

มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ  
: กรณีการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่



บทคัดย่อและแฟ้มข้อมูลฉบับเต็มของวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ปีการศึกษา 2554 ที่ให้บริการในคลังปัญญาจุฬาฯ (CUIR)  
เป็นแฟ้มข้อมูลของนิสิตเจ้าของวิทยานิพนธ์ ที่ส่งผ่านทางบัณฑิตวิทยาลัย

The abstract and full text of theses from the academic year 2011 in Chulalongkorn University Intellectual Repository (CUIR)  
are the thesis authors' files submitted through the University Graduate School.

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชากฎหมายการเงินและภาษีอากร  
คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

MEASURES FOR THE PROTECTION OF REPURCHASE AGREEMENT IN BANKRUPTCY  
AND REORGANIZATION PROCEEDING: A CASE OF THE AVOIDANCE OF FRAUDULENT ACTS  
AND PREFERENCES

Mr. Chutasak Panuprapan



A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Laws Program in Finance and Tax Laws

Faculty of Law

Chulalongkorn University

Academic Year 2016

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้  
กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ: กรณีการเพิก  
ถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่

โดย

นายจุฑาศักดิ์ ภาณุประพันธ์

สาขาวิชา

กฎหมายการเงินและภาษีอากร

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง  
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

.....คณบดีคณะนิติศาสตร์

(ศาสตราจารย์ ดร.นันทวัฒน์ บรมานันท์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ

(ศาสตราจารย์ พิเศษ ไพฑูรย์ คงสมบูรณ์)

.....อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ)

.....กรรมการ

(ศาสตราจารย์ พิเศษ วิศิษฎ์ วิศิษฎ์สรอรรถ)

.....กรรมการ

(อาจารย์ไกรสร บารมีอวยชัย)



# # 5886169834 : MAJOR FINANCE AND TAX LAWS

KEYWORDS: REPURCHASE AGREEMENT / FRAUDULENT ACTS / PREFERENCES

CHUTASAK PANUPRAPAN: MEASURES FOR THE PROTECTION OF REPURCHASE AGREEMENT IN BANKRUPTCY AND REORGANIZATION PROCEEDING: A CASE OF THE AVOIDANCE OF FRAUDULENT ACTS AND PREFERENCES. ADVISOR: ASST. PROF. DR.PATANAPORN KOWPATANAKIT, 323 pp.

The repurchase agreement is the agreement that supports financial liquidity management of the private sector to be flexible and effective as well as being the monetary policy through the open market operations of the Bank of Thailand.

This thesis focuses on the concepts and characteristic of repurchase agreement, bankruptcy and reorganization laws, avoidance of fraudulent acts and preferences under bankruptcy and reorganization proceeding.

According to the study, it is found that the certainty, predictability, and finality of the bankruptcy and reorganization procedures on the transfers of assets and payments of repurchase agreement is the factor that helps reducing and preventing the systemic risk which would cause chain damage in the financial system and promote financial stability and economic growth. However, the enforcement of the provisions of laws on the avoidance of fraudulent acts and preferences under the Bankruptcy Act B.E. 2483 and the avoidance of fraudulent acts under the Civil and Commercial Code on the transfer of assets and payment under the repurchase agreement can pose the systemic risk to the financial system.

Thus, this thesis proposes the exemption of enforceability the avoidance of fraudulent acts and preferences under the Bankruptcy Act B.E. 2483 and the Civil and Commercial Code for the payment and transfer of assets under the repurchase agreement with specifying the characteristics of agreement to be exempted and the exceptions for actual fraudulent intent including the guidelines in recovering the properties from the counterparty.

Field of Study: Finance and Tax Laws      Student's Signature .....

Academic Year: 2016      Advisor's Signature .....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ลงได้ด้วยการทุ่มเทกำลังกาย กำลังใจ และความวิริยะอุตสาหะกว่าครั้งใด ๆ ในชีวิตการศึกษาของผู้เขียน อย่างไรก็ดี หากปราศจากซึ่งบุคคลดังต่อไปนี้แล้ว วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ก็คงไม่อาจสำเร็จลงได้

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พัฒนพร โกวพัฒน์กิจ ที่กรุณารับเป็นที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ และได้กรุณาให้คำปรึกษาและแนะนำตั้งแต่การนำเสนอหัวข้อ การจัดทำโครงร่างวิทยานิพนธ์ และทำเนื้อหาในวิทยานิพนธ์ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ศาสตราจารย์พิเศษไพฑูริย์ คงสมบูรณ์ ที่รับเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และให้ข้อชี้แนะแนวทางในการวิเคราะห์เปรียบเทียบที่เป็นประโยชน์ยิ่ง ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ศาสตราจารย์พิเศษวิชัญญ์ วิชิษฐ์สรอรรถ ชี้นะแนวการศึกษาเกี่ยวกับสัญญาทางการเงินและกฎหมายต่างประเทศในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ อาจารย์ไกรสร บารมีอวยชัย ที่ให้คำแนะนำ การทำวิทยานิพนธ์ในหัวข้อกฎหมายล้มละลาย สละเวลาที่มีค่ายิ่งเพื่อรับฟังและให้คำชี้แนะ ข้อความคิด และข้อเสนอแนะต่าง ๆ แก่ผู้เขียนด้วยความเมตตาเสมอมา

ผู้เขียนขอบพระคุณ คุณนาฏอนงค์ ชมพงษ์ ที่ให้การสนับสนุนการศึกษาต่อในระดับปริญญาโท ณ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ขอขอบคุณกำลังใจและความห่วงใยของเพื่อนๆ พี่ ๆ และน้อง ๆ ที่บริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) ตลอดช่วงระยะเวลาการศึกษาในระดับปริญญาโทนี้

ผู้เขียนขอบพระคุณ คุณวีรากร สำราญเวทย์ สำหรับความรู้ วิธีปฏิบัติ และหนังสือเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีประโยชน์ยิ่งต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอขอบคุณ คุณสุขุม แสนแก้วทอง สำหรับกำลังใจและความห่วงใยที่ตีเสมอมา ขอขอบคุณเพื่อน ๆ รุ่นพี่ และรุ่นน้องในหลักสูตรการเงินและภาษีอากรรุ่น 7 ที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในความช่วยเหลือ ความห่วงใย กำลังใจตลอดระยะเวลาที่เรียนด้วยกัน และขอขอบคุณบรรดาเพื่อน ๆ กลุ่มพีพีจีที่ไม่อาจเอ่ยนาม ณ ที่นี้ได้ สำหรับความเข้าใจและคำแนะนำการใช้ชีวิตทางการศึกษาในระดับปริญญาโท

ท้ายที่สุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อและคุณแม่ที่มอบชีวิตและร่างกายที่สมบูรณ์ ให้อบรมสั่งสอนและชี้แนะแนวทางการดำเนินชีวิต ทำให้ผู้เขียนมีความรักดีและใส่ใจในการศึกษา ขอขอบคุณญาติ พี่ น้อง ของผู้เขียนได้ให้กำลังใจและสนับสนุนกำลังใจและยอมรับในการตัดสินใจของผู้เขียนตลอดมา ขอกราบขอบพระคุณในความรัก กำลังใจและความห่วงใยที่มีให้ ผู้เขียนอย่างหาที่สุดมิได้

## สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ง
สารบัญรูปภาพ.....	จ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	7
1.3 สมมติฐานในการวิจัย.....	7
1.4 วิธีการศึกษาวิจัย.....	8
1.5 ขอบเขตของการวิจัย.....	8
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	9
บทที่ 2 แนวคิดเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ และการเพิกถอนการโอนทรัพย์สิน ภายใต้ กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ.....	10
2.1 แนวคิดเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์.....	10
2.1.1 ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์.....	11
2.1.1.1 ลักษณะและรูปแบบของสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์.....	11
2.1.1.2 ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดการเงิน ภาคเอกชน.....	17
2.1.1.3 ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ในการดำเนิน นโยบายการเงินของธนาคารกลาง.....	22
2.1.2 การปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงิน.....	30

2.1.2.1 ความสัมพันธ์ของสัญญาทางการเงินกับกระบวนการล้มละลาย.....	30
2.1.2.2 ความสำคัญของเสถียรภาพของระบบการเงิน และความเสี่ยงต่อระบบ (Systemic Risk).....	32
2.1.2.2.1 เสถียรภาพของระบบการเงิน.....	32
2.1.2.2.2 ความเสี่ยงต่อระบบในตลาดการเงิน.....	34
2.1.2.3 แนวความคิดเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงิน .....	41
2.1.2.3.1 การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงิน (Payment Finality).....	42
2.1.2.3.2 การชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี (Netting) .....	50
2.1.2.3.3 การคุ้มกันจากกฎหมายการล้มละลาย (Safe Harbour).....	55
2.1.3 สัญญาสำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์.....	59
2.1.3.1 สัญญามาตรฐานสำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (Global Master Repurchase Agreement).....	60
2.1.3.2 สารสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์.....	62
2.1.3.2.1 การส่งมอบหลักทรัพย์และการชำระราคา.....	62
2.1.3.2.2 การรักษาและชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรม.....	64
2.1.3.2.3 ผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย.....	66
2.1.3.2.4 เหตุผิดสัญญาและการเลิกสัญญา.....	67
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินภายใต้กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ...	69
2.2.1 แนวคิดและวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ .....	69
2.2.1.1 แนวคิดและวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลาย.....	70
2.2.1.2 แนวคิดและวัตถุประสงค์ของกฎหมายฟื้นฟูกิจการ.....	75
2.2.2 การควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ในกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ .....	77
2.2.2.1 การเพิกถอนการฉ้อฉล .....	79
2.2.2.1.1 ความหมายและลักษณะของการฉ้อฉล .....	79



2.2.2.1.2 หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลาย และฟื้นฟูกิจการ .....	92
2.2.2.2 การเพิกถอนการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ .....	95
2.2.2.2.1 ลักษณะและความหมายของการให้เปรียบเจ้าหนี้ .....	96
2.2.2.2.2 หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ในคดีล้มละลาย และฟื้นฟูกิจการ .....	98
2.2.3 พัฒนาการของการเพิกถอนการฉ้อฉล และการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ตาม กฎหมายล้มละลายไทย .....	108
2.2.3.1 พัฒนาการของการเพิกถอนการฉ้อฉล .....	109
2.2.3.2 พัฒนาการของการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ .....	119
บทที่ 3 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการใน ต่างประเทศ.....	125
3.1 หลักเกณฑ์ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา.....	125
3.1.1 บทบาทและความสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา .....	125
3.1.2 ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา.....	126
3.1.3 หลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลายและ ฟื้นฟูกิจการ.....	129
3.1.3.1 ความคุ้มกันสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ .....	131
3.1.3.2 การเพิกถอนการฉ้อฉล .....	136
3.1.3.3 การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ .....	143
3.1.4 กรณีศึกษาการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลาย .....	149
3.2 หลักเกณฑ์ของ International Institute for the Unification of Private Law .....	154
3.2.1 หลักการตาม Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions .....	155

3.2.1.1	ขอบเขตและเงื่อนไขการบังคับใช้ของหลักการ Close-Out Netting.....	157
3.2.1.2	หลักการปฏิบัติการตามข้อกำหนดการ Close-Out Netting .....	163
3.2.2	การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักการ Close-Out Netting.....	167
3.3	หลักเกณฑ์ตามกฎเกณฑ์ของสหภาพยุโรป .....	167
3.3.1	กฎเกณฑ์ตาม Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems .....	169
3.3.1.1	แนวคิดต่อการดำเนินการของ Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems .....	170
3.3.1.2	ขอบเขตการใช้บังคับของ Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems .....	172
3.3.1.3	หลักเกณฑ์ในกระบวนการล้มละลาย.....	174
3.3.2	หลักเกณฑ์ตาม Regulation (EU) 2015/848 on insolvency proceedings .....	177
3.4	หลักเกณฑ์ตามหลักการกฎหมายล้มละลายของธนาคารโลก.....	178
3.4.1	หลักการ Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems .....	179
3.4.1.1	การปฏิบัติต่อหนี้ตามสัญญา.....	179
3.4.1.2	การยกเลิกเพิกถอนธุรกรรม .....	180
บทที่ 4	วิเคราะห์การปฏิบัติ ปัญหา และแนวทางที่เหมาะสมสำหรับการปฏิบัติต่อ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในประเทศไทย .....	183
4.1	การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ .....	183
4.1.1	การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉล.....	183
4.1.2	การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนให้เปรียบ .....	197
4.1.3	การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. ....	206

4.1.3.1 การเพิกถอนการฉ้อฉล.....	207
4.1.3.2 การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้.....	209
4.2 ปัญหาการปฏิบัติต่อการโอนทรัพย์สินและสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามกฎหมาย ล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ.....	222
4.2.1 ปัญหาต่อวัตถุประสงค์ของการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์.....	223
4.2.2 จุดมุ่งหมายของกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ.....	226
4.2.3 ปัญหาต่อเสถียรภาพทางการเงินและความเสี่ยงต่อระบบ.....	229
4.3 มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เหมาะสมภายใต้กระบวนการล้มละลายและ ฟื้นฟูกิจการ.....	231
4.3.1 การปฏิบัติต่อธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นก่อนเวลาที่เริ่มต้นกระบวนการ ล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ.....	232
4.3.2 การปฏิบัติต่อธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นหลังจากเวลาที่เริ่มต้นกระบวนการ ล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ.....	238
4.3.3 ขอบเขตของมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์.....	241
4.3.4 ข้อยกเว้นการคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์.....	247
4.3.5 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ให้ความคุ้มครองไปโดยสำคัญผิด.....	251
บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....	257
5.1 บทสรุป.....	257
5.2 ข้อเสนอแนะ.....	268
รายการอ้างอิง.....	273
ภาคผนวก.....	286
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	323

## สารบัญตาราง

ตารางที่ 1	มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555-2559.....	3
ตารางที่ 2	มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในสหภาพยุโรป .....	21
ตารางที่ 3	มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภาคเอกชนในประเทศไทย .....	21
ตารางที่ 4	มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีของธนาคารแห่งประเทศไทย .....	30
ตารางที่ 5	หน้าที่ของคู่สัญญา ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์และวันซื้อคืนหลักทรัพย์ .....	184
ตารางที่ 6	การเปรียบเทียบลักษณะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยลักษณะของสัญญากู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกันและสัญญาซื้อขาย.....	220



## สารบัญรูภาพ

ภาพที่ 1	หน้าที่ของคู่สัญญาซื้อคินหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์.....	12
ภาพที่ 2	หน้าที่ของคู่สัญญาซื้อคินหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคินหลักทรัพย์ .....	13



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สัญญาทางการเงินประเภทหนึ่งในตลาดการเงินซึ่งใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำและเป็นเครื่องมือในการลงทุน<sup>1</sup> โดยใช้กลไกของการทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์และมีสัญญาว่าจะซื้อและขายหลักทรัพย์นั้นหรือหลักทรัพย์อื่นที่มีมูลค่าเทียบเท่าคืนในภายหลัง<sup>2</sup> และมีกระบวนการประเมินความเสี่ยงของคู่สัญญาตลอดระยะเวลาของสัญญาเพื่อให้มั่นใจว่าหลักทรัพย์ที่ทำสัญญาซื้อขายนั้นจะเป็นหลักประกันที่เพียงพอและคุ้มกับจำนวนเงินที่ซื้อขายกันจริง นอกจากนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงินผ่านตลาดการเงิน (Open market operations) ของธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อรักษาสภาพคล่องทางการเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินให้อยู่ในสถานะสมดุลและมีเสถียรภาพ และรักษาปริมาณเงินในประเทศให้อยู่ในระดับและเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่เหมาะสม<sup>3</sup> ตามสภาพเศรษฐกิจ เพื่อส่งเสริมการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงเป็นเครื่องมือทางการเงินที่สำคัญในการส่งผ่านสภาพคล่องทางการเงินในระบบการเงินสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เช่นนี้ กลไกการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงจำเป็นที่ต้องสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับสัญญา มีกลไกการจัดการกับความเสี่ยงที่เหมาะสม และมีความคาดหมายได้และความแน่นอนนิติสัมพันธ์ตามสัญญา

กลไกและข้อกำหนดที่นำมาใช้บังคับกับนิติสัมพันธ์ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมที่เกิดแก่คู่สัญญาอันเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ การใช้วิธีการชำระหนี้หักบัญชี (Netting) ในการส่งมอบและชำระราคาหลักทรัพย์ และการชำระหนี้เพื่อปิด

---

<sup>1</sup> Michael D. Bolton, "Repurchase agreement transactions in securities investor protection act proceedings," *Fordham Urban Law Journal* 15, 2 (1987): p. 366.

<sup>2</sup> Ahmad Al Rushoud and Mansour Al Saeed, "Repurchase agreements in financial markets: financial and legal prospective," *Arab Law Quarterly* 22, 2 (2008): p. 114.

<sup>3</sup> นันทพล พงษ์ไพบูลย์ และ ปริญญา ดิเรตติวัฒน์, *กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย*, อัญญา ชันฉวีรักษ์, บรรณาธิการ, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2549), หน้า 142-167.

ฐานะธุรกรรม (Close-out Netting) เมื่อมีเหตุผิดสัญญา การใช้สัญญามาตรฐาน (Master Agreement) และลักษณะสัญญา Single Agreement เพื่อลดความเสี่ยงจากการเลือกรับสัญญาในกระบวนการล้มละลายและฟันฟูกิจการ (Cherry Picking) ความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ของคู่สัญญา ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อระบบ (Systemic risk) ต่อระบบการเงิน นอกจากนี้ ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์จะดำเนินการผ่านหน่วยงานต่าง ๆ ในตลาดการเงินท้องถิ่นหรือกฎหมายกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ เช่น องค์กรด้านการหักบัญชี องค์กรด้านการรับฝากและขึ้นทะเบียนหลักทรัพย์ ธนาคารกลาง เป็นต้น ทำให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเสี่ยงต่ำ คู่สัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้องเชื่อมั่นได้ว่าสิทธิและหน้าที่ภายใต้สัญญาจะได้รับการปฏิบัติอย่างครบถ้วนและถูกต้อง

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะและแนวปฏิบัติที่ส่งเสริมความมีประสิทธิภาพของตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์ และมีกลไกที่มีความสำคัญต่อการลดความเสี่ยงและรับประกันความมีประสิทธิภาพของตลาดการเงิน<sup>4</sup> นอกจากนี้ การปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับระบบการชำระเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเป็นไปอย่างราบรื่นและต่อเนื่อง<sup>5</sup> และส่งเสริมความมีประสิทธิภาพของระบบการเงิน<sup>6</sup> โดยขึ้นอยู่กับความเหมาะสมของโครงสร้างทางกฎหมายในระบบการชำระเงิน ความแน่นอนและความมีประสิทธิภาพของกฎหมายล้มละลาย<sup>7</sup> ซึ่งความแน่นอนนี้ทำให้กลไกการจัดสรรสภาพคล่องและเงินทุน และการดำเนินกิจกรรม

<sup>4</sup> Bank for International Settlements, Implications of repo markets for central banks, Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, 9 March 1999, Available from: <http://www.bis.org/publ/cgfs10.pdfpp>. 3-4.

<sup>5</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "20 เรื่องน่ารู้เกี่ยวกับรพท." [ออนไลน์] เข้าถึงเมื่อ 10 ธันวาคม 2559. แหล่งที่มา: [www.bot.or.th/Thai/Documents/BOTBooklet\\_250413.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/Documents/BOTBooklet_250413.pdf) หน้า 11.

<sup>6</sup> Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, Financial sector assessment program-experience with the assessment of systemically important payment systems, the International Monetary Fund and the World Bank, April 19, 2002, Available from: <https://www.imf.org/external/np/mae/pay/2002/eng/041902.pdf> p. 6

<sup>7</sup> Massimo Cirasino and Jose Antonio Garcia, Measuring payment system development, Financial infrastructure series, Payment Systems Policy and Research, the World Bank, Washington, DC, 2008, Available from: <http://documents.worldbank.org/curated/en/790981468147564125/pdf/490030WP0Measu10Box338937B01PUBLIC1.pdf> p. 19.

ทางเศรษฐกิจเป็นไปมีประสิทธิภาพ<sup>8</sup> และเป็นประโยชน์ต่อเสถียรภาพทางการเงิน<sup>9</sup> อย่างไรก็ตาม การบังคับใช้มาตรการเพิกถอนการโอนภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการต่อสัญญาทางการเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดความไม่แน่นอนเกิดขึ้น<sup>10</sup> เช่นนี้ จึงมีการพัฒนาโลกและมาตรการเพื่อลดความเสี่ยงในรูปแบบต่าง ๆ เช่น การคุ้มครองความสิ้นสุดของการโอนเงิน การชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี และความคุ้มกันภายใต้กฎหมายล้มละลาย ซึ่งได้รับการยอมรับและนำมาใช้บังคับในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาทางการเงินที่มีความสำคัญและเป็นภาคส่วนหนึ่งในตลาดการเงินที่ใหญ่ที่สุดในโลก เนื่องจากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สามารถใช้ในการบริหารสภาพคล่องอย่างมีประสิทธิภาพ ยืดหยุ่น และมีความเสี่ยงต่ำ สำหรับในประเทศไทยสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถูกนำมาใช้ในตลาดการเงินอย่างแพร่หลายทั้งภาครัฐ คือ ธนาคารแห่งประเทศไทยในรูปแบบธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral repurchase transactions) และในภาคเอกชน คือ ธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private repo) สามารถพิจารณามูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ดังนี้

**ตารางที่ 1** มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555-2559

ประเภทธุรกรรม	มูลค่าการทำธุรกรรม (ล้านบาท)				
	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2558	พ.ศ. 2557	พ.ศ. 2556	พ.ศ. 2555
รัฐ	209,116.6	192,921.7	188,435.7	166,278.6	152,746.1
เอกชน	44,404.8	30,485.3	31,619.7	27,831.3	28,402.9

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ธนาคารกรุงเทพ, ธนาคารแห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้

อย่างไรก็ดี เมื่อบุคคลเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ ตามบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 กำหนดให้บุคคลเช่นว่านั้นถูกจำกัดสิทธิในการจัดการทรัพย์สินและกิจการของตนเอง และเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผน (แล้วแต่

<sup>8</sup> Bank for International Settlements, Insolvency arrangements and contract enforceability, Report of the Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System, September 2002, Available from: <https://www.bis.org/publ/gten06c.pdf> p. 8.

<sup>9</sup> Ibid., p. 35.

<sup>10</sup> Ibid., p. 27.



กรณี) มีอำนาจในการจัดการและรวบรวมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ และเพิกถอนการโอนทรัพย์สินและการกระทำของลูกหนี้ ได้แก่ การเพิกถอนการฉ้อฉล การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ ซึ่งให้อำนาจเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผนร้องขอต่อศาลให้เพิกถอนนิติกรรมหรือการกระทำที่เกี่ยวกับสิทธิในทรัพย์สินของลูกหนี้ได้ รวมถึงการเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เมื่อพิจารณาแล้ว การโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ของคู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ได้แก่

1. การโอนหลักทรัพย์และชำระราคา ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์และวันซื้อคืนหลักทรัพย์
2. การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย
3. การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์
4. การ Close-out Netting

หากคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ การโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกรณีดังกล่าวข้างต้น อาจถูกเพิกถอนได้ด้วยเหตุดังนี้

1 การเพิกถอนการฉ้อฉล กล่าวคือ ธุรกรรมการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินถือเป็นการฉ้อฉลในสิทธิเกี่ยวกับทรัพย์สิน หากคู่สัญญาทั้งฝ่ายผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์รู้ว่าการโอนหลักทรัพย์เช่นว่านั้นจะทำให้เจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้ฝ่ายผู้โอนต้องเสียเปรียบ หรือเป็นการให้โดยเสนหาโดยไม่มีค่าตอบแทน เช่น กรณีการโอนมาร์จิ้น และการโอนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์คืนให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ เป็นต้น อาจถูกพิจารณาว่าเป็นนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉล และถูกเพิกถอนได้ในกระบวนการล้มละลายตามมาตรา 113 และกระบวนการฟื้นฟูกิจการตามมาตรา 90/40 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 รวมถึงถูกเพิกถอนได้ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลตามมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

2 การให้เปรียบเจ้าหนี้ กล่าวคือ ธุรกรรมการกระทำหรือโอนทรัพย์สินอาจถูกพิจารณาว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้ เนื่องจากคู่สัญญาฝ่ายรับโอนกรรมสิทธิ์มีสถานะเป็นเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ซึ่งมีอยู่ก่อนการทำธุรกรรมชดเชยความเสี่ยง หากลูกหนี้มีความผูกพันที่ต้องชำระให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นในกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ และได้ทำการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งในระหว่างระยะเวลา 3 เดือน หรือระยะเวลา 1 ปี (กรณีผู้รับโอนเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและ

ภายหลังนั้น โดยลูกหนี้ผู้โอนมีเจตนามุ่งหมายให้เจ้าหนี้ผู้รับโอนได้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่นในกระบวนการล้มละลายหรือกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ซึ่งผู้รับโอนไม่จำเป็นต้องรู้ถึงข้อเท็จจริงที่เป็น การให้เปรียบเจ้าหนี้ เช่นนี้ จตุกรรมอาจถูกเพิกถอนได้ในกระบวนการล้มละลายตามมาตรา 115 และ กระบวนการฟื้นฟูกิจการตามมาตรา 90/41 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

การที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการและไม่สามารถชำระหนี้ได้ และการโอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ตามสัญญาอาจถูกเพิกถอนได้ ย่อมทำให้สถานะของคู่สัญญาอีกฝ่ายเกิดความไม่แน่นอนและไม่สามารถคาดหมายได้ กระทบความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงินต่อสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และโดยที่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องและเชื่อมโยงโดยตรงต่อสภาพคล่องในตลาดการเงิน การที่คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้รับการชำระหนี้อย่างถูกต้องและสิทธิในทรัพย์สินที่ได้รับไว้ถูกเพิกถอน อาจส่งผลกระทบต่อคู่สัญญาตามสัญญาอื่น ๆ และทำให้เกิดการผิติดต่อเนื่องกันระหว่างคู่สัญญาในตลาดการเงิน และอาจทำให้ผู้มีส่วนร่วมอื่น ๆ ในตลาดเกิดภาวะขาดกระแสเงินสด และอาจเป็นเหตุทำให้คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งและสถาบันทางการเงินประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินซึ่งถือเป็นความเสี่ยงเชิงระบบ<sup>11</sup>

นอกจากนี้ วัตถุประสงค์ที่สำคัญของกฎหมายล้มละลาย คือ การสร้างความแน่นอนให้เกิดขึ้นในตลาดเพื่อส่งเสริมเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ<sup>12</sup> การที่สิทธิของคู่สัญญาในสัญญาทางการเงินถูกเพิกถอนเมื่อคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการจะทำให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพในระบบการเงินและระบบกฎหมายล้มละลายเนื่องจากการเพิกถอนเป็นการสร้างความไม่แน่นอนซึ่งสร้างแรงกระตุ้นให้เจ้าหนี้เร่งใช้สิทธิฟ้องร้องบังคับคดีส่งผลในความสามารถในการเพิ่มมูลค่ากองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดลง ลูกหนี้ขาดโอกาสในการแก้ไขปัญหาทางการเงิน เจ้าหนี้โดยรวมได้รับความเสียหาย และความเสียหายอาจลุกลามไปยังผู้มีส่วนร่วมในตลาดในรูปแบบความเสี่ยงต่อระบบ<sup>13</sup> โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเชื่อมโยงและเกี่ยวข้องโดยตรงกับสภาพคล่องทางการเงินในตลาดการเงินและมีผู้เกี่ยวข้องหลายฝ่ายซึ่งความไม่

<sup>11</sup> United Nations Commission on International Trade Law, Uncitral legislative guide on insolvency law (New York: United Nations, 2004). p. 157.

<sup>12</sup> Ibid., p. 10.

<sup>13</sup> Bank for International Settlements, Insolvency arrangements and contract enforceability, p. 35.

สมบูรณ์ในการชำระหนี้ตามสัญญาอันเนื่องมาจากการเพิกถอนสิทธิภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบได้ เช่นนี้ การเพิกถอนสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยไม่คำนึงถึงบทบาทความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และผลกระทบจากการเพิกถอน จะทำให้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการสร้างความแน่นอนในตลาดการเงินเพื่อเสริมสร้างเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และเพิ่มมูลค่าของทรัพย์สินของลูกหนี้

เมื่อพิจารณาจากบทบัญญัติของพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 แล้วเห็นว่าไม่ปรากฏหลักเกณฑ์การดำเนินการต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไว้เป็นการเฉพาะ และแม้จะมีกฎหมายเฉพาะกำหนดไม่ให้นำการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการมาใช้กับสัญญาทางการเงิน คือ พระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายล่วงหน้า พ.ศ. 2546 แต่จำกัดเฉพาะสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ได้กระทำในศูนย์ซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า และไม่สามารถบังคับใช้กับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ซึ่งมีลักษณะเป็นสัญญาทางการเงินเหมือนกันได้ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาจากหลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ตามกฎหมายล้มละลายของต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกาซึ่งกำหนดให้สิทธิตามสัญญาของคู่สัญญาในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะไม่ถูกเพิกถอนภายใต้ด้วยกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ<sup>14</sup> Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ของ UNIDROIT ที่กำหนดให้การชำระหนี้หักบัญชีแบบ Close-out Netting ตามสัญญาทางการเงินจะไม่ตกอยู่ภายใต้การเพิกถอน<sup>15</sup> ซึ่งสอดคล้องกับ Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ที่ใช้บังคับในสหภาพยุโรปที่กำหนดให้กระบวนการล้มละลายที่ดำเนินการต่อผู้มีส่วนร่วมไม่กระทบต่อคำสั่งการโอนเงินและการชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี<sup>16</sup> ข้อยกเว้นการเช่นว่านั้นเป็นไปเพื่อการลดความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นในตลาดการเงิน และเพื่อให้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการสามารถส่งเสริมความแน่นอนให้เกิดขึ้นในตลาดการเงิน เพื่อส่งเสริมเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

<sup>14</sup> § 559 of Title 11 U.S. Code.

<sup>15</sup> Principle 7 (1) of Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions.

<sup>16</sup> Article 7 of Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems.

ด้วยเหตุผลดังกล่าวข้างต้น จึงควรศึกษาและทำความเข้าใจแนวคิด ความสำคัญ และหลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในกรณีการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ โดยเปรียบเทียบกับกฎหมายต่างประเทศและหลักการขององค์การระหว่างประเทศ เพื่อกำหนดมาตรการในการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในกรณีการเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ อันจะทำให้การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์บรรลุวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลายในการสร้างความแน่นอนของนิติสัมพันธ์ในตลาดการเงิน เสถียรภาพของตลาดการเงิน และระบบเศรษฐกิจโดยรวม

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษารูปแบบ โครงสร้าง บทบาทและความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดเงิน รวมถึงแนวความคิดในการปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงินและสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

1.2.2 เพื่อศึกษาแนวความคิด วัตถุประสงค์ และหลักเกณฑ์การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายประเทศไทย

1.2.3 เพื่อศึกษาวิธีการปฏิบัติต่อการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของลูกหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการเพิกถอนการโอนในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ได้แก่ การเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ และกระบวนการเพิกถอนการฉ้อฉลทางแพ่งทางตามกฎหมายประเทศไทย

1.2.4 เพื่อศึกษาแนวความคิดและวิธีการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ รวมถึงการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายต่างประเทศ

1.2.5 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัญหาในการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายไทย

1.2.6 เพื่อวิเคราะห์และเสนอแนวทางที่เหมาะสมในการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

## 1.3 สมมติฐานในการวิจัย

การเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลาย และฟื้นฟูกิจการตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ทำให้สิทธิที่เกิดจากการโอน

กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของลูกหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (Repurchase Agreement หรือ Repo) ได้แก่ การโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และการชำระหนี้จากผลของการ Close-out Netting เกิดความไม่แน่นอนในสิทธิและกระทบต่อเชื่อมั่นของคู่สัญญาและผู้เกี่ยวข้องในตลาดการเงิน และการเพิกถอนจะก่อให้เกิดการขาดสภาพคล่องและการผิตนั้ระหว่างกันของคู่สัญญาในตลาดการเงินเป็นทอด ๆ ซึ่งส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงินได้ จึงควรยกเว้นการบังคับใช้บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้กับการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

#### 1.4 วิธีการศึกษาวิจัย

ศึกษาด้วยวิธีวิจัยเอกสารโดยรวบรวมจากข้อมูลจากตัวบทกฎหมาย ประกาศ ระเบียบ วิธีปฏิบัติ คำพิพากษา หนังสือ บทความ และเอกสารทางวิชาการ โดยมุ่งศึกษาปัญหาที่จะเกิดขึ้นในทางปฏิบัติ และความเป็นไปได้จากบทเรียนวิกฤติทางเศรษฐกิจและกรณีศึกษาที่เคยเกิดขึ้นในต่างประเทศ และวิเคราะห์กฎหมายเกี่ยวกับการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของประเทศไทยในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติต่อสัญญาและการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ โดยเปรียบเทียบกับกฎหมายล้มละลายในต่างประเทศ และหลักการขององค์การระหว่างประเทศเพื่อวิเคราะห์และกำหนดมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการสำหรับกรณีการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ในประเทศไทยต่อไป

#### 1.5 ขอบเขตของการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มุ่งศึกษาเฉพาะการเพิกถอนการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ใช้ในธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภาคเอกชน (Private Repo) คือ Global Master Repurchase Agreement (GMRA) และหลักเกณฑ์การทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีของธนาคารแห่งประเทศไทย (Bilateral Repurchase Transactions) ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้แก่ การเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ และการเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ โดยศึกษาเปรียบเทียบกับกฎหมายต่างประเทศและหลักการขององค์การระหว่างประเทศ ได้แก่ Title 11 of U.S. Code ของสหรัฐอเมริกา หลักการเกี่ยวกับการปฏิบัติการชำระหนี้ด้วยวิธีหักบัญชีเพื่อล้าง

สถานะบัญชี (Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions) ของ UNIDRIOT ข้อบังคับว่าด้วยผลสิ้นสุดของการชำระดุลในระบบการชำระเงินและการชำระดุล หลักทรัพย์ (Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems) ของสหภาพยุโรป และหลักการสำหรับระบบการล้มละลาย และเจ้าหนี้หรือ ลูกหนี้ที่มีประสิทธิภาพ (Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems) ของธนาคารโลก เพื่อเสนอมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในกรณีการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้

## 1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 ทำให้ทราบถึงรูปแบบ โครงสร้าง บทบาทและความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ในตลาดเงิน รวมถึงแนวความคิดในการปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงินและสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

1.6.2 ทำให้ทราบถึงแนวความคิด วัตถุประสงค์ และหลักเกณฑ์การเพิกถอนการโอน ทรัพย์สินของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายประเทศไทย ได้แก่ การ เพิกถอนด้วยเหตุการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้

1.6.3 ทำให้ทราบถึงการปฏิบัติต่อการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟู กิจการตามกฎหมายประเทศไทย

1.6.4 ทำให้ทราบถึงแนวความคิดและการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และธุรกรรม ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ รวมถึงการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ในกระบวนการ ล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายต่างประเทศ

1.6.5 ทำให้ทราบถึงปัญหาในการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของลูกหนี้ใน กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายไทย

1.6.6 ทำให้ทราบแนวทางที่เหมาะสมในการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของลูกหนี้ใน ตลาดการเงินตามกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

## บทที่ 2

### แนวคิดเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ และการเพิกถอนการโอนทรัพย์สิน ภายใต้กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

#### 2.1 แนวคิดเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์

เศรษฐกิจภายใต้ระบบตลาดเสรี (Free market economy) ภาคธุรกิจดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจเพื่อการแสวงหากำไรสูงสุดและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ ด้วยการจัดหาปัจจัยทางการผลิต และกระจายหรือจำหน่ายสินค้าและบริการสู่ผู้บริโภค การดำเนินกลยุทธ์ทางธุรกิจ การขยายกิจการมีแนวทางที่หลากหลาย ซึ่งจำเป็นต้องใช้เงินทุนในการขับเคลื่อนธุรกิจ<sup>17</sup> ภาคธุรกิจอาศัยกลไกการจัดสรรเงินทุนจากผู้มีเงินออมหรือผู้ลงทุนที่ส่งผ่านไปยังภาคธุรกิจหรือผู้ต้องการเงินทุนผ่านกลไกของตลาดเพื่อใช้ในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ บทบาทหน้าที่ซึ่งพึ่งพาต่อกันเพื่อส่งเสริมเงินทุนและสภาพคล่องนี้ เรียกว่า ระบบการเงิน (Financial system) ระบบการเงินทำให้เกิดการหมุนเวียนของเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ โดยมีตลาดการเงินเป็นสถานที่ซึ่งมีการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงิน และสนับสนุนการสร้างความราคาสินทรัพย์ทางการเงิน ซึ่งเป็นช่องทางในการจัดสรรเงินออมเข้าสู่ภาคเงินทุน โดยระบบการเงินนั้นมีบทบาทครอบคลุมการส่งเสริมการออม การสนับสนุนการระดมทุน การเป็นการคลังเพื่อรักษาความมั่นคง การให้บริการด้านการชำระราคา การประเมินเครดิต การเสนอช่องทางในการบริหารความเสี่ยง และการเป็นส่วนหนึ่งของเครื่องมือรัฐในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ<sup>18</sup> ระบบการเงินจึงเป็นกลไกสำคัญในการจัดสรรทรัพยากรระหว่างภาคธุรกิจจากผู้มีเงินออมไปยังผู้ที่ต้องการเงินทุน ซึ่งจะก่อให้เกิดการลงทุน การผลิต และการจ้างงาน อันเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจของประเทศเจริญเติบโตและมีเสถียรภาพ

ธุรกรรมภายใต้ตลาดการเงินเป็นเครื่องมือทางการเงินในการระดมทุนและบริหารความเสี่ยงด้านการเงินในระบบการเงิน และโดยทั่วไปการเข้าทำธุรกรรมทางการเงินนั้นมีต้นทุนทางการเงินและภาระดอกเบี้ยอันก่อให้เกิดต้นทุนในการดำเนินกิจการของภาคธุรกิจ หากตลาดการเงินอยู่ในสภาวะที่ขาดสภาพคล่องและมีปัจจัยที่ส่งผลเสียต่อเศรษฐกิจหรือมีการแข่งขันสูงในภาคธุรกิจ ภาคธุรกิจอาจ

<sup>17</sup> ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพฯ: บุญศิริการพิมพ์, 2547), หน้า 1-4.

<sup>18</sup> อัญญา ชันวิทย์, กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2549), หน้า 4-18.

