษาฎีกาประจำพุทธศักราช 2497, 2497.
- จิต เศรษฐบุตร. คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยยืม ฝากทรัพย์ เก็บของในคลังสินค้า ปรานีประนอม การพะนันและขันต่อ. พระนคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์และการเมือง, 2492.
- จิต เศรษฐบุตร. หลักกฎหมายแพ่งลักษณะหนี้. กรุงเทพมหานคร : ห้างหุ้นส่วนจำกัดสำนักพิมพ์ประกายพริก, 2532.
- ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ สมาคมบริษัทหลักทรัพย์. บทศึกษาและข้อเสนอเรื่องตลาดซื้อคืน (Repo Market), 2540 (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์. กรุงเทพมหานคร : ส่วนสิ่งพิมพ์ ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. ข่าวธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับที่ 36/2545 ลงวันที่ 4 ตุลาคม 2545 เรื่อง การแต่งตั้งสถาบันการเงินเป็น Primary Dealers สำหรับธุรกรรมซื้อคืนประเภท Bilateral Repo, 2545. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market), 2545. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

- ประดิษฐ์ เอกมณี. หมายเหตุท้ายคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 853/2534. คำพิพากษาศาลฎีกาประจำพุทธศักราช 2534, 2534.
- ประพนธ์ ศาตะมาน และไพจิตร ปุญญพันธุ์. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะซื้อขาย. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2536.
- ปรีชา สุมาวงศ์. คำบรรยายลักษณะวิชาซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้. พระนคร : แสงทองการพิมพ์, 2515.
- พจน์ ปุษปาคม. คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วย คำประกัน จำนอง และจำนำ. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2540.
- ไพจิตร ปุญญพันธุ์. ค่านเรื่องสัญญาจะซื้อขายสังหาริมทรัพย์. จุลพาหะ. เล่ม 8 ปีที่ 8 (2504) : 830.
- ไพศาล กุมาลย์วิสัย. สัญญาจะซื้อขายกับเสรีภาพในการทำสัญญา. จุลพาหะ. เล่ม 5 ปีที่ 8 (2504) : 967.
- ไพยม เลขยานนท์. คำบรรยายลักษณะซื้อขาย. พระนคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2499.
- วิชา มหาคุณ. คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2544.
- วิทยา สรรพโรจน์พัฒนา. การศึกษาบทบาทของตลาดซื้อคืนและผลกระทบต่อตลาดเงินของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาปรัชญามหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2526.
- วิษณุ เครื่องาม. คำอธิบายกฎหมายว่าด้วย ซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545.
- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย. เกร็ดความรู้ : มารู้อัจฉริยกรรมการซื้อคืน (Repurchase Agreement), 2541. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย. เกร็ดความรู้ : The Bond Market Association และ International Securities Market Association, 2546. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย. แนวทางการปฏิบัติสำหรับธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน, 2547. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย. รายงานสรุปภาวะความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้ไทย, 2545. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย. วิวัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ไทยและแนวทางการพัฒนาในอนาคต, 2540. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)
- สุจิต ปัญญาพฤษ. หลักกฎหมายแพ่งและพาณิชย์. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์เลียงเชียง, 2546
- สุธีร์ ศุภนิคย์. คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ วิชาเอกเทศสัญญา 2 ยืมและฝากทรัพย์สิน. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.
- สุธีร์ ศุภนิคย์. หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ. กรุงเทพมหานคร : บริษัทสำนักพิมพ์วิญญูชนจำกัด, 2543.

เสริม วินิจฉัยกุล. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ลักษณะนิติกรรมและหนี้. นครหลวง
กรุงเทพธนบุรี : โรงพิมพ์กรมสรรพสามิต, 2515.

เสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 3 ว่าด้วยคำประกัน
จำนอง จำน่า. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2516.

เสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว. นิติกรรมและหนี้ เล่ม 1. พระนคร : โรงพิมพ์อักษรสาสน์, 2509.

เสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว. ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 1 (ภาค 1-2).
พระนคร : โรงพิมพ์อักษรสาสน์, 2505.

สุธีร์ ศุภนิตย์. คำอธิบายกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ วิชาเอกเทศสัญญา 2 ยืมและฝากทรัพย์.
กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.

สุธีร์ ศุภนิตย์. หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ. กรุงเทพมหานคร : บริษัทสำนักพิมพ์
วิญญูชนจำกัด, 2543.

โสภณ รัตนการ. คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2545.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. รายงานผลการดำเนินงานประจำปี,
2545. (เอกสารไม่ตีพิมพ์)

หยุด แสงอุทัย. กฎหมายแพ่งลักษณะมูลหนี้หนึ่ง. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัย
ธรรมศาสตร์, 2517.

อัญญา ชันชวิทย์. การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารหนี้. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2541.

ภาษาอังกฤษ

Bank of England. Equity Repo Code of Best Practice. London : The Secretary Stock Exchange and
Repo Committee, 1997.

Bank of England. Gilt Repo Code of Best Practice. London : The Secretary Stock Exchange and
Repo Committee, 1998.

Bank of England. Sterling Wholesale Markets : Developments in 1998. Bank of England Quarterly
Bulletin. (February 1999) : 37-38.

Black, Barbara. The Second Circuit Review 1985-1986 Term : Securities : Commentary : The Second
Circuit's Approach to the "In Connection With" Requirement of Rule 10 b-5. Brooklyn
Law Review (1987) : 1-4.

Euromoney Publication PLC. The 1997 Guide to Repo and Securities Lending. London : Hunters
Armley Ltd., 1997.

- Fabozzi, Frank J., CFA., Securities Lending and Repurchase Agreements. Pennsylvania : Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
- Hagerty, William F.. Lifting the Cloud of Uncertainty Over the Repo Market : Characterization of Repos as Separate Purchases and Sales of Securities. Vanderbilt University Law Review (March 1984) : 5-7.
- Osenton, Elizabeth M.. The Need for a Uniform Classification of Repurchase Agreements : Reconciling Investor Protection with Economic Reality. The American University Law Review (1987) : 1-6.
- Sack James R.. Recent Developments in Bankruptcy Law : Adequate Protection. Emory University School of Law Bankruptcy Developments Journal (1985) : 5.
- Schroeder, Jeanne L.. A Repo Opera : How Crimi Mae Got Repos Backwards. American Bankruptcy Law Journal (2002) : 3-5.
- Schroeder, Jeanne L.. Repo Madness : The Characterization of Repurchase Agreement Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.. Syracuse Law Review (1996) : 1-12.
- Smith, Warren. Repurchase Agreements. London : Euromoney Publications PLC, 1994.
- Stigum, Marcia L.. The Money Market. Homewood Illinois : Dow Jones-Irwin, 1983.
- Stigum, Marcia L.. The Repo and Reverse Markets. New York : Richard D. Irwin Inc., 1989.
- Walters Gary. Repurchase Agreement and the Bankruptcy Code : The Need for Legislative Action. Fordham Law Review (April 1984) : 1-6.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



The Bond Market Association
New York • Washington • London
www.bondmarkets.com



International Securities Market Association
Rigistrasse 60, P.O. Box, CH-8033, Zürich
www.isma.org

2000 VERSION

TBMA/ISMA
GLOBAL MASTER REPURCHASE AGREEMENT

Dated as of _____

Between:

_____ ("Party A")

and

_____ ("Party B")

1. **Applicability**

- (a) From time to time the parties hereto may enter into transactions in which one party, acting through a Designated Office, ("Seller") agrees to sell to the other, acting through a Designated Office, ("Buyer") securities and financial instruments ("Securities") (subject to paragraph 1(c), other than equities and Net Paying Securities) against the payment of the purchase price by Buyer to Seller, with a simultaneous agreement by Buyer to sell to Seller Securities equivalent to such Securities at a date certain or on demand against the payment of the repurchase price by Seller to Buyer.
- (b) Each such transaction (which may be a repurchase transaction ("Repurchase Transaction") or a buy and sell back transaction ("Buy/Sell Back Transaction")) shall be referred to herein as a "Transaction" and shall be governed by this Agreement, including any supplemental terms or conditions contained in Annex I hereto, unless otherwise agreed in writing.



- (c) If this Agreement may be applied to -
- (i) Buy/Sell Back Transactions, this shall be specified in Annex I hereto, and the provisions of the Buy/Sell Back Annex shall apply to such Buy/Sell Back Transactions;
 - (ii) Net Paying Securities, this shall be specified in Annex I hereto and the provisions of Annex I, paragraph 1(b) shall apply to Transactions involving Net Paying Securities.
- (d) If Transactions are to be effected under this Agreement by either party as an agent, this shall be specified in Annex I hereto, and the provisions of the Agency Annex shall apply to such Agency Transactions.