ไม่มีความสามารถในการรับภาระต้นทุนทางการเงินหรือหาแหล่งเงินทุนหรือสภาพคล่องที่เหมาะสมได้ ย่อมก่อให้เกิดปัญหาในการระดมเงินทุนของภาคธุรกิจ และก่อให้เกิดปัญหาทางการเงินในระบบการเงินขึ้นได้ เช่นนี้ การพัฒนาเครื่องมือทางการเงินเพื่อบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นในตลาดการเงินให้มีประสิทธิภาพและน่าเชื่อถือจึงเป็นสิ่งสำคัญและจำเป็นในระบบการเงิน

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์และมีข้อตกลงซื้อคืนหลักทรัพย์ในภายหลัง ลักษณะโครงสร้างของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะคล้ายการให้กู้ยืมเงินโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน และมีกระบวนการในการประเมินความเสี่ยงของธุรกรรมและชดเชยความเสี่ยง ทำให้สัญญามีความเสี่ยงที่ต่ำ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีอัตราต่ำกว่าดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดทั่วไป และต้นทุนทางการเงินของผู้เข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต่ำตามไปด้วย สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงเป็นเครื่องมือทางการเงินในตลาดการเงินที่ใช้ในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นที่มีประสิทธิภาพของภาคเอกชน ในขณะเดียวกัน สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังเป็นเครื่องมือที่สำคัญของธนาคารกลางในการดำเนินนโยบายทางการเงิน เพื่อดูแลสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินให้อยู่ในสถานะสมดุลเหมาะสมกับทิศทางเศรษฐกิจ อันจะส่งผลให้ระบบการเงินของประเทศไทยมีเสถียรภาพ และส่งเสริมความเจริญทางเศรษฐกิจ

### 2.1.1 ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาทางการเงินมีประโยชน์และความสำคัญในตลาดการเงินทั้งต่อภาครัฐและภาคเอกชนเนื่องจากลักษณะและรูปแบบของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีความยืดหยุ่นและมีความเสี่ยงต่ำทำให้คู่สัญญาสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะที่ผสมระหว่างสัญญากู้ยืมที่มีหลักประกันและสัญญาซื้อขายทำให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาทางการเงินที่มีประโยชน์หลายอย่างและใช้อย่างกว้างขวางในตลาดการเงินตามรูปแบบธุรกิจที่หลากหลาย<sup>19</sup>

#### 2.1.1.1 ลักษณะและรูปแบบของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะและสาระสำคัญของสัญญาดังนี้

<sup>19</sup> World Bank, "Repo markets : background note," [Online] 2010. Available from: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/24100> [5 December 2016 ] p. 2.

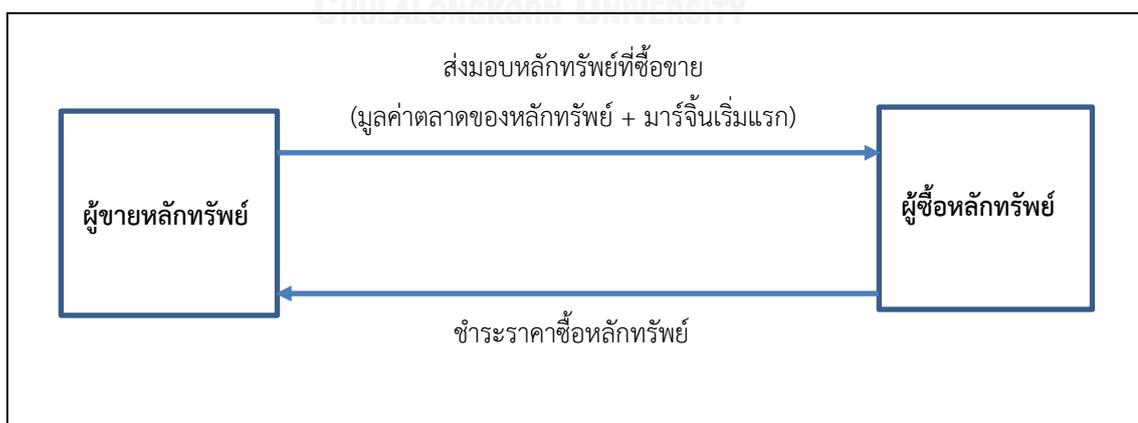


### (1) ลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ สัญญาที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง เรียกว่า “ผู้ขายหลักทรัพย์” ขายหลักทรัพย์ให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่าย เรียกว่า “ผู้ซื้อหลักทรัพย์” โดยในเวลาที่เกิดการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายได้ตกลงที่จะซื้อคืนหลักทรัพย์นั้น ณ วันที่ในอนาคต และราคาที่ตกลงกันไว้แน่นอน และเมื่อครบกำหนดระยะเวลาตามสัญญา ผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องซื้อคืน และผู้ขายหลักทรัพย์ต้องขายคืนหลักทรัพย์หรือหลักทรัพย์เทียบเท่า<sup>20</sup> ดังนั้น สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงเป็นการตกลงทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ใน 2 ช่วงเวลาที่ต่างกัน

ธุรกรรมแรก ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase date) คือ ธุรกรรมที่ผู้ขายหลักทรัพย์ตกลงขายหลักทรัพย์และส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขายให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงซื้อหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ (Purchase price) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ โดยราคาซื้อขายหลักทรัพย์จะคำนวณจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่คำนวณรวมดอกเบี้ยค้างรับ (Dirty price) บวกอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial margin หรือ Haircut) เช่นนี้ ราคาซื้อขายหลักทรัพย์จึงจะมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ในการนี้ คู่สัญญาจะตกลงกำหนดอัตราผลตอบแทนของธุรกรรมหรืออัตราดอกเบี้ยสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (Repo rate หรือ Pricing rate) ที่ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องชำระให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์

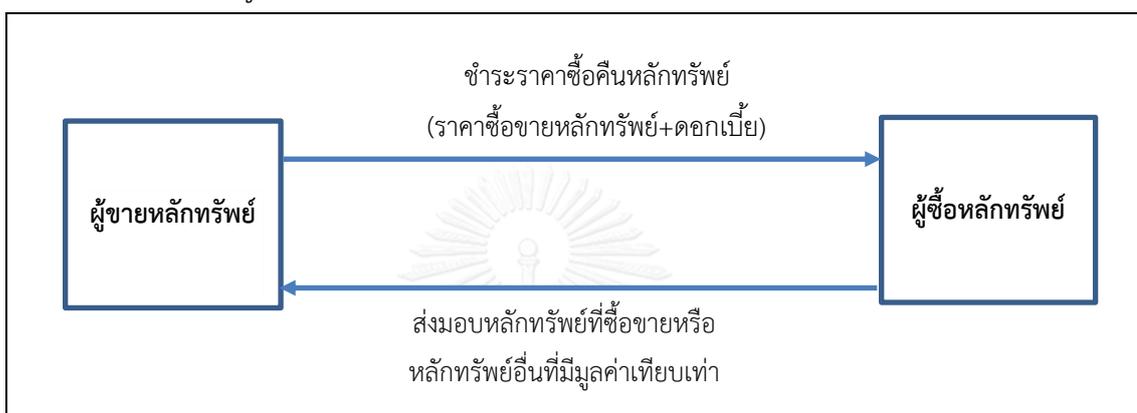
ภาพที่ 1 หน้าที่ของคู่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์



<sup>20</sup> Choudhry, Moorad, *The repo handbook*, 2nd ed. (Oxford: Butterworth-Heinemann, 2010). p. 114-115.

ธุรกรรมขายหลัง ณ วันซื้อขายคืนหลักทรัพย์ (Repurchase date) คือ ธุรกรรมที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ตกลงขายคืนและส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย หรือหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าเทียบเท่าในประเภทและคุณสมบัติเดียวกัน (Equivalent securities) ตามที่คู่สัญญาได้ตกลงกันให้แก่ผู้ขาย และผู้ขายตกลงชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์คืนซึ่งจะเท่ากับราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ บวกด้วยอัตราผลตอบแทนของธุรกรรมที่คู่สัญญากำหนด

ภาพที่ 2 หน้าทีของคู่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์



สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาซื้อขาย เนื่องจากกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายได้โอนไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์<sup>21</sup> แต่หากพิจารณาจากลักษณะทางเศรษฐกิจ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีวัตถุประสงค์และลักษณะคล้ายสัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน<sup>22</sup> กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์จะอยู่ในฐานะผู้กู้เงิน และผู้ซื้อหลักทรัพย์อยู่ในฐานะผู้ให้กู้ และหลักทรัพย์ที่ส่งมอบตามสัญญานั้นคือหลักประกันที่ผู้กู้ส่งมอบให้แก่ผู้ให้กู้เพื่อเป็นหลักประกันการชำระหนี้ แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ตามสัญญาได้โอนจากผู้ขายหลักทรัพย์ไปยังผู้ซื้อหลักทรัพย์ ทำให้ลักษณะในทางกฎหมาย สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงเป็นสัญญาซื้อขาย<sup>23</sup>

## (2) การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย

ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ คู่สัญญาแต่ละฝ่ายมีสิทธิเรียกให้ผู้สัญญาอีกฝ่ายชำระเงินส่วนเพิ่มจากมูลค่าของธุรกรรม ซึ่งเรียกว่า มาร์จิ้น (Margin) เพื่อลดความ

<sup>21</sup> Ibid., p. 149.

<sup>22</sup> Ibid., p. 115.

<sup>23</sup> โปรดดูรายละเอียดในหัวข้อ 4.1.3.2 (2).

เสี่ยงจากธุรกรรม มาร์จิ้นตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มี 2 ลักษณะ คือ มาร์จิ้นเริ่มแรก (Initial margin) ซึ่งจะกำหนดและเรียกให้ชำระ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ และ มาร์จิ้นผันแปร (Variation margin) ซึ่งจะเรียกให้ชำระได้ในระหว่างระยะเวลาของธุรกรรม<sup>24</sup>

มาร์จิ้นเริ่มแรก คือ ส่วนต่างระหว่างมูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกับราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ กล่าวคือ ก่อนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ คู่สัญญาจะตกลงกำหนดอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก เพื่อใช้ในการกำหนดราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้น โดยราคาซื้อขายหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายบวกด้วยอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก เช่นนี้ โดยผลของการคำนวณอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกจึงทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขายมีมูลค่าสูงกว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อให้หลักทรัพย์ที่ซื้อขายซึ่งเปรียบเสมือนหลักประกันการชำระหนี้มีมูลค่าที่คุ้มจำนวนหนี้ที่ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องชำระ (Overcollateralization) ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ในการนี้ อัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกนี้ขึ้นอยู่กับความปัจจัยหลายประการ เช่น คุณภาพของหลักทรัพย์ ระยะเวลาของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ สัญญาที่ใช้ทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์<sup>25</sup> ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ซึ่งหากหลักทรัพย์มีความเสี่ยงสูงย่อมทำให้อัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกสูงตามไปด้วย<sup>26</sup> หรือสภาพคล่องของหลักทรัพย์ซึ่งหากหลักทรัพย์มีสภาพคล่องต่ำทำให้แปลงมูลค่าเป็นเงินสดได้ยากจะทำให้อัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกสูง<sup>27</sup> อัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกนี้เป็นกลไกในการลดความเสี่ยงจากความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ ความขาดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ และความเสี่ยงที่เกิดจากการผิดนัดของคู่สัญญา

มาร์จิ้นผันแปร คือ อัตรามาร์จิ้นที่ใช้กำหนดช่วงปลอดการเรียกมาร์จิ้น กล่าวคือ ในระหว่างระยะเวลาของสัญญา มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์สามารถเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา เพื่อป้องกันการที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งต้องรับความเสี่ยงและความเสียหายจากการลดลงหรือสูงขึ้นของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงกำหนดให้มูลค่าของธุรกรรม

<sup>24</sup> Choudhry, Moorad, *The repo handbook*, p. 149-151.

<sup>25</sup> Ibid., p. 150.

<sup>26</sup> Jay Cullen, *The repo market, collateral and systemic risk: in search of regulatory coherence*, ed. Iris H. Chiu & Iain MacNeil (Edward Elgar, 2016). p. 10.

<sup>27</sup> International Capital Market Association, "Frequently asked questions on repo," [Online] 2015. Available from: <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Repo/Frequently-Asked-Questions-on-repo-2013.pdf> [ 2016, April 12] p. 9.

ซึ่งคำนวณจากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายจะต้องถูกรักษาให้อยู่ในระดับของมาร์จิ้นที่คู่สัญญาตกลงกัน (Variation maintenance limit) หากในระหว่างระยะเวลาตามสัญญา มูลค่าของธุรกรรมได้เปลี่ยนแปลงไปอยู่ภายในระดับของมาร์จิ้นผันแปรที่ตกลงกัน คู่สัญญาแต่ละฝ่ายจะไม่มีสิทธิและหน้าที่ต่อกันในการเรียกมาร์จิ้นเพิ่ม แต่หากมูลค่าของธุรกรรมลดลงต่ำกว่าระดับมาร์จิ้นผันแปร ย่อมถือว่ามูลค่าหลักทรัพย์จะไม่เพียงพอต่อการเป็นประกันการชำระราคาซื้อคืน ผู้ซื้อหลักทรัพย์จึงได้รับความเสี่ยงจากการลดลงของมูลค่าเช่นว่านั้น ดังนั้น ผู้ซื้อหลักทรัพย์จึงมีสิทธิเรียกเงินเพิ่มหรือหลักทรัพย์เพิ่มเติมเท่ากับมูลค่าความเสี่ยงที่เกิดขึ้น แต่ถ้ามูลค่าของธุรกรรมสูงขึ้นเกินกว่าระดับมาร์จิ้นผันแปร ย่อมถือว่ามูลค่าหลักทรัพย์จะเกินกว่าการเป็นประกันการชำระราคาซื้อคืน ผู้ขายหลักทรัพย์จึงได้รับความเสี่ยงจากการสูงขึ้นของมูลค่าเช่นว่านั้น ดังนั้น ผู้ขายหลักทรัพย์มีสิทธิเงินหรือหลักทรัพย์เพิ่มเติม ซึ่งกระบวนการกำหนดมาร์จิ้นผันแปรและรักษามูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายให้อยู่ในระดับมาร์จิ้นผันแปรนี้เป็นการป้องกันความเสี่ยงให้ทั้งผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์จากการที่มูลค่าของหลักทรัพย์สามารถเปลี่ยนแปลงได้ทุกวัน และการสร้างความเชื่อมั่นให้คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายว่าตนเองจะไม่ได้ได้รับความเสียหายจากความผันผวนของราคาหลักประกันที่เปลี่ยนแปลง

### (3) หลักทรัพย์ที่ซื้อขายสัญญาซื้อขาย

โดยหลักการแล้ว หลักทรัพย์ที่ซื้อขายตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะต้องเป็นหลักทรัพย์ที่ปราศจากภาระผูกพันและมีสภาพคล่องสูง เพื่อให้สามารถกำหนดมูลค่าของธุรกรรมได้อย่างแน่นอน และคาดการณ์มูลค่าที่จะได้รับจากการบังคับชำระหนี้เอาจากหลักทรัพย์ในกรณีผู้ขายหลักทรัพย์ผิดนัดชำระหนี้ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ดังนั้น หลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์จึงเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ ได้แก่ ตราสารหนี้ของภาครัฐ และพันธบัตรรัฐบาล รวมถึงหลักทรัพย์ของภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น หุ้นกู้ (Corporate bonds) ในประเภทหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ (Senior unsecured debt) ที่ออกโดยธนาคารพาณิชย์ที่อยู่ในระดับนำลงทุน (Investment grade), หุ้นในกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ที่มีโครงสร้างพื้นฐานดี, Coverd Bond, หลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยหนุนหลังการออก (Mortgage-backed securities) หรือหลักทรัพย์ที่ออกโดยมีสินทรัพย์หนุนหลัง (Asset-backed securities) ซึ่งอยู่นอกบัญชีบุคคลของบริษัทผู้ให้สินเชื่อหรือผู้ขายสินทรัพย์หนุนหลังที่ได้รับการจัดอันดับในระดับ AAA- และทอง<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Ibid., pp. 8-9.

หลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเสี่ยงต่ำ เพราะหลักทรัพย์ที่ซื้อขายจะเป็นประกันการชำระหนี้และช่วยลดความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ของคู่สัญญา เนื่องจากกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตกเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ หากผู้ขายหลักทรัพย์ผิดนัดชำระหนี้ ผู้ซื้อหลักทรัพย์ย่อมสามารถยึดเอาหลักทรัพย์นั้นเพื่อชดเชยการผิดนัดชำระหนี้ได้ทันที นอกจากนี้ หลักทรัพย์ที่ซื้อขายยังทำให้ต้นทุนการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต่ำและทำให้อัตราดอกเบี้ยสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่มีมูลค่าเท่ากันในสัญญากู้ยืมเงินประเภทอื่น เพราะการมีหลักทรัพย์เป็นประกันทำให้ต้นทุนของผู้ซื้อหลักทรัพย์ในการตรวจสอบความน่าเชื่อถือทางการเงิน (Creditworthiness) ของผู้ขายหลักทรัพย์ต่ำลง<sup>29</sup> และปัจจัยพิจารณาความเสี่ยงส่วนหนึ่งอยู่ที่ความน่าเชื่อถือทางเครดิตทางการเงินของผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งมักจะสูงกว่าของผู้ขายหลักทรัพย์<sup>30</sup>

#### (4) กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย

ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ที่ซื้อขายจะตกเป็นกรรมสิทธิ์ของผู้ซื้อหลักทรัพย์ ดังนั้น ผู้ซื้อหลักทรัพย์จึงมีสิทธิใช้สอย จำหน่ายจ่ายโอนและนำหลักทรัพย์ไปใช้ในการธุรกรรมอื่นได้ตามอำนาจของกรรมสิทธิ์ ทั้งนี้ เว้นแต่จะมีกฎหมายกำหนดข้อจำกัดสิทธิไว้เป็นประการอื่น อย่างไรก็ตาม สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กำหนดให้ผู้ขายยังคงมีสิทธิได้รับผลประโยชน์และความเสี่ยงบนหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย กล่าวคือ ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องรับผลในความเสี่ยงจากการที่มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ลดลงในช่วงระยะเวลาของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และยังคงมีกรรมสิทธิ์ในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย<sup>31</sup> การโอนกรรมสิทธิ์เด็ดขาดในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นกลไกสำคัญที่ทำให้เกิดความยืดหยุ่นและลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญา<sup>32</sup>

นอกจากนี้ ในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์สามารถนำหลักทรัพย์ไปขายต่อหรือใช้ในธุรกรรมอื่นต่อ เรียกว่า “Rehypothecation” ซึ่งโดยปกติแล้ว

<sup>29</sup> Jay Cullen, *The repo market, collateral and systemic risk: in search of regulatory coherence*. p. 9.

<sup>30</sup> Ahmad Al Rushoud and Mansour Al Saeed, "Repurchase agreements in financial markets: financial and legal prospective," *Arab Law Quarterly*. p. 117.

<sup>31</sup> *Ibid.*, p. 116.

<sup>32</sup> World Bank, "Repo markets : background note." p. 11.

ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะจัดให้ผู้ขายหลักทรัพย์ให้ความยินยอมแก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีสิทธิขายหลักทรัพย์นั้นได้ โดยเฉพาะในสัญญาที่สร้างขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำธุรกรรมขนาดใหญ่ (Prime brokerage)<sup>33</sup> การทำ Rehypothecation สามารถทำในหลักทรัพย์เดียวกันต่อไปเป็นทอด ๆ เรียกว่า Collateral chains ทำให้หลักทรัพย์หนึ่ง ๆ สามารถนำไปใช้ดำเนินธุรกรรมทางการเงินในหลายธุรกรรมได้ในเวลาเดียวกัน เป็นกลไกสำคัญที่ทำให้เกิดการสร้างเงินในระบบการเงิน และยังเป็นประโยชน์ทั้งต่อผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผู้ซื้อหลักทรัพย์สามารถนำหลักทรัพย์ไปใช้ในการทำธุรกรรมทางการเงินอื่นเพื่อบริหารสภาพคล่องทางการเงินและลงทุนได้มากขึ้น ทำให้ต้นทุนทางการเงินในการให้บริการแก่ผู้ขายหลักทรัพย์ลดลง และผู้ขายหลักทรัพย์ได้รับสิทธิประโยชน์ในการเข้าทำสัญญาที่ดีกว่าธุรกรรมที่มีหลักทรัพย์มูลค่าเท่ากัน เช่น การกำหนดอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกที่ดีกว่า<sup>34</sup>

### 2.1.1.2 ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดการเงินภาคเอกชน

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญอย่างมากต่อพัฒนาตลาดการเงินในช่วงทศวรรษที่ 1990 ตลาดสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีพัฒนาการที่รวดเร็วและมูลค่าการทำธุรกรรมเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วทำให้ตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ใช้บริหารสภาพคล่องที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก<sup>35</sup> สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีประโยชน์และสำคัญในการกระจายและบริหารสภาพคล่องในตลาดการเงิน และเป็นแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงต่ำ<sup>36</sup>

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>33</sup> Manmohan Singh and James Aitken, Deleveraging after Lehman—evidence from reduced rehypothecation, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, IMF Working Paper No. 09/42, Available from: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0942.pdf> p. 3.

<sup>34</sup> Jay Cullen, The repo market, collateral and systemic risk: in search of regulatory coherence. p. 12.

<sup>35</sup> Ahmad Al Rushoud and Mansour Al Saeed, "Repurchase agreements in financial markets: financial and legal prospective," Arab Law Quarterly. p. 118.

<sup>36</sup> Michael J. Fleming and Kenneth D. Garbade, "The repurchase agreement refined: GCF Repo®," Current Issues in Economics and Finance 9, 6 (2003): p. 1.

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินที่มีความเสี่ยงต่ำ จึงทำให้ต้นทุนทางการเงินจากการเข้าสัญญาต่ำลง และด้วยโครงสร้างของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และวิธีปฏิบัติของตลาดที่เป็นมาตรฐาน เช่น ข้อสัญญากำหนดสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาและสถานะทางกฎหมายของสัญญาที่ชัดเจนด้วยการเข้าทำสัญญามาตรฐาน (Master agreement) และการจัดทำเอกสารทางกฎหมายรองรับการทำธุรกรรม การมีระบบการชำระดุลที่ปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ การกำหนดมูลค่าส่วนต่างราคาหลักทรัพย์และราคาซื้อขาย การคำนวณมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Mark to market) และการเรียกมาร์จิ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรม ซึ่งเป็นกลไกที่สามารถลดความเสี่ยงจากการผันผวนมูลค่าของหลักทรัพย์และความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง<sup>37</sup> จึงทำให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถูกใช้ในตลาดการเงินอย่างแพร่หลาย

นอกจากนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังมีส่วนสำคัญต่อการส่งเสริมความมีเสถียรภาพของตลาดการเงิน เนื่องจากลักษณะของธุรกรรมเป็นการนำหลักทรัพย์ของตนเองมาขาย และมีกำหนดระยะเวลาซื้อคืนที่ระยะเวลาสั้นซึ่งโดยทั่วไประยะเวลาของสัญญาซื้อคืนจะอยู่ระหว่างข้ามคืน (Overnight) ถึง 1 ปี<sup>38</sup> จึงเป็นการกระจายความเสี่ยงภาระเงินกู้จากภาคธนาคารไปยังภาคเอกชน และสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพิ่มความหลากหลายช่องทางการบริหารสภาพคล่องในตลาดการเงิน สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ช่วยลดความเสี่ยงในการจัดการแหล่งเงินทุนระยะยาว เนื่องจากกำหนดระยะเวลาของสัญญาที่มีระยะสั้นและดำเนินการผ่านสำนักหักบัญชีที่ทำหน้าที่เป็นคู่สัญญากลาง (Central clearing counterparty) ซึ่งสำนักหักบัญชีจะเข้าเป็นคู่สัญญากับคู่สัญญาทั้งสองฝ่าย และรับประกันการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ทำให้คู่สัญญาไม่ต้องรับความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญา<sup>39</sup> สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้เกิดการบริหารสภาพคล่องที่มีประสิทธิภาพในตลาดการเงิน ทำให้เกิดสภาพคล่องในตลาดรองตราสารหนี้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้เกิดการใช้ทรัพยากรทางการเงินให้มีประสิทธิภาพสูงสุด

เมื่อพิจารณาถึงบทบาทของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดการเงินภาคเอกชน สามารถสรุปได้ว่าสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีประโยชน์และความสำคัญ ดังนี้<sup>40</sup>

<sup>37</sup> Bank for International Settlements, *Implications of repo markets for central banks*, p. 4.

<sup>38</sup> Ibid., p. 5.

<sup>39</sup> International Capital Market Association, "Frequently asked questions on repo.", p. 7.

<sup>40</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "บทบาทของ รพท. ในการพัฒนาตลาดการเงิน : ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market)" [ออนไลน์].

(1) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ส่งเสริมการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองของหลักทรัพย์โดยเฉพาะตราสารหนี้ โดยการทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์และสัญญาว่าจะซื้อขายคืน ทำให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้รับกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์และสามารถนำหลักทรัพย์นั้นไปทำธุรกรรมต่อได้ และผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้ถือหลักทรัพย์สามารถเพิ่มผลตอบแทนโดยการซื้อขายหลักทรัพย์ได้แทนการถือครองหลักทรัพย์ไว้เพียงอย่างเดียว

(2) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้เกิดการปรับโครงสร้างตลาดเงินให้การระดมทุนในลักษณะการกู้ยืมที่มีหลักประกันและในระยะเวลายาวมากขึ้น ซึ่งปัจจุบันที่การกู้ยืมส่วนใหญ่อยู่ในลักษณะการกู้ยืมระหว่างธนาคารที่ไม่มีหลักประกันซึ่งทำให้ผู้ปล่อยกู้ทำธุรกรรมส่วนใหญ่ในระยะสั้นๆ เช่น ระยะข้ามคืน (Overnight) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้เกิดการกู้ยืมซึ่งมีหลักประกันจะช่วยลดความเสี่ยงในระบบการเงินและทำให้คู่สัญญากู้ยืมกันระยะยาวมากขึ้น

(3) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สนับสนุนการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นในตลาดเงินและตลาดทุนของภาคเอกชนต่าง ๆ ได้แก่ สถาบันการเงิน ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน นิติบุคคล และองค์กรธุรกิจ ให้เป็นไปอย่างคล่องตัวและมีศักยภาพเพิ่มมากขึ้น โดยเป็นเครื่องมือในการระดมทุนระยะสั้นที่มีต้นทุนต่ำสำหรับผู้ขายหลักทรัพย์ที่มีความต้องการเงินสดหมุนเวียนระยะสั้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์จะมีอัตราต่ำกว่าดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในตลาดเงินทั่วไป

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความยืดหยุ่นจึงทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดนิยมเข้าทำธุรกรรมนี้ การเติบโตของตลาดสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ส่งผลดีต่อระบบการเงิน ส่งเสริมกลไกการให้เงินทุน (Funding) แก่กิจการที่ไม่ใช่ธนาคาร การขยายตัวของระดับการให้สินเชื่อในภาครัฐ การเคลื่อนไหวอัตราดอกเบี้ย และเป็นช่องทางการลงทุนโดยการแสวงหากำไรจากตราสารทางการเงิน (Arbitrage) และเป็นช่องทางการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้นอกเหนือจากดอกเบี้ย สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้ต้นทุนการกู้ยืมเงินลดลง เนื่องจากลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ด้วยการมีหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เปรียบเสมือนหลักประกันการชำระหนี้<sup>41</sup>

---

[www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/RoleOfBOTInFinancialMarketDevelopment/Documents/Private%20Repo.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/RoleOfBOTInFinancialMarketDevelopment/Documents/Private%20Repo.pdf) [เข้าถึงเมื่อ 25 เมษายน 2559]

<sup>41</sup> Choudhry, Moorad, The bond and money markets: strategy, trading, analysis, 1st ed. (Oxford: Butterworth-Heinemann, 2001). p. 550-553.



อย่างไรก็ดี แม้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะมีความเสี่ยงต่ำ มีความยืดหยุ่นในการปฏิบัติการชำระหนี้ และมีสภาพคล่อง แต่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังมีความเสี่ยงจากปัจจัยความเสี่ยงต่าง ๆ เช่น ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง และความเสี่ยงจากการผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ และความเสี่ยงจากกระบวนการล้มละลายที่ทำให้คู่สัญญาอาจไม่ได้รับการชำระหนี้ นอกจากนี้ โดยที่ตลาดสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นมีความใกล้ชิดและเชื่อมโยงกับตลาดของหลักทรัพย์ ซึ่งหากตลาดสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ประสบปัญหา สถานะปัญหานั้นย่อมสามารถลุกลามไปยังตลาดของหลักทรัพย์ได้ง่าย และจากลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้อูกนำไปใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างความสามารถในการก่อหนี้ (Leverage) จึงเป็นปัจจัยที่สร้างความเสี่ยงต่อระบบมากขึ้น<sup>42</sup>

การทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดซื้อคืนของสหรัฐอเมริกาและสหภาพยุโรป เป็นตลาดขนาดใหญ่ของโลก<sup>43</sup> มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาจากการรวบรวมข้อมูลของ Securities Industry and Financial Markets Association มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในปี 2558 มีมูลค่าสูงถึง 2.3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ และ 2.2 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในปี 2559<sup>44</sup>

สำหรับมูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในสหภาพยุโรป จากการสำรวจของ International Capital Market Association สามารถแสดงมูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2555-2559 ได้ดังนี้<sup>45</sup>

<sup>42</sup> Bank for International Settlements, *Implications of repo markets for central banks*, p. 4.

<sup>43</sup> International Capital Market Association, "Frequently asked questions on repo." pp. 7-8.

<sup>44</sup> Securities Industry and Financial Markets Association, "US Repo Market Fact Sheet 2016," [Online] 2017. Available from: <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589961607> [2017, June 24]

<sup>45</sup> International Capital Market Association, "European repo market survey number 32 conducted december 2016," [Online] 2017. Available from: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217> [2017, June 24]; International Capital Market Association, "European repo market survey number 30 conducted December 2015," [Online] 2016. Available from: <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-30->

**ตารางที่ 2** มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในสหภาพยุโรป

ปี	มูลค่าการทำธุรกรรม (ล้านยูโร)
พ.ศ. 2559	5,656,200
พ.ศ. 2558	5,607,700
พ.ศ. 2557	5,499,600
พ.ศ. 2556	5,499,300
พ.ศ. 2555	5,611,000

ในประเทศไทย สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้นำมาใช้เพื่อเป็นธุรกรรมทางการเงินในการหาเงินทุนของกิจการเอกชน (Financing) ซึ่งมีทั้งสถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม รวมถึงองค์กรทางธุรกิจอื่น ๆ โดยมูลค่าสามารถพิจารณาได้ดังนี้

**ตารางที่ 3** มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ภาคเอกชนในประเทศไทย

มูลค่าธุรกรรม (ล้านบาท)	ปี				
	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2558	พ.ศ. 2557	พ.ศ. 2556	พ.ศ. 2555
รายปี	44,404.8	30,485.3	31,619.7	27,831.3	28,402.9
รายวัน	181.2	125.5	129.1	58.8	115.5

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ธนาคารกรุงเทพ, ธนาคารแห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้

December-2015/ICMA-ERCC-European-Repo-Survey-December-2015.pdf [2017, June 24];

International Capital Market Association, "European repo market survey number 28 conducted december 2014," [Online] 2015. Available from:

[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-28-](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-28-December-2014/ICMA-ERC-European-Repo-Survey-December-2014.pdf)

December-2014/ICMA-ERC-European-Repo-Survey-December-2014.pdf [2017, June 24];

International Capital Market Association, "European repo market survey number 26 - conducted December 2013," [Online] 2014. Available from: Available from :

[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-26-](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-26-December-2013/ICMA%20European%20Repo%20Market%20Survey%20December%202013.pdf)

December-2013/ICMA%20European%20Repo%20Market%20Survey%20December%202013.pdf

[2017, June 24]; International Capital Market Association, "European repo market survey number 24 - conducted december 2012," [Online] 2013. Available from:

[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-24-Dec-](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-24-Dec-2012/ICMA%20ERC%20European%20Repo%20Survey%20December%202012.pdf)

2012/ICMA%20ERC%20European%20Repo%20Survey%20December%202012.pdf [2017, June 24]

### 2.1.1.3 ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายทางการเงินของธนาคารในหลายประเทศ ซึ่งรวมถึงธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา ธนาคารกลางสหภาพยุโรป และธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อรักษาเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจของประเทศ

#### (1) การดำเนินนโยบายทางการเงินของธนาคารกลาง

นโยบายการเงิน (Monetary policy) คือ การจัดการปริมาณเงินอย่างระมัดระวังของธนาคารกลาง เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ทางเศรษฐกิจที่ดำเนินการโดยธนาคารกลาง ด้วยการกำหนดมาตรการต่าง ๆ ที่เหมาะสมในการควบคุมตัวแปรชี้กลางทางการเงินและเลือกใช้ได้ตามความเหมาะสมเพื่อสร้างความเปลี่ยนแปลงในระบบการเงินอันจะนำไปสู่การบรรลุวัตถุประสงค์ขั้นสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงิน<sup>46</sup> เป้าหมายสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงิน คือ การสร้างเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจผ่านเสถียรภาพในระบบราคาเพื่อให้ระบบเศรษฐกิจเติบโตไปอย่างมั่นคง<sup>47</sup>

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางเป็นการจัดการระดับการใช้จ่ายและระดับปริมาณผลผลิตของประเทศ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเนืองไปยังระดับการจ้างงานและระดับราคาในระบบเศรษฐกิจ เมื่อใดที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว ธนาคารกลางจะใช้นโยบายทางการเงินเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายและการลงทุน ในทางตรงกันข้าม หากเศรษฐกิจมีแนวโน้มร้อนแรง ธนาคารกลางจะใช้นโยบายทางการเงินเพื่อชะลอการใช้จ่ายที่มีมากเกินไปในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งความมีประสิทธิภาพของการใช้นโยบายทางการเงินจะส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพ และเสริมสร้างความเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจในระยะยาว<sup>48</sup>

<sup>46</sup> วเรศ อุปปาดิก, เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร, พิมพ์ครั้งที่ 6 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544), หน้า 290-291.

<sup>47</sup> ธรรมรักษ์ หมื่นจักร์, นโยบายการเงิน : ทฤษฎีและหลักปฏิบัติ, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2555), หน้า 57.

<sup>48</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 6.

### ธนาคารกลางมีเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน 3

รูปแบบ ได้แก่<sup>49</sup>

1. การดำเนินการผ่านตลาดการเงิน (Open market operations) เช่น การทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดการเงิน เพื่อควบคุมระดับเงินทุนสำรองของสถาบันการเงิน และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น การดำเนินการผ่านตลาดการเงินเป็นเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากมีความคล่องตัวในการเข้าไปปรับสภาพคล่องในตลาดการเงินในช่วงระยะเวลาสั้น โดยมีผลกระทบแบบค่อนข้างเฉพาะเจาะจง คือ การดูดซับและปล่อยสภาพคล่องของสถาบันการเงินที่ต้องการ

2. นโยบายส่วนลด (Discount policy) เป็นการให้กู้ยืมเงินของธนาคารกลางแก่ธนาคารพาณิชย์

3. การดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Reserve requirements) คือ ข้อกำหนดเรื่องการดำรงสภาพคล่องเป็นการช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของสถาบันการเงินหากมีการเบิกถอนหรือเรียกคืนเงินเป็นจำนวนมาก ซึ่งการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องจะส่งผลต่ออุปสงค์และอุปทานของสภาพคล่องในตลาดการเงิน โดยการปรับเปลี่ยนข้อกำหนดนี้จะกระทบต่อระบบสถาบันการเงินโดยรวม ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินเกิดความผันผวนอย่างมาก และกระทบต่อการตัดสินใจของสถาบันการเงินและระบบเศรษฐกิจค่อนข้างรุนแรง

ตลาดการเงินมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับนโยบายการเงินและเป็นตัวเชื่อมระหว่างนโยบายการเงินกับภาคเศรษฐกิจ ตลาดเงินจะเป็นจุดแรกที่นโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อโดยตรง เนื่องจากมาตรการของธนาคารกลางที่ดำเนินการผ่านสถาบันการเงิน เช่น ข้อกำหนดการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง การทำธุรกรรมในตลาดการเงิน และหน้าต่างตั้งรับ เป็นต้น ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากมาตรการของธนาคารกลางจึงส่งผ่านมายังผู้มีส่วนร่วมอื่น ๆ ในตลาดการเงิน รวมถึงตลาดทุน ซึ่งปัจจุบันที่ข้อมูลข่าวสารได้เชื่อมโยงและสามารถเข้าถึงได้โดยสะดวกและรวดเร็ว ผลกระทบที่เกิดจากนโยบายการเงินของธนาคารกลางจึงสามารถส่งผลกระทบต่อทั้งตลาดเงินและตลาดทุนในช่วงเวลาที่ใกล้เคียงกัน<sup>50</sup>

<sup>49</sup> R. Glenn Hubbard and Anthony Patrick O'Brien, Money, banking, and the financial system, 2nd ed. (Edition Pearson Education Limited, 2014). p. 488.

<sup>50</sup> ธรรมรักษ์ หมีนจักร์, นโยบายการเงิน : ทฤษฎีและหลักปฏิบัติ, หน้า 142-144.

## (2) การใช้สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ในการดำเนินนโยบายทางการเงินของธนาคารกลาง

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางผ่านตลาดการเงินด้วยการทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ได้รับการยอมรับว่าเป็นมาตรการมีประสิทธิภาพและที่ดีที่สุด เพราะเป็นมาตรการที่มีความคล่องตัวทั้งด้านเวลาและปริมาณ เนื่องจากการซื้อขายหลักทรัพย์สามารถกำหนดปริมาณและระยะเวลา และสามารถดำเนินการติดต่อกันไปตลอดเวลา<sup>51</sup>

สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์เป็นมาตรการที่ธนาคารกลางทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดการเงินเพื่อให้การซื้อขายนั้นเป็นตัวกำหนดการเคลื่อนไหวของตัวแปรทางการเงินตามที่ธนาคารกลางต้องการ โดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินในระยะสั้น เช่น เงินสำรองของสถาบันการเงิน ฐานเงิน และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น กล่าวคือ การซื้อหลักทรัพย์ของธนาคารกลางจะทำให้ปริมาณเงินในระบบการเงินเพิ่มขึ้นเนื่องจากปริมาณเงินสำรองของสถาบันการเงินเพิ่มมากขึ้นตามปริมาณการซื้อหลักทรัพย์ของธนาคารกลาง ส่วนการขายหลักทรัพย์ของธนาคารกลางทำให้เกิดการลดลงของปริมาณเงิน เนื่องจากการลดลงของเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ทำให้ปริมาณเงินในระบบการเงินลดลง<sup>52</sup>

ในกรณีที่ธนาคารกลางซื้อหลักทรัพย์โดยมีสัญญาจะขายคืนกับสถาบันการเงิน ธุรกรรมดังกล่าวเป็นการปล่อยสภาพคล่องเข้าสู่ระบบการเงิน เปรียบเสมือนการปล่อยกู้สภาพคล่องโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน โดยราคาหลักทรัพย์ที่ธนาคารกลางรับซื้อ ณ วันซื้อหลักทรัพย์จะต่ำกว่าราคาที่ธนาคารกลางจะขายคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งส่วนต่างระหว่างราคาซื้อและราคาขายคืนจะสะท้อนถึงอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางที่ปล่อยกู้ให้แก่สถาบันการเงินในช่วงเวลาดังกล่าว ในกรณีที่ธนาคารกลางขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนกับสถาบันการเงิน ธุรกรรมดังกล่าวเป็นการดูดซับสภาพคล่องชั่วคราวด้วยการกู้ยืมสภาพคล่องจากสถาบันการเงินโดยใช้หลักทรัพย์เป็นหลักประกัน<sup>53</sup>

<sup>51</sup> วเรศ อุปาทิก, เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร, หน้า 298.

<sup>52</sup> สุกรี นิตธรรมาศ, “การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเปิด (Open Market Operation) ในประเทศไทย”, หน้า 16.

<sup>53</sup> ธรรมรักษ์ หมื่นจักร์, นโยบายการเงิน : ทฤษฎีและหลักปฏิบัติ, หน้า 150.

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในฐานะเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง ทำให้เกิดการลดหรือเพิ่มปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ชี้นำอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงิน อัดฉีดและดูดซับสภาพคล่องทางการเงินในระบบผ่านการดำเนินการผ่านตลาดการเงิน เพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินระยะสั้น นอกจากนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังถูกใช้เป็นเครื่องมือของธนาคารกลางในการรักษาเสถียรภาพทางการเงินระยะยาว เช่น กรณีธนาคารกลางยุโรปใช้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพื่อปล่อยสินเชื่อระยะยาว (Long-term Refinancing operation) ซึ่งเป็นวิธีการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าระบบการเงินอีกรูปแบบหนึ่ง<sup>54</sup>

### (3) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทย

ธนาคารแห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์ในการดำเนินภารกิจเพื่อ ดำรงไว้ซึ่งเสถียรภาพทางการเงิน และเสถียรภาพของระบบสถาบันการเงินและระบบการชำระเงิน<sup>55</sup> เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ต่าง ๆ ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจกำหนดและดำเนินนโยบายการเงิน<sup>56</sup> สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินนั้นถือเป็นหน้าที่หลักของธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อ การรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและให้เศรษฐกิจสามารถเจริญเติบโตได้อย่างต่อเนื่องและยั่งยืน<sup>57</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทยดำเนินนโยบายการเงินผ่านเครื่องมือ 3 ประเภทหลัก ได้แก่ การดำรงเงินฝาก การดำเนินการผ่านตลาดการเงิน และหน้าต่างตั้งรับ สำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นเป็นหนึ่งในเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย<sup>58</sup>

<sup>54</sup> Jay Cullen, The repo market, collateral and systemic risk: in search of regulatory coherence, p. 8.

<sup>55</sup> มาตรา 7 แห่งพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2485.

<sup>56</sup> มาตรา 8 (2) แห่งพระราชบัญญัติธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2485.

<sup>57</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "การกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงิน" [ออนไลน์] เข้าถึงเมื่อ 20 พฤษภาคม 2560. แหล่งที่มา:

<https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/Target.aspx>

<sup>58</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "เครื่องมือการดำเนินนโยบายการเงิน" [ออนไลน์] เข้าถึงเมื่อ 30 เมษายน 2560. แหล่งที่มา:

[https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/MonetaryOperations/Documents/BOT%E2%80%99s%20Liquidity%20Management%20Framework%20Manual\\_TH\(Apr%202017\).pdf](https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/MonetaryOperations/Documents/BOT%E2%80%99s%20Liquidity%20Management%20Framework%20Manual_TH(Apr%202017).pdf). หน้า 1.

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มทำธุรกรรมผ่านตลาดซื้อคืนพันธบัตรเพื่อปรับสภาพคล่องชั่วคราวนับแต่ พ.ศ. 2522 ต่อมาใน พ.ศ. 2543 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มพัฒนาตลาดซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชนขึ้นมาควบคู่กับตลาดซื้อคืนพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยมีเป้าหมายเพื่อให้การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยก่อนหน้าจะมีตลาดซื้อคืนภาคเอกชน ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าเป็นคู่สัญญาในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กับทั้งผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยจับคู่ธุรกรรมแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าเป็นคู่สัญญาให้กับผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ เช่นนี้ ความเสี่ยงจากการทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรจึงแทบจะไม่มี เนื่องจากเป็นการทำธุรกรรมกับธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนต่ำกว่าที่ควรจะเป็นและไม่สะท้อนความเสี่ยงการกู้ยืมเงินในตลาดซื้อคืนพันธบัตร ต่อมาใน พ.ศ. 2550 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปฏิรูปรอบการดำเนินนโยบายทางการเงินผ่านตลาดเงินโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความโปร่งใสและมีประสิทธิภาพมากขึ้น ได้แก่ การปิดตลาดซื้อคืนพันธบัตรที่ธนาคารแห่งประเทศไทย และการปรับกรอบการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดการเงิน เพื่อการเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ภาคเอกชนสามารถกู้ยืมสภาพคล่องระหว่างกันได้โดยไม่ต้องมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นตัวกลาง ทำให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมเงินสะท้อนภาวะที่แท้จริงของตลาด<sup>59</sup>

ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้การทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในรูปแบบธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (“**ธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี**”) โดยลักษณะเป็นการซื้อหรือขายพันธบัตรโดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืน ณ ราคาที่ตกลงไว้ภายในระยะเวลาที่กำหนด โดยมีลักษณะเป็นการให้กู้เงิน (ปล่อยสภาพคล่อง) หรือกู้เงิน (ดูดสภาพคล่อง) โดยมีพันธบัตรหรือตราสารหนี้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ราคาซื้อคืนหรือขายคืนจะเท่ากับมูลค่าของเงินกู้บวกด้วยดอกเบี้ย ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำธุรกรรมนี้ผ่านไพรมารี ดีลเลอร์ (Primary dealer) ซึ่งสถาบันการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยแต่งตั้งให้เป็นคู่ค้าสำหรับธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี<sup>60</sup>

<sup>59</sup> ธรรมรักษ์ หมื่นจักร์, นโยบายการเงิน : ทฤษฎีและหลักปฏิบัติ, หน้า 153.

<sup>60</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "เครื่องมือการดำเนินนโยบายการเงิน" [ออนไลน์]. หน้า 2.

ธนาคารแห่งประเทศไทยทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี 2 ลักษณะ คือ<sup>61</sup>

(1) Fixed-rate tender สำหรับกรณีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการทำธุรกรรมระยะ 1 วัน โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะให้ค่าตอบแทนที่อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

(2) Variable-rate tender สำหรับกรณีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการทำธุรกรรมระยะยาวกว่า 1 วัน โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะให้ค่าตอบแทนที่อัตราดอกเบี้ยซึ่งอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คณะกรรมการนโยบายการเงินกำหนด โดยไพรมารี ดีลเลอร์จะเสนอส่วนต่างจากอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งอัตราผลตอบแทนรวมของธุรกรรมจะเปลี่ยนแปลงไปตามการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะเกิดขึ้นในช่วงอายุของธุรกรรมนั้น

การทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีของธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถสรุปหลักเกณฑ์ได้ดังนี้<sup>62</sup>

(1) คู่สัญญา: ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี กับไพรมารี ดีลเลอร์ หมายถึง สถาบันการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยแต่งตั้งให้เป็นคู่ค้าของของธนาคารแห่งประเทศไทย เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการปล่อยหรือดูดซับสภาพคล่องจากระบบการเงินผ่านธุรกรรมซื้อขายตราสารหนี้โดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนและธุรกรรมซื้อตราสารหนี้ธนาคารแห่งประเทศไทย

<sup>61</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 3.

<sup>62</sup> ระเบียบธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ สกง. 82/2552 ว่าด้วยบริการด้านตลาดการเงินเกี่ยวกับการซื้อขายตราสารหนี้โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืน และการขายตราสารหนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยกับไพรมารี ดีลเลอร์ (Primary Dealer) (บริการซื้อขายตราสารหนี้และขายตราสารหนี้ ธปท. กับไพรมารี ดีลเลอร์); ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ สกง.43/2556 เรื่อง เงื่อนไข กำหนดเวลา และระบบสื่อสาร ในการซื้อขายตราสารหนี้โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืนและการขายตราสารหนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยกับไพรมารี ดีลเลอร์ ตามระเบียบธนาคารแห่งประเทศไทย ว่าด้วยบริการด้านตลาดการเงินเกี่ยวกับการซื้อขายตราสารหนี้โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืนและการขายตราสารหนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยกับไพรมารี ดีลเลอร์ (Primary Dealer) (บริการซื้อขายตราสารหนี้และขายตราสารหนี้ ธปท. กับไพรมารี ดีลเลอร์).



(2) การเข้าทำธุรกรรม: ธนาคารแห่งประเทศไทยจะแจ้งความประสงค์ทำธุรกรรมไปยังไพรมารี ดีลเลอร์ ผ่านบริการ EFS<sup>63</sup> โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะแจ้งความประสงค์ไปยังไพรมารี ดีลเลอร์ และไพรมารี ดีลเลอร์ต้องส่งคำเสนอทำธุรกรรมกลับมายังธนาคารแห่งประเทศไทย โดยระบุรายละเอียดของประเภทธุรกรรม ระยะเวลาของสัญญา จำนวนเงินที่เสนอทำธุรกรรมซึ่งการเสนอซื้อขายตราสารหนี้โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืนทุกระยะ ต้องเป็นจำนวนเงินระยะเวลาละไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท และไม่มีเศษของ 10 ล้านบาท และอัตราค่าตอบแทนโดยให้เสนอเป็นอัตราส่วนต่างจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายในรูปแบบ Basis point (s)

(3) ดอกเบี้ยจากตราสารหนี้ที่ซื้อขาย: ในกรณีหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นตราสารหนี้ หากผู้ออกหลักทรัพย์ปิดสมุดทะเบียนเพื่อจ่ายดอกเบี้ยของตราสารหนี้ที่ใช้ในการทำธุรกรรมอยู่ในช่วงระยะเวลาของการทำสัญญา ผู้รับโอนตราสารหนี้ต้องชำระคืนดอกเบี้ยตราสารหนี้ให้แก่ผู้โอนภายในวันที่ได้รับดอกเบี้ย

(4) การคำนวณอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก อัตราส่วนลด (Haircut) และ Variation margin: การประเมินมูลค่าของตราสารหนี้ตามราคาตลาด และจำนวนเงินที่ต้องส่งมอบเพิ่มเติม (Margin) อัตราส่วนลด (Haircut) และช่วงอัตราผลตอบแทนเรียกเงินเพิ่ม (Variation margin) เป็นไปตามตามประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย สก. 44/2556 เรื่อง การประเมินมูลค่าของตราสารหนี้และเงินที่จะต้องส่งมอบเพิ่มเติม ตามระเบียบธนาคารแห่งประเทศไทย ว่าด้วยบริการด้านตลาดการเงินเกี่ยวกับการซื้อขายตราสารหนี้ โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืนและการขายตราสารหนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยกับไพรมารี ดีลเลอร์ (Primary Dealer) (บริการซื้อขายตราสารหนี้และขายตราสารหนี้ ธปท. กับไพรมารี ดีลเลอร์)

(5) ความสมบูรณ์ของธุรกรรม : เมื่อผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ได้ยืนยันการทำธุรกรรมเสร็จสมบูรณ์แล้ว ให้ถือว่ากรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเกิดขึ้นทันที และให้ถือว่าไพรมารี ดีลเลอร์และธนาคารแห่งประเทศไทยประสงค์ที่จะจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ตามสัญญา

<sup>63</sup> บริการ FFS หมายถึง บริการด้านการเงินด้วยวิธีอิเล็กทรอนิกส์ ตามระเบียบธนาคารแห่งประเทศไทย ว่าด้วยการให้บริการด้านการเงินด้วยวิธีอิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Financial Service) พ.ศ. 2544 และที่แก้ไขเพิ่มเติม.

(6) การคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาด: เมื่อเริ่มต้นวันทำการทุกวันจนถึงวันก่อนวันที่ขายคืนหรือซื้อคืน ให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ต้องเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่ซื้อหรือขาย กับเงินที่ได้ชำระค่าขายหรือซื้อรวมทั้งค่าตอบแทนตามสัญญา หากมูลค่าตลาดของตราสารหนี้สูงหรือต่ำกว่าเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด และผู้ซื้อหรือผู้ขายประสงค์จะส่งมอบหรือรับมอบเงินมาร์จิ้น ให้การแจ้งหักทวงจำนวนเงินเพิ่มเติม และส่งมอบเงินเพิ่มเติมตามวิธีการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด

(7) การเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการของ ไพรมารี ดีลเลอร์ : การดำเนินการเมื่อไพรมารี ดีลเลอร์ ตกเป็นผู้ถูกศาลสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือไพรมารี ดีลเลอร์ ยื่นขอความยินยอมจากธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อขอฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลาย หรือเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยตรวจพบว่าไพรมารี ดีลเลอร์ มีสถานะทางการเงินไม่มั่นคง ธนาคารแห่งประเทศไทยมีสิทธิเลิกสัญญาที่มีอยู่กับไพรมารี ดีลเลอร์ทุกสัญญาหรือบางสัญญา หรือมีสิทธิแก้ไขสัญญาที่มีอยู่กับไพรมารี ดีลเลอร์ และมีสิทธินำมูลหนี้ของคู่สัญญาทั้งสองฝ่ายมาหักกลบลบกัน

(8) การผิตนัด: หากไพรมารี ดีลเลอร์ผิตนัดชำระราคาหรือส่งมอบตราสารหนี้ ไพรมารี ดีลเลอร์ต้องรับผิดชอบปรับลดราคา หากไพรมารี ดีลเลอร์ยังไม่ชำระราคาหรือส่งมอบตราสารหนี้พร้อมเบี้ยปรับภายในระยะเวลาที่กำหนด ธนาคารแห่งประเทศไทยมีสิทธิบอกเลิกสัญญาและดำเนินการตามที่เห็นสมควร

(9) การล้างฐานะของธุรกรรม : ในวันซื้อคืนหรือขายคืนหลักทรัพย์ หากไพรมารี ดีลเลอร์ผิตชำระราคาหรือส่งมอบตราสารหนี้ภายในเวลาที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด ให้ไพรมารี ดีลเลอร์ชำระเบี้ยปรับลดราคา หากไพรมารี ดีลเลอร์ไม่ชำระหนี้ให้ไพรมารี ดีลเลอร์สิ้นสิทธิที่จะขายคืนหรือซื้อคืน ในกรณีนี้ ไพรมารี ดีลเลอร์มีภาระต้องชำระเบี้ยปรับลดราคาหรือไม่ส่งมอบตราสารหนี้ และให้นำภาระดังกล่าวมาเปรียบเทียบกับส่วนต่างระหว่าง (ก) มูลค่าตลาดของตราสารหนี้ และยอดมาร์จิ้นสุทธิที่มีการส่งมอบแล้ว (ถ้ามี) และดอกเบี้ยของเงินที่ต้องทำการส่งมอบเพิ่มเติม กับ (ข) จำนวนเงินค่าขายคืนหรือซื้อคืน และยอดมาร์จิ้นสุทธิที่ส่งมอบแล้ว (ถ้ามี) และดอกเบี้ยของเงินที่ต้องทำการส่งมอบเพิ่มเติม

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในฐานะเป็นเครื่องมือของธนาคารแห่งประเทศไทยในการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดการเงินนั้นมีปริมาณการเงินซึ่งธนาคารแห่ง

ประเทศไทยได้เข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ใน 2 ลักษณะ คือ สัญญาขายโดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืน และสัญญาซื้อโดยมีสัญญาว่าจะขายคืน โดยมูลค่าการทำธุรกรรมสามารถพิจารณาได้ตามตารางนี้

**ตารางที่ 4** มูลค่าการทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวีภาคีของธนาคารแห่งประเทศไทย

มูลค่าธุรกรรม (ล้านบาท)	ปี				
	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2558	พ.ศ. 2557	พ.ศ. 2556	พ.ศ. 2555
รายปี	209,116.6	192,921.7	188,435.7	166,278.6	152,746.1
รายวัน	853.5	793.9	769.1	732.5	620.9

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ธนาคารกรุงเทพ<sup>64</sup>, ธนาคารแห่งประเทศไทย<sup>65</sup> และสมาคมตลาดตราสารหนี้<sup>66</sup>

### 2.1.2. การปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงิน

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินซึ่งเป็นสัญญาทางการเงินประเภทหนึ่งที่ใช้เพื่อการบริหารสภาพคล่องผ่านตลาดการเงิน ดังนั้น จึงจำเป็นต้องศึกษาถึงความสำคัญและแนวความคิดการปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงิน

#### 2.1.2.1 ความสัมพันธ์ของสัญญาทางการเงินกับกระบวนการล้มละลาย

ตลาดการเงินมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจเนื่องจากตลาดการเงินเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญที่ผู้มีส่วนร่วมในตลาดสามารถเข้ามาดำเนินการปรับสภาพคล่องทางการเงินก่อให้เกิดเงินทุนหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ เป็นสถานที่ซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินและช่องทางนำเงินออก

<sup>64</sup> ฝ่ายวิจัย ธนาคารกรุงเทพ, "รายงานภายในประเทศ: ตลาดตราสารทุน และตลาดตราสารหนี้" [ออนไลน์] เข้าถึงเมื่อ 20 พฤษภาคม 2560. แหล่งที่มา:

<http://www.bangkokbank.com/BangkokBankThai/BusinessBanking/RatesAndReports/Reports/EconomicNewsAndResearch/Local/Pages/Finance.aspx>

<sup>65</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "ธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวีภาคีของ ธปท. (Bilateral Repurchase Transactions)" [ออนไลน์]. เข้าถึงเมื่อ 20 พฤษภาคม 2560. แหล่งที่มา:

[https://www.bot.or.th/app/FinMarkets/bot\\_omo/BRP\\_TH.aspx](https://www.bot.or.th/app/FinMarkets/bot_omo/BRP_TH.aspx)

<sup>66</sup> สมาคมตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย, "ThaiBMA Trading and Outstanding value 2001-2017" [ออนไลน์] เข้าถึงเมื่อ 20 พฤษภาคม 2560. แหล่งที่มา:

<http://www.thaibma.or.th/EN/Market/SummaryStatistics.aspx>

เข้าสู่ภาคการลงทุน ช่วยสร้างกลไกราคาของสินทรัพย์ทางการเงิน และการลงทุนเพื่อแสวงหากำไร เช่นนี้ ระบบการเงิน ตลาดการเงิน และสินทรัพย์ทางการเงินจึงมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด ตลาดการเงินจึงมีความสัมพันธ์ที่เชื่อมโยงและใกล้ชิดกับสินทรัพย์ทางการเงิน และระบบเศรษฐกิจ<sup>67</sup>

การเข้าถึงสภาพคล่อง และการลงทุนนั้นเป็นกลไกสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจและนำไปสู่การขยายตัวทางเศรษฐกิจ ตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพจะช่วยส่งเสริมภาครัฐและภาคเอกชนในการบริหารสภาพคล่อง ลดความเสี่ยงจากความไม่สมดุลของอายุระหว่างสินทรัพย์และหนี้สิน เพิ่มทางเลือกในการระดมทุนและการลงทุน ลดความเสี่ยงจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้าย อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจกับการเปลี่ยนแปลงในตลาดทุน กระแสโลกาภิวัตน์ และพัฒนาการของกลยุทธ์ในการบริหารจัดการทางการเงินที่มีรูปแบบที่หลากหลายและซับซ้อน จึงเกิดความต้องการของผู้มีส่วนร่วมในตลาดที่ต้องการความแน่นอนของนิติสัมพันธ์และความมีประสิทธิภาพ<sup>68</sup>

ความแน่นอนในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงินเป็นปัจจัยที่สำคัญที่ทำให้กลไกการจัดสรรสภาพคล่องและเงินทุน และสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดสามารถประเมินความเสี่ยงในการเข้าทำสัญญาได้ ประเมินความเป็นไปได้ของผลตอบแทน และสามารถตัดสินใจบนพื้นฐานของการทราบความเสี่ยงและยอมรับความเสี่ยงเช่นว่านั้นด้วยความเต็มใจ<sup>69</sup>

#### จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ความแน่นอนในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงินนั้นขึ้นอยู่กับความสมบูรณ์ในการชำระหนี้ของคู่สัญญาทางการเงินและผู้มีส่วนร่วมในระบบการเงิน แต่การที่คู่สัญญาทางการเงินหรือผู้มีส่วนร่วมในตลาดเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการและไม่สามารถชำระหนี้ได้อย่างครบถ้วน การใช้มาตรการควบคุมและจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้จะทำให้เกิดความเสียหายต่อความความแน่นอนในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงิน ความไม่สมบูรณ์ของการปฏิบัติการของระบบการชำระราคาและการโอนหลักทรัพย์และการใช้สัญญาทาง

<sup>67</sup> อัญญา ชันธวิทย์ วิมุต วานิชเจริญธรรม และชิวมา ทับทิมพรรณ, กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย, หน้า 55-59.

<sup>68</sup> Bank for International Settlements, Insolvency arrangements and contract enforceability, p. 4.

<sup>69</sup> Ibid., p. 8.

การเงินในการบริหารความเสี่ยงจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบ การลดความเสี่ยงต่อระบบนี้ จึงต้องมีกลไกที่สามารถจัดการกับความเสี่ยงได้อย่างเหมาะสม ซึ่งรวมถึงการบังคับใช้วิธีการชำระหนี้แบบ Close-out Netting และการคุ้มกันไม่ให้สัญญาทางการเงินอยู่ภายใต้การบังคับใช้บทบัญญัติของกฎหมายล้มละลาย<sup>70</sup> ความแน่นอนในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงินภายใต้กระบวนการล้มละลายมีส่วนในการลดต้นทุนของความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางกฎหมาย<sup>71</sup>

ความไม่แน่นอนในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงิน ภายใต้กระบวนการล้มละลายจะก่อให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพต่อระบบการเงิน เนื่องจากความไม่แน่นอนนี้จะสร้างแรงกระตุ้นให้เจ้าหนี้มีพฤติกรรมที่ปกป้องส่วนได้เสียของตนเองโดยการรีบใช้สิทธิฟ้องร้องบังคับคดี และทำให้ความสามารถในการเพิ่มมูลค่ากองทรัพย์สินลดลง เจ้าหนี้โดยทั่วไปได้รับความเสียหาย และก่อให้เกิดการลุกลามของความเสียหายนั้นไปยังบุคคลที่สามที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องในรูปแบบของความเสี่ยงต่อระบบ และในท้ายที่สุด จะส่งผลให้กฎหมายและสถาบันที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายล้มละลายอาจไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ที่สำคัญของนโยบายสาธารณะที่เกี่ยวข้องกับเสถียรภาพทางการเงิน เช่นนี้ ความแน่นอนของนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงิน ภายใต้กระบวนการล้มละลาย และความมีประสิทธิภาพของระบบกฎหมายล้มละลายจะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อเสถียรภาพทางการเงิน<sup>72</sup>

### 2.1.2.2 ความสำคัญของเสถียรภาพของระบบการเงิน และความเสี่ยงต่อระบบ (Systemic Risk)

#### 2.1.2.2.1 เสถียรภาพของระบบการเงิน

นับตั้งแต่ทศวรรษที่ 1990 เสถียรภาพทางการเงินมีความสำคัญอย่างยิ่งในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ ธนาคารกลางประเทศต่าง ๆ สถาบันทางการเงินระหว่างประเทศ เช่น กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (BIS) และธนาคารโลก ได้เน้นย้ำและให้ความสำคัญต่อความมีเสถียรภาพทางการเงิน และ

<sup>70</sup> Ibid, p. 27.

<sup>71</sup> Ibid, p. 28.

<sup>72</sup> Ibid, p. 35.

โดยเฉพาะอย่างยิ่งแนวโน้มระบบการเงินที่การขยายตัว การมีเสรีมากขึ้นและโลกาภิวัตน์ของระบบการเงิน การเติบโตของสินทรัพย์ในตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้มีเกี่ยวข้องกับควมมีเสถียรภาพทางการเงิน<sup>73</sup>

ในปัจจุบันระบบการเงินมีความซับซ้อนมากขึ้นจากความซับซ้อน (Intricacy) ของตราสารทางการเงิน ความหลากหลายของธุรกรรม และการเคลื่อนย้ายความเสี่ยงระหว่างผู้เกี่ยวข้องในระบบการเงิน การเกิดขึ้นของอุตสาหกรรมข้ามชาติและการรวมตัวข้ามชาติทำให้ระบบการเงินมีความเกี่ยวข้องกันมากขึ้นทั้งในประเทศและระหว่างประเทศ สถาบันการเงินมีบทบาทในทุกแขนงของกิจกรรมทางการเงิน นอกเหนือจากการให้บริการธุรกรรมแบบดั้งเดิม ยังรวมถึงการจดจำนายหลักทรัพย์ การเป็นนายหน้า การบริหารจัดการทรัพย์สิน และธุรกิจประกันภัย ซึ่งธุรกรรมเหล่านั้นบางธุรกรรมนั้นมีความเกี่ยวข้องกับระหว่างอุตสาหกรรมต่างประเทศและธุรกรรมระหว่างประเทศ<sup>74</sup> ดังนั้น ความเสียหายที่เกิดขึ้นผู้มีส่วนร่วมรายหนึ่งรายใดในตลาดการเงินจึงสามารถส่งผ่านและลูกกลามไปยังผู้มีส่วนร่วมรายอื่น ๆ ในระบบการเงินได้ ซึ่งความเสียหายที่เกิดขึ้นนี้จะกระทบต่อควมมีเสถียรภาพของระบบการเงินได้

การรักษาเสถียรภาพทางการเงินมีความสำคัญต่อการบรรลุวัตถุประสงค์ในการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของเศรษฐกิจ ธนาคารกลางของประเทศพัฒนาแล้ว กองทุนการเงินระหว่างประเทศ และธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศได้ประเมินเสถียรภาพทางการเงินและเผยแพร่รายงานเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการเงิน ซึ่งในบรรดารายงานดังกล่าวได้แนะนำว่าระบบการเงินเป็นพื้นฐานของกลไกทางเศรษฐกิจและเชื่อมโยงกับกลไกอื่นของระบบเศรษฐกิจ ระบบการเงินมีส่วนสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจ การเจริญเติบโต ควมมีประสิทธิภาพและความเจริญเติบโตของสังคม และควมมีเสถียรภาพทางการเงินเป็นวัตถุประสงค์ทางสังคมประการสำคัญ<sup>75</sup>

<sup>73</sup> Garry J. Schinasi, *Safeguarding financial stability : theory and practice* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005). p. 3.

<sup>74</sup> Ibid., pp. 7-8.

<sup>75</sup> Ibid., p. 17.

ธนาคารแห่งประเทศไทยกล่าวถึงเสถียรภาพทางการเงินว่าหมายถึงระบบการเงินที่มั่นคง การมีเงินเฟ้อที่ต่ำและมีเสถียรภาพการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืนและเหมาะสมตามศักยภาพของประเทศ เพื่อให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจดำเนินไปได้อย่างราบรื่น<sup>76</sup> ความมีเสถียรภาพทางการเงินจะขึ้นอยู่กับ 2 ปัจจัยหลัก คือ ความมั่นคงและความมีประสิทธิภาพของสถาบันการเงิน และการมีปัจจัยแวดล้อมหรือปัจจัยพื้นฐานที่เหมาะสม เช่น กรอบกฎหมายทางการเงินที่ระบุนิติหน้าที่ของทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องในการทำธุรกรรมทางการเงิน และระบบข้อมูลสำหรับทำธุรกรรมทางการเงิน<sup>77</sup>

#### 2.1.2.2.2 ความเสี่ยงต่อระบบในตลาดการเงิน

ตลาดการเงินมีความสัมพันธ์และเชื่อมโยงกับภาคส่วนต่าง ๆ ในระบบการเงิน ตลาดการเงินจึงมีความเปราะบางและถูกกระทบได้จากปัจจัยต่าง ๆ เช่น ความผันผวนของมูลค่าสินทรัพย์ทางการเงิน การดำเนินกิจการของผู้มีส่วนร่วมในตลาด และภาวะเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระบบการเงินโลกในสภาวะปกติใหม่ (New normal) ระบบเศรษฐกิจการเงินในสภาวะปกติใหม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในหลายด้านและนำไปสู่สภาวะที่มีความผันผวนสูง มีความไม่แน่นอนสูงคาดเดาได้ยาก มีความซับซ้อนมากขึ้น และมีความไม่ชัดเจนของผลลัพธ์ต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้นซึ่งจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจได้<sup>78</sup> หากเกิดปัญหาต่อระบบการเงินย่อมกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนร่วมในตลาดซึ่งเป็นปัจจัยมีผลกระทบต่อพฤติกรรมของผู้ที่มีส่วนร่วมในการตลาดการเงินและระบบเศรษฐกิจ หากผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงินขาดความเชื่อมั่นย่อมส่งผลให้เกิดการชะลอตัวต่อการออม การลงทุน การจ้างงาน และการบริโภค และกระทบต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงานของระบบการเงิน และระบบเศรษฐกิจของประเทศ เช่นนี้ จึงจำเป็นต้องสร้างกลไกเพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน

<sup>76</sup> ติมนโยบายเงินทุนเคลื่อนย้าย ธนาคารแห่งประเทศไทย, "นโยบายการเงินกับพันธกิจรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ เพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืนและทั่วถึง," พระสยาม ฉบับที่ 1, มกราคม - กุมภาพันธ์ 2557. หน้า 26.

<sup>77</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "20 เรื่องน่ารู้เกี่ยวกับธปท." [ออนไลน์]. หน้า 10.

<sup>78</sup> วีรไท สันติประภพ, ปาฐกถาพิเศษ เรื่อง บทบาทธนาคารแห่งประเทศไทยในสภาวะปกติใหม่ (New Normal), ห้องคอนเวนชัน 2-3 โรงแรมอวานี ขอนแก่น ไฮเทล แอนด์ คอนเวนชัน เซ็นเตอร์ จังหวัดขอนแก่น, 2 กันยายน 2559.

การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี การเจริญเติบโตของภาคธุรกิจ และการเปิดตลาดเสรีทำให้ตลาดการเงินเพิ่มช่องทางการเชื่อมโยงระหว่างกันมากขึ้นและก่อให้เกิดการขยายตัวของความสามารถในการเกิดความเสี่ยงต่าง ๆ มากขึ้น<sup>79</sup> และการที่ธุรกรรมในภาคการเงินมีผู้เกี่ยวข้องจำนวนมาก ความเสียหายที่เกิดขึ้นจากความเสี่ยงในระบบการเงินสามารถลุกลามไปทั่วทั้งระบบเศรษฐกิจ<sup>80</sup> เช่นนี้ หากสถาบันในตลาดการเงินประสบปัญหาทางการเงินหรือล้มละลายย่อมกระทบต่อสถาบันหรือองค์กรที่เกี่ยวข้อง และหากการประสบปัญหาหรือล้มละลายนั้นเป็นเป็นกิจการขนาดใหญ่ หรือมีความสำคัญ หรือมีมูลค่าสูงย่อมกระทบต่อตลาดการเงินในวงกว้าง เช่นนี้ ธนาคารกลางสหรัฐ ธนาคารกลางยุโรป และหน่วยงานนโยบายการเงินทั่วโลกต่างแสดงความกังวลเกี่ยวกับวิกฤติทางการเงินและความเป็นไปได้ที่จะเกิดความเสี่ยงต่อระบบภายใต้ระบบการเงินที่สามารถล้มเป็นลูกโซ่ได้ เพราะกลไกการซื้อขายและการชำระเงินมีความเชื่อมโยงและเกี่ยวข้องกันผ่านธุรกรรมประเภทต่าง ๆ ความเสี่ยงต่อระบบจึงมีความเกี่ยวข้องและกระทบต่อผู้มีส่วนร่วมในตลาด และกระทบต่อความมีเสถียรภาพของตลาดการเงิน สร้างความไม่แน่นอนในตลาดการเงิน และส่งผลในทางลบต่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยรวม<sup>81</sup>

ความเสี่ยงต่อระบบได้มีการให้ความหมายไว้ ดังนี้

คณะกรรมการด้านระบบการชำระเงินของธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (The Committee on Payment and Settlement Systems) ได้ให้ความหมายของความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงจากการที่ผู้มีส่วนร่วมในตลาดรายหนึ่งหรือหลาย

CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>79</sup> Raghuram G. Rajan, Has financial development made the world riskier?, National Bureau Of Economic Research, Working Paper 11728, Cambridge, November 2005, Available from: <http://www.nber.org/papers/w11728.pdf> p. 37.

<sup>80</sup> Ibid., p. 1.

<sup>81</sup> Jean-Claude Trichet, Systemic risk, Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy Jean-Claude Trichet, the Clare College, University of Cambridge Cambridge, 10 December 2009.



รายไม่สามารถปฏิบัติการชำระหนี้ได้ จะทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดรายอื่น ๆ ไม่สามารถปฏิบัติการชำระหนี้ของตนเองเมื่อถึงกำหนดได้<sup>82</sup>

ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้ให้ความหมายของความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงเมื่อสถาบันหนึ่งในระบบไม่สามารถชำระภาระผูกพันเมื่อถึงกำหนดเวลาต้องชำระ แล้วส่งผลให้สถาบันอื่น ๆ ไม่สามารถชำระภาระผูกพันตามไปด้วย มีผลกระทบต่อระบบการชำระเงินในวงกว้าง ในกรณีที่เลวร้าย อาจส่งผลต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน และระบบเศรษฐกิจ<sup>83</sup>

ธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank) ได้ให้ความหมายของความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงของความไม่สามารถปฏิบัติการชำระหนี้ของผู้มีส่วนร่วมในตลาดเมื่อหนี้ถึงกำหนด ไม่ว่าสาเหตุจะเกิดจากปัญหาด้านการปฏิบัติงานหรือปัญหาด้านการเงิน ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่จะก่อให้เกิดผลกระทบที่ลุกลามไปยังผู้มีส่วนร่วมรายอื่นในตลาด (Spillover effects) เช่น ปัญหาการขาดสภาพคล่องหรือปัญหาด้านสินเชื่อที่คุกคามต่อเสถียรภาพและความเชื่อมั่นของระบบการเงิน<sup>84</sup>

Group of Ten (G-10)<sup>85</sup> ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund) ได้ให้ความหมายของความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงซึ่งเหตุการณ์หนึ่ง ๆ ก่อให้เกิดการสูญเสียมูลค่าทางเศรษฐกิจหรือความเชื่อมั่น สร้างความไม่แน่นอน

<sup>82</sup> Committee on Payment and Settlement Systems, "A glossary of terms used in payments and settlement systems," [Online] 2016. Available from: [www.bis.org/dcms/glossary/glossary.pdf?scope=CPMI&base=term](http://www.bis.org/dcms/glossary/glossary.pdf?scope=CPMI&base=term) [2016, November 15]. p.17

<sup>83</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "ความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน" [ออนไลน์]. เข้าถึงเมื่อ 20 พฤศจิกายน 2559. แหล่งที่มา:

<https://www.bot.or.th/Thai/PaymentSystems/Others/PaymentRisk/Pages/default.aspx>

<sup>84</sup> European Central Bank, "Glossary," [Online]. Available from: <https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/gloss.en.html> [2016, November 20]

<sup>85</sup> G-10 คือ กลุ่มประเทศที่ให้เงินกู้แก่กองทุนการเงินระหว่างประเทศ เพื่อให้กองทุนการเงินระหว่างประเทศจัดสรรให้กู้แก่ภาคสมาชิกอีกทอดหนึ่ง กลุ่มเริ่มต้นด้วยประเทศสมาชิก 10 ประเทศที่ร่วมลงนาม General Arrangement to Borrow (GAB) ในปี พ.ศ.2505 ต่อมาขยายจำนวนสมาชิกเป็น 11 ประเทศ.

ในส่วนที่เป็นสาระสำคัญของระบบการเงิน ซึ่งมีความรุนแรงเพียงพอที่จะทำให้เกิดผลกระทบเชิงลบที่สำคัญต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real economy) ความเสี่ยงต่อระบบนี้สามารถเกิดขึ้นได้อย่างฉับพลันและไม่อาจคาดหมายได้ และมีความเป็นไปได้ว่าการเกิดเหตุการณ์นี้จะเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ปราศจากการตอบสนองเชิงนโยบายที่เหมาะสม ผลกระทบเชิงลบของความเสี่ยงต่อระบบ คือ การหยุดชะงักของระบบการเงิน กระทบหนี้สินเชื่อ และการด้อยค่าของสินทรัพย์<sup>86</sup>

คณะทำงาน G20 ได้ให้ความหมายของความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงของการแทรกแซง (Disruption) ต่อการให้บริการทางการเงินซึ่งก่อให้เกิดความเสื่อมโทรมของทุกภาคส่วนในระบบการเงิน และมีความเป็นไปได้ว่าจะทำให้เกิดเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง<sup>87</sup> คณะทำงานของ G20 ยกตัวอย่างการที่ธนาคารสูญเสียเงินลงทุนจากการลงทุนไม่ถือเป็นความเสี่ยงต่อระบบ แต่หากธนาคารประสบปัญหาล้มละลาย (Failure) ตลาดหยุดชะงัก (Seizure) การล้มละลายของโครงสร้างพื้นฐาน หรือการเพิ่มขึ้นอย่างฉับพลันของต้นทุนการให้บริการทางการเงินที่สามารถส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนร่วมในตลาดถือว่าเป็นความเสี่ยงต่อระบบ

ศาสตราจารย์ Steven L. Schwarcz ประจำมหาวิทยาลัย Duke ได้ให้ความหมายของความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง (Economic shock) เช่น การล้มละลายของสถาบันการเงินหรือตลาดการเงินประสบปัญหาทำให้เกิด (Trigger) การประสบปัญหาของสถาบันหรือบุคคลอื่น ๆ เป็นลูกโซ่ในตลาดการเงินหรือสถาบันต่าง ๆ และรวมถึงความเสี่ยงที่มีผลทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทางการเงินและลดความพร้อมในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน (Availability) ในตลาดการเงิน<sup>88</sup>

<sup>86</sup> Group of Ten, Report on consolidation in the financial sector, 2001, January 25, Available from: <https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/pdf/file3.pdf> p. 126.

<sup>87</sup> Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board, Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Available from: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf> p. 2.

<sup>88</sup> Steven L. Schwarcz, "Systemic risk," The Georgetown Law Journal 97, 1 (2008): p. 204.