2. Definitions

- (a) "Act of Insolvency" shall occur with respect to any party hereto upon -
- (i) its making a general assignment for the benefit of, entering into a reorganisation, arrangement, or composition with creditors; or
 - (ii) its admitting in writing that it is unable to pay its debts as they become due; or
 - (iii) its seeking, consenting to or acquiescing in the appointment of any trustee, administrator, receiver or liquidator or analogous officer of it or any material part of its property; or
 - (iv) the presentation or filing of a petition in respect of it (other than by the counterparty to this Agreement in respect of any obligation under this Agreement) in any court or before any agency alleging or for the bankruptcy, winding-up or insolvency of such party (or any analogous proceeding) or seeking any reorganisation, arrangement, composition, re-adjustment, administration, liquidation, dissolution or similar relief under any present or future statute, law or regulation, such petition (except in the case of a petition for winding-up or any analogous proceeding, in respect of which no such 30 day period shall apply) not having been stayed or dismissed within 30 days of its filing; or
 - (v) the appointment of a receiver, administrator, liquidator or trustee or analogous officer of such party or over all or any material part of such party's property; or
 - (vi) the convening of any meeting of its creditors for the purposes of considering a voluntary arrangement as referred to in section 3 of the Insolvency Act 1986 (or any analogous proceeding);
- (b) "Agency Transaction", the meaning specified in paragraph 1 of the Agency Annex;
- (c) "Appropriate Market", the meaning specified in paragraph 10;



- (d) "Base Currency", the currency indicated in Annex I hereto;
- (e) "Business Day" -
 - (i) in relation to the settlement of any Transaction which is to be settled through Clearstream or Euroclear, a day on which Clearstream or, as the case may be, Euroclear is open to settle business in the currency in which the Purchase Price and the Repurchase Price are denominated;
 - (ii) in relation to the settlement of any Transaction which is to be settled through a settlement system other than Clearstream or Euroclear, a day on which that settlement system is open to settle such Transaction;
 - (iii) in relation to any delivery of Securities not falling within (i) or (ii) above, a day on which banks are open for business in the place where delivery of the relevant Securities is to be effected; and
 - (iv) in relation to any obligation to make a payment not falling within (i) or (ii) above, a day other than a Saturday or a Sunday on which banks are open for business in the principal financial centre of the country of which the currency in which the payment is denominated is the official currency and, if different, in the place where any account designated by the parties for the making or receipt of the payment is situated (or, in the case of a payment in euro, a day on which TARGET operates);
- (f) "Cash Margin", a cash sum paid to Buyer or Seller in accordance with paragraph 4;
- (g) "Clearstream", Clearstream Banking, société anonyme, (previously Cedelbank) or any successor thereto;
- (h) "Confirmation", the meaning specified in paragraph 3(b);
- (i) "Contractual Currency", the meaning specified in paragraph 7(a);
- (j) "Defaulting Party", the meaning specified in paragraph 10;
- (k) "Default Market Value", the meaning specified in paragraph 10;
- (l) "Default Notice", a written notice served by the non-Defaulting Party on the Defaulting Party under paragraph 10 stating that an event shall be treated as an Event of Default for the purposes of this Agreement;
- (m) "Default Valuation Notice", the meaning specified in paragraph 10;
- (n) "Default Valuation Time", the meaning specified in paragraph 10;
- (o) "Deliverable Securities", the meaning specified in paragraph 10;
- (p) "Designated Office", with respect to a party, a branch or office of that party which is



specified as such in Annex I hereto or such other branch or office as may be agreed to by the parties;

- (q) "Distributions", the meaning specified in sub-paragraph (w) below;
- (r) "Equivalent Margin Securities", Securities equivalent to Securities previously transferred as Margin Securities;
- (s) "Equivalent Securities", with respect to a Transaction, Securities equivalent to Purchased Securities under that Transaction. If and to the extent that such Purchased Securities have been redeemed, the expression shall mean a sum of money equivalent to the proceeds of the redemption;
- (t) Securities are "equivalent to" other Securities for the purposes of this Agreement if they are: (i) of the same issuer; (ii) part of the same issue; and (iii) of an identical type, nominal value, description and (except where otherwise stated) amount as those other Securities, provided that -
 - (A) Securities will be equivalent to other Securities notwithstanding that those Securities have been redenominated into euro or that the nominal value of those Securities has changed in connection with such redenomination; and
 - (B) where Securities have been converted, subdivided or consolidated or have become the subject of a takeover or the holders of Securities have become entitled to receive or acquire other Securities or other property or the Securities have become subject to any similar event, the expression "equivalent to" shall mean Securities equivalent to (as defined in the provisions of this definition preceding the proviso) the original Securities together with or replaced by a sum of money or Securities or other property equivalent to (as so defined) that receivable by holders of such original Securities resulting from such event;
- (u) "Euroclear", Morgan Guaranty Trust Company of New York, Brussels office, as operator of the Euroclear System or any successor thereto;
- (v) "Event of Default", the meaning specified in paragraph 10;
- (w) "Income", with respect to any Security at any time, all interest, dividends or other distributions thereon, but excluding distributions which are a payment or repayment of principal in respect of the relevant securities ("Distributions");
- (x) "Income Payment Date", with respect to any Securities, the date on which Income is paid in respect of such Securities or, in the case of registered Securities, the date by reference to which particular registered holders are identified as being entitled to payment of Income;
- (y) "LIBOR", in relation to any sum in any currency, the one month London Inter Bank Offered Rate in respect of that currency as quoted on page 3750 on the Bridge.



Telerate Service (or such other page as may replace page 3750 on that service) as of 11:00 a.m., London time, on the date on which it is to be determined;

- (z) "Margin Ratio", with respect to a Transaction, the Market Value of the Purchased Securities at the time when the Transaction was entered into divided by the Purchase Price (and so that, where a Transaction relates to Securities of different descriptions and the Purchase Price is apportioned by the parties among Purchased Securities of each such description, a separate Margin Ratio shall apply in respect of Securities of each such description), or such other proportion as the parties may agree with respect to that Transaction;
- (aa) "Margin Securities", in relation to a Margin Transfer, Securities reasonably acceptable to the party calling for such Margin Transfer;
- (bb) "Margin Transfer", any, or any combination of, the payment or repayment of Cash Margin and the transfer of Margin Securities or Equivalent Margin Securities;
- (cc) "Market Value", with respect to any Securities as of any time on any date, the price for such Securities at such time on such date obtained from a generally recognised source agreed to by the parties (and where different prices are obtained for different delivery dates, the price so obtainable for the earliest available such delivery date) (provided that the price of Securities that are suspended shall (for the purposes of paragraph 4) be nil unless the parties otherwise agree and (for all other purposes) shall be the price of those Securities as of close of business on the dealing day in the relevant market last preceding the date of suspension) plus the aggregate amount of Income which, as of such date, has accrued but not yet been paid in respect of the Securities to the extent not included in such price as of such date, and for these purposes any sum in a currency other than the Contractual Currency for the Transaction in question shall be converted into such Contractual Currency at the Spot Rate prevailing at the relevant time;
- (dd) "Net Exposure", the meaning specified in paragraph 4(c);
- (ee) the "Net Margin" provided to a party at any time, the excess (if any) at that time of (i) the sum of the amount of Cash Margin paid to that party (including accrued interest on such Cash Margin which has not been paid to the other party) and the Market Value of Margin Securities transferred to that party under paragraph 4(a) (excluding any Cash Margin which has been repaid to the other party and any Margin Securities in respect of which Equivalent Margin Securities have been transferred to the other party) over (ii) the sum of the amount of Cash Margin paid to the other party (including accrued interest on such Cash Margin which has not been paid by the other party) and the Market Value of Margin Securities transferred to the other party under paragraph 4(a) (excluding any Cash Margin which has been repaid by the other party and any Margin Securities in respect of which Equivalent Margin Securities have been transferred by the other party) and for this purpose any amounts not denominated in the Base Currency shall be converted into the Base Currency at the Spot Rate



prevailing at the relevant time;

- (ff) "Net Paying Securities", Securities which are of a kind such that, were they to be the subject of a Transaction to which paragraph 5 applies, any payment made by Buyer under paragraph 5 would be one in respect of which either Buyer would or might be required to make a withholding or deduction for or on account of taxes or duties or Seller might be required to make or account for a payment for or on account of taxes or duties (in each case other than tax on overall net income) by reference to such payment;
- (gg) "Net Value", the meaning specified in paragraph 10;
- (hh) "New Purchased Securities", the meaning specified in paragraph 8(a);
- (ii) "Price Differential", with respect to any Transaction as of any date, the aggregate amount obtained by daily application of the Pricing Rate for such Transaction to the Purchase Price for such Transaction (on a 360 day basis or 365 day basis in accordance with the applicable ISMA convention, unless otherwise agreed between the parties for the Transaction), for the actual number of days during the period commencing on (and including) the Purchase Date for such Transaction and ending on (but excluding) the date of calculation or, if earlier, the Repurchase Date;
- (jj) "Pricing Rate", with respect to any Transaction, the per annum percentage rate for calculation of the Price Differential agreed to by Buyer and Seller in relation to that Transaction;
- (kk) "Purchase Date", with respect to any Transaction, the date on which Purchased Securities are to be sold by Seller to Buyer in relation to that Transaction;
- (ll) "Purchase Price", on the Purchase Date, the price at which Purchased Securities are sold or are to be sold by Seller to Buyer;
- (mm) "Purchased Securities", with respect to any Transaction, the Securities sold or to be sold by Seller to Buyer under that Transaction, and any New Purchased Securities transferred by Seller to Buyer under paragraph 8 in respect of that Transaction;
- (nn) "Receivable Securities", the meaning specified in paragraph 10;
- (oo) "Repurchase Date", with respect to any Transaction, the date on which Buyer is to sell Equivalent Securities to Seller in relation to that Transaction;
- (pp) "Repurchase Price", with respect to any Transaction and as of any date, the sum of the Purchase Price and the Price Differential as of such date;
- (qq) "Special Default Notice", the meaning specified in paragraph 14;



- (rr) "Spot Rate", where an amount in one currency is to be converted into a second currency on any date, unless the parties otherwise agree, the spot rate of exchange quoted by Barclays Bank PLC in the London inter-bank market for the sale by it of such second currency against a purchase by it of such first currency;
- (ss) "TARGET", the Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System;
- (tt) "Term", with respect to any Transaction, the interval of time commencing with the Purchase Date and ending with the Repurchase Date;
- (uu) "Termination", with respect to any Transaction, refers to the requirement with respect to such Transaction for Buyer to sell Equivalent Securities against payment by Seller of the Repurchase Price in accordance with paragraph 3(f), and reference to a Transaction having a "fixed term" or being "terminable upon demand" shall be construed accordingly;
- (vv) "Transaction Costs", the meaning specified in paragraph 10;
- (ww) "Transaction Exposure", with respect to any Transaction at any time during the period from the Purchase Date to the Repurchase Date (or, if later, the date on which Equivalent Securities are delivered to Seller or the Transaction is terminated under paragraph 10(g) or 10(h)), the difference between (i) the Repurchase Price at such time multiplied by the applicable Margin Ratio (or, where the Transaction relates to Securities of more than one description to which different Margin Ratios apply, the amount produced by multiplying the Repurchase Price attributable to Equivalent Securities of each such description by the applicable Margin Ratio and aggregating the resulting amounts, the Repurchase Price being for this purpose attributed to Equivalent Securities of each such description in the same proportions as those in which the Purchase Price was apportioned among the Purchased Securities) and (ii) the Market Value of Equivalent Securities at such time. If (i) is greater than (ii), Buyer has a Transaction Exposure for that Transaction equal to that excess. If (ii) is greater than (i), Seller has a Transaction Exposure for that Transaction equal to that excess; and
- (xx) except in paragraphs 14(b)(i) and 18, references in this Agreement to "written" communications and communications "in writing" include communications made through any electronic system agreed between the parties which is capable of reproducing such communication in hard copy form.