จากการให้ความหมายของความเสี่ยงต่อระบบ สามารถสรุปได้ว่า ความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการที่สถาบันหนึ่ง ๆ ในระบบการเงินประสบปัญหาวิกฤติ และลุกลามไปยังสถาบันอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งทำให้การดำเนินงานของตลาดการเงินหยุดชะงัก และเกิดความเสี่ยงหายต่อระบบเศรษฐกิจ

ภายใต้โครงสร้างระบบเศรษฐกิจการเงินโลกที่เชื่อมโยงกันอย่างใกล้ชิด ความซับซ้อนของธุรกรรมทางการเงิน มูลค่าของธุรกรรมที่มีจำนวนมาก และผู้มีส่วนร่วมในตลาดที่เกี่ยวข้อง หากเกิดความเสี่ยงต่อระบบจากปัญหาทางการเงินของสถาบันหนึ่ง ๆ จะสามารถส่งผลกระทบต่อและลุกลามไปยังอีกหลาย ๆ สถาบันได้ ความเสี่ยงต่อระบบจะกระทบต่อระบบการเงินทั้งระบบอันจะก่อให้เกิดการแทรกแซงกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่แท้จริงอย่างมีนัยยะสำคัญ และหากไม่ได้รับการแก้ปัญหาอย่างทันท่วงทีจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อเศรษฐกิจมหภาค ผลที่เกิดจากความเสี่ยงต่อระบบจะก่อให้เกิดปัญหาต่อการจัดสรรทรัพยากรในด้านผลิตผล การขายสินค้าหรือและการจ้างงาน กระทบต่อระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง ทำให้กิจการขาดสภาพคล่องในตลาดการเงิน การหยุดชะงักของกระแสหมุนเวียนเครดิต ลดการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของกิจการ ราคาสินทรัพย์ตกต่ำ กระทบต่อการสำรองเงินของธนาคารพาณิชย์ ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจลดต่ำลงด้วย<sup>89</sup>

ความเสี่ยงต่อระบบสามารถเกิดจากสาเหตุต่าง ๆ เช่น การที่สถาบันหนึ่งในระบบไม่สามารถชำระภาระผูกพันเมื่อถึงกำหนดเวลาต้องชำระ แล้วส่งผลให้สถาบันอื่น ๆ ไม่สามารถชำระภาระหนี้ตามไปด้วย<sup>90</sup> การขาดสภาพคล่องจากธนาคารหนึ่งแผ่ขยายไปยังธนาคารอื่น หรือขาดความเชื่อมั่นในระบบสถาบันการเงิน<sup>91</sup> ความผันผวนในตลาดเงินมีโอกาสเกิดปัญหาด้านเครดิตและปัญหาด้านสภาพคล่องเพิ่มสูงขึ้น การแข่งขันที่สูงในธุรกิจการเงิน การใช้เทคนิคบริหารเงินที่มีความเสี่ยงสูง และความตื่นตระหนกต่อข้อมูลข่าวสารที่ชี้ถึงความล้มเหลวของธนาคารหนึ่งทำให้ผู้ฝากเงินและเจ้าหนี้ไม่แน่ใจในฐานะการดำเนินงานในธนาคารอื่น ๆ และเกิดการแห่ถอน

<sup>89</sup> Group of Ten, Report on Consolidation in the Financial Sector, pp. 126-127.

<sup>90</sup> ชาวุฒิชัย ลีวัฒนะโชติรัตน์, "ความเสี่ยงต่อระบบและการลุกลามของวิกฤติการณ์การเงิน" [ออนไลน์] เข้าถึงเมื่อ 12 ธันวาคม 2559. แหล่งที่มา: [https://www.pier.or.th/wp-content/uploads/2015/10/aBRIDGEd\\_2015\\_008.pdf](https://www.pier.or.th/wp-content/uploads/2015/10/aBRIDGEd_2015_008.pdf)

<sup>91</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "ความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน" [ออนไลน์].

เงินของผู้ฝากเงิน (Bank run)<sup>92</sup> ความเสี่ยงต่อระบบยังสามารถเกิดจากความไม่สมบูรณ์ของตลาดและกรอบการรับรู้ของข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งนำไปสู่ภาวะของพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ (Moral hazard)<sup>93</sup> รวมถึงความกังวลเกี่ยวกับเรื่องการชำระเงินจนครบถ้วนและการชำระหนี้ตามสัญญาทางการเงินซึ่งกระทำให้ขึ้นในระบบการชำระเงินและการชำระดุล ซึ่งการชำระหนี้จนครบถ้วนผ่านระบบดังกล่าวควรได้รับการยอมรับและคุ้มครองในกรณีที่ผู้มีส่วนร่วมในระบบดังกล่าวล้มละลายเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงต่อระบบ<sup>94</sup>

ความเสี่ยงต่อระบบในด้านสัญญาทางการเงิน สามารถพิจารณาได้จากการที่สัญญาทางการเงินเป็นส่วนประกอบสำคัญของตลาดเงินทุนระหว่างประเทศ สัญญาทางการเงินจึงมีบทบาทในการสนับสนุนเงินทุนและเป็นเครื่องมือสำคัญในการลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย และความผันผวนอื่น ๆ ของตลาดการเงิน เนื่องด้วยลักษณะของโครงสร้างและการจัดเตรียมเอกสารเกี่ยวกับธุรกรรมเหล่านี้ จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีความแน่นอนในสิ่งที่จะเกิดขึ้นเมื่อคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งในสัญญาเหล่านั้นไม่สามารถปฏิบัติตามชำระหนี้ได้ ซึ่งรวมถึงเหตุผลของการตกอยู่ภายใต้การล้มละลาย หากหลังจากการเริ่มดำเนินกระบวนการล้มละลายแล้ว การที่ลูกหนี้ไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาได้อาจทำให้คู่สัญญาอีกฝ่ายไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาทางการเงินที่เกี่ยวข้องซึ่งกระทำกับผู้มีส่วนร่วมอื่น ๆ ในตลาด การล้มละลายของผู้มีส่วนร่วมในตลาดที่สำคัญอาจส่งผลให้เกิดการผัดนัดในธุรกรรมแบบที่มีระหว่างกัน (back-to-back transaction) และอาจทำให้ผู้มีส่วนร่วมอื่น ๆ ในตลาดเกิดภาวะขาดกระแสเงินสด และกรณีรุนแรงที่สุดคือ อาจเป็นเหตุทำให้คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง และสถาบันทางการเงินประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน<sup>95</sup>

<sup>92</sup> George G. Kaufman, Banking and currency crises and systemic risk: a taxonomy and review, Loyola University Chicago and Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper No. 1999-12, 1999, Available from: <https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/1999/1999-12> p. 8.

<sup>93</sup> Kleopatra Nikolaou, Liquidity (risk) concepts definitions and interactions, European Central Bank, Working Paper Series No. 1008, February 2009, Available from: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1008.pdf?e87aba3a52137adea91048bf548019> 68 p. 5.

<sup>94</sup> United Nations Commission on International Trade Law, Uncitral legislative guide on insolvency law. p. 157.

<sup>95</sup> Ibid.

ความเสี่ยงต่อระบบสามารถเกิดจากการที่ธนาคารพาณิชย์ไม่ได้รับชำระหนี้อย่างครบถ้วน กล่าวคือ เมื่อธนาคารพาณิชย์ประสบกับภาวะไม่สามารถเรียกคืนหนี้ที่ถึงกำหนดได้ และประสบปัญหาขาดสภาพคล่อง ธนาคารพาณิชย์จะเพิ่มระดับเงินกองทุน โดยการลดขนาดของสินทรัพย์เพื่อให้ระดับเงินกองทุนตามกฎหมายเข้าสู่ภาวะปกติ หรือด้วยวิธีการออกหุ้นสามัญใหม่เพื่อเพิ่มทุน หากสภาวะปัญหาเกิดในช่วงระยะเวลาเศรษฐกิจตกต่ำ ธนาคารพาณิชย์อาจทำการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญได้ลำบากและการทำการปรับลดอัตราเงินปันผลจะเป็นการส่งสัญญาณในทางลบแก่ตลาด ดังนั้น ธนาคารพาณิชย์จึงมักจะขาดสินทรัพย์ของธนาคาร ซึ่งการขายสินทรัพย์เสี่ยงในตลาดช่วงที่เศรษฐกิจอาจขายได้ในราคาต่ำกว่าปกติ (Fire sale price) ดังนั้น การที่ปริมาณความต้องการซื้อลด ในขณะที่ความต้องการขายสินทรัพย์มีมาก ส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงซึ่งส่งผลต่อเนื่องทำให้เกิดการสูญเสียมูลค่าที่สูงขึ้นเกิดเป็นการหมุนตัวของการขาดทุน (Loss spiral) โดยที่นวัตกรรมทางการเงินปัจจุบันมีความซับซ้อนและเชื่อมโยงระหว่างผู้มีส่วนรวมในตลาด ดังนั้น เมื่อเกิดปัญหาจากการเสื่อมค่าของสินทรัพย์ทางการเงิน ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในสินทรัพย์การเงินจึงได้รับผลกระทบไปด้วย ดังนั้น จากสภาพปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้ธนาคารไม่สามารถชำระหนี้ได้ ก่อให้เกิดหนี้เสียต่อธนาคารอื่นที่เป็นเจ้าหนี้ หากพิจารณากระบวนการธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบ หากธนาคารพาณิชย์แห่งที่ 1 ประสบปัญหา อาจส่งผลทำให้ธนาคารพาณิชย์แห่งที่ 2 เกิดหนี้เสียและเกิดการลดลงของทุน ซึ่งหากผลกระทบดังกล่าวมีมูลค่ามาก ก็จะส่งผลต่อไปธนาคารพาณิชย์แห่งที่ 3 ทำให้เกิดการลดระดับของทุน และอาจนำไปสู่การล้มของธนาคารพาณิชย์แห่งที่ 3 ต่อกันไปเรื่อย ๆ เป็นลูกโซ่ เกิดการลุกลามของปัญหา (Contagion effect) นำไปสู่ปัญหาความเสี่ยงทั้งระบบ<sup>96</sup>

ดังนั้น เพื่อการป้องกันความเสี่ยงต่อระบบเกิดขึ้นต่อระบบการเงินจึงจำเป็นต้องสร้างความโปร่งใสในการบริหารจัดการ การกำกับดูแล และหลักเกณฑ์ที่เป็นเครื่องมือพื้นฐานที่จัดการกับความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องแบบระบบ<sup>97</sup> การประเมินความเสี่ยงและพัฒนากลไกการออกนโยบายและมาตรการกำกับดูแลความเสี่ยงเชิงระบบ

<sup>96</sup> วติน ศิวสุภษดี, รายงานการวิจัย เรื่อง การปฏิรูประบบธนาคารพาณิชย์หลังวิกฤตการณ์การเงินไทย 2540: บทวิเคราะห์ในมุมมองเศรษฐศาสตร์ (คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, มีนาคม: 2553), หน้า 100-104.

<sup>97</sup> Kleopatra Nikolaou, Liquidity (risk) concepts definitions and interactions, p. 5.

(Macroprudential policy) ที่สามารถจัดการกับความเสี่ยงได้อย่างทันท่วงที่<sup>98</sup> การใช้กลไกตลาดในการกำกับดูแล (Market discipline) การเพิ่มมาตรการเปิดเผยข้อมูล พัฒนาระบบการกำกับดูแล โดยเฉพาะมาตรการการแก้ปัญหาเร่งด่วน<sup>99</sup> นอกจากนี้ ต้องให้ความสำคัญและเพิ่มบทบาทของผู้ใช้ระบบให้สามารถติดตามและควบคุมความเสี่ยงของตน ลดระยะเวลาระหว่างการส่งคำสั่งโอนเงินและการชำระดุล และมีกฎหมายบังคับใช้กับกระบวนการชำระดุลที่ชัดเจน<sup>100</sup>

### 2.1.2.3 แนวความคิดเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงิน

สัญญาทางการเงินในตลาดการเงินมีการวิวัฒนาการมาอย่างต่อเนื่องตามพัฒนาการของตลาดการเงิน สัญญาทางการเงินเป็นสัญญาที่เกี่ยวข้องกับตราสารทางการเงินในตลาดการเงินระหว่างผู้มีส่วนร่วมในตลาดหลายฝ่าย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมและสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจในระบบการเงิน

คณะกรรมการกฎหมายการค้าระหว่างประเทศแห่งสหประชาชาติ (UNCITRAL) ได้ให้ความหมายและลักษณะของสัญญาทางการเงินไว้ในแนวทางการร่างกฎหมายล้มละลาย (Legislative Guide on Insolvency Law)<sup>101</sup> และอนุสัญญาสหประชาชาติว่าด้วยการโอนสิทธิเรียกร้องในการค้าระหว่างประเทศ (United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade)<sup>102</sup> คือ ธุรกิจลักษณะสปอต (Spot) ฟอว์เวิร์ด (Forward) ฟิวเจอร์ (Future) ออปชั่น (Option) หรือ สวอป (Swap) เกี่ยวเนื่องกับอัตราดอกเบี้ย สินค้า สกุลเงิน พันธบัตร ตราสารหนี้ หรือตราสารทางการเงินอื่น ๆ ธุรกิจการซื้อคืน การให้ยืมหลักทรัพย์ และธุรกิจอื่นใดในทำนองเดียวกับธุรกิจที่กล่าวถึงข้างต้นที่ทำกันในตลาดการเงินและธุรกิจที่กล่าวมาข้างต้นหลายธุรกิจรวมกัน

<sup>98</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "การดูแลเสถียรภาพระบบการเงินและพัฒนาระบบการกำกับดูแลที่สำคัญในปี 2559," รายงานการประเมินเสถียรภาพระบบการเงินไทย 2559 (2560). หน้า 37.

<sup>99</sup> George G. Kaufman, Banking and currency crises and systemic risk: a taxonomy and review, p. 44.

<sup>100</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "ความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน" [ออนไลน์].

<sup>101</sup> Terms and definitions (r) of United Nations Commission on International Trade Law, Uncitral legislative guide on insolvency law.

<sup>102</sup> Article 5 (k) of Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade.

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน ไม่ใช่เฉพาะคู่สัญญาซึ่งเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ แต่ยังรวมถึงสำนักหักบัญชี และระบบการชำระเงิน ซึ่งการปฏิบัติต่อสิทธิและหน้าที่ตามสัญญาภายใต้ตลาดการเงินนั้นอยู่ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลและตามกฎหมายเฉพาะ และมีกลไกที่ลดความเสี่ยงในรูปแบบต่าง ๆ เพื่อสร้างความมั่นคงและแน่นอนในนิติสัมพันธ์ภายใต้ตลาดการเงินและลดความเสี่ยงต่อระบบ ภายใต้การดำเนินการดังกล่าวมีแนวความคิดที่เกี่ยวข้องกับสัญญาทางการเงินที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ การรองรับผลสิ้นสุดของการชำระเงิน (Payment Finality) การชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี (Netting) และการคุ้มกันจากกฎหมายการลี้ภัย (Safe Harbour)

### 2.1.2.3.1 การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงิน (Payment Finality)

การชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์มีความสำคัญต่อความสมบูรณ์ของการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินและการชำระหนี้ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตัวกำหนดการเคลื่อนย้ายทุนและสภาพคล่องทางการเงิน ความสมบูรณ์ของการชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์จึงส่งผลต่อสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาและประสิทธิภาพการดำเนินการของตลาดการเงินและระบบการเงินโดยรวม

#### (1) ความสำคัญของระบบการชำระเงิน

ระบบการเงิน (Payment system) หมายถึง กระบวนการส่งมอบหรือโอนสื่อการชำระเงินเพื่อชำระราคาอันเป็นผลมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยมีองค์ประกอบที่สำคัญ 3 ส่วน คือ (1) องค์กรและบุคคล หมายถึง ผู้จ่ายเงิน ผู้รับเงิน และองค์กรที่เป็นตัวกลางในการชำระเงิน เช่น สถาบันการเงิน เป็นต้น (2) กระบวนการดำเนินการภายใต้กฎหมาย ระเบียบ ข้อตกลง ธรรมเนียมปฏิบัติที่กำหนดบทบาท หน้าที่ และความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรและบุคคลต่าง ๆ รวมถึงกลไกการชำระเงินที่เกี่ยวข้องของ (3) สื่อการชำระเงินประเภทต่าง ๆ เช่น เงินสด ตราสารการเงิน การโอนเงินทางบัญชี ตลอดจนจนถึงการชำระเงินด้วยสื่ออิเล็กทรอนิกส์<sup>103</sup>

<sup>103</sup> ฝ่ายระบบการชำระเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย, ระบบการชำระเงินในประเทศไทย (กรุงเทพฯ: บริษัท คาร์ลีโอเน่ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด, 2542), หน้า 1.

ระบบการชำระเงินนี้รวมทั้งระบบการชำระเงินรายย่อย เช่น เช็ค การโอนเครดิต และการหักบัญชีอัตโนมัติ ซึ่งดำเนินการโดยภาครัฐหรือภาคเอกชนผ่านกลไก Net settlement (DNS) หรือลักษณะ Real-time gross settlement (RTGS) และระบบการชำระเงินมูลค่าสูง (LVPS)<sup>104</sup>

ระบบการชำระเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจดำเนินไปได้อย่างต่อเนื่องและราบรื่น<sup>105</sup> เนื่องจากเป็นช่องทางในการให้เงินและตราสารทางการเงินสามารถแลกเปลี่ยนและจำหน่ายจ่ายโอน และเป็นช่องทางในการปลดปล่อยภาระหน้าที่ทางการเงินที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินระบบการชำระเงินจึงมีส่วนสำคัญที่ทำให้ระบบการเงินมีประสิทธิภาพ<sup>106</sup> ระบบการชำระเงินเป็นกลไกที่ทำให้ผู้มีส่วนร่วมในระบบสามารถบริหารความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพและกำจัดความเสี่ยงบางประการ รวมถึงการส่งเสริมดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางและรักษาเสถียรภาพทางการเงิน<sup>107</sup> ระบบการชำระเงินที่มีประสิทธิภาพจะทำให้ต้นทุนการแลกเปลี่ยนสินค้าและบริการลดลง และเป็นกลไกที่ขาดไม่ได้ของตลาดเงินและตลาดทุน การที่ระบบการชำระเงินขาดประสิทธิภาพจะทำให้เสถียรภาพและความสามารถในการพัฒนาเศรษฐกิจลดลง เกิดความไร้ประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรทางการเงินและการกระจายความเสี่ยงระหว่างผู้มีส่วนร่วมในตลาด และยังก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้มีส่วนร่วมในตลาด รวมถึงการสูญเสียความเชื่อมั่นต่อระบบการเงิน<sup>108</sup>

<sup>104</sup> Committee on Payment and Settlement Systems Technical and Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for financial market infrastructures, Bank for International Settlements, Available from: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> p 8.

<sup>105</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "20 เรื่องน่ารู้เกี่ยวกับชปท." [ออนไลน์]. หน้า 11.

<sup>106</sup> Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, Financial sector assessment program-experience with the assessment of systemically important payment systems, p. 6.

<sup>107</sup> Committee on Payment and Settlement Systems Technical and Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for financial market infrastructures, p. 7.

<sup>108</sup> Massimo Cirasino and Jose Antonio Garcia, Measuring payment system development, p 1.



ความมั่นคงและเหมาะสมของโครงสร้างทางกฎหมายเกี่ยวกับระบบการชำระเงินเป็นพื้นฐานของมีประสิทธิภาพของระบบการชำระเงิน ซึ่งรวมถึงกฎหมายที่ใช้บังคับกับนิติสัมพันธ์ของคู่สัญญาและการล้มละลาย ระบบอิเล็กทรอนิกส์ การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงิน และการคุ้มครองผู้บริโภค นอกจากนี้ กฎหมายเกี่ยวกับระบบการชำระเงินยังต้องโปร่งใสและปลอดภัยด้วย<sup>109</sup>

อย่างไรก็ดี เหตุการณ์หลายประการที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบการเงินได้ หากปราศจากการบริหารจัดการด้วยความระมัดระวัง จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบในระบบการเงินและส่งผลให้เกิดการหยุดชะงักของกลไกการบริหารสภาพคล่อง การดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และการพัฒนาของเศรษฐกิจ<sup>110</sup>

## (2) ความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน

ความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน คือ โอกาสที่การชำระเงินไม่สำเร็จเสร็จสิ้น ซึ่งความเสี่ยงขึ้นอยู่กับความห่างของเวลาชำระดุลและเวลาที่สั่งคำสั่งชำระเงิน ปริมาณและมูลค่าธุรกรรม ตลอดจนมาตรการประกันความเสี่ยงในระบบ สาเหตุของการเกิดความเสี่ยง ได้แก่ การขาดสภาพคล่อง และการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญา ความเสียหายที่เกิดจากความเสี่ยงในระบบการชำระเงินทำให้เกิดความเสียหายต่อผู้ที่เกี่ยวข้องกับการชำระเงิน และกระทบความเชื่อมั่นต่อระบบการชำระเงิน และหากการชำระเงินมีมูลค่าสูงหรือเกี่ยวข้องกับคนจำนวนมาก ความเสียหายอาจกระทบถึงความมั่นคงของกิจการหนึ่ง ๆ และกระทบต่อเนื่องเป็นลูกโซ่ไปยังกิจการอื่น ๆ ในระบบการเงินได้ ทำให้เกิดผลเสียต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน<sup>111</sup> ทำให้ระบบการชำระเงินไม่สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ดังนั้น เพื่อจัดการกับความเสี่ยงในระบบการชำระเงินจึงมีการพัฒนากลไกในการลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในระบบการชำระเงิน คือ การรองรับผลสิ้นสุดของ

<sup>109</sup> Ibid., p 19.

<sup>110</sup> Kai Barvell, Risks and developments in payment systems, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., 2002, August 28., p. 1.

<sup>111</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "ความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน" [ออนไลน์].

การโอนเงิน (Finality หรือ Payment finality) ความสิ้นสุดของการโอนเงินนี้มีความสำคัญต่อการบริหารความเสี่ยงของผู้มีส่วนร่วมในระบบการเงิน เช่นนี้ ระบบจึงจำเป็นต้องรับรองความสิ้นสุดของการชำระเงินทันทีในวันที่รับรู้มูลค่า (Value date) เนื่องจากความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นระหว่างระยะเวลาการรับชำระเงินโดยระบบและเวลาที่การโอนเสร็จสิ้นซึ่งความเสี่ยงนี้จะมีมากขึ้นหากความสิ้นสุดของการโอนเงินนี้เกิดขึ้นข้ามคืนหลังจากวันที่ทำการโอนเงินในระบบเนื่องจากการล้มละลายของคู่สัญญาในระหว่างที่การโอนยังไม่เสร็จสมบูรณ์<sup>112</sup>

### (3) ความสำคัญของการรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงินในระบบการชำระเงิน

ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศให้คำนิยามคำว่า “Finality” หมายถึง ไม่สามารถเพิกถอน (Irrevocable) และ ปราศจากเงื่อนไข (Unconditional)<sup>113</sup> กล่าวคือ เมื่อคำสั่งโอนเงินหรือคำสั่งชำระดุลการหักบัญชีที่ได้ดำเนินการดำเนินการตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดในระบบจนสำเร็จลุล่วงแล้ว คำสั่งนั้นจะต้องมีผลสมบูรณ์โดยปราศจากเงื่อนไขและไม่สามารถเพิกถอนรายการได้<sup>114</sup> นอกจากนี้ ในกรณีการชำระดุล (Settlement) ความสิ้นสุดของการชำระดุล หมายถึง การไม่สามารถเพิกถอนและปราศจากเงื่อนไขของการโอนสินทรัพย์หรือตราสารทางการเงิน หรือการปลดเปลื้องจากหน้าที่โดยโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงิน (Financial market infrastructures) และผู้มีส่วนร่วมในโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินนั้นตามเงื่อนไขของข้อกำหนดในสัญญาอ้างอิง ความมีผลสิ้นสุดของการชำระดุลนี้มีผลตามกฎหมาย ณ เวลาที่กำหนดโดยระบบ<sup>115</sup>

<sup>112</sup> Barvell, Kai, *Risks and Developments in Payment Systems*, p. 5.

<sup>113</sup> Committee on Payment and Settlement Systems, "A glossary of terms used in payments and settlement systems," [Online] 2003. Available from: [http://www.bis.org/cpmi/glossary\\_030301.pdf](http://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf) [December 20, 2016] p. 23.

<sup>114</sup> ธนาคารแห่งประเทศไทย, "รายงานระบบการชำระเงิน 2553" [ออนไลน์] เข้าถึงเมื่อ 20 ธันวาคม 2559. แหล่งที่มา:

[www.bot.or.th/Thai/PaymentSystems/Publication/ps\\_annually\\_report/AnnualReport/Payment\\_2010\\_T.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/PaymentSystems/Publication/ps_annually_report/AnnualReport/Payment_2010_T.pdf) หน้า 25.

<sup>115</sup> Committee on Payment and Settlement Systems, "A glossary of terms used in payments and settlement systems." p. 8.

ดังนั้น การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงิน คือ หลักการที่กำหนดผลสมบูรณ์ของการโอนเงินให้เป็นที่สิ้นสุดและไม่สามารถเพิกถอนได้ กล่าวคือ เมื่อคำสั่งโอนเงินหรือคำสั่งชำระดุลหักบัญชีได้ดำเนินการผ่านระบบการชำระเงินแล้ว จะถือว่าการดำเนินการโอนเงินหรือชำระดุลมีผลสมบูรณ์เป็นอันสิ้นสุด และไม่สามารถเพิกถอนได้

ระบบการชำระเงินเป็นโครงสร้างพื้นฐานในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และเสริมสร้างความมั่นคงให้แก่ตลาดการเงิน หากเกิดความผิดพลาดในระบบการชำระเงินย่อมกระทบต่อตลาดการเงินทั้งระบบ ดังนั้น องค์การระหว่างประเทศที่มีบทบาทในการกำกับดูแลเสถียรภาพของตลาดการเงินจึงมีการกำหนดหลักการและกฎเกณฑ์เพื่อเป็นแนวทางในการปฏิบัติเพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในระบบการเงิน ปรากฏตามหลักการของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงิน (Principle for Financial Market Infrastructures) ซึ่งจัดทำโดย Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) และ the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) เป็นมาตรฐานที่ผสมผสานมาตรฐานที่เหมาะสมและแข็งแกร่งในระดับระหว่างประเทศสำหรับระบบที่มีความสำคัญต่อระบบ ผู้รับฝากหลักทรัพย์กลาง ระบบการชำระดุลหลักทรัพย์ และคู่สัญญากลาง โดยกำหนดหลักการเพื่อเป็นแนวทางให้รัฐสมาชิกนำไปปรับใช้เป็นมาตรฐานในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินภายในประเทศ ตาม Principle for Financial Market Infrastructures กำหนดหลักการเกี่ยวกับโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงิน (Financial Market Infrastructures : FMIs) ซึ่งเป็นกลไกเกี่ยวกับการหักบัญชี การชำระดุล และการบันทึกมูลค่าเงินและธุรกรรมทางการเงินของบรรดาสถาบันในตลาดการเงิน โครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินที่จัดให้ผู้มีส่วนร่วมในระบบหักบัญชี ชำระดุล และบันทึกรายการธุรกรรมทางการเงินซึ่งก่อให้เกิดประสิทธิภาพและลดต้นทุนและความเสี่ยง โครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินที่ปลอดภัยและมีประสิทธิภาพจะรักษาและส่งเสริมเสถียรภาพทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ หากการบริหารจัดการโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินไม่เป็นไปอย่างเหมาะสมจะทำให้เกิดความเสี่ยงอย่างมีนัยยะสำคัญ

ต่อระบบการเงิน ก่อให้เกิดการลุกลามและส่งผ่านวิกฤติทางการเงินไปทั้งในตลาดการเงินภายในประเทศและระหว่างประเทศ<sup>116</sup>

ความมีประสิทธิภาพและความปลอดภัยของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินจะช่วยลดความเสี่ยงต่อระบบ เนื่องจากความสามารถในการปฏิบัติการชำระหนี้ของผู้มีส่วนร่วมในตลาดรายหนึ่งหรือหลายรายสามารถทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดรายอื่น ๆ ไม่สามารถปฏิบัติการชำระหนี้ของตนเองเมื่อถึงกำหนดได้ ในสถานการณ์นี้จะสร้างผลกระทบในทางอ้อมที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ (Knock-on effect) และความไม่สมบูรณ์ในของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงิน เช่น การดึงรายการชำระเงินออกจากระบบ (Unwind) ความล่าช้าในการชำระดุลหรือล้างฐานะธุรกรรม หรือการขายสินทรัพย์ในราคาต่ำโดยไม่สมควร (Fire sale prices) ซึ่งจะส่งผลในด้านลบต่อผู้มีส่วนร่วมในตลาด ภายในสถานการณ์ดังกล่าวจะนำไปสู่การแทรกแซงระบบการเงินและความเชื่อมั่นของสาธารณชนต่อความปลอดภัยและน่าเชื่อถือของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงิน ความซับซ้อนและการเชื่อมโยงพึ่งพากันเป็นส่วนหนึ่งของการปฏิบัติการของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินซึ่งมีความสำคัญต่อความปลอดภัยและประสิทธิภาพของ แต่ในอีกด้านหนึ่งอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบ เช่น ความเชื่อมโยงสามารถทำให้เกิดการแทรกแซงและแพร่กระจายความเสียหายในวงกว้าง<sup>117</sup>

#### Principle for Financial Market Infrastructures

กำหนดว่าโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินจะต้องอยู่บนพื้นฐานของความสมเหตุสมผล (Well-founded) ชัดเจน โปร่งใส และสามารถบังคับใช้ได้ตามกฎหมายบนพื้นฐานในแต่ละแง่มุมของกิจกรรมในทุกเขตอำนาจ<sup>118</sup> หลักการทางกฎหมายควรมีความชัดเจนเกี่ยวกับจุดที่มีผลการชำระเงินเป็นอันสิ้นสุด ไม่สามารถเพิกถอนได้ เพราะเรื่องดังกล่าวมีความสำคัญต่อการจัดการความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวลาที่เหมาะสมในระบบอยู่ในกระบวนการล้มละลาย หากมีความไม่แน่นอนเกิดขึ้นย่อมนำไปสู่ความเสี่ยงด้านเครดิตของคู่สัญญาและความเสี่ยงด้านสภาพคล่องซึ่งสามารถก่อให้เกิดผลกระทบสมาชิกอื่นในระบบการชำระเงินเป็นลูกโซ่ ในการนี้ กฎหมายจะต้องจัด

<sup>116</sup> Committee on Payment and Settlement Systems Technical and Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for financial market infrastructures, pp. 5-7.

<sup>117</sup> Ibid., p. 18.

<sup>118</sup> Principle 1 of Principles for financial market infrastructures.

ให้มีความแน่นอนในแต่ละแง่มุมของกิจกรรมในโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงิน ซึ่งรวมถึงการกำกับดูแล กฎหมาย สิทธิ และผลประโยชน์ในตราสารทางการเงิน ผลสิ้นสุดของการชำระดุล การหักบัญชี และกระบวนการเกี่ยวกับการผิดนัด กฎหมายต้องมีความชัดเจนในการกำหนดสิทธิและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนร่วมในระบบและลูกค้าที่เกี่ยวข้องในตราสารทางการเงินนั้น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม นอกจากนี้ กฎหมายจะต้องคุ้มครองสิทธิประโยชน์ของผู้มีส่วนร่วมในระบบในโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินจากการล้มละลายของผู้มีส่วนร่วมที่เกี่ยวข้องและความเสี่ยงอื่น ๆ ความแน่นอนทางกฎหมายยังรวมถึงความมีผลสิ้นสุดของการชำระดุลที่เกิดขึ้นในระบบและจุดที่ธุรกรรมจะไม่สามารถเพิกถอนได้ ซึ่งความสิ้นสุดนี้มีความสำคัญต่อการลดความเสี่ยงในระบบโดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีเกิดเหตุการณ์ล้มละลายของผู้มีส่วนร่วม สิ่งสำคัญคือธุรกรรมของคู่สัญญาที่ล้มละลายจะต้องได้รับการรับรองว่าเป็นที่สิ้นสุดหรือไม่อาจเพิกถอนได้

#### Principle for Financial Market Infrastructures

กำหนดเกี่ยวกับการสิ้นสุดของการชำระดุล (Settlement finality) ระบบการชำระเงินควรจัดให้มีการชำระดุลมีความชัดเจนและเป็นที่สุด อย่างน้อยเป็นที่สุดในวันส่งมอบเงิน (Value date) กล่าวคือ เป็นวันที่การชำระเงิน การโอน หรือหนี้สินถึงกำหนดและมีอยู่เพื่อการรับมอบของผู้มีส่วนร่วม และหากเป็นไปได้ระบบการชำระเงินควรจัดให้การชำระดุลมีผลเป็นการสิ้นสุดในวันนั้น (Intraday) และมีผลเป็นการสิ้นสุดทันที (Real time)<sup>119</sup> กฎเกณฑ์และกระบวนการของโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินจะต้องมีความชัดเจนและกำหนดจุดเวลาที่มีการชำระดุลมีผลสิ้นสุด ความมีผลสิ้นสุดของการชำระดุล คือ ความไม่สามารถเพิกถอนและปราศจากเงื่อนไขของการโอนสินทรัพย์หรือตราสารทางการเงิน หรือการไม่อาจเพิกถอนหนี้ของผู้มีส่วนร่วมในโครงสร้างพื้นฐานของตลาดการเงินตามข้อกำหนดในสัญญา ความสิ้นสุดของการชำระดุลมีความสำคัญต่อการลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้และความเป็นไปได้ที่จะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบ ในการนี้ จำเป็นจะต้องกำหนดจุดเวลาที่มีการชำระเงินหรือคำสั่งโอนไม่อาจถูกเพิกถอนได้โดยผู้มีส่วนร่วมในระบบ<sup>120</sup>

<sup>119</sup> Principle 8 of Principles for financial market infrastructures.

<sup>120</sup> Committee on Payment and Settlement Systems Technical and Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for financial market infrastructures, pp. 64-66.

การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงินเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะทำให้การโอนเงินในระบบชำระเงินสามารถดำเนินการได้อย่างต่อเนื่องโดยไม่ติดขัดเพื่อป้องกันผลกระทบเป็นลูกโซ่ในระบบการชำระเงิน โดยรายการโอนเงินที่สำเร็จตามหลักเกณฑ์ของระบบแล้วจะไม่ถูกเพิกถอนได้ อย่างไรก็ตาม อุปสรรคประการสำคัญต่อการสร้างความสมบูรณ์ของระบบการชำระเงิน คือ กฎหมายล้มละลายที่มีหลักเกณฑ์การเพิกถอนธุรกรรมที่อาจทำให้ธุรกรรมทางการเงินที่ได้สำเร็จไปแล้ว ถูกเพิกถอนและกลายเป็นธุรกรรมที่ไม่สมบูรณ์<sup>121</sup> การปฏิบัติตามและบังคับใช้กฎหมายล้มละลายที่ให้อำนาจเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์จัดการทรัพย์สินของลูกหนี้ได้อาจส่งผลให้การโอนเงินมีการยุติและสิ้นสุดลง และก่อให้เกิดความยุ่งยากทางกฎหมายในคำสั่งการโอน และเกิดความเสียหายต่อระบบในลักษณะเป็นความเสี่ยงที่เป็นลูกโซ่เป็นอันตรายต่อระบบธนาคาร เพราะหากเมื่อเกิดความเสียหายกับธนาคารหนึ่งหรือการชำระดุลไม่สามารถดำเนินการให้เสร็จสิ้นได้ ความเสียหายย่อมจะกระจายไปกระทบธนาคารอื่น โดยเฉพาะธุรกรรมโอนเงินที่มีมูลค่าสูง<sup>122</sup>

#### (4) การชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในระบบการชำระเงิน

การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ของธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกี่ยวข้องและเป็นส่วนหนึ่งของระบบการชำระเงินมีการชำระหนี้ด้วยระบบ Delivery versus Payment ซึ่งเป็นการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านระบบที่มีการชำระราคาและการส่งมอบเกิดขึ้นในเวลาเดียวกัน ช่วยลดความเสี่ยงต่อระบบการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ทำให้เกิดเชื่อมั่นของระบบชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ เพิ่มสภาพคล่องในตลาดทุนรองรับการซื้อขายข้ามตลาด และรองรับการลดระยะเวลาการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต กล่าวคือ คู่สัญญาสามารถนำหลักทรัพย์หรือเงินที่ได้รับมอบไปทำธุรกรรมต่อได้ทันที หากมีการผิณัดชำระราคาหรือการส่งมอบของหลักทรัพย์ คู่สัญญาจะมีความเสี่ยงด้านเครดิตจากการชำระราคาและการส่งมอบยังไม่เสร็จสิ้นเท่ากับส่วนต่างของมูลค่าธุรกรรมที่ได้ตกลงไว้เพื่อ

<sup>121</sup> วินัย แทนประเสริฐกุล, "ความสมบูรณ์ของระบบการชำระเงิน : ศึกษากรณีผลกระทบที่เกิดขึ้นจากหลักการนับเวลาที่ศูนย์นาฬิกา" (สารนิพนธ์ นิติศาสตรมหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2547), หน้า 35.

<sup>122</sup> United Nations Commission on International Trade Law, UNCITRAL legal guide on electronic funds transfer (New York: United Nations, 1987). p. 83.

ชำระราคาและส่งมอบกับมูลค่าตลาดในปัจจุบัน (Positive current exposure)<sup>123</sup> อย่างไรก็ตามก็ดี คู่สัญญาอาจจะตกลงชำระราคากันเองก็ได้ (Free of Payment)

### 2.1.2.3.2 การชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี (Netting)

การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ของสัญญาทางการเงินที่มีประสิทธิภาพเป็นปัจจัยสำคัญที่จะป้องกันความเสี่ยงต่อระบบ แต่ในการดำเนินกิจกรรมทางการเงินมีความเกี่ยวข้องและมีความเสี่ยงในรูปแบบต่าง ๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อความครบถ้วนและสมบูรณ์ของการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ดังนั้น กลไกการชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี หรือ Netting จึงถูกนำมาใช้เพื่อลดความเสี่ยงต่อการชำระเงินระหว่างคู่สัญญา

การชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี หรือ Netting เป็นวิธีการชำระหนี้ประเภทหนึ่งที่น่าภาระหนี้และสิทธิเรียกร้องของคู่สัญญามาคำนวณหักล้างกันให้เหลือภาระหนี้สุทธิเพียงจำนวนเดียวที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดต้องชำระให้อีกฝ่ายหนึ่ง การชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting นี้ นำมาใช้ในสัญญาทางการเงินต่าง ๆ เช่น สัญญาอนุพันธ์ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

#### (1) ประเภทของการชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี

การชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting เมื่อพิจารณาตามจำนวนของคู่สัญญาสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

(1.1) Bilateral Netting หรือ การชำระหนี้แบบหักบัญชีสองฝ่าย คือ การชำระหนี้แบบหักบัญชีระหว่างคู่สัญญาสองฝ่ายที่มีสิทธิเรียกร้องที่ตนเองเป็นผู้รับผลประโยชน์ (Beneficial owner) โดยนำสิทธิเรียกร้องมาหักทอนภาระหนี้ที่ทั้งสองฝ่ายมีอยู่ต่อกัน

<sup>123</sup> ข้อ 5.2 (1), ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ สนส.18/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์การคำนวณสินทรัพย์เสี่ยงด้านเครดิต สำหรับการผิदनชำระราคาและการส่งมอบและธุรกรรม Non-delivery versus payment (Non-DvP) สำหรับธนาคารพาณิชย์ ลงวันที่ 8 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555.

ผลของการหักทอนนั้นจะเหลือยอดหนี้สุทธิเพียงยอดเดียว คู่สัญญาฝ่ายที่มีจำนวนหนี้มากกว่าจะต้องชำระหนี้ตามจำนวนยอดหนี้สุทธิให้แก่อีกฝ่าย<sup>124</sup>

(2) Multilateral Netting คือ การชำระหนี้แบบหักบัญชีหลายฝ่าย คือ การชำระหนี้แบบหักบัญชีที่สามารถทำได้ระหว่างบุคคลที่ไม่ได้เป็นคู่สัญญาในสัญญาเดียวกันสามารถหักกลบลบหนี้ระหว่างกันได้ การชำระหนี้แบบ Multilateral Netting จะมักจะดำเนินการโดยตัวแทนคู่สัญญากลาง (Central counterparties) ซึ่งจะทำหน้าที่ประมวลและหักทอนภาระหนี้และสิทธิเรียกร้องของคู่สัญญาเพื่อหาจำนวนหนี้สุทธิที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดต้องชำระให้แก่อีกฝ่าย ซึ่งการมีตัวแทนคู่สัญญากลางในการชำระหนี้แบบ Multilateral Netting จะนำมาใช้ใน ตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ทางการ และตลาดซื้อขายสัญญาล่วงหน้า เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือทางการเงินของคู่สัญญา ลดความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง ความผิดพลาดของระบบปฏิบัติการ และการผิดสัญญาของคู่สัญญาอีกฝ่าย<sup>125</sup>

หากพิจารณาลักษณะเฉพาะและวิธีการดำเนินการตามข้อตกลงการชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting สามารถแบ่งได้เป็น 3 ประเภท ดังนี้

(1) Settlement Netting เรียกในอีกชื่อว่า Delivery Netting หรือ Payment Netting หรือ Bulking of Payments<sup>126</sup> คือ การชำระหนี้แบบหักบัญชีที่คู่สัญญาสองฝ่ายตกลงให้นำหนี้ประเภทเดียวกันที่ถึงกำหนดชำระในวันเดียวกันมาหักทอนกัน เพื่อให้เหลือยอดสุทธิที่ต้องชำระตามสัญญาเพียงยอดเดียว การชำระหนี้แบบ Settlement Netting มีจุดประสงค์เพื่อลดความเสี่ยงจากการชำระดุลจากการที่การชำระเงินไม่สมบูรณ์เนื่องจากช่วงเวลาที่แตกต่างกัน<sup>127</sup>

<sup>124</sup> Philip R. Wood, Law and practice of international finance (London: Sweet & Maxwell, 2007). p. 235.

<sup>125</sup> Ibid., pp. 236-238.

<sup>126</sup> The Group of Experts on Payment Systems of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Report on netting schemes, Bank for International Settlements, February 1989, Available from: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d02.pdf> p. 11.

<sup>127</sup> Philip R. Wood, Title finance, derivatives, securitisations, set-off and netting (London: Sweet & Maxwell, 1998). pp. 152-154.



(2) Novation Netting เรียกในอีกชื่อว่า Obligation Netting<sup>128</sup> คือ การชำระหนี้แบบหักบัญชีโดยมีตัวกลางที่เข้าเป็นคู่สัญญาแทนผู้ซื้อและผู้ขาย และเมื่อหนี้ตามธุรกรรมระหว่างคู่สัญญาถึงกำหนดชำระแล้วจะนำภาระหนี้มาหักทอนกันจนเหลือยอดคงค้างสุทธิเป็นผลให้หนี้เดิมระหว่างคู่สัญญาระงับลง และเกิดเป็นหนี้ใหม่ตามยอดหนี้สุทธิ

(3) Closing-out Netting เรียกในอีกชื่อว่า Default Netting หรือ Open Contract Netting คือ การชำระหนี้แบบหักบัญชีซึ่งเกิดขึ้นเมื่อเหตุการณ์เลิกสัญญา (Close-out event) ตามที่คู่สัญญาตกลงกันเกิดขึ้น และให้บรรดาหนี้ระหว่างคู่สัญญาถึงกำหนดและนำมาหักทอนกันจนเหลือยอดหนี้สุทธิที่ต้องชำระเพียงยอดเดียว<sup>129</sup> การชำระหนี้แบบ Closing-out Netting นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อลดความเสี่ยงจากการที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งไม่สามารถชำระหนี้ได้จากการเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย<sup>130</sup>

วิธีการชำระหนี้แบบ Netting ทุกรูปแบบข้างต้นยกเว้นการชำระหนี้แบบ Close-out Netting เป็นการชำระหนี้ในกรณีที่ครบกำหนดระยะเวลาตามสัญญาของแต่ละธุรกรรมเท่านั้น แต่การชำระหนี้แบบ Close-out Netting จะเป็นกรณีการชำระหนี้ในกรณีที่ระยะเวลาตามธุรกรรมยังไม่ครบกำหนดแต่เกิดเหตุผิดนัดผิดสัญญาที่กำหนดไว้ในสัญญา และคู่สัญญาฝ่ายที่ไม่ผิดนัดต้องการบอกเลิกสัญญา ด้วยข้อสัญญา Close-out Netting จะทำให้ภาระหนี้ทั้งหมดที่คู่สัญญามีอยู่ระหว่างกันถึงกำหนดชำระทันที

## (2) ความสำคัญของการชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting

การชำระหนี้ด้วยแบบ Netting มีวัตถุประสงค์เพื่อลดความเสี่ยงจากการที่คู่สัญญาแต่ละฝ่ายมีหน้าที่ต้องชำระหนี้เต็มจำนวนให้แก่กัน คู่คุ้มครองความสมบูรณ์ของธุรกรรมทางการเงินในตลาดการเงินและระบบการเงิน และมีส่วนช่วยลดต้นทุนทางการเงิน เช่น ความเสี่ยงจากการลดค่าใช้จ่ายในการรักษาวงเงินเครดิต และค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ

<sup>128</sup> The Group of Experts on Payment Systems of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Report on netting schemes, p. 11.

<sup>129</sup> Ibid., pp. 12-13.

<sup>130</sup> Philip R. Wood, Title finance, derivatives, securitisations, set-off and netting, p. 155.

ชำระหนี้ทั้งจำนวน ทำให้ความเสียหายที่เกิดจากความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญาและความเสี่ยงจากความไม่สมบูรณ์ของการชำระดุลลดน้อยลง<sup>131</sup> เนื่องจากการชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting จะทำให้จำนวนหนี้เงินที่ต้องชำระหนี้ของคู่สัญญาแต่ละฝ่ายลดน้อยลง ด้วยการนำหนี้และสิทธิเรียกร้องที่แต่ละฝ่ายมีอยู่ระหว่างกันมาหักทอนกันจนเหลือยอดหนี้สุทธิเพียงยอดหนี้เดียวที่จะต้องชำระให้แก่กัน ทำให้จำนวนหนี้ที่แต่ละฝ่ายต้องชำระให้แก่น้อยลง ลดภาระและค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินมาชำระให้แก่กัน

ในความสัมพันธ์ทางธุรกิจการค้าในตลาดการเงิน คู่สัญญาแต่ละฝ่ายต่างมีความเสี่ยงจากการที่คู่สัญญาอีกฝ่ายจะตกเป็นบุคคลล้มละลาย ส่งผลให้ไม่สามารถชำระหนี้ได้จนครบถ้วน เช่นนี้ จึงต้องมีกลไกทางกฎหมายเพื่อบริหารและลดความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ของคู่สัญญา ลดความที่เกิดจากการประสบปัญหาทางการเงินของคู่สัญญาหนึ่ง และเกิดความเสียหายต่อระบบ ดังนั้น การชำระหนี้แบบ Close-out netting จึงเป็นกลไกทางกฎหมายที่สำคัญในตลาดการเงินที่ใช้บริหารและลดความเสี่ยงดังกล่าว เนื่องจากเป็นข้อกำหนดทางสัญญาที่ให้นำหนี้ระหว่างคู่สัญญามาหักทอนกัน และคงเหลือเพียงยอดหนี้สุทธิ ซึ่งหากคู่สัญญาฝ่ายที่ล้มละลายเป็นฝ่ายต้องชำระหนี้ นั้น จะทำให้ความเสี่ยงต่อความสูญเสียเท่ากับยอดหนี้สุทธิ นอกจากนี้ ยังเป็นการ<sup>132</sup> ซึ่งข้อกำหนด Close-out Netting นี้เป็นแนวปฏิบัติทั่วไปในธุรกรรมทางการเงินในตลาดการเงิน และได้รับการยอมรับในตลาดการเงินสากล รวมถึงองค์การระหว่างประเทศทั้ง UNIDROIT และ UNCITRAL ได้สนับสนุนการมีผลใช้บังคับของ Close-out netting ภายใต้กระบวนการล้มละลาย<sup>133</sup>

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

### (3) การชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting ในสัญญาซื้อคืน

#### หลักทรัพย์

สัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ (Global Master Repurchase Agreement) กำหนดให้ใช้การชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting กับ การชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ กล่าวคือ เมื่อหนี้ในการชำระราคาหลักทรัพย์ หรือส่งมอบ

<sup>131</sup> Ibid., pp. 151-155.

<sup>132</sup> Ole Boger, "Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (Part 1)," *Uniform Law Review* 18, 2 (2013): pp. 233-234.

<sup>133</sup> Ibid., pp. 236-237.

หลักทรัพย์ระหว่างคู่สัญญาที่ถึงกำหนด ให้คู่สัญญาดำเนินการหักทอนหนี้ที่ถึงกำหนดนั้นจนเหลือยอดหนี้สุทธิ โดยที่ไม่ต้องชำระเต็มตามยอดหนี้รวม (Gross payment) โดยการชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting ตามสัญญาที่มี 2 รูปแบบ คือ Settlement Netting และ Close-out Netting

การชำระหนี้แบบ Settlement Netting จะดำเนินการสำหรับหนี้เงินตามธุรกรรมทั้งหมดระหว่างคู่สัญญาที่มีสกุลเงินเดียวกันและถึงกำหนดชำระแล้วมาคำนวณตัดทอนจนเหลือเพียงยอดหนี้สุทธิเพียงยอดเดียว หรือในกรณีที่มีหนี้การโอนหลักทรัพย์ทดแทน (Fungible security) ทั้งหมดตามธุรกรรมซื้อคืนระหว่างคู่สัญญา ซึ่งรวมถึงกรณีการโอนมาร์จินที่เป็นหลักทรัพย์ โดยจะนำหนี้การโอนหลักทรัพย์ที่คู่สัญญาแต่ละฝ่ายมีต่อกันนั้นมาหักทอนกันจนเหลือยอดสุทธิของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ต้องโอน วัตถุประสงค์ของการ Settlement Netting เป็นไปเพื่อการลดความเสี่ยงด้านการชำระดุล ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในกรณีที่คู่สัญญาได้ชำระเงินหรือโอนหลักทรัพย์ให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่าย และคู่สัญญาฝ่ายรับชำระเงินหรือรับโอนหลักทรัพย์ได้ล้มละลายก่อนเวลาที่คู่สัญญาเชื่อว่านั้นได้ชำระราคาหรือโอนหลักทรัพย์ หรือจะต้องชำระราคาหรือโอนหลักทรัพย์<sup>134</sup>

การชำระหนี้ด้วยวิธี Close-out Netting ภายใต้ Global Master Repurchase Agreement จะใช้ในกรณีที่สัญญาสิ้นสุดลงเนื่องจากคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งผิดนัดผิดสัญญา โดยกำหนดให้หนี้ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะถูกร่นระยะเวลาที่กำหนดชำระหนี้ทันที ให้ถือว่าถึงกำหนดชำระและคำนวณมูลค่าของหนี้ตามธุรกรรมของคู่สัญญาแต่ละฝ่าย และนำยอดหนี้รวมนั้นมาหักกลบกันจนเหลือจำนวนยอดหนี้สุทธิเพียงยอดเดียว ดังนั้น การชำระหนี้ด้วยวิธี Close-out Netting จึงเป็นการใช้กลไกของการเลิกสัญญาก่อนกำหนดและการหักกลบหนี้ระหว่างคู่สัญญา ซึ่งใช้เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดจากเหตุการณ์ล้มละลายของคู่สัญญา ในบริบทการชำระหนี้ก่อนมีเหตุการณ์ล้มละลายนั้นการ Close-out Netting จะทำให้คู่สัญญาไม่เกิดความเสี่ยงจากการที่ต้องชำระยอดหนี้เต็มจำนวน ในขณะที่เดียวกันจะต้องรอให้คู่สัญญาอีกฝ่ายชำระยอดหนี้เต็มจำนวนเช่นเดียวกันซึ่งกรณีเช่นนั้นเป็นความเสี่ยงที่คู่สัญญาอาจไม่สามารถปฏิบัติการชำระหนี้ได้ นอกจากนี้ ในกระบวนการล้มละลาย Close-out Netting ยังจะลดความเสี่ยงจากการที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์เลือกรับเอาเฉพาะธุรกรรมที่เป็นประโยชน์<sup>135</sup>

<sup>134</sup> Choudhry, Moorad, *The repo handbook.*, pp. 348-349.

<sup>135</sup> Ibid., p. 349.

### 2.1.2.3.3 การคุ้มกันจากกฎหมายการล้มละลาย (Safe Harbour)

กฎหมายของตลาดการเงินที่พัฒนาแล้วให้ความสำคัญกับความแน่นอนของสิทธิตามสัญญาทางการเงินที่ต้องสามารถบังคับได้ แม้ว่าคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดจะอยู่ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ โดยกำหนดให้ยกเว้นการบังคับมาตรการภายใต้กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการกับสัญญาทางการเงินบางประเภท หรือเรียกว่า Safe Harbour เพื่อสร้างควมมีสภาพคล่องในตลาดการเงิน สนับสนุนให้สถาบันการเงินเข้าทำสัญญาทางการเงิน ลดความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ของคู่สัญญา และลดความเสี่ยงต่อระบบ<sup>136</sup>

วัตถุประสงค์สำคัญของกฎหมายล้มละลาย คือ การทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้มีมูลค่าสูงสุดเพื่อนำมาแบ่งชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน กฎหมายล้มละลายจึงกำหนดให้มีมาตรการเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์เช่นว่านั้น เช่น การหยุดพักชำระหนี้เพื่อจำกัดสิทธิในการบังคับชำระหนี้ของเจ้าหนี้ที่จะกระทบต่อมูลค่าของกองทรัพย์สิน การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อเรียกคืนทรัพย์สินของลูกหนี้ อย่างไรก็ตาม มาตรการนี้อาจมีข้อยกเว้นในบางกรณีของสัญญาที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการในตลาดการเงิน<sup>137</sup> เพื่อคุ้มครองความสมบูรณ์ของการดำเนินงานของตลาดการเงินและความสมบูรณ์ของธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การหักบัญชี การประมวลผลการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์และสำนักหักบัญชี หากปราศจากข้อยกเว้นนี้จะก่อให้เกิดความไม่แน่นอนและไม่สามารถคาดหมายได้ในตลาดการเงิน ซึ่งจะเป็นผลร้ายต่อโลกที่มีประสิทธิภาพของตลาด และก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบ โดยความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาทางการเงินนี้จะใช้บังคับกับสัญญาในตลาดการเงิน การชำระเงินในตลาดการเงิน สัญญาที่เกี่ยวข้อง

<sup>136</sup> Philipp Paech, *The value of insolvency safe harbours*, the London School of Economics and Political Science, Final version in the Oxford Journal of Legal Studies, LSE Legal Studies Working Paper No. 9/2015, 2015, March 25 Available from: [https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2015-09\\_Paech.pdf](https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2015-09_Paech.pdf) pp. 3-4.

<sup>137</sup> Roy Goode, *Principles of corporate insolvency law*, 4th ed. (London: Sweet & Maxwell, 2011). p. 255.

กับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ การประมวลผลการซื้อขายของสำนักหักบัญชีที่เพิ่มขึ้นโดยผู้มีส่วน  
ร่วมในตลาดการเงิน และการชำระดุล<sup>138</sup>

การให้ความคุ้มกันจากกฎหมายล้มละลายสำหรับสัญญา  
ทางการเงินนั้นมีวัตถุประสงค์เพื่อการรักษาเสถียรภาพของตลาดการเงินและระบบการชำระเงินซึ่ง  
นำไปสู่ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยหลายประการดังนี้<sup>139</sup>

(1) การสร้างความมั่นคงแน่นอนให้เกิดกับธุรกรรม  
(Transaction consistency)

(2) การป้องกันการหยุดชะงัก (Paralyze) ของตลาด  
การเงินที่อาจเกิดขึ้นจากการเรียกคืนเงินที่ได้ชำระผ่านระบบการหักบัญชี (Clearing chain)  
เนื่องจากความซับซ้อนของตลาดที่เกี่ยวข้องกัน เมื่อมีการชำระเงินผ่านระบบแล้ว เงินจะถูกส่งต่อไปใน  
หลากหลายแนวทางและยากต่อการติดตาม การที่เจ้าพนักงานตามกฎหมายล้มละลายสามารถเรียก  
คืนเงินได้ จะสร้างความยุ่งยากและการหยุดชะงักของตลาดได้

(3) การป้องกันไม่ให้เกิดความไม่แน่นอนและการชะลอ  
การเติบโตของตลาด และป้องกันความเสี่ยงที่ตลาดอยู่ในสถานะติดขัด (Gridlock)

(4) การป้องกันความเสี่ยงต่อระบบ หากสัญญาทางการเงิน  
เงินบางประเภท เช่น ธุรกรรมอนุพันธ์ และธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ตกอยู่ภายใต้ข้อจำกัดสิทธิตาม  
กฎหมายล้มละลายและไม่สามารถใช้สิทธิเพื่อให้ได้รับชำระหนี้ได้ จะทำให้ความล้มเหลวทางการเงิน  
ของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายจะส่งผลไปยังผู้มีส่วนร่วมอื่นในตลาดการเงินที่ต้องได้รับความ  
เสี่ยงและไม่สามารถป้องกันความเสี่ยงซ้ำได้

นอกจากนี้ รัฐสภาสหรัฐอเมริกาได้ให้เหตุผลของการ  
บัญญัติข้อกำหนดเรื่องการคุ้มกันจากกฎหมายการล้มละลายของสัญญาทางการเงินในกฎหมาย  
ล้มละลายนั้นเป็นไปเพื่อการลดความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นจากการที่คู่สัญญาตกเป็นลูกหนี้ในคดี  
ล้มละลาย ซึ่งลักษณะความเสี่ยงต่อระบบ คือ ความเสี่ยงที่ความล้มเหลวของสถาบันการเงิน หรือการ

<sup>138</sup> Ibid., p. 48.

<sup>139</sup> David A. Skeel Jr. and Thomas Jackson, "Transaction consistency and the new finance  
in bankruptcy," Columbia Law Review 112(2012): pp. 159-162.

แทรกแซงตลาดหรือระบบการชำระดุลจะก่อให้เกิดการกระจายตัวของความเสี่ยงไปยังองค์กรอื่น และระบบการเงินทั้งระบบ<sup>140</sup>

ความคุ้มกันภายใต้กฎหมายล้มละลายมีความสำคัญต่อการลดความเสี่ยงต่อระบบในระบบการเงิน และประสิทธิภาพของตลาดการเงินโดยรวม หากคู่สัญญาตามสัญญาทางการเงินเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย และมีการใช้บังคับมาตรการตามกฎหมายล้มละลาย ย่อมกระทบต่อกลไกในการบริหารความเสี่ยงและประสิทธิภาพของตลาด เนื่องจากมาตรการตามกฎหมายล้มละลายจะเป็นตัวกระตุ้นให้ปัญหาทางการเงินของกิจการที่ล้มละลายเกิดเป็นปัญหาในลักษณะลูกโซ่ และมีความเป็นไปได้ที่จะเป็นช่องทางส่งผ่านปัญหาการขาดสภาพคล่องระหว่างผู้มีส่วนร่วมในตลาด และโดยที่ภาคการเงินมีส่วนเชื่อมโยงใกล้ชิดกับภาคส่วนอื่น ๆ ผลกระทบเชิงลบที่เกิดขึ้นจึงสามารถส่งผ่านจากภาคการเงินไปยังระบบเศรษฐกิจทั้งหมดได้ เช่นนี้ สัญญาทางการเงินบางประเภทจึงมีความจำเป็นต้องได้รับความคุ้มกันเป็นพิเศษจากการใช้มาตรการเพิกถอนการโอนและการจำกัดสิทธิภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ<sup>141</sup>

การใช้สิทธิตามสัญญาโดยทั่วไปของคู่สัญญาจะถูกจำกัดเมื่อคู่สัญญาอีกฝ่ายเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย เช่น สิทธิในการเลิกสัญญา สิทธิในการร่นระยะเวลาการชำระหนี้ สิทธิในการบังคับชำระหนี้จากทรัพย์สินที่เป็นหลักประกัน สิทธิในการหักกลบบหนี้ รวมไปถึงการเพิกถอนการโอนหรือการชำระหนี้ของลูกหนี้ก่อนการเข้าสู่กระบวนการล้มละลายด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดการใช้สิทธิตามสัญญาเช่นว่านั้นอาจไม่นำมาใช้บังคับกับสิทธิตามสัญญาทางการเงินในประเภทสัญญาที่ได้รับการคุ้มกันตามกฎหมาย การคุ้มกันจากกฎหมายล้มละลายของสัญญาทางการเงินสามารถพิจารณาได้จากกฎหมายของสหรัฐอเมริกา ซึ่งให้ความคุ้มกันสิทธิตามสัญญาทางการเงินบางประเภทไม่อยู่ภายใต้ข้อจำกัดสิทธิภายใต้กฎหมายล้มละลาย เช่น ธุรกิจออปชั่น ธุรกิจสวอป ธุรกิจฟอร์เวิร์ด สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ สัญญาอนุพันธ์สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity contract) และสัญญาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Securities

<sup>140</sup> Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005, Report of the Committee on the Judiciary House of Representatives 109th Congress 1st Session, House Report 109–31 Part 1, (Washington: U.S. Government Printing Office, 2005), .p. 20.

<sup>141</sup> Philipp Paech, The value of insolvency safe harbours, p. 19-20.

contract)<sup>142</sup> รวมถึงสิทธิตามสัญญามาตรฐานในการหักบัญชี (Master netting agreement) เพื่อให้สามารถเลิกธุรกรรมและชำระหนี้หักบัญชีของธุรกรรมทางการเงินภายใต้สัญญาหลักเดียวกัน<sup>143</sup> โดยความคุ้มกันกันจากกฎหมายล้มละลาย ได้แก่<sup>144</sup>

(1) การไม่อยู่ภายใต้ข้อจำกัดการใช้สิทธิเลิกสัญญาด้วยเหตุแห่งการล้มละลาย (Ipsa facto clause) ทำให้คู่สัญญาสามารถใช้สิทธิบอกเลิกสัญญาได้แม้คู่สัญญาอีกฝ่ายเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

(2) การไม่อยู่ภายใต้สภาวะพักการชำระหนี้ ทำให้คู่สัญญาไม่ถูกจำกัดสิทธิที่จะบังคับชำระหนี้ตามสัญญา โดยสามารถบอกเลิกสัญญา ร่นกำหนดระยะเวลาการชำระหนี้ ล้างฐานะสัญญา และหักกลบลบหนี้บรรดาหนี้ตามสัญญาได้

(3) การไม่อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล และการให้เปรียบเจ้าหนี้ โดยสิทธิตามสัญญาทางการเงินที่เกิดขึ้นก่อนคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการจะไม่สามารถถูกเพิกถอนได้ไม่ว่าจะด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้

การให้ความคุ้มกันสัญญาทางการเงินจากบังคับใช้มาตรการตามกฎหมายล้มละลายเป็นส่วนหนึ่งและมีความสำคัญในระบบเศรษฐกิจสมัยใหม่ที่มีความซับซ้อนและพัฒนาการของระบบเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับสัญญาทางการเงินจำนวนมาก หากปราศจากความคุ้มกันนี้ เมื่อลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย ตลาดการเงินอาจต้องประสบปัญหาการขาดสภาพคล่องแบบเป็นระบบ และอาจเป็นสาเหตุให้เกิดความล้มเหลวของตลาดได้ เนื่องจากการที่คู่สัญญาทางการเงินอยู่ภายใต้ข้อจำกัดสิทธิของกฎหมายล้มละลายจะทำให้ไม่สามารถใช้สิทธิในการเลิกสัญญาและล้างฐานะธุรกรรมซึ่งมีความผันผวนและไม่สามารถจำกัดความเสี่ยงที่เกิดจากการเคลื่อนไหวของตลาดได้ นอกจากนี้ ภายใต้กระบวนการล้มละลายธุรกรรมแต่ละธุรกรรมจะถูกพิจารณาแยกเป็นอิสระจากกัน และเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีสิทธิเลือกรับเอาธุรกรรมที่เป็นประโยชน์และบอกปิดธุรกรรมที่ก่อภาระให้แก่กองทรัพย์สิน (Cherry pick) โดยเจ้าพนักงานพิทักษ์

<sup>142</sup> Edward R. Morrison and Joerg Riegel, "Financial contracts and the new bankruptcy code: insulating markets from bankrupt debtors and bankruptcy judges," *American Bankruptcy Institute Law Review* 13, 2 (Winter 2005) (2005): p. 645.

<sup>143</sup> Ibid., p. 642.

<sup>144</sup> Mark D. Sherrill, "In defense of the bankruptcy code's safe harbors," *The Business Lawyer* 70, 4 (Fall 2015) (2015): p. 1016.

ทรัพย์จะเลือกรับเอาธุรกรรมที่มีกำไร (In-the-money) และปฏิเสธธุรกรรมที่ขาดทุน (Out-of-money) ทำให้ลูกหนี้ในคดีล้มละลายได้รับประโยชน์เพราะรับเอาเฉพาะธุรกรรมที่มีผลกำไร และคู่สัญญาอีกฝ่ายได้รับความเสียหายเพราะต้องแบกรับความเสี่ยงในธุรกรรมที่ขาดทุน เพราะต้องส่งคืนเงินทั้งหมดเต็มจำนวนให้แก่กองทรัพย์สิน และมีสิทธิได้รับชำระหนี้เพียงบางส่วนในคดีล้มละลาย ซึ่งความเสี่ยงดังกล่าวจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบ เพราะการผิดนัดหรือไม่สามารถชำระหนี้ของคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งจะกระทบต่อสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาฝ่ายอื่นในตลาดเป็นลูกโซ่ และก่อให้เกิดวิกฤติทางการเงินได้<sup>145</sup>

สำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถูกใช้อย่างแพร่หลายทั้งในตลาดการเงินภายในประเทศและระหว่างประเทศ โดยนำไปใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างเงิน (Money substitute) เป็นแหล่งสนับสนุนแหล่งเงินทุนของภาคเอกชน และใช้จัดการสภาพคล่องและปริมาณเงินในระบบการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงต้องถูกปฏิบัติในลักษณะที่พิเศษแตกต่างจากสัญญาทั่วไป โดยสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต้องได้รับความคุ้มกันจากกระบวนการเพิกถอนภายใต้กระบวนการล้มละลายเพื่อลดความเสี่ยงต่อระบบ<sup>146</sup> ซึ่งความคุ้มกันนี้ทำให้เกิดความมีสภาพคล่องในตลาด และลดต้นทุนของธุรกรรมเนื่องจากคู่สัญญาไม่มีความกังวลต่อการที่คู่สัญญาตกเป็นบุคคลล้มละลาย<sup>147</sup>

### 2.1.3 สัญญาสำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

การทำธุรกรรมสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์สากล คู่สัญญาจะเข้าทำสัญญาหลัก (Master agreement) ครั้งเดียว และภายหลังจากการนั้น หากคู่สัญญาประสงค์จะเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ คู่สัญญาไม่จำเป็นต้องลงนามในสัญญาหลัก แต่คู่สัญญาจะต้องลงนามในหนังสือยืนยันธุรกรรม (Confirmation letter) ทำให้สัญญามีลักษณะเป็น Single

<sup>145</sup> Edward R. Morrison and Joerg Riegel, "Financial contracts and the new bankruptcy code: insulating markets from bankrupt debtors and bankruptcy judges," *American Bankruptcy Institute Law Review*, p. 642.

<sup>146</sup> Rizwaan Jameel Mokal, "Liquidity, systemic risk, and the bankruptcy treatment of financial contracts," *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 10, 1 (Fall 2015): p.15.

<sup>147</sup> Philipp Paech, *The value of insolvency safe harbours*, p. 15.



Agreement ดังนั้น โดยรูปแบบแล้ว การทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะประกอบด้วยสัญญามาตรฐาน และหนังสือยืนยันธุรกรรม โดยธุรกรรมทั้งหมดระหว่างคู่สัญญาที่ยังมีฐานะเปิดการซื้อขาย (Open positions) จะถือว่าอยู่ภายใต้นิติสัมพันธ์เดียวภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อคุ้มครอง คู่สัญญาจากความเสี่ยงในกระบวนการล้มละลายเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเลือกรับเอาแต่ธุรกรรม ที่มีกำไร<sup>148</sup>

### 2.1.3.1 สัญญามาตรฐานสำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (Global Master Repurchase Agreement)

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ใช้และได้รับการยอมรับในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์สากล คือ สัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ หรือ Global Master Repurchase Agreement (GMRA) ซึ่งจัดทำขึ้นร่วมกันโดย Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) และ International Capital Market Association (ICMA) โดยในการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คู่สัญญาจะต้องลงนามในสัญญามาตรฐานดังกล่าว และหาก คู่สัญญาต้องการเพิ่มเติมรายละเอียดที่แตกต่างไปจากข้อสัญญาที่กำหนดในสัญญาหลัก คู่สัญญา จะต้องกำหนดในเอกสารแนบท้ายสัญญา (Annex)<sup>149</sup>

Global Master Repurchase Agreement เป็นสัญญามาตรฐานที่ ออกแบบมาเพื่อการเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และเป็นสัญญามาตรฐานสำหรับการทำธุรกรรม ซื้อคืนหลักทรัพย์ทั้งในตลาดภายในประเทศและตลาดข้ามชาติ สัญญามาตรฐานได้รับการเผยแพร่ครั้งแรกในปี ค.ศ. 1992) และปรับปรุงแก้ไขในปี ค.ศ. 1995 เนื่องจากบทเรียนของวิกฤติ Baring Brothers ต่อมาสัญญามาตรฐานได้รับการปรับปรุงอีกครั้งในปี ค.ศ. 2000 เพื่อให้สอดคล้องกับ บทเรียนของวิกฤติทางการเงินในรัสเซียและเอเชีย โดยสัญญามาตรฐานฉบับล่าสุดได้เผยแพร่ในปี ค.ศ. 2011 หลังจากที่เกิดวิกฤติทางการเงินในปี ค.ศ. 2007 อย่างไรก็ตาม การแก้ไขสัญญามาตรฐานในปี ค.ศ. 2011 นี้ไม่ได้เป็นผลมาจากความล้มเหลวที่เป็นสาระสำคัญที่เกิดจากวิกฤติทางการเงินเพราะ สัญญามาตรฐานฉบับปี 2000 ยังสามารถใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพในช่วงที่เกิดวิกฤติตลอดจนใน

<sup>148</sup> World Bank, "Repo markets : background note." p. 19-20.

<sup>149</sup> Euroclear, "Understanding repos and the repo markets," [Online] 2009. Available from: <http://www.theotcspace.com/sites/default/files/2011/11/003-the-repo-market.pdf> [2016, April 12] p. 52.

ระหว่างที่เกิดการผิมนัดของ Lehman Brothers ในปี ค.ศ. 2008 แต่การปรับปรุงสัญญาฉบับปี 2011 นี้เป็นไปเพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับสัญญามาตรฐานอื่น ๆ ที่มีความใกล้เคียงกับสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ เช่น สัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมยืมหลักทรัพย์ (Global Master Securities Lending Agreement) และสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมอนุพันธ์ (ISDA Master Agreement) และเพื่อสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของแนวปฏิบัติของตลาดและพัฒนาการของกฎหมายตั้งแต่ปี 2000<sup>150</sup> หลังจากเกิดเหตุการณ์วิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 2008 Global Master Repurchase Agreement ได้รับการยอมรับว่าสามารถรับกับความเสี่ยงในวิกฤตการณ์ทางการเงินซึ่งเป็นผลจากการล่มสลายของ Lehman Brothers และสามารถช่วยลดความเสี่ยงในกรณีที่สถาบันทางการเงินล้มละลายหรือเหตุการณ์ที่คล้ายคลึงกัน<sup>151</sup>

สำหรับประเทศไทยนั้น ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย<sup>152</sup> และคณะทำงานย่อยเพื่อการกำหนดแนวทางปฏิบัติสำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน เห็นควรให้นำ Global Master Repurchase Agreement ซึ่งเป็นสัญญามาตรฐานภาษาอังกฤษมาใช้กับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยเพื่อให้เกิดมาตรฐานเดียวกันและเพื่อรองรับกับการพัฒนาตลาดซื้อคืนไปสู่ระดับสากลในอนาคต ทั้งนี้ ISMA ได้สนับสนุนให้ใช้สัญญาต้นฉบับเป็นภาษาอังกฤษเพื่อป้องกันความสับสนและความคลาดเคลื่อนที่อาจเกิดขึ้นการดัดแปลงสัญญาเป็นภาษาอื่น อย่างไรก็ตาม เพื่อให้สัญญาดังกล่าวสามารถใช้บังคับได้ภายใต้กฎหมายไทย ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยโดยความเห็นชอบจาก ISMA ได้จัดทำเอกสารแนบท้ายสัญญา (Annex) เพื่อให้สอดคล้องกับการทำธุรกรรมในประเทศไทย<sup>153</sup> โดยเอกสารแนบท้ายสัญญาดังกล่าว ประกอบด้วย 2 ส่วน คือ ข้อพิจารณาด้านกฎหมาย (Legal term) เพื่อปรับข้อสัญญาบางข้อให้สอดคล้องกับกฎหมายไทย และข้อพิจารณาด้านการค้า (Commercial term) เพื่อให้คู่สัญญาตกลงข้อกำหนดอื่นเพิ่มเติมร่วมกัน เช่น สกุลเงินพื้นฐาน ราคาที่จะใช้ในการวัดมูลค่าหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ย และอัตรามาร์จิ้น เป็นต้น

<sup>150</sup> International Capital Market Association, "Frequently asked questions on repo." pp. 17-18.

<sup>151</sup> Philipp Paech, *The value of insolvency safe harbours*, pp. 2-3.

<sup>152</sup> ปัจจุบัน คือ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (The Thai Bond Market Association).

<sup>153</sup> อภินันท์ จินศิริวานิชย์, *ธุรกรรมการซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย)*, หน้า 1.

สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ออกหนังสือเวียน ที่ ธ.ว) 8/2547 เรื่อง ขอชักชวนการประกอบธุรกิจอื่นในส่วนของ การซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาขายหรือซื้อคืน ลงวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2547 กำหนดสัญญาสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ยอมรับให้ใช้สำหรับการทำธุรกรรมดังกล่าว ได้แก่ สัญญามาตรฐานตามที่กำหนดโดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย สัญญามาตรฐานตามที่กำหนดโดยบริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ จำกัด และสัญญามาตรฐานตามที่กำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งนี้ หากบริษัทหลักทรัพย์จะใช้สัญญาในลักษณะอื่น นอกเหนือจากสัญญาข้างต้นบริษัทหลักทรัพย์อาจจัดส่งร่างสัญญาดังกล่าวให้สำนักงานพิจารณาก่อนได้ นอกจากนี้ การใช้สัญญาสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ยอมรับนั้นจะมีผลต่อการยกเว้นภาษีเงินได้ ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ ทั้งนี้ สำหรับสมาชิกของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยนั้น สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้ประกาศให้สมาชิกใช้สัญญา Global Master Repurchase Agreement (GMRA) เป็นสัญญามาตรฐานในการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในหนังสือ ที่ วพ.004/2549 ลงวันที่ 3 มีนาคม 2549 เรื่อง การกำหนดให้สมาชิกใช้สัญญา GMRA ฉบับปี 2000 ร่วมกับ Thailand Annex (2000 Version)<sup>154</sup>

### 2.1.3.2 สารสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

เพื่อให้เข้าใจถึงสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของคู่สัญญาที่เกิดขึ้นภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงมีความจำเป็นต้องศึกษาสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยผู้เขียนจะศึกษาสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาจาก 2011 Version Global Master Repurchase Agreement ในการนี้ ผู้เขียนได้แบ่งประเด็นเกี่ยวกับสิทธิและหน้าที่ตามซึ่งมีความสำคัญและเป็นประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ 4 ประเด็น ดังนี้

#### 2.1.3.2.1 การส่งมอบหลักทรัพย์และการชำระราคา

เมื่อคู่สัญญาตกลงที่จะทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายต้องลงนามในหนังสือยืนยันการทำธุรกรรม ซึ่งจะระบุถึงวันซื้อขาย ราคาซื้อขาย

<sup>154</sup> สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, แนวทางการปฏิบัติสำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (8 มีนาคม 2549), หน้า 3.