3. **Initiation; Confirmation; Termination**

- (a) A Transaction may be entered into orally or in writing at the initiation of either Buyer or Seller.
- (b) Upon agreeing to enter into a Transaction hereunder Buyer or Seller (or both), as shall have been agreed, shall promptly deliver to the other party written confirmation



of such Transaction (a "Confirmation").

The Confirmation shall describe the Purchased Securities (including CUSIP or ISIN or other identifying number or numbers, if any), identify Buyer and Seller and set forth -

- (i) the Purchase Date;
- (ii) the Purchase Price;
- (iii) the Repurchase Date, unless the Transaction is to be terminable on demand (in which case the Confirmation shall state that it is terminable on demand);
- (iv) the Pricing Rate applicable to the Transaction;
- (v) in respect of each party the details of the bank account[s] to which payments to be made hereunder are to be credited;
- (vi) where the Buy/Sell Back Annex applies, whether the Transaction is a Repurchase Transaction or a Buy/Sell Back Transaction;
- (vii) where the Agency Annex applies, whether the Transaction is an Agency Transaction and, if so, the identity of the party which is acting as agent and the name, code or identifier of the Principal; and
- (viii) any additional terms or conditions of the Transaction;

and may be in the form of Annex II hereto or may be in any other form to which the parties agree.

The Confirmation relating to a Transaction shall, together with this Agreement, constitute prima facie evidence of the terms agreed between Buyer and Seller for that Transaction, unless objection is made with respect to the Confirmation promptly after receipt thereof. In the event of any conflict between the terms of such Confirmation and this Agreement, the Confirmation shall prevail in respect of that Transaction and those terms only.

- (c) On the Purchase Date for a Transaction, Seller shall transfer the Purchased Securities to Buyer or its agent against the payment of the Purchase Price by Buyer.
- (d) Termination of a Transaction will be effected, in the case of on demand Transactions, on the date specified for Termination in such demand, and, in the case of fixed term Transactions, on the date fixed for Termination.
- (e) In the case of on demand Transactions, demand for Termination shall be made by Buyer or Seller, by telephone or otherwise, and shall provide for Termination to occur after not less than the minimum period as is customarily required for the settlement or delivery of money or Equivalent Securities of the relevant kind.
- (f) On the Repurchase Date, Buyer shall transfer to Seller or its agent Equivalent



Securities against the payment of the Repurchase Price by Seller (less any amount then payable and unpaid by Buyer to Seller pursuant to paragraph 5).

4. **Margin Maintenance**

- (a) If at any time either party has a Net Exposure in respect of the other party it may by notice to the other party require the other party to make a Margin Transfer to it of an aggregate amount or value at least equal to that Net Exposure.
- (b) A notice under sub-paragraph (a) above may be given orally or in writing.
- (c) For the purposes of this Agreement a party has a Net Exposure in respect of the other party if the aggregate of all the first party's Transaction Exposures plus any amount payable to the first party under paragraph 5 but unpaid less the amount of any Net Margin provided to the first party exceeds the aggregate of all the other party's Transaction Exposures plus any amount payable to the other party under paragraph 5 but unpaid less the amount of any Net Margin provided to the other party; and the amount of the Net Exposure is the amount of the excess. For this purpose any amounts not denominated in the Base Currency shall be converted into the Base Currency at the Spot Rate prevailing at the relevant time.
- (d) To the extent that a party calling for a Margin Transfer has previously paid Cash Margin which has not been repaid or delivered Margin Securities in respect of which Equivalent Margin Securities have not been delivered to it, that party shall be entitled to require that such Margin Transfer be satisfied first by the repayment of such Cash Margin or the delivery of Equivalent Margin Securities but, subject to this, the composition of a Margin Transfer shall be at the option of the party making such Margin Transfer.
- (e) Any Cash Margin transferred shall be in the Base Currency or such other currency as the parties may agree.
- (f) A payment of Cash Margin shall give rise to a debt owing from the party receiving such payment to the party making such payment. Such debt shall bear interest at such rate, payable at such times, as may be specified in Annex I hereto in respect of the relevant currency or otherwise agreed between the parties, and shall be repayable subject to the terms of this Agreement.
- (g) Where Seller or Buyer becomes obliged under sub-paragraph (a) above to make a Margin Transfer, it shall transfer Cash Margin or Margin Securities or Equivalent Margin Securities within the minimum period specified in Annex I hereto or, if no period is there specified, such minimum period as is customarily required for the settlement or delivery of money, Margin Securities or Equivalent Margin Securities of the relevant kind.
- (h) The parties may agree that, with respect to any Transaction, the provisions of sub-paragraphs (a) to (g) above shall not apply but instead that margin may be provided



- separately in respect of that Transaction in which case -
- (i) that Transaction shall not be taken into account when calculating whether either party has a Net Exposure;
 - (ii) margin shall be provided in respect of that Transaction in such manner as the parties may agree; and
 - (iii) margin provided in respect of that Transaction shall not be taken into account for the purposes of sub-paragraphs (a) to (g) above.
- (i) The parties may agree that any Net Exposure which may arise shall be eliminated not by Margin Transfers under the preceding provisions of this paragraph but by the repricing of Transactions under sub-paragraph (j) below, the adjustment of Transactions under sub-paragraph (k) below or a combination of both these methods.
- (j) Where the parties agree that a Transaction is to be repriced under this sub-paragraph, such repricing shall be effected as follows -
- (i) the Repurchase Date under the relevant Transaction (the "Original Transaction") shall be deemed to occur on the date on which the repricing is to be effected (the "Repricing Date");
 - (ii) the parties shall be deemed to have entered into a new Transaction (the "Repriced Transaction") on the terms set out in (iii) to (vi) below;
 - (iii) the Purchased Securities under the Repriced Transaction shall be Securities equivalent to the Purchased Securities under the Original Transaction;
 - (iv) the Purchase Date under the Repriced Transaction shall be the Repricing Date;
 - (v) the Purchase Price under the Repriced Transaction shall be such amount as shall, when multiplied by the Margin Ratio applicable to the Original Transaction, be equal to the Market Value of such Securities on the Repricing Date;
 - (vi) the Repurchase Date, the Pricing Rate, the Margin Ratio and, subject as aforesaid, the other terms of the Repriced Transaction shall be identical to those of the Original Transaction;
 - (vii) the obligations of the parties with respect to the delivery of the Purchased Securities and the payment of the Purchase Price under the Repriced Transaction shall be set off against their obligations with respect to the delivery of Equivalent Securities and payment of the Repurchase Price under the Original Transaction and accordingly only a net cash sum shall be paid by one party to the other. Such net cash sum shall be paid within the period specified in sub-paragraph (g) above.



- (k) The adjustment of a Transaction (the "Original Transaction") under this sub-paragraph shall be effected by the parties agreeing that on the date on which the adjustment is to be made (the "Adjustment Date") the Original Transaction shall be terminated and they shall enter into a new Transaction (the "Replacement Transaction") in accordance with the following provisions -
- (i) the Original Transaction shall be terminated on the Adjustment Date on such terms as the parties shall agree on or before the Adjustment Date;
 - (ii) the Purchased Securities under the Replacement Transaction shall be such Securities as the parties shall agree on or before the Adjustment Date (being Securities the aggregate Market Value of which at the Adjustment Date is substantially equal to the Repurchase Price under the Original Transaction at the Adjustment Date multiplied by the Margin Ratio applicable to the Original Transaction);
 - (iii) the Purchase Date under the Replacement Transaction shall be the Adjustment Date;
 - (iv) the other terms of the Replacement Transaction shall be such as the parties shall agree on or before the Adjustment Date; and
 - (v) the obligations of the parties with respect to payment and delivery of Securities on the Adjustment Date under the Original Transaction and the Replacement Transaction shall be settled in accordance with paragraph 6 within the minimum period specified in sub-paragraph (g) above.

5. **Income Payments**

Unless otherwise agreed -

- (i) where the Term of a particular Transaction extends over an Income Payment Date in respect of any Securities subject to that Transaction, Buyer shall on the date such Income is paid by the issuer transfer to or credit to the account of Seller an amount equal to (and in the same currency as) the amount paid by the issuer;
- (ii) where Margin Securities are transferred from one party ("the first party") to the other party ("the second party") and an Income Payment Date in respect of such Securities occurs before Equivalent Margin Securities are transferred by the second party to the first party, the second party shall on the date such Income is paid by the issuer transfer to or credit to the account of the first party an amount equal to (and in the same currency as) the amount paid by the issuer;

and for the avoidance of doubt references in this paragraph to the amount of any Income paid by the issuer of any Securities shall be to an amount paid without any



withholding or deduction for or on account of taxes or duties notwithstanding that a payment of such Income made in certain circumstances may be subject to such a withholding or deduction.