วันซื้อคืน อัตราผลตอบแทนธุรกรรม (Pricing date) รายละเอียดเกี่ยวกับบัญชีธนาคารของผู้ซื้อ หลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ที่ใช้ในการรับโอนเงิน รายละเอียดตัวแทนผู้เข้าทำธุรกรรม และระบุ เงื่อนไขหรือรายละเอียดอื่น ๆ ของการทำธุรกรรม ในกรณีนี้ หากข้อกำหนดในหนังสือยืนยันการทำ ธุรกรรมขัดแย้งกับข้อกำหนดในสัญญาหลัก ให้ใช้ข้อกำหนดตามหนังสือยืนยันการทำธุรกรรม<sup>155</sup>

ในส่งมอบหลักทรัพย์หรือชำระราคานั้น ผู้ขายต้องโอน หลักทรัพย์ให้แก่ผู้ซื้อ และผู้ซื้อต้องชำระราคาซื้อขายภายในวันและเวลาที่คู่สัญญาตกลงกัน<sup>156</sup> และ ต้องกระทำในเวลาเดียวกัน<sup>157</sup>

การส่งมอบหลักทรัพย์และการชำระราคาซื้อคืน ณ วันซื้อ คืน (Repurchase date) ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องส่งมอบหลักทรัพย์เทียบเท่า (Equivalent securities) (ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าเทียบเท่าหลักทรัพย์เดิม) ให้กับผู้ซื้อหลักทรัพย์เพื่อแลกกับการได้รับชำระ ราคาซื้อคืน (Repurchase price) จากผู้ซื้อหลักทรัพย์<sup>158</sup>

ในการชำระเงินในสกุลเงินเดียวกันที่คู่สัญญาฝ่ายใดต้อง ชำระให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งภายใต้ธุรกรรมใด ๆ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ซึ่งถึงกำหนดชำระใน วันเดียวกัน ให้รวมคำนวณจำนวนเงินนั้นเป็นจำนวนสุทธิที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดต้องชำระให้แก่ คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง และหักกลบลบหนี้กัน และให้หนี้ที่ต้องชำระเงินจำนวนดังกล่าวเป็นหนี้เพียง จำนวนเดียวของคู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชำระหนี้จำนวนนั้น<sup>159</sup> และบรรดาหลักทรัพย์ที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง ฝ่ายใดต้องโอนให้แก่อีกฝ่ายหนึ่งภายใต้ธุรกรรมใด ๆ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ซึ่งถึงกำหนดโอนใน วันเดียวกัน ให้รวมคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์เป็นจำนวนหลักทรัพย์สุทธิที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดต้อง โอนให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายและหักกลบลบกันตามจำนวนหลักทรัพย์ที่ต้องโอนและรับโอน และให้หนี้ สุทธิที่ต้องโอนหลักทรัพย์จำนวนสุทธิเป็นหนี้การโอนหลักทรัพย์เดียวที่ต้องโอนและรับโอน<sup>160</sup>

<sup>155</sup> Clause 13 (b) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>156</sup> Clause 13 (c) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>157</sup> Clause 6 (c) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>158</sup> Clause 13 (f) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>159</sup> Clause 6 (h) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>160</sup> Clause 10 (a) (i) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

ในกรณีที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ชำระราคาซื้อขาย หรือผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ที่กำหนด หรือผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ชำระราคาซื้อคืน หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ส่งมอบหลักทรัพย์เทียบเท่า ณ วันซื้อคืนที่กำหนด ถือเป็นเหตุผิดนัดตามสัญญา คู่สัญญาอีกฝ่ายที่ไม่ได้ผิดนัดมีสิทธิบอกเลิกสัญญาสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้<sup>161</sup>

### 2.1.3.2.2 การรักษาและชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรม

ณ วันทำสัญญาซื้อคืน คู่สัญญาจะต้องกำหนดอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก และระหว่างระยะเวลาของอายุสัญญาจะต้องคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตามระยะเวลาที่คู่สัญญากำหนดตลอดช่วงอายุของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และคำนวณมูลค่าธุรกรรมหากคู่สัญญาประเมินมูลค่าความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิ (Net exposure) ถือว่าได้รับความเสี่ยงจากมูลค่าธุรกรรมที่เปลี่ยนแปลงไป คู่สัญญาฝ่ายนั้นมีสิทธิส่งคำบอกกล่าวไปยังคู่สัญญาอีกฝ่ายให้ดำเนินการโอนมาร์จิ้นให้แก่ตนในจำนวนอย่างน้อยเท่ากับมูลค่าความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิ<sup>162</sup>

การคำนวณความเสี่ยงสุทธินั้นจะถือว่าคู่สัญญาฝ่ายใดได้รับความเสี่ยงสุทธินั้น คู่สัญญาฝ่ายนั้นต้องคำนวณมูลค่าของธุรกรรมแล้วได้ผลลัพธ์ของ (1) ความเสี่ยงในการทำธุรกรรม (Transaction exposures) ทั้งหมดของคู่สัญญาฝ่ายแรก บวกด้วยจำนวนผลประโยชน์ที่ได้จากหลักทรัพย์ที่ต้องชำระให้แก่คู่สัญญาฝ่ายแรก หักออกด้วยจำนวนมาร์จิ้นสุทธิที่ต้องชำระให้แก่คู่สัญญาฝ่ายแรกนั้น มีมูลค่าเกินกว่า ผลลัพธ์ของ (2) ความเสี่ยงในการทำธุรกรรมทั้งหมดของคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง บวกด้วยจำนวนผลประโยชน์ที่ได้จากหลักทรัพย์ที่ต้องชำระให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง หักออกด้วยจำนวนมาร์จิ้นสุทธิที่ต้องชำระให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง<sup>163</sup> โดยทั่วไป หากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก ผู้ขายหลักทรัพย์จะมีมูลค่าความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิ แต่หากมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ตามอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรก ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะเป็นผู้ได้รับความเสี่ยงในกรณีที่

<sup>161</sup> Clause 10 (a) (i), Clause 10 (a) (ii) and Clause 10 (b) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>162</sup> Clause 4 (a) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>163</sup> Clause 4 (c) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิมีสิทธิเรียกให้คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นโดยเพิ่มหรือส่งคืนส่วนต่างที่เกิดขึ้น ทั้งนี้ คู่สัญญาจะตกลงกันล่วงหน้าเกี่ยวกับมูลค่าหรืออัตราความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิที่ไม่ต้องเรียกมาร์จิ้นเพิ่ม หากมูลค่าของธุรกรรมดังกล่าวเปลี่ยนแปลงขึ้นหรือมากกว่าช่วงที่กำหนดไว้ ผู้ซื้อหลักทรัพย์หรือผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องโอนมาร์จิ้นให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายเท่ากับมูลค่าความเสี่ยงสุทธิดังกล่าว ในการนี้วิธีการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธินั้นสามารถทำได้ 4 วิธี ตามที่คู่สัญญาจะตกลงกัน ดังนี้

(1) การโอนมาร์จิ้น (Margin Transfer) กล่าวคือ การโอนมาร์จิ้นนี้เป็นการชดเชยความเสี่ยงด้วยวิธีการชำระเป็นเงินสด (Cash margin) หรือหลักทรัพย์ (Margin securities)<sup>164</sup> ให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่มีมูลค่าความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิ

(2) การปรับราคาธุรกรรม (Repricing of transaction)<sup>165</sup> กล่าวคือ การปรับราคาธุรกรรมเป็นการชดเชยความเสี่ยงด้วยวิธีการที่คู่สัญญาตกลงปิดสถานะของธุรกรรมเดิม และเข้าทำธุรกรรมใหม่ที่ปรับราคา กล่าวคือ คู่สัญญาจะกำหนดวันที่ซึ่งคู่สัญญาต้องการให้เป็น “วันปรับราคา (Repricing date)” และให้ถือว่าวันปรับราคา นั้นเป็นวันซื้อคืนของธุรกรรมเดิม และคู่สัญญาตกลงเข้าทำธุรกรรมใหม่ซึ่งเป็น “ธุรกรรมที่ปรับราคา (Repriced transaction)” ในวันปรับราคา

มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตามธุรกรรมที่ปรับราคาจะมีมูลค่าเทียบเท่ากับหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันตามธุรกรรมเดิม สำหรับราคาซื้อขายหลักทรัพย์ตามธุรกรรมที่ปรับราคา คือ จำนวนเงินที่คุณด้วยอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกของธุรกรรมเดิมแล้วเท่ากับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ดังกล่าวในวันปรับราคา ในการนี้ ภาระผูกพันที่คู่สัญญาจะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขายและชำระราคาซื้อขายภายใต้ธุรกรรมที่ปรับราคานั้นให้หักกลบลบกันกับภาระผูกพันที่คู่สัญญาจะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขายและชำระราคาซื้อขายภายใต้ธุรกรรมเดิม และคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งต้องชำระเงินสุทธิให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง

ดังนั้น วิธีการปรับราคาธุรกรรมจึงเป็นการชดเชยความเสี่ยงโดยการยึดมูลค่าหลักทรัพย์ตามมูลค่าตลาดเป็นหลัก และปรับมูลค่าราคาซื้อขายให้สอดคล้องกับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ เมื่อภาระหนี้ในการส่งมอบหลักทรัพย์และการชำระราคาได้

<sup>164</sup> Clause 2 (dd) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>165</sup> Clause 4 (k) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

หักกลับแล้วเหลือยอดหนี้สุทธิเท่าใด ยอดหนี้สุทธินั้นจะเป็นเงินที่คู่สัญญาฝ่ายที่มีความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิมีสิทธิเรียกร้องจากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งให้ชำระเป็นเงินสด

(3) การปรับธุรกรรม (Adjustment of transaction)<sup>166</sup> กล่าวคือ การปรับราคาธุรกรรมเป็นการชดเชยความเสี่ยงด้วยวิธีการที่คู่สัญญาตกลงปิดสถานะของธุรกรรมเดิม และเข้าทำธุรกรรมใหม่แทน กล่าวคือ คู่สัญญาจะกำหนดวันที่ซึ่งคู่สัญญาต้องการให้เป็น “วันปรับธุรกรรม (Adjustment date)” และให้ถือว่าวันปรับธุรกรรมนั้นเป็นวันซื้อคืนของธุรกรรมเดิม และคู่สัญญาตกลงเข้าทำธุรกรรมใหม่ซึ่งเรียกว่า “ธุรกรรมทดแทน (Replacement transaction)” ในวันปรับธุรกรรม

หลักทรัพย์ที่ซื้อขายตามธุรกรรมทดแทนจะเป็นหลักทรัพย์ที่คู่สัญญาตกลงกัน ซึ่งคือ หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดรวม ณ วันปรับธุรกรรมเท่ากับหรือใกล้เคียงมากที่สุดกับราคาซื้อคืนภายใต้ธุรกรรมเดิม ณ วัน วันปรับธุรกรรม คุณด้วยอัตรามาร์จิ้นเริ่มแรกที่ใช้กับธุรกรรมเดิมตั้งนั้น วิธีการทำการปรับธุรกรรมจึงเป็นวิธีที่ยึดมูลค่าราคาซื้อขายเป็นหลัก และปรับมูลค่าหลักทรัพย์ให้สอดคล้องกัน โดยคู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงของธุรกรรมสุทธิมีสิทธิเรียกร้องหลักทรัพย์เพิ่มเติมจากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง

(4) การปรับราคาและปรับธุรกรรม โดยคู่สัญญาสามารถตกลงชดเชยของธุรกรรมโดยใช้วิธีการปรับราคาและวิธีการปรับธุรกรรมรวมกันได้

### 2.1.3.2.3 ผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย<sup>167</sup>

ในระหว่างระยะเวลาของธุรกรรม เมื่อผู้ออกหลักทรัพย์จ่ายผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ เช่น ดอกเบี้ย หรือเงินปันผล เป็นต้น ให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องนำผลประโยชน์เช่นว่านั้นคืนให้แก่ผู้ขายเต็มจำนวนในวันที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้รับผลประโยชน์ดังกล่าว

<sup>166</sup> Clause 4 (l) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

<sup>167</sup> Clause 5 of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

ในกรณีที่มีการโอนมาร์จิ้นที่เป็นหลักทรัพย์ไปยังคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งแล้ว และผู้ออกหลักทรัพย์จ่ายผลประโยชน์ให้แก่ผู้รับโอนมาร์จิ้นที่เป็นหลักทรัพย์ก่อนการโอนหลักทรัพย์ที่เทียบเท่ากับมาร์จิ้นที่เป็นหลักทรัพย์ (Equivalent margin securities) หรือก่อนการชำระเงินสดที่มีมูลค่าเทียบเท่า (Cash equivalent amount) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะกำหนดให้ผู้รับโอนมาร์จิ้นที่เป็นหลักทรัพย์ฝ่ายที่รับชำระเงินสดที่มีมูลค่าเทียบเท่า ต้องนำผลประโยชน์ดังกล่าวเติมจำนวนคืนให้แก่ผู้โอนมาร์จิ้นในวันที่ตนได้รับผลประโยชน์เช่นนั้น

#### 2.1.3.2.4 เหตุผิดสัญญาและการเลิกสัญญา

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กำหนดเหตุการณ์ผิดสัญญา (Event of default) ได้แก่

- (1) ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในวันซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ชำระราคาซื้อคืนในวันซื้อคืนหลักทรัพย์
- (2) ผู้ขายหลักทรัพย์ไม่ส่งมอบหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในวันซื้อขายหลักทรัพย์ หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ส่งมอบหลักทรัพย์เทียบเท่าในวันซื้อคืนหลักทรัพย์ ทั้งนี้ กำหนดเวลาส่งมอบให้พิจารณาตามเวลามาตรฐานการชำระดุลหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง
- (3) เมื่อถึงกำหนดชำระ ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ชำระเงินใด ๆ ที่ต้องชำระ
- (4) ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่สามารถชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมได้
- (5) ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ปฏิบัติตามข้อสัญญาเรื่องการจ่ายผลประโยชน์ที่ได้จากหลักทรัพย์
- (6) เมื่อมีเหตุการณ์หรือการกระทำที่ถือว่ามีหนี้สินล้มพันตัว (Act of insolvency) เกิดขึ้นกับผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ โดย “เหตุการณ์หรือการกระทำที่ถือว่ามีหนี้สินล้มพันตัว” หมายถึง การกระทำดังต่อไปนี้ ซึ่งเมื่อเกิดขึ้นกับคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งแห่งสัญญานี้ ให้ถือว่ามีหนี้สินล้มพันตัว<sup>168</sup>

<sup>168</sup> Clause 2 (a) of Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).



(6.1) จัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์เป็นการทั่วไปของเจ้าหน้าที่ เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการ การจัดชำระหนี้ หรือการประนอมหนี้กับเจ้าหน้าที่

(6.2) ถูกดำเนินการในกระบวนการยึด หรือมาตรการอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับการยึดทรัพย์สินส่วนสำคัญ และกระบวนการนั้นไม่ได้สิ้นสุด หรือยกเลิกภายใน 15 วัน

(6.3) มีหนี้สินล้นพ้นตัว หรือไม่สามารถชำระหนี้ได้เมื่อหนี้ถึงกำหนด หรือยอมรับเป็นการทั่วไปเป็นลายลักษณ์อักษรว่าไม่สามารถชำระหนี้ได้

(6.4) ได้มีการขอให้ หรือมีการให้ความยินยอม หรือ ยอมรับการแต่งตั้งผู้ดูแลทรัพย์สิน ผู้จัดการทรัพย์สิน เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ หรือผู้ชำระบัญชี หรือบุคคลใด ๆ ซึ่งปฏิบัติหน้าที่ในลักษณะดังกล่าว ในการดำเนินการเกี่ยวกับทรัพย์สินทั้งหมดหรือทรัพย์สินที่เป็นส่วนสำคัญของคู่สัญญาฝ่ายนั้น

(6.5) ได้มีการเสนอหรือยื่นคำร้องที่เกี่ยวข้องกับคู่สัญญาฝ่ายนั้น (นอกเหนือจากการเสนอหรือยื่นคำร้องเกี่ยวกับหนี้ใด ๆ ภายใต้อำนาจนี้) ต่อศาลหรือหน่วยงานใด ๆ หรือเริ่มกระบวนการใด ๆ โดยหน่วยงานรัฐที่มีอำนาจ เพื่อขอให้คู่สัญญาเป็นบุคคลล้มละลาย เพื่อขอเลิกกิจการ หรือกระบวนการพิจารณาใด ๆ ที่มีลักษณะเดียวกัน หรือเพื่อขอให้มีการฟื้นฟูกิจการ การจัดชำระหนี้แก่เจ้าหน้าที่การประนอมหนี้กับเจ้าหน้าที่ การปรับโครงสร้างหนี้ การจัดการทรัพย์สิน การชำระบัญชี การเลิกกิจการ หรือปลดเปลื้องหนี้ในลักษณะเดียวกันตามกฎหมายหรือกฎระเบียบใด ๆ ที่ใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันหรือที่จะมีขึ้นในอนาคต ซึ่งคำร้องดังกล่าวไม่ได้ถูกระงับหรือถูกยกเลิกภายใน 15 วันนับแต่วันที่ยื่นคำร้องนั้น ทั้งนี้ กำหนดระยะเวลาดังกล่าวไม่ใช้กับกรณีที่หน่วยงานรัฐที่มีอำนาจเป็นผู้ยื่นคำร้อง

(6.6) ได้มีการแต่งตั้งหรือถูกแต่งตั้งให้มีเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้จัดการทรัพย์สิน ผู้ชำระบัญชี ผู้รักษาทรัพย์สิน คัสโตเดียน หรือผู้ดูแลทรัพย์สิน หรือบุคคลอื่นใดที่ทำหน้าที่ในลักษณะเดียวกันต่อคู่สัญญาฝ่ายนั้น หรือต่อทรัพย์สินทั้งหมดหรือทรัพย์สินที่เป็นส่วนสำคัญ และ/หรือ

(6.7) เจ้าหน้าที่ของคู่สัญญาฝ่ายดังกล่าวได้มีการเรียกประชุมเพื่อพิจารณาการจัดชำระหนี้ให้แก่เจ้าหน้าที่ หรือดำเนินการใด ๆ ในลักษณะเดียวกัน

(7) คำยืนยัน หรือคำรับรองใด ๆ ที่ผู้ขายหลักทรัพย์ หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้ทำไว้นั้นไม่ถูกต้องหรือไม่เป็นความจริงในสาระสำคัญ ในขณะที่มีการให้คำรับรองหรือยืนยันคำรับรอง หรือถือว่ามี การให้คำรับรองหรือยืนยันคำรับรองดังกล่าว

(8) ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ยอมรับกับ คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งว่าตนไม่สามารถหรือไม่ประสงค์ที่จะปฏิบัติหน้าที่ใด ๆ หรือตามภาระผูกพันใด ๆ ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์หรือภายใต้ธุรกรรมใด ๆ

(9) ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ถูกระงับ หรือพ้นจากการเป็นสมาชิกหรือการเข้าร่วมในตลาดหลักทรัพย์ หรือถูกหน่วยงานราชการใด ๆ ระงับ การดำเนินงานที่เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่สามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง กับแหล่งที่มาทางการเงินและอันดับความน่าเชื่อถือ

(10) ผู้ขายหลักทรัพย์หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ปฏิบัติ หน้าที่ตามภาระผูกพันอื่นใดภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และไม่ได้แก้ไขเยียวยาการไม่ปฏิบัติหน้าที่ ดังกล่าวภายในระยะเวลา 30 วัน หลังจากได้รับหนังสือจากคู่สัญญาฝ่ายที่ไม่ผิคนัดบังคับให้มีการแก้ไข เยียวยากรณี

ในกรณีที่เกิดเหตุการณ์ผิคนัดตามสัญญาซื้อคืน หลักทรัพย์กับคู่สัญญาหนึ่งฝ่ายใด คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งมีสิทธิบอกเลิกสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยส่ง หนังสือแจ้งการผิคนัด (Default notice) และกำหนดวันที่สิ้นสุดของสัญญา (Early termination date) เมื่อคู่สัญญาฝ่ายที่ไม่ผิคนัดได้ส่งหนังสือแจ้งการผิคนัด และกำหนดวันที่สิ้นสุดของสัญญาไปยัง คู่สัญญาที่ผิคนัดแล้ว สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ให้ถือว่าธุรกรรมที่มีอยู่ระหว่างคู่สัญญาภายใต้สัญญาซื้อ คืนหลักทรัพย์สิ้นสุด ณ วันที่สิ้นสุดของสัญญา และให้ถือว่าสิทธิและหน้าที่ระหว่างคู่สัญญาในธุรกรรม ที่ยังคงค้างอยู่ถึงกำหนดชำระทันทีและนำสิทธิเรียกร้องที่คำนวณมูลค่าเป็นเงินได้ระหว่างคู่สัญญา มา หักกลบหนี้ให้เหลือยอดหนี้สุทธิที่ต้องชำระเพียงยอดเดียว

## 2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินภายใต้กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

### 2.2.1 แนวคิดและวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

กฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการเป็นกฎหมายสำหรับการจัดการทรัพย์สิน และหนี้สินของกิจการที่ประสบปัญหาภาวะหนี้สินที่ให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจ ผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจมหภาค และความยุติธรรมแก่ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายเป็นสำคัญ โดยจัดให้มี กระบวนการรวบรวมทรัพย์สินและหนี้สินทั้งหมดเพื่อจัดการในคราวเดียว (Collective action) เพื่อ ความรวดเร็ว และความเป็นธรรมในการจัดการทรัพย์สินเพื่อจัดแบ่งชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ทั้งหลาย

### 2.2.1.1 แนวคิดและวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลาย

ในระบบเศรษฐกิจแลตลาดเสรีที่ส่งเสริมให้เอกชนดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจเพื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ เพื่อให้การดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจเป็นไปอย่างราบรื่นและมีประสิทธิภาพจึงจำเป็นต้องสร้างความมั่นใจเกี่ยวกับการจัดการความเสี่ยงจากความล้มเหลวในการประกอบธุรกิจ เช่นนี้ จึงต้องสร้างกลไกการจัดการกับความเสี่ยงเช่นว่านั้น เพื่อให้ภาคธุรกิจและผู้มีส่วนร่วมในตลาดสามารถคาดหมายได้ว่าสิทธิของตนจะได้รับผลกระทบอย่างไรในกรณีซึ่งลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ได้อย่างครบถ้วน ซึ่งความคาดหมายได้นี้จะทำให้ทั้งเจ้าหนี้และผู้ลงทุนสามารถคำนวณผลกระทบในทางเศรษฐกิจและประเมินความเสี่ยงจากการผัดผ่อนชำระหนี้ของลูกหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ การจัดการกับกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินและไม่สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้และนำทรัพย์สินที่เหลืออยู่มาแบ่งชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้จะเป็นกลไกในการนำสินทรัพย์ของกิจการที่ไม่มีศักยภาพกลับเข้าสู่ตลาดและนำไปลงทุนในธุรกิจอื่นอันทำให้เกิดประโยชน์มากขึ้น หากปราศจากกลไกทางกฎหมายที่จัดการหนี้สินได้อย่างเหมาะสมและเป็นธรรมย่อมไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจ กฎหมายล้มละลายจึงพัฒนามาจากแนวความคิดทางธุรกิจการค้าที่ให้ความสำคัญกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนของกิจการที่ใช้ในการประกอบธุรกิจเพื่อแสวงหากำไร ซึ่งการเคลื่อนไหวเงินทุนที่มีประสิทธิภาพจะส่งผลให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อระบบเศรษฐกิจ<sup>169</sup>

กฎหมายล้มละลายเป็นกฎหมายที่จัดการกับความเสียหายและบรรเทาความเสียหายของเจ้าหนี้จากการที่ลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ได้ เพราะการลูกหนี้ไม่สามารถปฏิบัติการชำระหนี้ได้จะก่อให้เกิดความเสียหายแก่เจ้าหนี้หลายราย และการที่เจ้าหนี้นั้นไม่ได้รับชำระหนี้ตามกำหนดเวลาอาจเป็นสาเหตุให้เจ้าหนี้เหล่านั้นไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาอื่นได้ เช่นนี้ การล้มละลายของลูกหนี้คนหนึ่ง ๆ จะทำให้เกิดการล้มละลายของเจ้าหนี้รายอื่นของลูกหนี้ตามไปด้วย<sup>170</sup> การบังคับชำระหนี้ของกิจการที่มีสินล้นพ้นตัวภายใต้กระบวนการล้มละลาย โดยนำทรัพย์สินของลูกหนี้มาแบ่งเฉลี่ยให้แก่บรรดาเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมและรวดเร็วจะเป็นการบรรเทาความเสียหายให้แก่บรรดา

<sup>169</sup> วิศิษฐ์ วิศิษฐ์สรอรรถ, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพฯ: วิศิษฐ์สรอรรถฝ่ายการพิมพ์, 2547), หน้า 2-3.

<sup>170</sup> มองซิเออร์ เอ. ซี. เลเดเกอร์, คำอธิบายพระราชบัญญัติลักษณะล้มละลาย (พระนคร: กรุงเทพฯ เติลิมล์, 2459), หน้า 1-3.

เจ้าหนี้ และช่วยให้ลูกหนี้ผู้สุจริตหลุดพ้นจากหนี้ทำให้สามารถตั้งตัวประกอบอาชีพใหม่ได้โดยปลอดจากหนี้สิน ซึ่งจะเป็ผลดีต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม<sup>171</sup> เพราะเป็นการนำทรัพย์สินหรือทุนของลูกหนี้ที่ต้องล้มละลายกลับเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจโดยเร็ว เพื่อไม่ให้เกิดภาวะทุนหยุดนิ่ง อันเป็นประโยชน์ต่อการเคลื่อนไหวทุนของระบบเศรษฐกิจโดยรวม<sup>172</sup>

หากพิจารณาในด้านการบังคับชำระหนี้ การบังคับชำระหนี้ตามคดีแพ่งสามัญ เมื่อลูกหนี้ผิดนัดชำระหนี้ เจ้าหนี้ออมมีอำนาจในการฟ้องร้องต่อศาลเพื่อบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินของลูกหนี้ แต่หากลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัวไม่สามารถชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ได้อย่างครบถ้วนสิ้นเชิง เจ้าหนี้แต่ละรายย่อมมีแรงจูงใจในการปกป้องผลประโยชน์ของตนเองโดยการฟ้องคดีแพ่งสามัญเพื่อให้ศาลบังคับให้ลูกหนี้ชำระหนี้ตามสิทธิของตนโดยเร็วเพื่อให้สามารถบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินของลูกหนี้ให้ได้มากที่สุดก่อนเจ้าหนี้อื่น ในสภาวะเช่นนี้ย่อมทำให้เกิดการได้เปรียบเสียเปรียบในบรรดาเจ้าหนี้ และเจ้าหนี้อื่นที่ไม่ได้รับชำระหนี้ได้รับความเสียหาย<sup>173</sup> แต่ภายใต้กระบวนการตามกฎหมายล้มละลาย การบังคับชำระหนี้เป็นกระบวนการการบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินของลูกหนี้ที่ทำเพื่อประโยชน์ร่วมกันและในคราวเดียวกัน<sup>174</sup> โดยพิจารณาถึงความสามารถในการชำระหนี้ และแบ่งชำระให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ตามสัดส่วนแห่งหนี้ของเจ้าหนี้แต่ละรายซึ่งจะก่อให้เกิดความเป็นธรรมแก่เจ้าหนี้ด้วยกัน และเป็นไปเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ทุกรายโดยทั่วไป เพราะไม่ว่าเจ้าหนี้คนใดจะเป็นผู้ฟ้องให้ลูกหนี้เป็นบุคคลล้มละลายก็ตาม เจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้คนนั้น แม้จะไม่ได้ฟ้อง ก็มีสิทธิได้รับชำระหนี้จากทรัพย์สินของลูกหนี้โดยอาศัยวิธีการตามกฎหมายล้มละลาย<sup>175</sup> ดังนั้น กฎหมายล้มละลายจึงเป็นมาตรการทางกฎหมายที่จัดการทรัพย์สินของลูกหนี้

<sup>171</sup> สุธีร์ ศุภนิตย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ, พิมพ์ครั้งที่ 9 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2556), หน้า 17.

<sup>172</sup> สหชน รัตนไพจิตร, รายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์ เรื่อง บทบาทของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในการจัดการกิจการและทรัพย์สินของลูกหนี้ (สถาบันวิจัยและให้คำปรึกษาแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2554), หน้า 6-7.

<sup>173</sup> ปรีชา พานิชวงศ์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย กฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งศาลล้มละลายและวิธีพิจารณาคดีล้มละลายและกฎหมายล้มละลายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2546), หน้า 1-2.

<sup>174</sup> วิศิษฐ์ วิศิษฐ์สรอรรถ, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, หน้า 4-5.

<sup>175</sup> ปรีชา พานิชวงศ์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย กฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งศาลล้มละลายและวิธีพิจารณาคดีล้มละลายและกฎหมายล้มละลายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 3-4.

เพื่อชำระหนี้แก่บรรดาเจ้าหนี้ ซึ่งความมีประสิทธิภาพของระบบการจัดการหนี้สินล้มละลายและสิทธิของเจ้าหนี้เป็นองค์ประกอบสำคัญของความมั่นคงทางระบบการเงิน<sup>176</sup>

ดังนั้น กฎหมายล้มละลายจึงเป็นกฎหมายเกี่ยวกับการจัดการทรัพย์สินและหนี้สิน และบังคับชำระหนี้ของลูกหนี้ที่มีแนวคิดเพื่อสนับสนุนการค้าและการลงทุนในระบบเศรษฐกิจ เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพแก่ระบบเศรษฐกิจโดยรวม กฎหมายล้มละลายจึงต้องมีมาตรการที่มีวัตถุประสงค์ที่สอดคล้องกับแนวทางดังนี้<sup>177</sup>

(1) กฎหมายล้มละลายต้องเป็นกระบวนการที่จัดการให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้อย่างเป็นธรรมและคาดหมายได้ ซึ่งกลไกในการจัดการที่เป็นธรรมและคาดหมายได้จะทำให้เกิดความชัดเจนในการคำนวณต้นทุนการดำเนินกิจการทางเศรษฐกิจ

(2) กฎหมายล้มละลายต้องเป็นกลไกที่ทำให้เกิดมูลค่าสูงสุดในกองทรัพย์สินของลูกหนี้ การบังคับชำระหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายมีจุดมุ่งหมายเพื่อชำระบัญชีกิจการและนำทรัพย์สินของกิจการออกขายเพื่อนำเงินมาแบ่งชำระให้เจ้าหนี้ ซึ่งเป็นวิธีการที่ทำให้เกิดความแน่นอน ลดค่าใช้จ่ายของเจ้าหนี้ และลดปัญหาการสูญเสียระหว่างการบริหารบังคับคดี และมีกลไกที่จะเพิ่มพูนกองทรัพย์สิน

(3) กฎหมายล้มละลายต้องเปิดโอกาสให้มีการฟื้นฟูกิจการในกรณีที่เหมาะสม เพราะแม้กระบวนการชำระบัญชีภายใต้กฎหมายล้มละลายจะทำให้เกิดความแน่นอนที่เจ้าหนี้จะได้รับชำระหนี้โดยเร็ว แต่วิธีการดังกล่าวอาจไม่เหมาะสมกับกิจการที่ยังมีสามารถอยู่รอดต่อไปได้ ซึ่งหากนำวิธีการชำระบัญชีมาใช้กับกิจการที่มีทางที่จะอยู่รอดอาจก่อให้เกิดความสูญเสียในมูลค่าของการดำเนินงานต่อเนื่อง (Going concern) และเกิดความเสียหายในทางเศรษฐกิจ กฎหมายล้มละลายจะต้องคำนึงและตอบสนองกลไกการจัดสรรทรัพยากรที่เอื้อต่อการให้กิจการได้รับการฟื้นฟูเพื่อตัวธุรกิจเอง

<sup>176</sup> World Bank, Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems, (Revised 2015), Available from:

<http://pubdocs.worldbank.org/en/919511468425523509/ICR-Principles-Insolvency-Creditor-Debtor-Regimes-2016.pdf> p. 1.

<sup>177</sup> วิศิษฐ์ วิศิษฐ์สรอรรถ, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, หน้า 6-8.

นอกจากนี้ ในปัจจุบันระบบเศรษฐกิจ การเงิน และสังคมมีความเชื่อมโยงกับต่างประเทศ ทั้งต่อปัจเจกบุคคล หน่วยธุรกิจ และรัฐบาล เช่นนี้ องค์การระหว่างประเทศจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในการกำหนดกฎเกณฑ์และมาตรการทางกฎหมายเพื่อลดและขจัดอุปสรรค และสร้างเอกภาพของกฎหมาย สำหรับกฎหมายล้มละลายนั้น คณะกรรมการสหประชาชาติว่าด้วยกับกฎหมายการค้าระหว่างประเทศแห่งสหประชาชาติได้จัดทำแนวทางการร่างกฎหมายล้มละลาย (Legislative Guide on Insolvency Law) ซึ่งแนะนำว่าบทบัญญัติเกี่ยวกับการล้มละลายที่มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลควรมีจุดมุ่งหมายในการบรรลุวัตถุประสงค์หลักในลักษณะที่มีสมดุล ดังนี้ การสร้างความแน่นอนให้เกิดขึ้นในตลาดเพื่อส่งเสริมเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การเพิ่มมูลค่าของทรัพย์สินให้สูงที่สุด การสร้างความสมดุลระหว่างการชำระบัญชี และการฟื้นฟูกิจการ การดำเนินการให้เกิดความมั่นใจว่าการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมต่อเจ้าหนี้ซึ่งอยู่ในสถานะคล้ายกัน การให้มีการแก้ปัญหาการล้มละลายด้วยวิธีการที่ทันต่อเหตุการณ์ มีประสิทธิภาพและเป็นกลาง การดูแลรักษาทรัพย์สินในคดีล้มละลายเพื่อการจัดสรรแก่เจ้าหนี้ด้วยความเท่าเทียมกัน การสร้างความมั่นใจว่าในกระบวนการที่โปร่งใส สามารถคาดการณ์ได้ และจงใจในการเก็บรวบรวมและกระจายข้อมูล การยอมรับสิทธิของเจ้าหนี้ที่มีอยู่และการกำหนดหลักเกณฑ์ที่ชัดเจนในการจัดลำดับของสิทธิเรียกร้องในลำดับก่อน และการกำหนดกรอบของการล้มละลายข้ามชาติ<sup>178</sup> นอกจากนี้ กลไกของกฎหมายล้มละลายต้องสร้างความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสีย และครอบคลุมส่วนได้เสียของฝ่ายต่าง ๆ ทั้งเจ้าหนี้ ลูกหนี้ เจ้าของกิจการ ฝ่ายบริหารของลูกหนี้ พนักงาน และคู่ค้า ตลอดจนองค์กรที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย การค้า สังคม การเมืองและนโยบายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง<sup>179</sup>

#### CHULALONGKORN UNIVERSITY

นอกจากนี้ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ซึ่งเป็นองค์การระหว่างประเทศที่มีบทบาทสำคัญในการรักษาเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจโลก ได้ระบุว่ากฎหมายล้มละลายมีวัตถุประสงค์หลัก 2 ประการ คือ การกระจายความเสี่ยงในระหว่างผู้มีส่วนร่วมในตลาดทางเศรษฐกิจในลักษณะที่คาดการณ์ได้ (Predictable) เท่าเทียม (Equitable) และโปร่งใส (Transparent) และสร้างมูลค่าสูงสุดเพื่อประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียและเศรษฐกิจโดยทั่วไป โดยกฎหมายล้มละลายที่มีประสิทธิภาพจะเป็นเครื่องมือที่สร้างความเชื่อมั่นแก่เจ้าหนี้ในการให้สินเชื่อ

<sup>178</sup> United Nations Commission on International Trade Law, Uncitral legislative guide on insolvency law. pp. 10-15.

<sup>179</sup> Ibid., p. 9.