6. **Payment and Transfer**

- (a) Unless otherwise agreed, all money paid hereunder shall be in immediately available freely convertible funds of the relevant currency. All Securities to be transferred hereunder (i) shall be in suitable form for transfer and shall be accompanied by duly executed instruments of transfer or assignment in blank (where required for transfer) and such other documentation as the transferee may reasonably request, or (ii) shall be transferred through the book entry system of Euroclear or Clearstream, or (iii) shall be transferred through any other agreed securities clearance system or (iv) shall be transferred by any other method mutually acceptable to Seller and Buyer.
- (b) Unless otherwise agreed, all money payable by one party to the other in respect of any Transaction shall be paid free and clear of, and without withholding or deduction for, any taxes or duties of whatsoever nature imposed, levied, collected, withheld or assessed by any authority having power to tax, unless the withholding or deduction of such taxes or duties is required by law. In that event, unless otherwise agreed, the paying party shall pay such additional amounts as will result in the net amounts receivable by the other party (after taking account of such withholding or deduction) being equal to such amounts as would have been received by it had no such taxes or duties been required to be withheld or deducted.
- (c) Unless otherwise agreed in writing between the parties, under each Transaction transfer of Purchased Securities by Seller and payment of Purchase Price by Buyer against the transfer of such Purchased Securities shall be made simultaneously and transfer of Equivalent Securities by Buyer and payment of Repurchase Price payable by Seller against the transfer of such Equivalent Securities shall be made simultaneously.
- (d) Subject to and without prejudice to the provisions of sub-paragraph 6(c), either party may from time to time in accordance with market practice and in recognition of the practical difficulties in arranging simultaneous delivery of Securities and money waive in relation to any Transaction its rights under this Agreement to receive simultaneous transfer and/or payment provided that transfer and/or payment shall, notwithstanding such waiver, be made on the same day and provided also that no such waiver in respect of one Transaction shall affect or bind it in respect of any other Transaction.
- (e) The parties shall execute and deliver all necessary documents and take all necessary steps to procure that all right, title and interest in any Purchased Securities, any Equivalent Securities, any Margin Securities and any Equivalent Margin Securities shall pass to the party to which transfer is being made upon transfer of the same in accordance with this Agreement, free from all liens, claims, charges and encumbrances.



- (f) Notwithstanding the use of expressions such as "*Repurchase Date*", "*Repurchase Price*", "*margin*", "*Net Margin*", "*Margin Ratio*" and "*substitution*", which are used to reflect terminology used in the market for transactions of the kind provided for in this Agreement, all right, title and interest in and to Securities and money transferred or paid under this Agreement shall pass to the transferee upon transfer or payment, the obligation of the party receiving Purchased Securities or Margin Securities being an obligation to transfer Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities.
- (g) Time shall be of the essence in this Agreement.
- (h) Subject to paragraph 10, all amounts in the same currency payable by each party to the other under any Transaction or otherwise under this Agreement on the same date shall be combined in a single calculation of a net sum payable by one party to the other and the obligation to pay that sum shall be the only obligation of either party in respect of those amounts.
- (i) Subject to paragraph 10, all Securities of the same issue, denomination, currency and series, transferable by each party to the other under any Transaction or hereunder on the same date shall be combined in a single calculation of a net quantity of Securities transferable by one party to the other and the obligation to transfer the net quantity of Securities shall be the only obligation of either party in respect of the Securities so transferable and receivable.
- (j) If the parties have specified in Annex I hereto that this paragraph 6(j) shall apply, each obligation of a party under this Agreement (other than an obligation arising under paragraph 10) is subject to the condition precedent that none of those events specified in paragraph 10(a) which are identified in Annex I hereto for the purposes of this paragraph 6(j) (being events which, upon the serving of a Default Notice, would be an Event of Default with respect to the other party) shall have occurred and be continuing with respect to the other party.

7. **Contractual Currency**

- (a) All the payments made in respect of the Purchase Price or the Repurchase Price of any Transaction shall be made in the currency of the Purchase Price (the "Contractual Currency") save as provided in paragraph 10(c)(ii). Notwithstanding the foregoing, the payee of any money may, at its option, accept tender thereof in any other currency, provided, however, that, to the extent permitted by applicable law, the obligation of the payer to pay such money will be discharged only to the extent of the amount of the Contractual Currency that such payee may, consistent with normal banking procedures, purchase with such other currency (after deduction of any premium and costs of exchange) for delivery within the customary delivery period for spot transactions in respect of the relevant currency.
- (b) If for any reason the amount in the Contractual Currency received by a party, including amounts received after conversion of any recovery under any judgment or



order expressed in a currency other than the Contractual Currency, falls short of the amount in the Contractual Currency due and payable, the party required to make the payment will, as a separate and independent obligation, to the extent permitted by applicable law, immediately transfer such additional amount in the Contractual Currency as may be necessary to compensate for the shortfall.

- (c) If for any reason the amount in the Contractual Currency received by a party exceeds the amount of the Contractual Currency due and payable, the party receiving the transfer will refund promptly the amount of such excess.

8. **Substitution**

- (a) A Transaction may at any time between the Purchase Date and Repurchase Date, if Seller so requests and Buyer so agrees, be varied by the transfer by Buyer to Seller of Securities equivalent to the Purchased Securities, or to such of the Purchased Securities as shall be agreed, in exchange for the transfer by Seller to Buyer of other Securities of such amount and description as shall be agreed ("New Purchased Securities") (being Securities having a Market Value at the date of the variation at least equal to the Market Value of the Equivalent Securities transferred to Seller).
- (b) Any variation under sub-paragraph (a) above shall be effected, subject to paragraph 6(d), by the simultaneous transfer of the Equivalent Securities and New Purchased Securities concerned.
- (c) A Transaction which is varied under sub-paragraph (a) above shall thereafter continue in effect as though the Purchased Securities under that Transaction consisted of or included the New Purchased Securities instead of the Securities in respect of which Equivalent Securities have been transferred to Seller.
- (d) Where either party has transferred Margin Securities to the other party it may at any time before Equivalent Margin Securities are transferred to it under paragraph 4 request the other party to transfer Equivalent Margin Securities to it in exchange for the transfer to the other party of new Margin Securities having a Market Value at the time of transfer at least equal to that of such Equivalent Margin Securities. If the other party agrees to the request, the exchange shall be effected, subject to paragraph 6(d), by the simultaneous transfer of the Equivalent Margin Securities and new Margin Securities concerned. Where either or both of such transfers is or are effected through a settlement system in circumstances which under the rules and procedures of that settlement system give rise to a payment by or for the account of one party to or for the account of the other party, the parties shall cause such payment or payments to be made outside that settlement system, for value the same day as the payments made through that settlement system, as shall ensure that the exchange of Equivalent Margin Securities and new Margin Securities effected under this sub-paragraph does not give rise to any net payment of cash by either party to the other.



9. Representations

Each party represents and warrants to the other that -

- (a) it is duly authorised to execute and deliver this Agreement, to enter into the Transactions contemplated hereunder and to perform its obligations hereunder and thereunder and has taken all necessary action to authorise such execution, delivery and performance;
- (b) it will engage in this Agreement and the Transactions contemplated hereunder (other than Agency Transactions) as principal;
- (c) the person signing this Agreement on its behalf is, and any person representing it in entering into a Transaction will be, duly authorised to do so on its behalf;
- (d) it has obtained all authorisations of any governmental or regulatory body required in connection with this Agreement and the Transactions contemplated hereunder and such authorisations are in full force and effect;
- (e) the execution, delivery and performance of this Agreement and the Transactions contemplated hereunder will not violate any law, ordinance, charter, by-law or rule applicable to it or any agreement by which it is bound or by which any of its assets are affected;
- (f) it has satisfied itself and will continue to satisfy itself as to the tax implications of the Transactions contemplated hereunder;
- (g) in connection with this Agreement and each Transaction -
 - (i) unless there is a written agreement with the other party to the contrary, it is not relying on any advice (whether written or oral) of the other party, other than the representations expressly set out in this Agreement;
 - (ii) it has made and will make its own decisions regarding the entering into of any Transaction based upon its own judgment and upon advice from such professional advisers as it has deemed it necessary to consult;
 - (iii) it understands the terms, conditions and risks of each Transaction and is willing to assume (financially and otherwise) those risks; and
- (h) at the time of transfer to the other party of any Securities it will have the full and unqualified right to make such transfer and that upon such transfer of Securities the other party will receive all right, title and interest in and to those Securities free of any lien, claim, charge or encumbrance.

On the date on which any Transaction is entered into pursuant hereto, and on each day on which Securities, Equivalent Securities, Margin Securities or Equivalent Margin Securities are to be transferred under any Transaction, Buyer and Seller shall each be



deemed to repeat all the foregoing representations. For the avoidance of doubt and notwithstanding any arrangements which Seller or Buyer may have with any third party, each party will be liable as a principal for its obligations under this Agreement and each Transaction.

10. Events of Default

- (a) If any of the following events (each an "Event of Default") occurs in relation to either party (the "Defaulting Party", the other party being the "non-Defaulting Party") whether acting as Seller or Buyer -
- (i) Buyer fails to pay the Purchase Price upon the applicable Purchase Date or Seller fails to pay the Repurchase Price upon the applicable Repurchase Date, and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
 - (ii) if the parties have specified in Annex I hereto that this sub-paragraph shall apply, Seller fails to deliver Purchased Securities on the Purchase Date or Buyer fails to deliver Equivalent Securities on the Repurchase Date, and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
 - (iii) Seller or Buyer fails to pay when due any sum payable under sub-paragraph (g) or (h) below, and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
 - (iv) Seller or Buyer fails to comply with paragraph 4 and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
 - (v) Seller or Buyer fails to comply with paragraph 5 and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
 - (vi) an Act of Insolvency occurs with respect to Seller or Buyer and (except in the case of an Act of Insolvency which is the presentation of a petition for winding-up or any analogous proceeding or the appointment of a liquidator or analogous officer of the Defaulting Party in which case no such notice shall be required) the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
 - (vii) any representations made by Seller or Buyer are incorrect or untrue in any material respect when made or repeated or deemed to have been made or repeated, and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
 - (viii) Seller or Buyer admits to the other that it is unable to, or intends not to, perform any of its obligations hereunder and/or in respect of any Transaction and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or



- (ix) Seller or Buyer is suspended or expelled from membership or participation in any securities exchange or association or other self regulating organisation, or suspended from dealing in securities by any government agency, or any of the assets of either Seller or Buyer or the assets of investors held by, or to the order of, Seller or Buyer are transferred or ordered to be transferred to a trustee by a regulatory authority pursuant to any securities regulating legislation and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party; or
- (x) Seller or Buyer fails to perform any other of its obligations hereunder and does not remedy such failure within 30 days after notice is given by the non-Defaulting Party requiring it to do so, and the non-Defaulting Party serves a Default Notice on the Defaulting Party;

then sub-paragraphs (b) to (f) below shall apply.

- (b) The Repurchase Date for each Transaction hereunder shall be deemed immediately to occur and, subject to the following provisions, all Cash Margin (including interest accrued) shall be immediately repayable and Equivalent Margin Securities shall be immediately deliverable (and so that, where this sub-paragraph applies, performance of the respective obligations of the parties with respect to the delivery of Securities, the payment of the Repurchase Prices for any Equivalent Securities and the repayment of any Cash Margin shall be effected only in accordance with the provisions of sub-paragraph (c) below).
- (c)
 - (i) The Default Market Values of the Equivalent Securities and any Equivalent Margin Securities to be transferred, the amount of any Cash Margin (including the amount of interest accrued) to be transferred and the Repurchase Prices to be paid by each party shall be established by the non-Defaulting Party for all Transactions as at the Repurchase Date; and
 - (ii) on the basis of the sums so established, an account shall be taken (as at the Repurchase Date) of what is due from each party to the other under this Agreement (on the basis that each party's claim against the other in respect of the transfer to it of Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities under this Agreement equals the Default Market Value therefor) and the sums due from one party shall be set off against the sums due from the other and only the balance of the account shall be payable (by the party having the claim valued at the lower amount pursuant to the foregoing) and such balance shall be due and payable on the next following Business Day. For the purposes of this calculation, all sums not denominated in the Base Currency shall be converted into the Base Currency on the relevant date at the Spot Rate prevailing at the relevant time.
- (d) For the purposes of this Agreement, the "Default Market Value" of any Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities shall be determined in accordance with



sub-paragraph (e) below, and for this purpose -

- (i) the "Appropriate Market" means, in relation to Securities of any description, the market which is the most appropriate market for Securities of that description, as determined by the non-Defaulting Party;
 - (ii) the "Default Valuation Time" means, in relation to an Event of Default, the close of business in the Appropriate Market on the fifth dealing day after the day on which that Event of Default occurs or, where that Event of Default is the occurrence of an Act of Insolvency in respect of which under paragraph 10(a) no notice is required from the non-Defaulting Party in order for such event to constitute an Event of Default, the close of business on the fifth dealing day after the day on which the non-Defaulting Party first became aware of the occurrence of such Event of Default;
 - (iii) "Deliverable Securities" means Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities to be delivered by the Defaulting Party;
 - (iv) "Net Value" means at any time, in relation to any Deliverable Securities or Receivable Securities, the amount which, in the reasonable opinion of the non-Defaulting Party, represents their fair market value, having regard to such pricing sources and methods (which may include, without limitation, available prices for Securities with similar maturities, terms and credit characteristics as the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities) as the non-Defaulting Party considers appropriate, less, in the case of Receivable Securities, or plus, in the case of Deliverable Securities, all Transaction Costs which would be incurred in connection with the purchase or sale of such Securities;
 - (v) "Receivable Securities" means Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities to be delivered to the Defaulting Party; and
 - (vi) "Transaction Costs" in relation to any transaction contemplated in paragraph 10(d) or (e) means the reasonable costs, commission, fees and expenses (including any mark-up or mark-down) that would be incurred in connection with the purchase of Deliverable Securities or sale of Receivable Securities, calculated on the assumption that the aggregate thereof is the least that could reasonably be expected to be paid in order to carry out the transaction;
- (e) (i) If between the occurrence of the relevant Event of Default and the Default Valuation Time the non-Defaulting Party gives to the Defaulting Party a written notice (a "Default Valuation Notice") which -
- (A) states that, since the occurrence of the relevant Event of Default, the non-Defaulting Party has sold, in the case of Receivable Securities, or purchased, in the case of Deliverable Securities, Securities which form



part of the same issue and are of an identical type and description as those Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities, and that the non-Defaulting Party elects to treat as the Default Market Value -

- (aa) in the case of Receivable Securities, the net proceeds of such sale after deducting all reasonable costs, fees and expenses incurred in connection therewith (provided that, where the Securities sold are not identical in amount to the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities, the non-Defaulting Party may either (x) elect to treat such net proceeds of sale divided by the amount of Securities sold and multiplied by the amount of the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities as the Default Market Value or (y) elect to treat such net proceeds of sale of the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities actually sold as the Default Market Value of that proportion of the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities, and, in the case of (y), the Default Market Value of the balance of the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities shall be determined separately in accordance with the provisions of this paragraph 10(e) and accordingly may be the subject of a separate notice (or notices) under this paragraph 10(e)(i)); or
- (bb) in the case of Deliverable Securities, the aggregate cost of such purchase, including all reasonable costs, fees and expenses incurred in connection therewith (provided that, where the Securities purchased are not identical in amount to the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities, the non-Defaulting Party may either (x) elect to treat such aggregate cost divided by the amount of Securities sold and multiplied by the amount of the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities as the Default Market Value or (y) elect to treat the aggregate cost of purchasing the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities actually purchased as the Default Market Value of that proportion of the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities, and, in the case of (y), the Default Market Value of the balance of the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities shall be determined separately in accordance with the provisions of this paragraph 10(e) and accordingly may be the subject of a separate notice (or notices) under this paragraph 10(e)(i));
- (B) states that the non-Defaulting Party has received, in the case of Deliverable Securities, offer quotations or, in the case of Receivable



Securities, bid quotations in respect of Securities of the relevant description from two or more market makers or regular dealers in the Appropriate Market in a commercially reasonable size (as determined by the non-Defaulting Party) and specifies -

- (aa) the price or prices quoted by each of them for, in the case of Deliverable Securities, the sale by the relevant market maker or dealer of such Securities or, in the case of Receivable Securities, the purchase by the relevant market maker or dealer of such Securities;
- (bb) the Transaction Costs which would be incurred in connection with such a transaction; and
- (cc) that the non-Defaulting Party elects to treat the price so quoted (or, where more than one price is so quoted, the arithmetic mean of the prices so quoted), after deducting, in the case of Receivable Securities, or adding, in the case of Deliverable Securities, such Transaction Costs, as the Default Market Value of the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities; or

(C) states -

- (aa) that either (x) acting in good faith, the non-Defaulting Party has endeavoured but been unable to sell or purchase Securities in accordance with sub-paragraph (i)(A) above or to obtain quotations in accordance with sub-paragraph (i)(B) above (or both) or (y) the non-Defaulting Party has determined that it would not be commercially reasonable to obtain such quotations, or that it would not be commercially reasonable to use any quotations which it has obtained under sub-paragraph (i)(B) above; and
- (bb) that the non-Defaulting Party has determined the Net Value of the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities (which shall be specified) and that the non-Defaulting Party elects to treat such Net Value as the Default Market Value of the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities,

then the Default Market Value of the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities shall be an amount equal to the Default Market Value specified in accordance with (A), (B)(cc) or, as the case may be, (C)(bb) above.



- (ii) If by the Default Valuation Time the non-Defaulting Party has not given a Default Valuation Notice, the Default Market Value of the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities shall be an amount equal to their Net Value at the Default Valuation Time; provided that, if at the Default Valuation Time the non-Defaulting Party reasonably determines that, owing to circumstances affecting the market in the Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities in question, it is not possible for the non-Defaulting Party to determine a Net Value of such Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities which is commercially reasonable, the Default Market Value of such Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities shall be an amount equal to their Net Value as determined by the non-Defaulting Party as soon as reasonably practicable after the Default Valuation Time.
- (f) The Defaulting Party shall be liable to the non-Defaulting Party for the amount of all reasonable legal and other professional expenses incurred by the non-Defaulting Party in connection with or as a consequence of an Event of Default, together with interest thereon at LIBOR or, in the case of an expense attributable to a particular Transaction, the Pricing Rate for the relevant Transaction if that Pricing Rate is greater than LIBOR.
- (g) If Seller fails to deliver Purchased Securities to Buyer on the applicable Purchase Date Buyer may -
- (i) if it has paid the Purchase Price to Seller, require Seller immediately to repay the sum so paid;
 - (ii) if Buyer has a Transaction Exposure to Seller in respect of the relevant Transaction, require Seller from time to time to pay Cash Margin at least equal to such Transaction Exposure;
 - (iii) at any time while such failure continues, terminate the Transaction by giving written notice to Seller. On such termination the obligations of Seller and Buyer with respect to delivery of Purchased Securities and Equivalent Securities shall terminate and Seller shall pay to Buyer an amount equal to the excess of the Repurchase Price at the date of Termination over the Purchase Price.
- (h) If Buyer fails to deliver Equivalent Securities to Seller on the applicable Repurchase Date Seller may -
- (i) if it has paid the Repurchase Price to Buyer, require Buyer immediately to repay the sum so paid;
 - (ii) if Seller has a Transaction Exposure to Buyer in respect of the relevant Transaction, require Buyer from time to time to pay Cash Margin at least equal to such Transaction Exposure;