หรือประกอบธุรกิจกิจการค้า เป็นกลไกในการลดต้นทุนสาธารณะและบรรเทาความต้องการเงินกู้จาก ปัจจัยภายนอก และช่วยเสริมสร้างเสถียรภาพให้กับระบบการเงินระหว่างประเทศโดยการบังคับให้ เจ้าหนี้ต้องแบกรับต้นทุนความเสี่ยงของตน<sup>180</sup>

สำหรับวัตถุประสงค์ประการแรก คือ การกระจายความเสี่ยงในระหว่างผู้มีส่วนร่วมในตลาดทางเศรษฐกิจในลักษณะที่คาดหมายได้ เท่าเทียมและโปร่งใส ซึ่งการบรรลุ วัตถุประสงค์ประการนี้มีบทบาทสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นในระบบการให้สินเชื่อ ทำให้เกิด ประสิทธิภาพต่อตลาด และสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจเพื่อประโยชน์ของผู้มีส่วนร่วมทั้งหมด ในข้อพิจารณาเกี่ยวกับความคาดหมายได้นั้นจะทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดเกิดความเชื่อมั่นในการให้ สินเชื่อ และเป็นปัจจัยที่สนับสนุนการตัดสินใจในการลงทุน สำหรับข้อพิจารณาเกี่ยวกับการปฏิบัติ อย่างเท่าเทียมนั้น กฎหมายล้มละลายเป็นการแบ่งทรัพย์สินของลูกค้าหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ใน สถานการณ์ที่ลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ของตนทั้งหมด เพื่อประโยชน์ร่วมกันในคราว เดียวกัน ดังนั้น จึงต้องจัดให้มีกลไกในการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกันต่อเจ้าหนี้ทุกราย อยากรู้ก็ดี การ ปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกันไม่จำเป็นต้องปฏิบัติด้วยความเท่าเทียมกันหากเจ้าหนี้มีความแตกต่างทาง พื้นฐานในการต่อรองทางการค้ากับลูกหนี้ในลักษณะแตกต่างกัน การปฏิบัติต่อเจ้าหนี้ที่มีความ แตกต่างกันด้วยวิธีที่ต่างกันอาจเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อความเท่าเทียมกัน นอกจากนี้ เพื่อความเท่าเทียมกัน ของเจ้าหนี้ทั้งหลาย กฎหมายล้มละลายจะต้องคำนึงถึงปัญหาของการฉ้อฉลและความลำเอียง (Favoritism) ที่มักเกิดขึ้นในสภาวะการประสบปัญหาวิกฤติทางการเงิน และสุดท้าย ในข้อพิจารณา เกี่ยวกับความโปร่งใส กล่าวคือ ผู้มีส่วนได้เสียจะต้องได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการใช้สิทธิตามกฎหมาย เพื่อประกอบการตัดสินใจ และกฎหมายต้องกำหนดแนวทางการใช้ดุลพินิจขององค์กรที่มีอำนาจ ปฏิบัติตามกฎหมาย เช่น ศาล หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ไว้อย่างเพียงพอ

วัตถุประสงค์ประการที่สอง คือ การป้องกันและสร้างมูลค่าสูงสุดเพื่อ ประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียและเศรษฐกิจโดยทั่วไป วัตถุประสงค์นี้เป็นวัตถุประสงค์เบื้องต้นใน กระบวนการชำระบัญชี และเป็นวัตถุประสงค์หลักในกระบวนการฟื้นฟูกิจการซึ่งเป็นการเพิ่มมูลค่า ด้วยดำเนินการให้กิจการดำรงอยู่ต่อไป อยากรู้ก็ตาม การดำเนินการเพื่อให้กองทรัพย์สินของลูกค้าหนี้มี

<sup>180</sup> Legal Department, International Monetary Fund, "Orderly & effective insolvency procedures: key issues," [Online] 1999. Available from: [www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/index.htm) [2017, April 14]

มูลค่ามากที่สุดอาจมีความขัดแย้งกันกับวัตถุประสงค์การกระจายความเสี่ยงในระหว่างผู้มีส่วนร่วมในตลาดทางเศรษฐกิจในลักษณะที่คาดหมายได้ กล่าวคือ การไม่มีผลใช้บังคับของธุรกรรมจากการใช้อำนาจตามกฎหมายล้มละลาย เช่น การเพิกถอนธุรกรรมที่ขึ้นก่อนการล้มละลาย หรืออำนาจของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในการแทรกแซงสัญญาที่สร้างขึ้นระหว่างลูกหนี้กับคู่สัญญา ซึ่งเป็นเพิ่มมูลค่าให้แก่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ แต่เป็นทำลายความหมายได้ของนิติสัมพันธ์ซึ่งมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการตัดสินใจลงทุน

เมื่อพิจารณาถึงแนวความคิดและความสำคัญของกฎหมายล้มละลายแล้ว สามารถสรุปได้ว่ากฎหมายล้มละลายมีวัตถุประสงค์หลักดังนี้

(1) เพื่อให้เกิดความคาดหมายได้ในตลาดการเงิน และสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจให้เกิดความเชื่อมั่นในการลงทุนหรือประกอบธุรกิจ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการประเมินความเสี่ยง การตัดสินใจในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และการกำหนดต้นทุน

(2) เพื่อประโยชน์แก่เจ้าหนี้ โดยมีมาตรการในการรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้มีมูลค่ามากที่สุดและแบ่งชำระให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะมาได้ตามสัดส่วนแห่งหนี้ ป้องกันไม่ให้บรรดาเจ้าหนี้ได้เปรียบเสียเปรียบกันโดยไม่มีเหตุอันสมควร และได้รับชำระหนี้คืนด้วยความรวดเร็ว

(3) เพื่อประโยชน์ของลูกหนี้ที่สุจริตจะได้รับความคุ้มครองจากการบังคับชำระหนี้ที่ไม่เป็นธรรม และสามารถหลุดพ้นจากภาระหนี้สินของตนและมีโอกาสไปเริ่มต้นประกอบธุรกิจใหม่ได้

เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว กฎหมายล้มละลายได้จัดให้มีมาตรการต่าง ๆ เช่น การรวบรวมและจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้โดยเสียค่าใช้จ่ายน้อยเพื่อจะได้รวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้ได้มากที่สุด การจำกัดอำนาจของลูกหนี้ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อป้องกันการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินอันจะทำให้กองทรัพย์สินลดน้อยถอยลงหรือก่อภาระเพิ่มขึ้น การแบ่งชำระทรัพย์สินเพื่อให้เกิดความเป็นธรรมตามลำดับชั้น มาตรการให้ลูกหนี้หลุดพ้นจากภาระหนี้สิน เช่น การประนอมหนี้ การปลดจากการล้มละลาย และการยกเลิกการล้มละลาย เป็นต้น

### 2.2.1.2 แนวคิดและวัตถุประสงค์ของกฎหมายฟื้นฟูกิจการ

กฎหมายฟื้นฟูกิจการมาจากแนวคิดเศรษฐศาสตร์ที่ว่า การปิดตัวของกิจการที่ยังมีความสามารถทางเศรษฐกิจในการสร้างรายได้หรือมีความสามารถอยู่รอดด้าน



เศรษฐกิจ (Economic viability) จากการมีปัญหาล้มละลายทางการเงิน (Financial insolvency) หรือล้มละลายทางกฎหมาย (Legal insolvency) จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อเศรษฐกิจและสังคม<sup>181</sup>

กระบวนการชำระบัญชีภายใต้กฎหมายล้มละลายแม้จะทำให้เกิดความแน่นอนในการได้รับชำระหนี้โดยเร็ว แต่หากกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินนั้นยังมีโอกาสที่สามารถทำกำไรและอยู่รอดได้ การชำระบัญชีกิจการนั้นอาจก่อให้เกิดผลเสียทางเศรษฐกิจ ทำให้เกิดความสูญเสียที่อาจไม่เห็นเป็นตัวเงินแต่อาจคำนวณเป็นตัวเงินได้ เช่น การเลิกจ้างแรงงานของกิจการ ความสูญเสียการลงทุนจากการพัฒนาแรงงาน รัฐสูญเสียรายได้จากภาษีเงินได้ของกิจการ สภาพว่างงานที่เกิดการที่กิจการขนาดใหญ่ต้องล้มละลายและปิดกิจการลง อันก่อให้เกิดปัญหาต่อสังคมและเศรษฐกิจจากการสูญเสียทรัพยากรทางธุรกิจ การใช้ทรัพยากรอย่างไม่คุ้มค่าทรัพย์สินของกิจการถูกขายไปเพื่อนำเงินมาแบ่งชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ ซึ่งกระทบต่อเจ้าหนี้โดยตรงจากการที่ได้รับชำระหนี้ไม่ครบถ้วน และกระทบต่อบรรดาผู้ถือหุ้นที่ต้องสูญเสียเงินลงทุน<sup>182</sup> เช่นนี้ จึงมีการพัฒนากฎหมายล้มละลายให้มีมาตรการในการรักษากิจการด้วยวิธีการการฟื้นฟูกิจการ โดยการปรับโครงสร้างหนี้ โครงสร้างทุน โครงสร้างการบริหารจัดการภายใต้ความคุ้มกันของกฎหมาย<sup>183</sup> อย่างไรก็ตาม การจัดการและแก้ไขปัญหาหนี้สินในขณะที่ยังประกอบธุรกิจอยู่นั้นย่อมมีอุปสรรคและประสบกับปัญหาทั้งจากการหาสภาพคล่องจากแหล่งสินเชื่อ การเพิ่มทุน และการประนอมหนี้จะเกิดอุปสรรคจากการที่ไม่ได้รับการยอมรับจากผู้เกี่ยวข้องทุกราย การฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลายจึงสร้างมาตรการในการช่วยเหลือกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินให้สามารถแก้ไขปัญหาทางการเงินได้ดีขึ้น กระบวนการฟื้นฟูกิจการจึงเป็นมาตรการช่วยเพิ่มโอกาสในการปรับโครงสร้างหนี้และทุนของกิจการและลดอุปสรรคที่เกิดขึ้น<sup>184</sup>

การฟื้นฟูกิจการเป็นมาตรการที่ช่วยเหลือกิจการที่ยังมีศักยภาพในการทำกำไรในอนาคตสามารถชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ได้ในขณะที่ตนเองยังดำเนินธุรกิจต่อไปได้ แต่การนำ

<sup>181</sup> คณะผู้วิจัยฝ่ายศาลล้มละลายกลางและคณะผู้วิจัยฝ่ายจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, รายงานฉบับสมบูรณ์ เรื่อง บทบาทของกฎหมายล้มละลายและศาลล้มละลายต่อระบบเศรษฐกิจไทย (กรุงเทพฯ: อทตยา มิเส้นเนียม, 2545), หน้า 8.

<sup>182</sup> สุธีร์ ศุภนิธย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ, หน้า 229-230.

<sup>183</sup> วิศิษฐ์ วิศิษฐ์สรอรรถ, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, หน้า 7-8.

<sup>184</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 17.

มาตรการนี้ไปใช้กับกิจการที่ไม่มีศักยภาพในการทำกำไรย่อมไม่มีประโยชน์และก่อให้เกิดความเสียหายมากขึ้นจากการที่กิจการยังประกอบกิจการในขณะที่ดำเนินการฟื้นฟูกิจการ มาตรการฟื้นฟูกิจการนี้จึงเหมาะสำหรับกิจการที่มีช่องทางในการสร้างกำไรในอนาคต ดังนั้น การเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการจึงต้องมีมูลค่าทางเศรษฐกิจในกิจการที่ได้รับการฟื้นฟูกิจการต้องสูงกว่ามูลค่าที่เกิดจากการปิดกิจการ

ประโยชน์ของการฟื้นฟูกิจการ<sup>185</sup> ได้แก่ ลูกหนี้สามารถแก้ไขปัญหาภาระหนี้สินและสถานะการไม่สามารถชำระหนี้ได้ โดยที่ลูกหนี้ยังสามารถรักษาธุรกิจเอาไว้ โดยมีกระบวนการที่สนับสนุนให้กิจการยังดำเนินธุรกิจต่อไปได้ เช่น มาตรการสถานะพักชำระหนี้ซึ่งทำให้ลูกหนี้มีความคล่องตัวในการเจรจาชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้มากกว่าการขอประนอมหนี้ในขณะที่ลูกหนี้ถูกพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด ทำให้ธุรกิจของลูกหนี้ดำเนินต่อไปได้ อันจะทำให้ธุรกิจนั้นมีค่ามากกว่าที่จะแยกขายทรัพย์สินของลูกหนี้ออกเป็นส่วน ๆ ภายใต้กระบวนการชำระบัญชี และยังเป็นประโยชน์ต่อเจ้าหนี้ทำให้เมื่อดำเนินการฟื้นฟูกิจการสำเร็จ เจ้าหนี้จะได้รับชำระหนี้ไม่น้อยกว่าการชำระบัญชีกิจการลูกหนี้ นอกจากนี้ การที่ธุรกิจของลูกหนี้ดำเนินการต่อไปนี้จะส่งผลต่อเนื่องให้ลูกจ้างของลูกหนี้มีงานทำต่อไป ส่วนลูกหนี้เองก็สามารถนำเงินจากการดำเนินกิจการต่อไปมาชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ และสุดท้ายเมื่อลูกหนี้ฟื้นฟูกิจการแล้ว ลูกหนี้ก็สามารถมีเงินปันผลให้แก่บรรดาผู้ถือหุ้นของลูกหนี้ ทำให้ลูกหนี้สามารถผลิตสินค้าและบริการซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจต่อไปได้

ดังนั้น กฎหมายฟื้นฟูกิจการจึงเป็นกระบวนการบังคับชำระหนี้จากลูกหนี้ที่มีความสามารถในการทำกำไร ด้วยวิธีการรักษามูลค่าของกิจการและปรับโครงสร้างของกิจการ เพื่อให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้ที่มากกว่าการรับชำระหนี้จากการชำระบัญชีกิจการลูกหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลาย

## 2.2.2 การควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ในกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

ภายใต้ความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ ลูกหนี้ต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ซึ่งความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้จะขึ้นอยู่กับมูลค่ากองทรัพย์สินของลูกหนี้ว่าสามารถเป็นประกันการชำระหนี้ได้จนครบถ้วนหรือไม่ และสิทธิของเจ้าหนี้ที่มีต่อทรัพย์สินของลูกหนี้เป็นเพียง

<sup>185</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, พิมพ์ครั้งที่ 9 (กรุงเทพฯ: บริษัท กรุงสยาม พับลิชชิ่ง จำกัด, 2558), หน้า 2-3.

สิทธิในกองทรัพย์สินของลูกหนี้ หากทรัพย์สินของลูกหนี้ไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ เจ้าหนี้ย่อมได้รับความเสียหาย ทั้งนี้ การใช้สิทธิบังคับชำระหนี้ของเจ้าหนี้จะต้องใช้สิทธิทางศาล เจ้าหนี้ไม่สามารถบังคับตามสิทธิของตนเองได้โดยพลการ และความรับผิดชอบของลูกหนี้จำกัดเฉพาะทรัพย์สินของลูกหนี้ที่มีอยู่ขณะบังคับคดี ดังนั้น ทรัพย์สินของลูกหนี้จึงถือเป็นหลักประกันการชำระหนี้ เช่นนี้แล้ว เพื่อเป็นการคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้ซึ่งมีส่วนได้เสียในกองทรัพย์สินของลูกหนี้และมีสิทธิในความคาดหวังที่จะได้รับชำระหนี้จากกองทรัพย์สินของลูกหนี้<sup>186</sup> กฎหมายจึงให้สิทธิแก่เจ้าหนี้ในการควบคุมทรัพย์สินของลูกหนี้ไม่ให้ลดน้อยลงจนกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้<sup>187</sup> กฎหมายกำหนดสิทธิเจ้าหนี้ในการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ไว้ 2 วิธี ได้แก่ การใช้สิทธิเรียกร้องของลูกหนี้ และการเพิกถอนการฉ้อฉล ซึ่งกำหนดไว้ในทั้งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 โดยมาตรการควบคุมกองทรัพย์สินนี้เป็นไปเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้มีมูลค่ามากที่สุด และสร้างความเป็นธรรมแก่บรรดาเจ้าหนี้ อันเป็นการดำรงความศักดิ์สิทธิ์ของกฎหมายล้มละลาย<sup>188</sup>

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะศึกษามาตรการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ในกรณีที่ลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ใน 2 กรณี ได้แก่ การเพิกถอนการฉ้อฉล ตามมาตรา 113 และ 114 (กระบวนการล้มละลาย) และมาตรา 90/40 (กระบวนการฟื้นฟูกิจการ) แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 รวมถึงการเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ตามมาตรา 237 และการเพิกถอนการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>186</sup> ศันันท์กรณ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), พิมพ์ครั้งที่ 2 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2557), หน้า 339.

<sup>187</sup> ดาราพร ธีระวัฒน์, กฎหมายหนี้ : หลักทั่วไป, พิมพ์ครั้งที่ 4 (กรุงเทพฯ: โครงการตำราและเอกสารประกอบการสอน คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2558), หน้า 112.; จี๊ด เศรษฐบุตร แก้ไขเพิ่มเติมโดย ดาราพร ธีระวัฒน์, หลักกฎหมายแพ่ง ลักษณะหนี้, พิมพ์ครั้งที่ 21 (กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์เดือนตุลา โครงการตำราและเอกสารประกอบการสอน คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2556), หน้า 104; พระยาเทพวิฑูร, (บุญช่วย วณิกกุล) และยล ธีรกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรียงมาตรา ว่าด้วยหนี้ บรรพ 2 มาตรา 194-353 (กรุงเทพฯ: กองทุนศาสตราจารย์จิตติ ดิงศภัทย์ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2554), หน้า 129.; ศันันท์กรณ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), หน้า 346.

<sup>188</sup> วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, พิมพ์ครั้งที่ 15 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2559), หน้า 261.

ให้เปรียบเจ้าหน้าที่ ตามมาตรา 115 (กระบวนกรล้มละลาย) และมาตรา 90/41 (กระบวนกรฟื้นฟูกิจการ) แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

### 2.2.2.1 การเพิกถอนการฉ้อฉล

การเพิกถอนการฉ้อฉลเป็นมาตรการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อไม่ให้ลูกหนี้จำหน่ายโอนทรัพย์สินของตนเองให้แก่บุคคลภายนอกในฐานะคู่สัญญาที่เข้าทำนิติกรรมกับลูกหนี้อันส่งผลให้ทรัพย์สินของลูกหนี้น้อยลง และเจ้าหน้าที่เสียเปรียบเนื่องจากไม่ได้รับชำระหนี้หรือได้รับชำระหนี้ในสัดส่วนที่ลดน้อยลง โดยผลของการเพิกถอนการฉ้อฉลทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้กลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อประโยชน์ของบรรดาเจ้าหน้าที่ที่จะขอบังคับชำระหนี้ได้ต่อไป<sup>189</sup> การเพิกถอนการฉ้อฉลตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 กำหนดให้นำหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาบังคับใช้ เพื่อให้อำนาจเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน หรือผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) สามารถยื่นคำร้องต่อศาลขอให้เพิกถอนนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ได้ โดยหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์บัญญัติในมาตรา 237 ถึงมาตรา 240

#### 2.2.2.1.1 ความหมายและลักษณะของการฉ้อฉล

การฉ้อฉลเป็นการกระทำของลูกหนี้ที่ทำขึ้นอันทำให้เจ้าหน้าที่เสียเปรียบจากการที่กองทรัพย์สินของลูกหนี้น้อยลง นักกฎหมายได้ให้ความหมายของการฉ้อฉลไว้ ดังนี้

ศาสตราจารย์จิต เศรษฐบุตร ให้ความหมายของการฉ้อฉล หมายถึง การทุจริตตอนปฏิบัติหนี้ กล่าวคือ หลังจากทำนิติกรรมแล้วจึงทำการฉ้อฉลเจ้าหน้าที่แห่งนิติกรรมโดยทำนิติกรรมกับผู้อื่นทำให้เจ้าหน้าที่เสียเปรียบ<sup>190</sup>

ศาสตราจารย์ศันท์กรณ โสทธิพันธ์ ให้ความหมายของการฉ้อฉล หมายถึง การที่ลูกหนี้ทำนิติกรรมจำหน่ายโอนทรัพย์สินของตนเองไปให้บุคคลภายนอก

<sup>189</sup> ศันท์กรณ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), หน้า 346.

<sup>190</sup> จิต เศรษฐบุตร แก้ไขเพิ่มเติมโดย ดาราพร ธีระวัฒน์, หลักกฎหมายแพ่ง ลักษณะหนี้, หน้า 106.

ทั้งที่ลูกหนี้รู้ว่าทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ เพราะการกระทำดังกล่าวทำให้ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้<sup>191</sup>

ศาสตราจารย์ปรีชา พานิชวงศ์ ให้ความหมายของการฉ้อฉล หมายถึง นิติกรรมใด ๆ ที่ลูกหนี้ได้กระทำลงโดยรู้ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบนั้น<sup>192</sup>

กล่าวโดยสรุป ผู้เขียนเห็นว่า การฉ้อฉล หมายถึง นิติกรรมที่ลูกหนี้ได้กระทำขึ้นโดยที่ลูกหนี้รู้ว่าจะทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบจากการได้รับชำระหนี้ที่ย่อยลง

ลักษณะของการฉ้อฉลสามารถพิจารณาได้ตามหลักเกณฑ์ที่บัญญัติไว้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เมื่อวิเคราะห์แล้ว ผู้เขียนจึงแบ่งหัวข้อในการพิจารณาหลักเกณฑ์การฉ้อฉลและการเพิกถอนการฉ้อฉลเป็น 5 หัวข้อ ได้แก่ วัตถุประสงค์การเพิกถอนการฉ้อฉล นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ การใช้สิทธิเพิกถอนการฉ้อฉล ผลของการเพิกถอนการฉ้อฉล และการส่งคืนทรัพย์สินหลังจากศาลมีคำพิพากษาให้เพิกถอนการฉ้อฉล

### (1) วัตถุประสงค์การเพิกถอนการฉ้อฉล

ตามมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บัญญัติว่า “เจ้าหนี้ชอบที่จะร้องขอให้ศาลเพิกถอนเสียได้ซึ่งนิติกรรมใด ๆ อันลูกหนี้ได้กระทำลง...” ดังนั้น การขอเพิกถอนการฉ้อฉลจะขอเพิกถอนได้เฉพาะการกระทำของลูกหนี้ที่เป็นนิติกรรมเท่านั้น เมื่อพิจารณาความหมายของ “นิติกรรม” ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ คือ การใด ๆ อันทำลงโดยชอบด้วยกฎหมายและด้วยใจสมัคร มุ่งโดยตรงต่อการผูกนิติสัมพันธ์ขึ้นระหว่างบุคคล เพื่อจะก่อ เปลี่ยนแปลง โอน สงวน หรือระงับซึ่งสิทธิ<sup>193</sup> นิติกรรมอาจเป็นนิติกรรมสองฝ่ายหรือนิติกรรมฝ่าย

<sup>191</sup> ศนันท์กรณ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), หน้า 346.

<sup>192</sup> ปรีชา พานิชวงศ์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย กฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งศาลล้มละลายและวิธีพิจารณาคดีล้มละลายและกฎหมายล้มละลายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 224.

<sup>193</sup> มาตรา 149 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

เดียว เช่น การปลดหนี้<sup>194</sup> รวมถึงนิติกรรมที่ไม่ใช่การโอนทรัพย์สินแต่ส่งผลให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยถอยลง เช่น การสละมรดก เป็นต้น<sup>195</sup>

นิติกรรมที่จะถือเป็นการฉ้อฉลต้องเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน ได้แก่ สิทธิที่เกี่ยวกับทรัพย์สิน สิทธิทางทรัพย์สินหรือทรัพย์สินสิทธิ และสิทธิทางหนี้ซึ่งมีค่าและอาจถือเอาได้ทำนองเดียวกันกับทรัพย์สิน เช่น การซื้อขาย การให้ การค้ำประกัน การกู้ยืม การก่อภาระจำยอม<sup>196</sup> หากนิติกรรมไม่ได้มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน เช่น นิติกรรมที่เป็นสิทธิส่วนตัวหรือสิทธิในครอบครัว ได้แก่ การสมรส การรับรองบุตร หรือการรับบุตรบุญธรรม เป็นต้น แม้ผลของการทำนิติกรรมจะทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยถอยลง นิติกรรมนั้นย่อมไม่ถือว่าเป็นการฉ้อฉล<sup>197</sup> ดังนี้แล้ว หากการกระทำของลูกหนี้ไม่ใช่นิติกรรม หรือเป็นนิติกรรมที่ไม่ได้มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน การกระทำหรือนิติกรรมเช่นนั้นย่อมไม่ถือว่าเป็นวัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอน เจ้าหนี้อาจไม่สามารถขอให้เพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลได้

ในประเด็นเกี่ยวกับการที่ลูกหนี้มีเจ้าหนี้หลายราย และลูกหนี้เลือกที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้บางราย หากลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ทุกราย การที่ลูกหนี้ชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายหนึ่งรายใด เจ้าหนี้รายอื่นที่เสียเปรียบจะมีสิทธิร้องขอให้มีการเพิกถอนการชำระหนี้เช่นนั้นด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือไม่ ในประเด็นนี้นักกฎหมายไทยมีความเห็นที่แตกต่างกันเป็น 2 แนวความเห็น ดังนี้

**แนวความเห็นที่ 1** เห็นว่าเจ้าหนี้ไม่มีสิทธิร้องขอให้เพิกถอนได้ ดังนี้

<sup>194</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 802/2519.

<sup>195</sup> วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 263.

<sup>196</sup> โสภณ รัตนกร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, พิมพ์ครั้งที่ 11 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2556), หน้า 302.

<sup>197</sup> ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, พิมพ์ครั้งที่ 11 (กรุงเทพฯ: สำนักอบรมศึกษากฎหมายแห่งเนติบัณฑิตสภา, 2559), หน้า 334.

พระยาเทพวิฑูร (บุญช่วย วณิกกุล) ได้ให้ความเห็นว่าการที่ลูกหนี้เลือกชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้คนใดคนหนึ่ง แม้เจ้าหนี้อื่น ๆ จะเสียเปรียบก็ร้องขอให้เพิกถอนไม่ได้ เพราะการที่เจ้าหนี้รับชำระหนี้เป็นแต่การได้รับสิ่งอันเป็นสิทธิของเขาที่จะได้รับเท่านั้น<sup>198</sup>

ศาสตราจารย์กำธร พันธูลภ ได้ให้ความเห็นว่าการที่ลูกหนี้ได้ชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้แต่เพียงบางคน ทำให้เจ้าหนี้คนอื่น ๆ ไม่ได้รับชำระหนี้ เจ้าหนี้อื่นนั้นจะฟ้องขอให้เพิกถอนการชำระหนี้ไม่ได้ เพราะเจ้าหนี้ผู้ได้รับชำระหนี้ตามนั้นได้รับทรัพย์สินของลูกหนี้ไปก็โดยลูกหนี้ชำระหนี้ให้ ถ้าการชำระหนี้นั้นได้กระทำลงโดยสุจริต เจ้าหนี้อื่นจะร้องขอให้เพิกถอนการชำระหนี้ไม่ได้<sup>199</sup>

ศาสตราจารย์ ม.ร.ว. เสนีย์ ปราโมช ได้ให้ความเห็นว่าการที่ลูกหนี้ชำระหนี้ เจ้าหนี้จะขอเพิกถอนไม่ได้ เพราะการชำระหนี้เป็นหน้าที่อันหลีกเลี่ยงไม่ได้ การที่บุคคลเป็นเจ้าของหนี้หลายคน เจ้าหนี้ทั้งหลายจะต้องรับเอาฐานะที่เขามีหน้าที่ผูกพันอยู่ อาจถูกเจ้าหนี้คนใดเรียกให้ใช้หนี้ก็ได้ เมื่อมีทรัพย์สินเหลืออยู่ไม่เพียงพอเจ้าหนี้อื่นยังสามารถไปฟ้องร้องขอเฉลี่ยทรัพย์สินเอาได้ ถ้าขอเพิกถอนได้ ก็เท่ากับเป็นการห้ามว่าเป็นหนี้แล้วไม่ให้ใช้หนี้<sup>200</sup>

ศาสตราจารย์จิต เศรษฐบุตร ได้ให้ความเห็นว่าการชำระหนี้ไม่ทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยถอยลง เพราะว่าทรัพย์สินนั้นประกอบด้วยหนี้ในฐานะเป็นลูกหนี้ซึ่งเป็นส่วนลบ และหนี้ในฐานะเป็นเจ้าหนี้ซึ่งเป็นส่วนบวก แม้ว่าการชำระหนี้ของลูกหนี้จะทำให้ส่วนบวกของลูกหนี้ลดน้อยถอยลง แต่ก็ทำให้ส่วนลบของลูกหนี้ลดน้อยถอยลงเช่นกัน ดังนั้นทรัพย์สินของลูกหนี้จึงไม่ลดน้อยถอยลง<sup>201</sup>

<sup>198</sup> พระยาเทพวิฑูร, (บุญช่วย วณิกกุล) และยล ธีรกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรื่อง มาตรการ ว่าด้วยหนี้ บรรพ 2 มาตรการ 194-353, หน้า 135.

<sup>199</sup> กำธร พันธูลภ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, พิมพ์ครั้งที่ 9 (กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มิตรนราการพิมพ์, 2529), หน้า 52.

<sup>200</sup> เสนีย์ ปราโมช, ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 2 (ภาคจบบริบูรณ์) พุทธศักราช 2478 แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2505 (กรุงเทพฯ: บริษัท โรงพิมพ์ไทยวัฒนาพานิช จำกัด, 2527), หน้า 957.

<sup>201</sup> ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, หน้า 112.

## แนวความเห็นที่ 2 เห็นว่าเจ้าหนี้มีสิทธิร้องขอให้เพิก

ถอนได้ ดังนี้

ศาสตราจารย์พิเศษ ไพโรจน์ วายุภาพ ได้ให้ความเห็นว่าการที่ลูกหนี้ชำระหนี้แก่เจ้าหนี้รายอื่น เป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้รายอื่นได้<sup>202</sup>

รองศาสตราจารย์ดารารพร ธีระวัฒน์ ได้ให้ความเห็นว่าการชำระหนี้ที่ลูกหนี้กระทำต่อเจ้าหนี้รายหนึ่งอาจเห็นได้ชัดว่าทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบได้ ถ้าพฤติการณ์เป็นการทุจริตกันทั้งลูกหนี้ผู้ชำระหนี้และเจ้าหนี้ผู้ได้รับชำระหนี้หรือตกลงกันด้วยมูลค่าที่ต่ำมากจึงอาจเป็นการฉ้อฉล เจ้าหนี้รายอื่นที่เสียเปรียบมาขอเพิกถอนได้ เพราะเจ้าหนี้ทั่วไปย่อมมีสิทธิเท่าเทียมกันในการได้รับชำระหนี้แม้หนี้จะเกิดขึ้นในเวลาต่างกัน<sup>203</sup>

แนวความเห็นนี้มีคำพิพากษาของศาลฎีกาสันับสนุนว่าเจ้าหนี้มีสิทธิร้องขอให้เพิกถอนการฉ้อฉล ได้แก่

คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 495/2476 ลูกหนี้ซึ่งมีเจ้าหนี้หลายรายนั้น แม้อาจเลือกชำระหนี้แก่เจ้าหนี้คนหนึ่งก่อนเจ้าหนี้คนอื่นได้ก็ดี แต่ถ้าการชำระหนี้ดังกล่าวเป็นไปในทางสมยอม มิใช่เป็นการชำระหนี้โดยสุจริตแล้ว การชำระหนี้นั้นก็ใช้ไม่ได้

คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1130 - 1131/2505 ลูกหนี้มีเจ้าหนี้ตามคำพิพากษาสองคน แต่ทรัพย์ของลูกหนี้มีเพียงอย่างเดียวและมีราคาไม่พอใช้หนี้แก่เจ้าหนี้ทั้งสองคน การที่ลูกหนี้เลือกชำระหนี้แก่เจ้าหนี้คนใดคนหนึ่ง อันเป็นผลทำให้เจ้าหนี้อีกคนหนึ่งเสียเปรียบและเจ้าหนี้ผู้รับชำระหนี้ก็ทราบดีอยู่แล้ว เช่นนี้ ย่อมเป็นการฉ้อฉล เจ้าหนี้ผู้เสียเปรียบขอให้เพิกถอนการชำระหนี้ได้

<sup>202</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 334.

<sup>203</sup> ดารารพร ธีระวัฒน์, กฎหมายหนี้ : หลักทั่วไป, หน้า 120.



คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 870/2509 ในกรณีที่ลูกหนี้มีได้ ลูกฟ้องคดีล้มละลาย หากลูกหนี้เลือกชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ ซึ่งเจ้าหนี้รู้ว่าการชำระหนี้ของลูกหนี้ นั้นเป็นการทำให้เจ้าหนี้อื่นเสียเปรียบ เจ้าหนี้อื่นอาจขอให้ศาลเพิกถอนได้

## (2) นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ

ลักษณะของการฉ้อฉลประการต่อมาปรากฏตามมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งบัญญัติว่า “...นิติกรรมใด ๆ อันลูกหนี้ได้กระทำลงทั้ง รู้ว่าจะเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ...” นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางเสียเปรียบแก่เจ้าหนี้ หมายถึง นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นโดยรู้ว่าคุณเองมีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระแก่เจ้าหนี้ทั้งหลาย หรือไม่มีความสามารถชำระหนี้ได้ หรือทำให้มีหนี้สินล้นพ้นตัวยิ่งขึ้น แม้ลูกหนี้ยังพอชำระหนี้ได้อยู่ แต่ผลของนิติกรรมทำให้ลูกหนี้ไม่อาจชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้อย่างครบถ้วนก็ถือเป็นการทำให้เจ้าหนี้ เสียเปรียบเช่นกัน<sup>204</sup> ความเสียเปรียบอาจเป็นนิติกรรมที่ทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง เสื่อมค่า เกิดภาระแก่กองทรัพย์สิน<sup>205</sup> นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบนั้นไม่ได้หมายความว่า ต้องมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน เพียงแค่ทรัพย์สินที่ลูกหนี้มีอยู่ไม่เพียงพอต่อการที่เจ้าหนี้จะยึดขายใช้ หนี้ได้ ก็อยู่ในความหมายของการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ<sup>206</sup>

นิติกรรมที่จะถือเป็นการฉ้อฉลนั้นต้องปรากฏว่าลูกหนี้รู้ ในขณะที่ทำนิติกรรมว่าการทำนิติกรรมเช่นนั้นเป็นการทำให้เจ้าหนี้ของตนเสียเปรียบ<sup>207</sup> ถ้าลูกหนี้รู้ ในภายหลังจากการทำนิติกรรมแล้วไม่ถือว่าเป็นการฉ้อฉล<sup>208</sup> ซึ่งระดับความรู้ถึงความเสียเปรียบนี้นัก กฎหมายมีความเห็น 2 แนวทาง คือ การรู้ของลูกหนี้ต้องรู้จริง ๆ ไม่รวมถึงควรรู้ด้วย<sup>209</sup> และอีก แนวทาง คือ การรู้ของลูกหนี้ควรรู้ว่าเจ้าหนี้จะเสียเปรียบก็เพียงพอแล้ว<sup>210</sup> อยากรู้ก็ดี การพิสูจน์

<sup>204</sup> โสภณ รัตนกร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, หน้า 304-305.

<sup>205</sup> ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, หน้า 336.

<sup>206</sup> เสนีย์ ปราโมช, ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 2 (ภาคจบบริบูรณ์) พุทธศักราช 2478 แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2505, หน้า 954.

<sup>207</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 953.

<sup>208</sup> ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, หน้า 348.

<sup>209</sup> เรื่องเดียวกัน.

<sup>210</sup> โสภณ รัตนกร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, หน้า 312.

ความรู้ของลูกหนี้เป็นเรื่องของจิตใจภายในของลูกหนี้ จึงจำเป็นต้องอาศัยข้อเท็จจริงหรือพฤติการณ์รอบด้านที่อนุมานได้จากพฤติการณ์ของลูกหนี้เพื่อพิจารณาเป็นกรณี ๆ ไป เช่น ฐานะการเงินของลูกหนี้ และพฤติการณ์ของคนรอบข้าง<sup>211</sup> ในหลายกรณีศาลได้ใช้ปัจจัยความสัมพันธ์ระหว่างลูกหนี้และผู้รับนิติกรรมพิจารณาประกอบ เช่น สามีหรือภรรยา เคยเป็นสามีหรือภรรยา<sup>212</sup> พี่น้องร่วมบิดามารดาเดียวกัน<sup>213</sup> ผู้สืบสันดาน<sup>214</sup> เป็นบุคคลที่ถูกรับมาเลี้ยงอย่างลูกและอยู่บ้านเดียวกัน<sup>215</sup> เป็นน้องเขย<sup>216</sup> ผู้ถือหุ้นรายใหญ่<sup>217</sup> กรรมการบริษัทลูกหนี้<sup>218</sup>

การที่ลูกหนี้รู้ว่านิติกรรมที่สร้างขึ้นนั้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียหายเปรียบไม่จำเป็นต้องถึงกับมีเจตนาทุจริตหรือฉ้อโกงเจ้าหนี้ หากเพียงแค่นิติกรรมเป็นผลทำให้ตนเองไม่มีทรัพย์สินเพียงพอที่จะชำระหนี้ให้เจ้าหนี้ได้ ย่อมถือเป็นการรู้ถึงความเสียหายเปรียบแล้ว<sup>219</sup> นอกจากนี้ แม้ลูกหนี้ได้ทำนิติกรรมโดยหวังว่าจะเป็นทางที่จะทำให้ได้ทรัพย์สิน โดยลูกหนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะโกงเจ้าหนี้หรือทำให้เจ้าหนี้ได้รับความเสียหาย แต่อ้างถือว่านิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉล<sup>220</sup>

สำหรับนิติกรรมที่ไม่ถือเป็นการให้เจ้าหนี้เสียหายเปรียบ ได้แก่ นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำโดยไม่รู้ว่าจะเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียหายเปรียบ เช่น ลูกหนี้ทำนิติกรรมโอนทรัพย์สินของตนไปโดยที่พิจารณาแล้วว่าตนยังมีทรัพย์สินที่เพียงพอใช้นี้ของตนได้แต่ความจริงปรากฏว่าไม่เพียงพอ<sup>221</sup> นิติกรรมที่ไม่ได้กระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้<sup>222</sup> ลูกหนี้

<sup>211</sup> เสนีย์ ปราโมช, ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 2 (ภาคจบบริบูรณ์) พุทธศักราช 2478 แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2505, หน้า 961.

<sup>212</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 13121/2557, 5207/2545, 142/2538.

<sup>213</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 4417/2532.

<sup>214</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 14860/2558, 2256/2532.

<sup>215</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 378/2535.

<sup>216</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 142/2538.

<sup>217</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3111/2554.

<sup>218</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 1821/2548.

<sup>219</sup> เสนีย์ ปราโมช, ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 2 (ภาคจบบริบูรณ์) พุทธศักราช 2478 แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2505, หน้า 962.

<sup>220</sup> โสภณ รัตนกร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, หน้า 311.

<sup>221</sup> จีต เศรษฐบุตร แก้ไขเพิ่มเติมโดย ดาราพร ธิระวัฒน์, หลักกฎหมายแพ่ง ลักษณะหนี้, หน้า 106-107.

<sup>222</sup> โสภณ รัตนกร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, หน้า 304-305.

ทำนิติกรรมไปโดยเข้าใจว่าตนเองยังมีทรัพย์สินพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้โดยที่ตนเองไม่ทราบว่าทรัพย์สินได้สูญหายไปบางส่วน<sup>223</sup> ลูกหนี้กระทำโดยสุจริตโดยไม่รู้ว่าจะเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ<sup>224</sup>

ความเสียเปรียบของเจ้าหนี้นั้นอาจเป็นนิติกรรมที่ทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยถอยลง เสื่อมค่า หรือเกิดภาวะผูกพันจากการทำนิติกรรม เช่น ซื้อขาย ขายฝาก ให้ การชำระหนี้หรือการตีใช้นี้ให้แก่บุคคลภายนอก การสละกรรมสิทธิ์ การกู้ยืมเงิน<sup>225</sup> การปลดหนี้<sup>226</sup> การจำนอง<sup>227</sup> การจำนำ<sup>228</sup> หรือการจดทะเบียนให้เช่าอสังหาริมทรัพย์<sup>229</sup> แต่ในกรณีเจ้าหนี้มีประกันด้วยทรัพย์สินของลูกหนี้ ถ้าหลักประกันนั้นเพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ เจ้าหนี้ย่อมไม่อยู่ในฐานะเสียเปรียบ<sup>230</sup>

ความเสียเปรียบจากนิติกรรมที่ลูกหนี้กระทำขึ้นนั้นอาจปรากฏจากพฤติการณ์ที่แสดงถึงความไม่สุจริตของลูกหนี้กับผู้รับโอน เช่น การทำนิติกรรมที่มีค่าตอบแทนที่น้อยเกินควรโดยไม่มีเหตุสมควร เช่น ลูกหนี้เป็นหนี้อยู่กับรวมแล้วประมาณ 8 ล้านบาท แต่ลูกหนี้โอนทรัพย์สินให้แก่ผู้รับโอนโดยไม่ได้รับค่าตอบแทน<sup>231</sup> ลูกหนี้ขายที่ดินซึ่งมีราคาประมาณ 70,000-100,000 บาท ในราคา 15,000 บาท<sup>232</sup> หรือลูกหนี้และผู้รับโอนทรัพย์สินด้วยการทำนิติกรรมที่เป็นเจตนาหลงโดยโอนกรรมสิทธิ์ในที่ดินตามสัญญาซื้อขายที่ดินให้แก่ผู้รับโอนโดยที่ไม่ได้ชำระเงินกันจริง<sup>233</sup> หรือลูกหนี้โอนกรรมสิทธิ์ในบ้านตามสัญญาซื้อขายแต่มีพฤติการณ์แสดงถึงอำนาจครอบครอง หรือลูกหนี้มีเจตนาไม่ต้องการให้เจ้าหนี้บังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สิน โดยทำนิติกรรม

<sup>223</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 311.

<sup>224</sup> พระยาเทพวิฑูร, (บุญช่วย วนิกกุล) และยล ชีรกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ระเบียบมาตรา ว่าด้วยหนี้ บรรพ 2 มาตรา 194-353, หน้า 136.

<sup>225</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1910/2514.

<sup>226</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 802/2518.

<sup>227</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 399/2521.

<sup>228</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 3509/2534.

<sup>229</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 4230/2528.

<sup>230</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 266/2537.

<sup>231</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 5400/2550.

<sup>232</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2987/2535.

<sup>233</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 4170/2552.

เพื่อโอนทรัพย์สินด้วยความเร่งรีบหลังจากถูกฟ้องร้องคดีแพ่ง<sup>234</sup> ลูกหนี้โอนทรัพย์สินไปโดยปิดบังข้อเท็จจริงไม่ให้ผู้มีส่วนได้เสียในทรัพย์สินรู้ถึงการทำนิติกรรม<sup>235</sup> นอกจากนี้ การเสียเปรียบหรือไม่พิจารณาจากทรัพย์สินของลูกหนี้ว่ามีอยู่อย่างเพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้หรือไม่ ไม่ได้พิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ แม้ลูกหนี้ยังคงสามารถชำระหนี้ได้โดยยังคงผ่อนชำระให้โจทก์ตลอด จะเอาข้ออ้างว่ายังมีความสามารถผ่อนชำระอยู่ ไม่ทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบไม่ได้<sup>236</sup>

สำหรับการที่ลูกหนี้ทำนิติกรรมโดยที่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งให้สิ่งตอบแทนแก่ลูกหนี้ เจ้าหนี้จะขอเพิกถอนนิติกรรมดังกล่าวได้หรือไม่ ประเด็นนี้ นักกฎหมายไทยมีความเห็นออกเป็นสองแนวความเห็น คือ

**แนวความเห็นที่ 1** เห็นว่า เจ้าหนี้มีสิทธิขอเพิกถอนนิติกรรมได้แม้ลูกหนี้จะได้รับค่าตอบแทนที่เหมาะสม เพราะการพิจารณาว่านิติกรรมนั้นทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบหรือไม่ ไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงค่าตอบแทนที่ลูกหนี้ได้รับจากนิติกรรมนั้น กล่าวคือ แม้ลูกหนี้จะได้รับค่าตอบแทนจากนิติกรรมในราคาท้องตลาดหรือสูงกว่าราคาท้องตลาดก็ถือว่าเจ้าหนี้เสียเปรียบได้ ถ้าโดยผลของนิติกรรมนั้นให้เจ้าหนี้ไม่อาจยึดทรัพย์สินใด ๆ ของลูกหนี้มาชำระหนี้ให้แก่ตนได้โดยสิ้นเชิงจะถือว่าการที่ลูกหนี้ได้ค่าตอบแทนมาในราคาท้องตลาดหรือสูงกว่าจึงทำให้ฐานะของลูกหนี้เท่าเดิมนั้นไม่น่าจะถูกต้อง<sup>237</sup>

**แนวความเห็นที่ 2** เห็นว่า หากค่าตอบแทนที่ลูกหนี้ได้รับมาเหมาะสม เจ้าหนี้จะขอเพิกถอนนิติกรรมไม่ได้ ซึ่งในประเด็นนี้ ศาสตราจารย์หยุด แสงอุทัย ได้มีหมายเหตุท้ายคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 404/2484<sup>238</sup> กล่าวคือ การทำนิติกรรมเป็นเหตุให้เจ้าหนี้เสียเปรียบต่อเมื่อในขณะที่ทำนิติกรรมนั้นลูกหนี้ไม่มีทรัพย์สินอย่างอื่นอีกแล้วอันจะเป็นหลักประกันการใช้หนี้

<sup>234</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 4996-4997/2542, 4417/253.

<sup>235</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 111/2528.

<sup>236</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 378/2535.

<sup>237</sup> จุฑา กุลบุศย์ อ่างใน อโณชา ชีวิตโสภณ, "การเพิกถอนนิติกรรมซึ่งฉ้อฉลเจ้าหนี้" (วิทยานิพนธ์ปริญญาโท มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, บัณฑิตวิทยาลัย, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2527), หน้า 61.

<sup>238</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 404/2484 ตัดสินว่าการลูกหนี้ได้ทำนิติกรรมโอนขายที่นาให้แก่บุคคลอื่นโดยลูกหนี้และผู้รับโอนต่างรู้อยู่ดีว่าทำให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ ไม่อาจยึดที่นาขายทอดตลาดชำระหนี้คืนได้ เจ้าหนี้ขอที่จะขอให้ศาลเพิกถอนนิติกรรมซื้อขายเสียได้.

นอกจากทรัพย์สินซึ่งลูกหนี้เอาไปทำนิติกรรมนั้น ทั้งนี้ ต้องพิจารณาฐานะของกองทรัพย์สินของลูกหนี้ เทียบเคียงสินทรัพย์และหนี้สินตามที่เป็นจริงในขณะที่กระทำนิติกรรมอันขอให้ศาลเพิกถอน ถ้า ในขณะที่ทำนิติกรรมลูกหนี้ยังมีทรัพย์สินอื่นอีกมาก แต่ในขณะที่เจ้าหนี้เรียกร้องให้ชำระหนี้ลูกหนี้ไม่มีทรัพย์สินอย่างใด เช่นนี้จะถือว่าลูกหนี้ได้กระทำนิติกรรมอันเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบไม่ได้ ฉะนั้น ถ้าลูกหนี้ขายนาซึ่งเป็นทรัพย์สินของลูกหนี้ไปในราคาตลาด แม้ลูกหนี้ได้สูญเสียกรรมสิทธิ์ในนาไป แต่ ลูกหนี้ได้ราคามา การขายที่จะถือว่าทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบได้ก็ต่อเมื่อราคาที่ขายไม่เท่าราคาตลาด เพราะลูกหนี้เขามีสิทธิที่จะขายทรัพย์สินของตนเองได้เสมอ ถ้ากองทรัพย์สินของลูกหนี้ไม่เปลี่ยนแปลงไป โดยนิติกรรมแล้วจะถือว่าทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบไม่ได้<sup>239</sup>

การทำนิติกรรมบางอย่างแม้จะเป็นการโอนทรัพย์สิน แต่ ถ้าทำให้ลูกหนี้ได้รับประโยชน์แก่กองทรัพย์สินของลูกหนี้มากขึ้น ก็ไม่เป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ตามแนวความเห็นนี้ มีคำพิพากษาฎีกาที่ 1868-1869/2516 วินิจฉัยว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ได้กระทำให้จะเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบมีความหมายว่าลูกหนี้ได้กระทำให้กองทรัพย์สินของตนลดน้อยลงไม่พอที่จะใช้หนี้แก่เจ้าหนี้ได้ การที่ลูกหนี้นำทรัพย์สินและสิทธิตามประทานบัตรไปร่วมลงทุนเป็นหุ้นใน บริษัทผู้ร้อง โดยตีราคาเป็นค่าหุ้นของลูกหนี้เป็นจำนวนเงินซึ่งมีราคามากกว่าจำนวนหนี้ที่มีอยู่ต่อ เจ้าหนี้ ไม่ได้ทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบแต่อย่างใด เพราะลูกหนี้ยังมีทรัพย์สินพอที่จะใช้หนี้แก่เจ้าหนี้ การกระทำของลูกหนี้จึงไม่เป็นการฉ้อฉล

### (3) การใช้สิทธิเพิกถอนนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉล

บุคคลผู้มีสิทธิร้องขอเพิกถอนนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉล คือ เจ้าหนี้ของลูกหนี้ โดยสิทธิการขอเพิกถอนของเจ้าหนี้ขึ้นขึ้นอยู่กับลักษณะของนิติกรรมที่ลูกหนี้ ทำขึ้นกับผู้ได้ลาภออก ทั้งนี้ ผู้ได้ลาภออก หมายถึง บุคคลที่ทำนิติกรรมกับลูกหนี้โดยตรง<sup>240</sup> หรือผู้ที่เป็นคู่กรณีกับลูกหนี้ที่ได้รับประโยชน์จากนิติกรรมแม้จะไม่ได้รับโอนทรัพย์สิน เช่น ผู้ได้รับการปลด

<sup>239</sup> หยุด แสงอุทัย, กฎหมายแพ่งและพาณิชย์รวบรวมหมายเหตุท้ายคำพิพากษาฎีกา (กรุงเทพฯ: กองบรรณาธิการวารสารนิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2511), หน้า 110-111.

<sup>240</sup> จีต เศรษฐบุตร์ แก๊ซเพิ่มเติมโดย ดาราพร ธีระวัฒน์, หลักกฎหมายแพ่ง ลักษณะหนี้, หน้า 112; พระยาเทพวิฑูร, (บุญช่วย วณิกกุล) และยล ธีรกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรียงมาตรา ว่าด้วยหนี้บรรพ 2 มาตรา 194-353, หน้า 141.

หนี้<sup>241</sup> หากพิจารณาแล้วจะสามารถแบ่งผู้ได้ลาภออกออกเป็น 2 ประเภท คือ ผู้ได้ลาภออกที่ทำนิติกรรมโดยมีค่าตอบแทน และผู้ได้ลาภออกที่นิติกรรมโดยการให้โดยเสนหา สำหรับผู้ได้ลาภออกที่ทำนิติกรรมกับลูกหนี้โดยมีค่าตอบแทน ต้องปรากฏว่าผู้ได้ลาภออกรู้อยู่ก่อนหรือขณะทำนิติกรรมว่านิติกรรมนั้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ หากผู้ได้ลาภออกไม่รู้ถึงข้อเท็จจริงที่นิติกรรมเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบแล้ว เจ้าหนี้จะเพิกถอนนิติกรรมนั้นไม่ได้ แต่สำหรับผู้ได้ลาภออกที่ทำนิติกรรมกับลูกหนี้โดยการให้โดยเสนหา คือ ผู้รับประโยชน์โดยไม่เสียค่าตอบแทน<sup>242</sup> เจ้าหนี้เพียงแต่พิสูจน์ว่าลูกหนี้รู้เพียงฝ่ายเดียวว่านิติกรรมนั้นทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบก็เพียงพอแล้ว ผู้ได้ลาภออกไม่จำเป็นต้องรู้ว่านิติกรรมนั้นทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ แม้ผู้ได้ลาภออกจะสุจริต เจ้าหนี้ก็สามารถเพิกถอนนิติกรรมนั้นได้

เจ้าหนี้ผู้มีสิทธิขอให้เพิกถอนการฉ้อฉลจะต้องเป็นเจ้าหนี้ของลูกหนี้ที่ทำการฉ้อฉล<sup>243</sup> ไม่ว่าจะป็นเจ้าหนี้ที่ไม่ได้ใช้สิทธิทางศาล<sup>244</sup> เจ้าหนี้ตามคำพิพากษา<sup>245</sup> หรือเจ้าหนี้ที่หนี้ยังไม่ถึงกำหนดชำระหรือยังบังคับชำระหนี้ไม่ได้ ย่อมมีสิทธิฟ้องคดีขอให้ศาลเพิกถอนนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉลได้

#### (4) ผลของการเพิกถอนการฉ้อฉล

ผลของการเพิกถอนการฉ้อฉล เมื่อพิจารณาผลเกี่ยวกับทรัพย์สิน การเพิกถอนการฉ้อฉลไม่ได้ทำให้นิติกรรมที่ถูกเพิกถอนนั้นตกเป็นโมฆะหรือไม่มีผลทางกฎหมาย<sup>246</sup> แต่มีผลเป็นการทำให้นิติกรรมเช่นนั้นจะมีผลเสมือนหนึ่งไม่มีนิติกรรมเกิดขึ้น<sup>247</sup> ถือว่าทรัพย์สินอยู่ในกองทรัพย์สินของลูกหนี้เสมือนมีได้มีนิติกรรมจำหน่ายจ่ายโอนเลย<sup>248</sup> คู่สัญญาจะเอานิติกรรมนั้นมาใช้บังคับทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบไม่ได้ ผู้ที่ทำนิติกรรมจะถูกเรียกให้คืนทรัพย์สินกลับคืน

<sup>241</sup> ดารารพร ธีระวัฒน์, กฎหมายหนี้ : หลักทั่วไป, หน้า 121.

<sup>242</sup> พระยาเทพวิฑูร, (บุญช่วย วณิกกุล) และยล ธีรกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรื่องมาตรา ว่าด้วยหนี้ บรรพ 2 มาตรา 194-353, หน้า 137.

<sup>243</sup> ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, หน้า 321.

<sup>244</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 2269/2543.

<sup>245</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3726/2530.

<sup>246</sup> จีต เศรษฐบุตตร แก้วเพิ่มเต็มโดย ดารารพร ธีระวัฒน์, หลักกฎหมายแพ่ง ลักษณะหนี้, หน้า หน้า 117.

<sup>247</sup> โสภณ รัตนกร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, หน้า 322.

<sup>248</sup> ศนันทกรรณ์ โสถลิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), หน้า 350.

สู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ เพื่อประโยชน์แก่เจ้าหนี้ทั้งหลายในการบังคับชำระหนี้ต่อไป<sup>249</sup> และทรัพย์สินตามนิติกรรมที่ถูกเพิกถอนนั้นกลับสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ทันที โดยไม่ต้องจดทะเบียนโอนกรรมสิทธิ์แม้จะเป็นสิทธิที่ต้องจดทะเบียนก็ตาม เช่น กรณีเพิกถอนการนิติกรรมโอนกรรมสิทธิ์เรือศาลพิพากษาให้เพิกถอนการโอนกรรมสิทธิ์เรือแล้ว ลูกหนี้ย่อมกลับมาเป็นเจ้าของเรือตามเดิม โดยไม่ต้องให้ไปดำเนินการในการจดทะเบียนโอนกรรมสิทธิ์อีก<sup>250</sup>

ผลของการเพิกถอนการฉ้อฉลระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ผู้ทำนิติกรรม ถือว่าไม่มีการทำนิติกรรมและทรัพย์สินที่ได้โอนไปตามนิติกรรมที่ถูกเพิกถอนย่อมกลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้<sup>251</sup> ลูกหนี้ย่อมกลับคืนสู่ฐานะเดิมและไม่ผูกพันที่จะต้องปฏิบัติตามนิติกรรมนั้นต่อไป<sup>252</sup>

ผลของการเพิกถอนการฉ้อฉลระหว่างเจ้าหนี้ที่เป็นผู้ฟ้องและเจ้าหนี้อื่น ๆ ของลูกหนี้ คือ เมื่อศาลเพิกถอนนิติกรรมแล้ว การเพิกถอนนั้นจะเป็นประโยชน์แก่เจ้าหนี้หมดทุกคน ทรัพย์สินของลูกหนี้จะกลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ เจ้าหนี้ทุกคนย่อมสามารถฟ้องร้องบังคับคดีได้<sup>253</sup> เพราะการฟ้องคดีขอเพิกถอนการฉ้อฉลนั้นเป็นการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ ไม่ใช่การฟ้องคดีเพื่อบังคับชำระหนี้ของเจ้าหนี้ที่ฟ้องขอเพิกถอนการฉ้อฉล<sup>254</sup>

ผลของการเพิกถอนการฉ้อฉลต่อบุคคลภายนอกที่ได้รับทรัพย์สินจากผู้ได้ลาถงอก บุคคลภายนอกนี้หมายถึงผู้รับโอนทรัพย์สินจากผู้รับนิติกรรมอีกทอดหนึ่ง มิใช่ผู้ได้ลาถงอกซึ่งทำนิติกรรมกับลูกหนี้<sup>255</sup> หากบุคคลภายนอกได้ทรัพย์สินไปโดยสุจริตและเสีย

<sup>249</sup> ดารารพร ธีระวัฒน์, กฎหมายหนี้ : หลักทั่วไป, หน้า 122.

<sup>250</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 7824/2553.

<sup>251</sup> ศนันท์กรณ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), หน้า 350.; ดารารพร ธีระวัฒน์, กฎหมายหนี้ : หลักทั่วไป, หน้า 122.; พระยาเทพวิฑูร, (บุญช่วย วณิกกุล) และยล ธีรกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรียงมาตรา ว่าด้วยหนี้ บรรพ 2 มาตรา 194-353, หน้า 142.

<sup>252</sup> ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, หน้า 361.

<sup>253</sup> ศนันท์กรณ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), หน้า 350.; ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, หน้า 361.

<sup>254</sup> ดารารพร ธีระวัฒน์, กฎหมายหนี้ : หลักทั่วไป, หน้า 123.

<sup>255</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3180/2540.

ค่าตอบแทนก่อนการฟ้องเพิกถอนการฉ้อฉล การเพิกถอนการฉ้อฉลนี้จะไม่กระทบต่อสิทธิของบุคคลภายนอกซึ่งได้รับมาโดยสุจริตก่อนเริ่มฟ้องคดี แต่หากบุคคลภายนอกได้สิทธิมาโดยเสน่หา แม้บุคคลภายนอกนั้นจะสุจริต สิทธิของบุคคลภายนอกย่อมไม่ได้รับความคุ้มครอง ทั้งนี้ ความสุจริตของบุคคลภายนอกนั้นต้องพิจารณาที่ได้รับสิทธินั้นมา<sup>256</sup> ถ้าขณะที่ได้มาสุจริต แม้ภายหลังก่อนที่เจ้าหนี้จะยื่นฟ้องบุคคลภายนอกจะรู้ถึงการฉ้อฉล บุคคลภายนอกย่อมได้รับความคุ้มครอง

#### (5) การส่งคืนทรัพย์สินหลังจากศาลมีคำพิพากษาให้

##### เพิกถอนการฉ้อฉล

ในประเด็นนี้ ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มีได้บัญญัติถึงผลของกฎหมายและบทกฎหมายที่จะนำมาปรับใช้กับการส่งคืนทรัพย์สินจากนิติกรรมที่ถูกเพิกถอนการฉ้อฉลไว้ แต่ปรากฏตามคำอธิบายในทางหนังสือกฎหมายที่มีความเห็นแยกออกเป็น 2 แนวทางเกี่ยวกับบทบัญญัติของกฎหมายที่จะนำมาปรับใช้กับประเด็นนี้ กล่าวคือ

แนวความเห็นที่ 1 เห็นว่า ควรจะต้องใช้หลักนิติกรรมบังคับ กล่าวคือ ถ้าส่งคืนทรัพย์สินไม่ได้ก็ต้องใช้ค่าสินไหมทดแทนให้แทนตัวทรัพย์สิน โดยควรจำกัดเฉพาะกรณีที่ทรัพย์สินนั้นไม่อาจคืนได้เพราะความผิดของผู้รับโอนไป<sup>257</sup> ซึ่งตามแนวความเห็นนี้มีคำพิพากษาศาลฎีกาสนับสนุน โดยวินิจฉัยว่าเมื่อศาลพิพากษาให้เพิกถอนนิติกรรมแล้ว ก็เท่ากับไม่มีนิติกรรมที่ถูกเพิกถอนอีกต่อไป คู่กรณีตามนิติกรรมย่อมกลับสู่ฐานะเดิมเสมือนไม่มีการทำนิติกรรมกัน โดยศาลไม่ต้องสั่งให้มีการชดเชยราคาทรัพย์สินในกรณีที่ไม่สามารถกลับคืนสู่ฐานะเดิมอีก

แนวความเห็นที่ 2 เห็นว่า เมื่อศาลพิพากษาให้เพิกถอนนิติกรรมของลูกหนี้ ผู้รับโอนจะต้องคืนทรัพย์สินฐานลามิควรได้ ถ้าคืนไม่ได้และรับทรัพย์สินไว้โดยทุจริตก็

<sup>256</sup> ไพโรจน์ วายุภาพ, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้, หน้า 362.

<sup>257</sup> เสริม วินิจฉัยกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะนิติกรรม และหนี้ (นครหลวง: โรงพิมพ์กรมสรรพสามิต, 2515), หน้า 221.



อาจต้องใช้ราคาทรัพย์สินตามมาตรา 414 วรรค 2<sup>258</sup> ในกรณีของการส่งคืนทรัพย์สินหรือประโยชน์หรือค่าตอบแทนต่าง ๆ มีผู้เสนอแนะว่า ให้นำบทบัญญัติว่าด้วยลาภมิควรได้มาบังคับใช้โดยอนุโลม<sup>259</sup>

อย่างไรก็ดี ในประเด็นนี้มีข้อสังเกตเมื่อพิจารณาจากบทบัญญัติแห่งกฎหมายตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พ.ศ. 2466 บัญญัติเกี่ยวกับการส่งคืนทรัพย์สินหลังจากที่ศาลมีคำพิพากษาให้เพิกถอนการฉ้อฉลฐานลาภมิควรได้ ตามมาตรา 411 ว่า “เมื่อศาลได้เพิกถอน การโอนฤทธการสละสิทธิแล้ว การคืนทรัพย์สินที่ผู้รับโอนฤทธการสละสิทธิพึงกระทำนั้น ให้บังคับตามบทแห่งลักษณคดีลาภมิควรได้ในฐานทุจริต”

### 2.2.2.1.2 หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

การเพิกถอนการฉ้อฉลเป็นมาตรการติดตามเอาทรัพย์สินของลูกหนี้ที่ได้จำหน่ายจ่ายโอนไปกลับคืนเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ ผู้เขียนได้แบ่งหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ดังนี้

#### (1) ผู้มีสิทธิในการร้องขอเพิกถอน

ผู้มีสิทธิในการร้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลในกระบวนการล้มละลาย ได้แก่ เจ้าพนักงานพิทักษ์ สำหรับในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ได้แก่ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ทั้งนี้ อำนาจยื่นคำร้องขอให้เพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการต้องพิจารณาในเวลานั้นบุคคลใดมีอำนาจในการจัดการกิจการและทรัพย์สินของลูกหนี้ ตามมาตรา 90/25, 90/59 วรรค 1 และ 90/69 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 เช่นนี้ โดยที่อำนาจในการเพิกถอนการฉ้อฉลตามแห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 เป็นเรื่องที่ถูกกฎหมายให้อำนาจแก่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน หรือผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) ไว้เป็นพิเศษในอันที่จะกระทำการแทนเจ้าหนี้เพื่อรักษาสิทธิของเจ้าหนี้และ

<sup>258</sup> โสภณ รัตนกร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้, หน้า 323.

<sup>259</sup> อโณชา ซีวิตโสภณ, "การเพิกถอนนิติกรรมซึ่งฉ้อฉลเจ้าหนี้," หน้า 243.; ศิริสิทธิ์ จิตรสุวรรณ, "เพิกถอนการฉ้อฉล" (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขากฎหมายเอกชน คณะนิติศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2556), หน้า 207.

รวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้เข้ากองทรัพย์สินและนำมาแบ่งปันให้แก่เจ้าหนี้ทั้งหลายในคดีล้มละลาย  
เช่นนี้ การฟ้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลจึงถือเป็นการกระทำแทนเจ้าหนี้

อย่างไรก็ดี เจ้าหนี้จะยื่นคำร้องโดยตรงต่อศาลไม่ได้  
เจ้าหนี้ต้องยื่นคำร้องต่อเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) เพื่อให้ร้อง  
ขอให้เพิกถอนการฉ้อฉล หากเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) มี  
ความเห็นไม่เพิกถอน ผู้มีส่วนได้เสียซึ่งได้รับความเสียหายจากการวินิจฉัยนั้นมีสิทธิร้องคัดค้านการ  
กระทำหรือคำวินิจฉัยนั้นได้ตามมาตรา 146 เพื่อขอให้ศาลมีคำสั่งกลับหรือแก้ไขคำวินิจฉัยของผู้ทำ  
แผน ผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี)<sup>260</sup>

อำนาจในการร้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลในคดีล้มละลาย  
นั้นเป็นอำนาจของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์<sup>261</sup> เช่นเดียวกับในกระบวนการฟื้นฟูกิจการกำหนดให้  
ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจเพิกถอนได้ การร้องขอเพิกถอนการฉ้อ  
ฉลถือเป็นการกระทำแทนเจ้าหนี้ ก่อให้เกิดผลต่อการดำเนินคดี กล่าวคือ การสิ้นสุดของคดีล้มละลาย  
หากศาลมีคำสั่งให้เพิกถอนการฉ้อฉล แต่อยู่ในระหว่างการบังคับคดี ปรากฏว่าการจัดการทรัพย์สินใน  
คดีล้มละลายนั้นสิ้นสุดลง อำนาจในการจัดการกิจการและทรัพย์สินของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ย่อม  
สิ้นสุดลงด้วย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ไม่มีอำนาจบังคับคดีต่อไป ส่วนลูกหนี้จะขอบังคับคดีต่อไป  
ไม่ได้ เพราะในการขอให้เพิกถอนการฉ้อฉลนั้น เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้กระทำแทนเจ้าหนี้<sup>262</sup>  
เช่นเดียวกับในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ หากศาลได้พิพากษาให้เพิกถอนการฉ้อฉล แต่อยู่ระหว่างการ  
บังคับคดี ปรากฏว่าคดีฟื้นฟูกิจการสิ้นสุดลง อำนาจในการกระทำการต่าง ๆ และจัดการทรัพย์สินของ  
ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ย่อมสิ้นสุดลงไปด้วย บุคคลดังกล่าวย่อมไม่มี  
อำนาจบังคับคดีต่อไป ส่วนลูกหนี้จะขอบังคับคดีต่อไปหาได้ไม่ เพราะการกระทำของผู้ทำแผน ผู้บริหาร  
แผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ (แล้วแต่กรณี) เป็นการกระทำแทนเจ้าหนี้<sup>263</sup>

<sup>260</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายล้มละลาย, พิมพ์ครั้งที่ 13 (กรุงเทพฯ: บริษัท กรุงสยาม พับลิชชิง จำกัด, 2559), หน้า 243.

<sup>261</sup> สุธีร์ ศุภนิธย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ, หน้า 186.

<sup>262</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายล้มละลาย, หน้า 245.

<sup>263</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 138.

อายุความในการร้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลนั้น เนื่องจากการฟ้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลเป็นการกระทำการแทนเจ้าหนี้ อายุความย่อมจะต้องถือเอาอายุความของเจ้าหนี้ผู้ที่เกี่ยวข้องในขณะที่ยังบังคับตามสิทธิเรียกร้องได้เป็นเกณฑ์ ซึ่งตามมาตรา 240 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์กำหนดให้เจ้าหนี้ต้องยื่นคำร้องภายใน 1 ปี นับแต่เวลาที่เจ้าหนี้ได้รู้ต้นเหตุอันเป็นมูลให้เพิกถอนหรือ 10 ปี นับแต่ได้ทำนิติกรรม โดยไม่ถือเอาวันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน หรือผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) ได้รู้ถึงต้นเหตุอันเป็นมูลให้เพิกถอนเป็นหลักในการเริ่มต้นนับอายุความ<sup>264</sup>

## (2) นิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการนั้น พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 บัญญัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เช่นนี้ นิติกรรมที่อาจถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ คือ นิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สินซึ่งลูกหนี้ทำขึ้นโดยรู้อยู่ในขณะทำนิติกรรมว่าจะเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ซึ่งความเสียเปรียบนี้พิจารณาจากมูลค่าของทรัพย์สินของลูกหนี้ที่ลดน้อยลงจนไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ ทั้งนี้ การใช้สิทธิเพิกถอนการฉ้อฉลนี้ต้องปรากฏว่าขณะที่ลูกหนี้ทำนิติกรรมนั้นบุคคลซึ่งเป็นผู้ได้ลาภออกจากนิติกรรมนั้นรู้ถึงข้อความจริงอันเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบนั้นด้วย เว้นแต่ในกรณีที่ได้ลาภออกได้รับทรัพย์สินไปโดยเสน่หา

ภาระในการพิสูจน์ถึงการฉ้อฉลนี้ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ซึ่งมีฐานะเป็นผู้ร้องและได้กล่าวอ้างว่าลูกหนี้ได้ทำนิติกรรมอันเป็นการฉ้อฉลจึงมีภาระพิสูจน์ว่านิติกรรมนั้นลูกหนี้ได้ทำลงไปโดยรู้อยู่แล้วว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ<sup>265</sup> เว้นแต่เป็นกรณีที่มีข้อเท็จจริงซึ่งเป็นข้อสันนิษฐานอันเป็นคุณแก่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ตาม 114 และมาตรา 90/40 กล่าวคือ ข้อเท็จจริงอันเป็นข้อสันนิษฐานว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ได้ลาภออกแต่การนั้นรู้อยู่แล้วว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ได้แก่ นิติกรรมได้เกิดขึ้นภายใน 1 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือ เป็นการให้โดยเสน่หา หรือ เป็นการที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร

<sup>264</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 3923/2539, 6514/2550, 209/2521.

<sup>265</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1877/2494.

กรณีสันนิษฐานดังกล่าวข้างต้นเป็นกรณีที่กฎหมายสันนิษฐานไว้ก่อนว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นนั้น ลูกหนี้และผู้ได้ลาภออกจากนิติกรรมรู้หรือน่าจะรู้ว่าเป็นนิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นนั้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ดังนั้น หากปรากฏข้อเท็จจริงตามข้อสันนิษฐานอย่างหนึ่งอย่างใดดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นหน้าที่ของผู้ได้ลาภออกต้องนำสืบให้ศาลเห็นว่าตนไม่รู้ว่าการรับโอนทรัพย์สินจากลูกหนี้ทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ<sup>266</sup>

### (3) การคุ้มครองสิทธิของบุคคลภายนอก

บุคคลภายนอก หมายถึง ผู้รับโอนทรัพย์สินจากผู้รับนิติกรรมอีกทอดหนึ่ง มิใช่ผู้ได้ลาภออกซึ่งทำนิติกรรมกับลูกหนี้<sup>267</sup> เพิกถอนการฉ้อฉลนี้จะไม่กระทบต่อสิทธิของบุคคลภายนอกซึ่งได้รับมาโดยสุจริตก่อนเริ่มฟ้องคดีขอให้เพิกถอนนิติกรรมด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล ทั้งนี้ สิทธิของบุคคลภายนอกที่ได้รับมานั้นต้องไม่ใช่สิทธิที่ได้มาโดยเสน่หา ถ้าบุคคลภายนอกได้สิทธิมาโดยเสน่หา แม้บุคคลภายนอกนั้นจะสุจริตก็ถูกเพิกถอนได้ ทั้งนี้ ความสุจริตของบุคคลภายนอกนั้นต้องพิจารณาที่ได้รับสิทธินั้นมา ถ้าขณะที่ได้มาสุจริต แม้ภายหลังก่อนที่เจ้าหนี้จะยื่นฟ้องตนเองจะรู้ความจริงว่าลูกหนี้ฉ้อฉลเจ้าหนี้ ก็ไม่สามารถเพิกถอนได้

#### 2.2.2.2 การเพิกถอนการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้

สิทธิในการรับชำระหนี้ของเจ้าหนี้เป็นสิทธิอันชอบธรรมของเจ้าหนี้ที่จะได้รับชำระหนี้เมื่อหนี้ถึงกำหนด แต่การชำระหนี้ของลูกหนี้บางกรณีอาจเป็นการเลือกปฏิบัติต่อเจ้าหนี้รายหนึ่งรายใด และก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมและความเสียหายต่อเจ้าหนี้รายอื่น ๆ ที่ไม่ได้รับชำระหนี้จากลูกหนี้ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ในการสร้างความเป็นธรรมให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ในอันที่จะได้รับชำระหนี้จากกองทรัพย์สินของลูกหนี้อย่างเท่าเทียมกัน กฎหมายล้มละลายจึงกำหนดมาตรการเพิกถอนการกระทำหรือการชำระหนี้ที่ลูกหนี้กระทำให้ขึ้นก่อนเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ โดยให้สิทธิเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) ในการเพิกถอน

<sup>266</sup> ซีพ จุลมนต์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย, พิมพ์ครั้งที่ 1 (กรุงเทพฯ: บริษัท กรุงสยาม พับลิชชิ่ง จำกัด, 2556), หน้า 203.

<sup>267</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3180/2540.

การกระทำหรือการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ที่ทำขึ้นหรือยินยอมให้กระทำอันเป็นผลให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบแก่บรรดาเจ้าหนี้ด้วยกันเอง เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมแก่เจ้าหนี้ทุกรายในการได้รับชำระหนี้จากกองทรัพย์สินของลูกหนี้อย่างเท่าเทียมกัน หลักการดังกล่าว เรียกว่า “การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้” ซึ่งปรากฏตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

#### 2.2.2.2.1 ลักษณะและความหมายของการให้เปรียบเจ้าหนี้

การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการปฏิบัติที่ไม่เป็นธรรมต่อเจ้าหนี้แต่ละราย มุ่งคุ้มครองบรรดาเจ้าหนี้ซึ่งเป็นหนี้อยู่ก่อนมิให้ได้เปรียบหรือเสียเปรียบกันซึ่งกันและกัน<sup>268</sup> การโอนทรัพย์สินเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ นั้นต้องเป็นการโอนให้แก่เจ้าหนี้ซึ่งเป็นเจ้าหนี้อยู่ก่อนแล้ว และการโอนเช่นนั้นทำให้เจ้าหนี้อื่น ๆ ของลูกหนี้เสียเปรียบ เพราะจากสภาพที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวซึ่งบรรดาเจ้าหนี้ต่างได้รับความเสียหายอยู่แล้วจากการที่ลูกหนี้มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินซึ่งจะทำให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้เพียงส่วนเฉลี่ยในทรัพย์สินของลูกหนี้เท่านั้น<sup>269</sup> ด้วยเหตุที่ว่าทรัพย์สินของลูกหนี้ที่มีอยู่ในเวลานั้นอาจไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ทุกคนได้เต็มจำนวน การที่เจ้าหนี้บางรายได้รับการชำระหนี้ไปย่อมกระทบต่อสัดส่วนของเจ้าหนี้อื่นที่พึงจะได้รับ การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ จึงมุ่งพิจารณาที่การกระทำของลูกหนี้เป็นสำคัญ ไม่จำเป็นต้องพิจารณาเจตนาของเจ้าหนี้ผู้รับโอนว่าได้ทราบถึงเจตนาที่ลูกหนี้ต้องการให้เปรียบด้วย<sup>270</sup> การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้เป็นการเพิกถอนการโอนหรือการกระทำของลูกหนี้ต่อเจ้าหนี้ของตนเองอันเป็นการก่อให้เกิดการได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างเจ้าหนี้ของลูกหนี้ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ เป็นการที่ลูกหนี้กระทำการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างเลือกปฏิบัติตนเอง<sup>271</sup> สำหรับความแตกต่างสำคัญของการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ และเพิกถอนการฉ้อฉล คือ การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มีผลทำให้เจ้าหนี้ต้องคืนทรัพย์สินที่ได้รับไป เป็นการเพิกถอนที่มีผลทำให้เจ้าหนี้กลับคืนสู่ฐานะเดิมก่อนที่จะมีการโอนซึ่งเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ แต่ต่างจากการฉ้อฉลซึ่งเป็นเรื่องกลโกง<sup>272</sup>

<sup>268</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 854/2534.

<sup>269</sup> วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 263.

<sup>270</sup> วิศิษฐ์ วิศิษฐ์สรอรรถ, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, หน้า 113.

<sup>271</sup> สุธีร์ ศุภนิตย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ, หน้า 189.

<sup>272</sup> วิศิษฐ์ วิศิษฐ์สรอรรถ, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, หน้า 114.

ลักษณะการให้เปรียบเทียบเจ้าหนี้ตามกฎหมายล้มละลาย สามารถแบ่งพิจารณาได้ ดังนี้

### (1) ลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างลูกหนี้และเจ้าหนี้

บุคคลที่ถือว่าเป็นเจ้าหนี้ที่ได้เปรียบนั้นต้องมีฐานะเป็น เจ้าหนี้ของลูกหนี้ก่อนการโอนหรือการกระทำของลูกหนี้ เพราะฉะนั้นถ้า ณ เวลาที่ลูกหนี้โอน ทรัพย์สินหรือกระทำการใด ๆ ถ้าหากว่าบุคคลดังกล่าวไม่ได้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้มาก่อนการกระทำนั้น หรือก่อนที่เหตุนั้นจะเกิดขึ้น จะไม่ถือเป็นเจ้าหนี้ผู้ได้เปรียบ เนื่องจากกฎหมายว่าด้วยการเพิกถอน การให้เปรียบเทียบเจ้าหนี้มุ่งคุ้มครองบรรดาเจ้าหนี้ซึ่งเป็นหนี้ก่อนมิให้ได้เปรียบหรือเสียเปรียบกันซึ่ง กันและกัน<sup>273</sup> กล่าวคือ การให้เปรียบเทียบเจ้าหนี้ซึ่งต้องเป็นการที่ลูกหนี้โอนหรือการกระทำให้แก่ เจ้าหนี้ซึ่งเป็นเจ้าหนี้ก่อนแล้ว และการโอนเช่นนั้นทำให้เจ้าหนี้อื่น ๆ เสียเปรียบ ที่ว่าต้องเป็น เจ้าหนี้ก่อนการโอนหรือการกระทำนั้นหมายความว่า เจ้าหนี้กับลูกหนี้มีนิติสัมพันธ์กันมา ก่อนอันเป็นการก่อสิทธิแก่เจ้าหนี้ที่จะเรียกร้องให้ลูกหนี้ชำระหนี้ต่อไปได้<sup>274</sup>

### (2) ลูกหนี้กระทำโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้ได้เปรียบ

การพิจารณาการกระทำของลูกหนี้เป็นการมุ่งหมายให้ เจ้าหนี้ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่นหรือไม่ ต้องพิจารณาพฤติการณ์เป็นรายกรณีไป ทั้งนี้ การกระทำหรือการ โอนทรัพย์สินของลูกหนี้ที่จะถูกเพิกถอนตามมาตรา 115 มุ่งพิจารณาเจตนาของลูกหนี้เป็นสำคัญว่า การกระทำดังกล่าวได้กระทำให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่นเป็นสำคัญ โดยไม่ต้อง พิจารณาว่าเจ้าหนี้ผู้รับโอนนั้นได้รับโอนโดยสุจริตหรือไม่<sup>275</sup>

สำหรับความยินยอมกรณีลูกหนี้ให้กระทำการนั้น จะต้อง พิจารณาจากการแสดงเจตนายินยอมของลูกหนี้จริง ๆ ว่า อยู่ในช่วง 3 เดือนหรือไม่ หากลูกหนี้ได้ แสดงเจตนาไว้ก่อนระยะเวลา 3 เดือนก่อนขอให้ล้มละลาย ถึงแม้จะได้มีการกระทำตามความยินยอม

<sup>273</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 854/2534.

<sup>274</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 6967/2537.

<sup>275</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 6934/2543.

นั้นในช่วงระยะเวลา 3 เดือนก็ตามก็ไม่อาจเพิกถอนการกระทำนั้น<sup>276</sup> คำว่าลูกหนี้ “ยินยอมให้กระทำ” มุ่งถึงกริยาที่ยินยอมให้ผู้อื่นกระทำ การที่ธนาคารใช้สิทธิหักกลบนี้ออกของลูกหนี้กับเงินในบัญชีเงินฝากของลูกหนี้ตามความยินยอมที่ลูกหนี้ได้ให้ความยินยอมไว้แล้วนั้น จึงไม่ใช่การที่ลูกหนี้ยินยอมให้กระทำ เพราะบทบัญญัติของกฎหมายมิได้มุ่งหมายถึงการกระทำที่ผู้อื่นทำด้วยความยินยอมของลูกหนี้<sup>277</sup>

การพิจารณาถึงการกระทำของลูกหนี้อันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้นั้นจะต้องพิจารณาถึงเจตนาของลูกหนี้ว่ากระทำไปเพื่อให้เจ้าหนี้นั้นได้เปรียบหรือไม่ หากลูกหนี้อยู่ในภาวะจำยอม แม้เจ้าหนี้นั้นจะได้รับประโยชน์ก็ไม่อาจถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้<sup>278</sup> เช่น ลูกหนี้ชำระหนี้ตามเช็คให้แก่เจ้าหนี้เพื่อให้เจ้าหนี้ออนฟ้องคดีอาญา<sup>279</sup> ลูกหนี้โอนขายที่ดินพิพาทเอาเงินมาชำระหนี้ตามเช็คให้แก่เจ้าหนี้เพื่อให้ถอนคำร้องทุกข์<sup>280</sup>

#### 2.2.2.2 หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ในคดีล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามพระบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ปรากฏอยู่ทั้งในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ดังนี้

กระบวนการล้มละลาย มาตรา 115 บัญญัติว่า “การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น โดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้ ถ้าเจ้าหนี้ผู้ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น”

<sup>276</sup> สุธีร์ ศุภนิตย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ, หน้า 200.

<sup>277</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 2453/2527.

<sup>278</sup> สุธีร์ ศุภนิตย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