- (iii) at any time while such failure continues, by written notice to Buyer declare that that Transaction (but only that Transaction) shall be terminated immediately in accordance with sub-paragraph (c) above (disregarding for this purpose references in that sub-paragraph to transfer of Cash Margin and delivery of Equivalent Margin Securities and as if references to the Repurchase Date were to the date on which notice was given under this sub-paragraph).
- (i) The provisions of this Agreement constitute a complete statement of the remedies available to each party in respect of any Event of Default.
- (j) Subject to paragraph 10(k), neither party may claim any sum by way of consequential loss or damage in the event of a failure by the other party to perform any of its obligations under this Agreement.
- (k) (i) Subject to sub-paragraph (ii) below, if as a result of a Transaction terminating before its agreed Repurchase Date under paragraphs 10(b), 10(g)(iii) or 10(h)(iii), the non-Defaulting Party, in the case of paragraph 10(b), Buyer, in the case of paragraph 10(g)(iii), or Seller, in the case of paragraph 10(h)(iii), (in each case the "first party") incurs any loss or expense in entering into replacement transactions, the other party shall be required to pay to the first party the amount determined by the first party in good faith to be equal to the loss or expense incurred in connection with such replacement transactions (including all fees, costs and other expenses) less the amount of any profit or gain made by that party in connection with such replacement transactions; provided that if that calculation results in a negative number, an amount equal to that number shall be payable by the first party to the other party.
- (ii) If the first party reasonably decides, instead of entering into such replacement transactions, to replace or unwind any hedging transactions which the first party entered into in connection with the Transaction so terminating, or to enter into any replacement hedging transactions, the other party shall be required to pay to the first party the amount determined by the first party in good faith to be equal to the loss or expense incurred in connection with entering into such replacement or unwinding (including all fees, costs and other expenses) less the amount of any profit or gain made by that party in connection with such replacement or unwinding; provided that if that calculation results in a negative number, an amount equal to that number shall be payable by the first party to the other party.
- (l) Each party shall immediately notify the other if an Event of Default, or an event which, upon the serving of a Default Notice, would be an Event of Default, occurs in relation to it.



11. Tax Event

- (a) This paragraph shall apply if either party notifies the other that -
- (i) any action taken by a taxing authority or brought in a court of competent jurisdiction (regardless of whether such action is taken or brought with respect to a party to this Agreement); or
 - (ii) a change in the fiscal or regulatory regime (including, but not limited to, a change in law or in the general interpretation of law but excluding any change in any rate of tax),

has or will, in the notifying party's reasonable opinion, have a material adverse effect on that party in the context of a Transaction.

- (b) If so requested by the other party, the notifying party will furnish the other with an opinion of a suitably qualified adviser that an event referred to in sub-paragraph (a)(i) or (ii) above has occurred and affects the notifying party.
- (c) Where this paragraph applies, the party giving the notice referred to in sub-paragraph (a) may, subject to sub-paragraph (d) below, terminate the Transaction with effect from a date specified in the notice, not being earlier (unless so agreed by the other party) than 30 days after the date of the notice, by nominating that date as the Repurchase Date.
- (d) If the party receiving the notice referred to in sub-paragraph (a) so elects, it may override that notice by giving a counter-notice to the other party. If a counter-notice is given, the party which gives the counter-notice will be deemed to have agreed to indemnify the other party against the adverse effect referred to in sub-paragraph (a) so far as relates to the relevant Transaction and the original Repurchase Date will continue to apply.
- (e) Where a Transaction is terminated as described in this paragraph, the party which has given the notice to terminate shall indemnify the other party against any reasonable legal and other professional expenses incurred by the other party by reason of the termination, but the other party may not claim any sum by way of consequential loss or damage in respect of a termination in accordance with this paragraph.
- (f) This paragraph is without prejudice to paragraph 6(b) (obligation to pay additional amounts if withholding or deduction required); but an obligation to pay such additional amounts may, where appropriate, be a circumstance which causes this paragraph to apply.

12. Interest

To the extent permitted by applicable law, if any sum of money payable hereunder or under any Transaction is not paid when due, interest shall accrue on the unpaid sum



as a separate debt at the greater of the Pricing Rate for the Transaction to which such sum relates (where such sum is referable to a Transaction) and LIBOR on a 360 day basis or 365 day basis in accordance with the applicable ISMA convention, for the actual number of days during the period from and including the date on which payment was due to, but excluding, the date of payment.

13. **Single Agreement**

Each party acknowledges that, and has entered into this Agreement and will enter into each Transaction hereunder in consideration of and in reliance upon the fact that all Transactions hereunder constitute a single business and contractual relationship and are made in consideration of each other. Accordingly, each party agrees (i) to perform all of its obligations in respect of each Transaction hereunder, and that a default in the performance of any such obligations shall constitute a default by it in respect of all Transactions hereunder, and (ii) that payments, deliveries and other transfers made by either of them in respect of any Transaction shall be deemed to have been made in consideration of payments, deliveries and other transfers in respect of any other Transactions hereunder.

14. **Notices and Other Communications**

- (a) Any notice or other communication to be given under this Agreement -
- (i) shall be in the English language, and except where expressly otherwise provided in this Agreement, shall be in writing;
 - (ii) may be given in any manner described in sub-paragraphs (b) and (c) below;
 - (iii) shall be sent to the party to whom it is to be given at the address or number, or in accordance with the electronic messaging details, set out in Annex I hereto.
- (b) Subject to sub-paragraph (c) below, any such notice or other communication shall be effective -
- (i) if in writing and delivered in person or by courier, at the time when it is delivered;
 - (ii) if sent by telex, at the time when the recipient's answerback is received;
 - (iii) if sent by facsimile transmission, at the time when the transmission is received by a responsible employee of the recipient in legible form (it being agreed that the burden of proving receipt will be on the sender and will not be met by a transmission report generated by the sender's facsimile machine);
 - (iv) if sent by certified or registered mail (airmail, if overseas) or the equivalent (return receipt requested), at the time when that mail is delivered or its delivery is attempted;



- (v) if sent by electronic messaging system, at the time that electronic message is received;

except that any notice or communication which is received, or delivery of which is attempted, after close of business on the date of receipt or attempted delivery or on a day which is not a day on which commercial banks are open for business in the place where that notice or other communication is to be given shall be treated as given at the opening of business on the next following day which is such a day.

(c) If -

- (i) there occurs in relation to either party an event which, upon the service of a Default Notice, would be an Event of Default; and
- (ii) the non-Defaulting Party, having made all practicable efforts to do so, including having attempted to use at least two of the methods specified in sub-paragraph (b)(ii), (iii) or (v), has been unable to serve a Default Notice by one of the methods specified in those sub-paragraphs (or such of those methods as are normally used by the non-Defaulting Party when communicating with the Defaulting Party),

the non-Defaulting Party may sign a written notice (a "Special Default Notice") which -

- (aa) specifies the relevant event referred to in paragraph 10(a) which has occurred in relation to the Defaulting Party;
- (bb) states that the non-Defaulting Party, having made all practicable efforts to do so, including having attempted to use at least two of the methods specified in sub-paragraph (b)(ii), (iii) or (v), has been unable to serve a Default Notice by one of the methods specified in those sub-paragraphs (or such of those methods as are normally used by the non-Defaulting Party when communicating with the Defaulting Party);
- (cc) specifies the date on which, and the time at which, the Special Default Notice is signed by the non-Defaulting Party; and
- (dd) states that the event specified in accordance with sub-paragraph (aa) above shall be treated as an Event of Default with effect from the date and time so specified.

On the signature of a Special Default Notice the relevant event shall be treated with effect from the date and time so specified as an Event of Default in relation to the Defaulting Party, and accordingly references in paragraph 10 to a Default Notice shall be treated as including a Special Default Notice. A Special Default Notice shall be given to the Defaulting Party as soon as practicable after it is signed.



- (d) Either party may by notice to the other change the address, telex or facsimile number or electronic messaging system details at which notices or other communications are to be given to it.

15. Entire Agreement; Severability

This Agreement shall supersede any existing agreements between the parties containing general terms and conditions for Transactions. Each provision and agreement herein shall be treated as separate from any other provision or agreement herein and shall be enforceable notwithstanding the unenforceability of any such other provision or agreement.

16. Non-assignability; Termination

- (a) Subject to sub-paragraph (b) below, neither party may assign, charge or otherwise deal with (including without limitation any dealing with any interest in or the creation of any interest in) its rights or obligations under this Agreement or under any Transaction without the prior written consent of the other party. Subject to the foregoing, this Agreement and any Transactions shall be binding upon and shall inure to the benefit of the parties and their respective successors and assigns.
- (b) Sub-paragraph (a) above shall not preclude a party from assigning, charging or otherwise dealing with all or any part of its interest in any sum payable to it under paragraph 10(c) or (f) above.
- (c) Either party may terminate this Agreement by giving written notice to the other, except that this Agreement shall, notwithstanding such notice, remain applicable to any Transactions then outstanding.
- (d) All remedies hereunder shall survive Termination in respect of the relevant Transaction and termination of this Agreement.
- (e) The participation of any additional member State of the European Union in economic and monetary union after 1 January 1999 shall not have the effect of altering any term of the Agreement or any Transaction, nor give a party the right unilaterally to alter or terminate the Agreement or any Transaction.

17. Governing Law

This Agreement shall be governed by and construed in accordance with the laws of England. Buyer and Seller hereby irrevocably submit for all purposes of or in connection with this Agreement and each Transaction to the jurisdiction of the Courts of England.

Party A hereby appoints the person identified in Annex I hereto as its agent to receive on its behalf service of process in such courts. If such agent ceases to be its agent,



Party A shall promptly appoint, and notify Party B of the identity of, a new agent in England.

Party B hereby appoints the person identified in Annex I hereto as its agent to receive on its behalf service of process in such courts. If such agent ceases to be its agent, Party B shall promptly appoint, and notify Party A of the identity of, a new agent in England.

Each party shall deliver to the other, within 30 days of the date of this Agreement in the case of the appointment of a person identified in Annex I or of the date of the appointment of the relevant agent in any other case, evidence of the acceptance by the agent appointed by it pursuant to this paragraph of such appointment.

Nothing in this paragraph shall limit the right of any party to take proceedings in the courts of any other country of competent jurisdiction.

18. **No Waivers, etc.**

No express or implied waiver of any Event of Default by either party shall constitute a waiver of any other Event of Default and no exercise of any remedy hereunder by any party shall constitute a waiver of its right to exercise any other remedy hereunder. No modification or waiver of any provision of this Agreement and no consent by any party to a departure herefrom shall be effective unless and until such modification, waiver or consent shall be in writing and duly executed by both of the parties hereto. Without limitation on any of the foregoing, the failure to give a notice pursuant to paragraph 4(a) hereof will not constitute a waiver of any right to do so at a later date.

19. **Waiver of Immunity**

Each party hereto hereby waives, to the fullest extent permitted by applicable law, all immunity (whether on the basis of sovereignty or otherwise) from jurisdiction, attachment (both before and after judgment) and execution to which it might otherwise be entitled in any action or proceeding in the Courts of England or of any other country or jurisdiction, relating in any way to this Agreement or any Transaction, and agrees that it will not raise, claim or cause to be pleaded any such immunity at or in respect of any such action or proceeding.

20. **Recording**

The parties agree that each may electronically record all telephone conversations between them.

21. **Third Party Rights**

No person shall have any right to enforce any provision of this Agreement under the Contracts (Rights of Third Parties) Act 1999.



[Name of Party]

[Name of Party]

By _____

By _____

Title _____

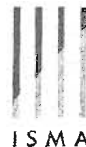
Title _____

Date _____

Date _____



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ANNEX I

Supplemental Terms or Conditions

Paragraph references are to paragraphs in the Agreement.

1. The following elections shall apply -

[(a) paragraph 1(c)(i). Buy/Sell Back Transactions [may/may not] be effected under this Agreement, and accordingly the Buy/Sell Back Annex [shall/shall not] apply.]*

[(b) paragraph 1(c)(ii). Transactions in Net Paying Securities [may/may not] be effected under this Agreement, and accordingly the provisions of sub-paragraphs (i) and (ii) below [shall/shall not] apply.

(i) The phrase "other than equities and Net Paying Securities" shall be replaced by the phrase "other than equities".

(ii) In the Buy/Sell Back Annex the following words shall be added to the end of the definition of the expression "IR": "and for the avoidance of doubt the reference to the amount of Income for these purposes shall be to an amount paid without withholding or deduction for or on account of taxes or duties notwithstanding that a payment of such Income made in certain circumstances may be subject to such a withholding or deduction".]*

[(c) paragraph 1(d). Agency Transactions [may/may not] be effected under this Agreement, and accordingly the Agency Annex [shall/shall not] apply.]*

(d) paragraph 2(d). The Base Currency shall be: _____.

(e) paragraph 2(p). [list Buyer's and Seller's Designated Offices]

(f) paragraph 2(cc). The pricing source for calculation of Market Value shall be: _____.

(g) paragraph 2(rr). Spot rate to be: _____.

(h) paragraph 3(b). [Seller/Buyer/both Seller and Buyer]* to deliver Confirmation.

(i) paragraph 4(f). Interest rate on Cash Margin to be []% for _____ currency.
[]% for _____ currency.

Interest to be payable [payment intervals and dates].

(j) paragraph 4(g). Delivery period for margin calls to be: _____.

* Delete as appropriate



- [(k) paragraph 6(j). Paragraph 6(j) shall apply and the events specified in paragraph 10(a) identified for the purposes of paragraph 6(j) shall be those set out in sub paragraphs [] of paragraph 10(a) of the Agreement.]*
- [(l) paragraph 10(a)(ii). Paragraph 10(a)(ii) shall apply.]*
- (m) paragraph 14. For the purposes of paragraph 14 of this Agreement -
- (i) Address for notices and other communications for Party A -
- Address:
 Attention:
 Telephone:
 Facsimile:
 Telex:
 Answerback:
 Other:
- (ii) Address for notices and other communications for Party B -
- Address:
 Attention:
 Telephone:
 Facsimile:
 Telex:
 Answerback:
 Other:
- [(n) paragraph 17. For the purposes of paragraph 17 of this Agreement -
- (i) Party A appoints [] as its agent for service of process;
- (ii) Party B appoints [] as its agent for service of process.]*

* Delete as appropriate



2. The following supplemental terms and conditions shall apply -

[Existing Transactions

- (a) The parties agree that this Agreement shall apply to all transactions which are subject to the PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement between them dated _____ and which are outstanding as at the date of this Agreement so that such transactions shall be treated as if they had been entered into under this Agreement, and the terms of such transactions are amended accordingly with effect from the date of this Agreement.]*

[Forward Transactions

- (b) The parties agree that Forward Transactions (as defined in sub-paragraph (i)(A) below) may be effected under this Agreement and accordingly the provisions of sub-paragraphs (i) to (iv) below shall apply.
- (i) The following definitions shall apply -
- (A) "Forward Transaction", a Transaction in respect of which the Purchase Date is at least [three] Business Days after the date on which the Transaction was entered into and has not yet occurred;
- (B) "Forward Repricing Date", with respect to any Forward Transaction the date which is such number of Business Days before the Purchase Date as is equal to the minimum period for the delivery of margin applicable under paragraph 4(g).
- (ii) The Confirmation relating to any Forward Transaction may describe the Purchased Securities by reference to a type or class of Securities, which, without limitation, may be identified by issuer or class of issuers and a maturity or range of maturities. Where this paragraph applies, the parties shall agree the actual Purchased Securities not less than two Business Days before the Purchase Date and Buyer or Seller (or both), as shall have been agreed, shall promptly deliver to the other party a Confirmation which shall describe such Purchased Securities.
- (iii) At any time between the Forward Repricing Date and the Purchase Date for any Forward Transaction the parties may agree either -
- (A) to adjust the Purchase Price under that Forward Transaction; or
- (B) to adjust the number of Purchased Securities to be sold by Seller to Buyer under that Forward Transaction.

* Delete as appropriate

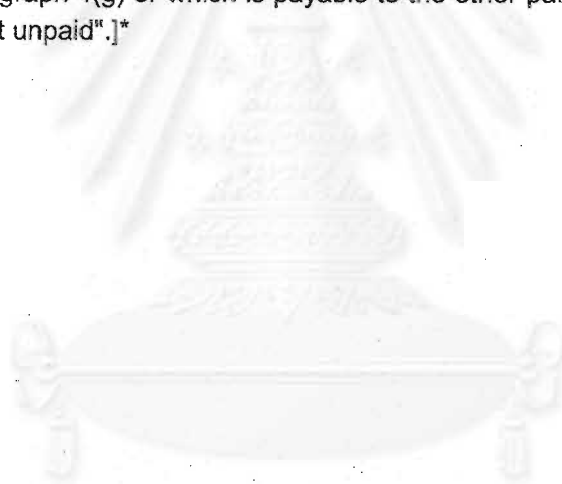


- (iv) Where the parties agree to an adjustment under paragraph (iii) above, Buyer or Seller (or both), as shall have been agreed, shall promptly deliver to the other party a Confirmation of the Forward Transaction, as adjusted under paragraph (iii) above.
- (c) Where the parties agree that this paragraph shall apply, paragraphs 2 and 4 of the Agreement are amended as follows.
- (i) Paragraph 2(ww) is deleted and replaced by the following -
- "(ww) "Transaction Exposure" means -
- (i) with respect to any Forward Transaction at any time between the Forward Repricing Date and the Purchase Date, the difference between (A) the Market Value of the Purchased Securities at the relevant time and (B) the Purchase Price;
 - (ii) with respect to any Transaction at any time during the period (if any) from the Purchase Date to the date on which the Purchased Securities are delivered to Buyer or, if earlier, the date on which the Transaction is terminated under paragraph 10(g), the difference between (A) the Market Value of the Purchased Securities at the relevant time and (B) the Repurchase Price at the relevant time;
 - (iii) with respect to any Transaction at any time during the period from the Purchase Date (or, if later, the date on which the Purchased Securities are delivered to Buyer or the Transaction is terminated under paragraph 10(g)) to the Repurchase Date (or, if later, the date on which Equivalent Securities are delivered to Seller or the Transaction is terminated under paragraph 10(h)), the difference between (A) the Repurchase Price at the relevant time multiplied by the applicable Margin Ratio (or, where the Transaction relates to Securities of more than one description to which different Margin Ratios apply, the amount produced by multiplying the Repurchase Price attributable to Equivalent Securities of each such description by the applicable Margin Ratio and aggregating the resulting amounts, the Repurchase Price being for this purpose attributed to Equivalent Securities of each such description in the same proportions as those in which the Purchase Price was apportioned among the Purchased Securities) and (B) the Market Value of Equivalent Securities at the relevant time.

In each case, if (A) is greater than (B), Buyer has a Transaction Exposure for that Transaction equal to the excess, and if (B) is greater than (A), Seller has a Transaction Exposure to Buyer equal to the excess."



- (ii) In paragraph 4(c) -
- (aa) the words "any amount payable to the first party under paragraph 5 but unpaid" are deleted and replaced by "any amount which will become payable to the first party under paragraph 5 during the period after the time at which the calculation is made which is equal to the minimum period for the delivery of margin applicable under paragraph 4(g) or which is payable to the first party under paragraph 5 but unpaid"; and
- (bb) the words "any amount payable to the other party under paragraph 5 but unpaid" are deleted and replaced by "any amount which will become payable to the other party under paragraph 5 during the period after the time at which the calculation is made which is equal to the minimum period for the delivery of margin applicable under paragraph 4(g) or which is payable to the other party under paragraph 5 but unpaid".]*



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

* Delete as appropriate



ANNEX II

Form of Confirmation

To: _____

From: _____

Date: _____

Subject: [Repurchase][Buy/Sell Back]* Transaction
(Reference Number: _____)

Dear Sirs,

The purpose of this [letter][facsimile][telex], a "Confirmation" for the purposes of the Agreement, is to set forth the terms and conditions of the above repurchase transaction entered into between us on the Contract Date referred to below.

This Confirmation supplements and forms part of, and is subject to, the Global Master Repurchase Agreement as entered into between us as of [] as the same may be amended from time to time (the "Agreement"). All provisions contained in the Agreement govern this Confirmation except as expressly modified below. Words and phrases defined in the Agreement and used in this Confirmation shall have the same meaning herein as in the Agreement.

1. Contract Date:
2. Purchased Securities [state type[s] and nominal value[s]]:
3. CUSIP, ISIN or other identifying number[s]:
4. Buyer:
5. Seller:
6. Purchase Date:
7. Purchase Price:
8. Contractual Currency:
- [9. Repurchase Date]:*
- [10. Terminable on demand]:*
11. Pricing Rate:

* Delete as appropriate



[12. Sell Back Price:]*

13. Buyer's Bank Account[s] Details:

14. Seller's Bank Account[s] Details:

[15. The Transaction is an Agency Transaction. [Name of Agent] is acting as agent for [name or identifier of Principal]]:*

[16. Additional Terms]:*

Yours faithfully,



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

* Delete as appropriate

October 2000

TBMA/ISMA GLOBAL MASTER REPURCHASE AGREEMENT
(2000 VERSION)

THAILAND ANNEX

Supplemental terms and conditions for Thai domestic transactions¹

1. Scope

In the event that the Securities in a Repurchase Transaction or Buy/Sell Back Transaction are securities issued by a Thai company and traded in Thailand, the following provisions shall apply.

2. Interpretation

Words and phrases defined in the Agreement and used in this Annex shall have the same meaning herein as in the Agreement. In the event of any conflict between the terms of this Annex and the terms of the Agreement, the terms of this Annex shall prevail.

3. Act of Insolvency

In the event that both Buyer and Seller are of Thai nationality, the wordings "as referred to in section 3 of the Insolvency Act 1986" in paragraph 2(a)(vi) shall be deleted.

4. Confirmation

The Confirmation required under paragraph 3(b), whether in the form of Annex II attached to the Agreement or in any other form as agreed by the parties, must be signed by both Buyer and Seller.

5. Governing Law

In the event that both Buyer and Seller are of Thai nationality, paragraph 17 shall be amended by replacing the existing provisions with the following wordings: "This Agreement shall be governed by and construed in accordance with the laws of Thailand."

6. Waiver of Immunity

In the event that both Buyer and Seller are of Thai nationality, the reference to "Courts of England" in paragraph 19 shall be replaced by "Courts of Thailand."

¹ The provisions contained in this Thailand Annex shall be incorporated in Annex I in addition to the other supplemental provisions as may be agreed between the parties.

TBMA/ISMA GLOBAL MASTER REPURCHASE AGREEMENT (2000 VERSION)

Guidance Notes to the Thailand Annex

These guidance notes:

- are designed to provide users of the Thailand Annex with information on its content and general information about the effect of Thai laws on the Agreement;
- do not form part of the Agreement; and
- discuss certain, but not all, of the provisions of the Thailand Annex.

A. INTRODUCTION

1. Purposes of Recommendations

The Thailand Annex has been prepared by the Task Force on the Repurchase Market under the Domestic Bond Market Development Committee (the "Committee") appointed by the Ministry of Finance of Thailand. The Thailand Annex is designed to be incorporated as part of Annex I to the Agreement with respect to repurchase transactions involving securities issued by a Thai company and traded in Thailand (the "Transaction"). For successful enforcement of the Agreement and the Thai Supplemental Terms or Conditions, the Transactions must be characterized by Thai court as being in the nature of purchase and sale transactions (which makes no distinction between a repurchase transaction and a buy and sell back transaction) as opposed to financing transactions. Due to the lack of judicial precedents in Thailand, the Agreement and the Thailand Annex have been recommended by the Thai Bond Dealing Centre for use by all persons dealing with repurchase transactions involving securities issued by a Thai company and traded in Thailand. This will be with a view to securing favorable rulings from Thai courts for the enforcement of the Agreement and the Thailand Annex, if tested in court, as a purchase and sale transaction as opposed to collateralized loan. Although the Thai Bond Dealing Centre takes the view that the Agreement as supplemented by the Thailand Annex should be viewed by Thai courts, a Thai law legal point of view, as a purchase and sale transaction and not a collateralized loan, there has been no judicial precedent on this issue in Thailand.

In arranging the Transactions and in completing the Agreement, it is advisable that the parties thereto also read the Guidance Notes for Use with the TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement (2000 Version) and seek further legal advice where appropriate. Neither the Committee nor the Thai Bond Dealing Centre accepts any responsibility for consequences resulting from the use of the Agreement and/or the Thai Annex by any person.



2. Other Commercial Terms

The Thailand Annex is not intended to limit parties' freedom to incorporate other commercial terms and additional issues which may arise subject to appropriate consideration and advice. In the event that the Transaction is agreed upon by the parties to be in the nature of buy and sell back, a careful review of commercial terms provided in Buy/Sell Back Annex is highly recommended.

3. Taxation

Taxation on a Transaction and other matters related thereto which is governed by the Agreement as supplemented by the Thailand Annex is more favorable than those carried out by the relevant parties based on other forms of arrangements or agreements. If the Agreement and the Thailand Annex are used by parties outside Thailand or parties who are subject to taxation regimes other than those of Thailand, taxation advice in the relevant jurisdictions should be sought.

B. INFORMATION ON CONTENTS

1. Confirmation

The Confirmation must be signed by both Buyer and Seller in order to avoid the risk that the Thai court may reject enforcement of the Transaction against Buyer or Seller who fails to perform its obligations under the Agreement due to lack of the required evidence. Under Thai law, an agreement to sell or buy property in such nature as the Securities is not enforceable in court unless there is written evidence signed by the party liable or unless earnest is given or there is part performance.

2. Governing Law

In the event that both Buyer and Seller are of Thai nationality, Thai law must be the governing law of the Agreement. In case Buyer and Seller are of different nationalities and one of them is Thai, the parties may choose to have Thai law, English law (as originally provided in the Agreement) or any other foreign law as the governing law of the Agreement. In the event that English law or any other foreign law is the governing law, the Thai court will apply English law or such foreign law to the essential elements and effects of the Agreement and the Thailand Annex to the extent that English law or such foreign law is proven to its satisfaction and is not considered contrary to the public order or good morals of the people of Thailand. The scope of the public order and good morals of the people of Thailand are issues to be interpreted by the court on a case by case basis. There has been no judicial precedent on whether or not any of the provisions contained in the Agreement if enforced in accordance with English law or a foreign law are deemed to be contrary to the public order or good morals of the people of Thailand. In addition, there is no basis under

Thai law for submission to the jurisdiction of a court of any authority outside Thailand, therefore, the validity and binding effect under Thai law of the submission by a person to the jurisdiction of a foreign court and of the waivers to objections to forum is uncertain.

Any judgment obtained in the courts of England or any other foreign countries would not be enforced as such by the Courts of Thailand, but such judgment may, at the discretion of the Courts of Thailand, be admitted as evidence of an obligation in new proceedings instituted in the Courts of Thailand, which would judge the issue on the evidence before it.

C. GENERAL INFORMATION ON THAI LAW

1. General Law Affecting Transactions

The rights and obligations of the parties to the Agreement may be limited by applicable statutes of limitation, bankruptcy, insolvency, liquidation, reorganization, moratorium, or other laws of general application of Thailand relating to or affecting the rights of creditors, or may be subject to defense of set-off or counterclaim.

2. Contractual Currency

Under Thai law, where a money debt is expressed in a foreign currency, payment may be made in Thai currency. In such case, conversion will be based on the current rate of exchange at the place of payment at the time of payment. In addition, in rendering judgement or order enforcing the Agreement, the Courts of Thailand may, within its discretion, require payments in appropriate foreign currency or in Thai currency. There has been no judicial precedent on the enforceability under Thai law of the provision concerning currency indemnity contained in the Agreement.

3. Language

In general, Thai law requires that documents in foreign languages be translated into Thai language in order to be admissible as evidence in the courts of Thailand. Nevertheless, if the case is brought to the Central Bankruptcy Court or Central Intellectual Property and International Trade Court, documents in English language may be admitted by the Court should the parties agree not to translate them and the Court is of the opinion that such documents are not evidence in the major issue of the case.

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาววรรณรัตน์ จันทร์แสงทอง สำเร็จการศึกษาปริญญาตรีนิติศาสตรบัณฑิต (เกียรตินิยมอันดับสอง) จากคณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และได้รับประกาศนียบัตรหลักสูตรวิชาว่าความ จากสำนักฝึกอบรมวิชาว่าความแห่งสภานายความ เมื่อปี พ.ศ. 2542 และได้ศึกษาต่อปริญญาโท หลักสูตรนิติศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชากฎหมายเอกชนและธุรกิจที่คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อปี พ.ศ. 2543 นอกจากนี้ ได้ทำงานในตำแหน่งนิติกรสายกฎหมาย ธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อปี พ.ศ. 2543-2544 และตำแหน่งพนักงานวิเคราะห์ฝ่ายผู้จัดการใหญ่ ธนาคารกรุงเทพ เมื่อปี พ.ศ. 2544-2545 ปัจจุบันทำงานในตำแหน่งนิติกรส่วนงานกฎหมาย ฝ่ายนิติกร บริษัทบริหารสินทรัพย์ไทย



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย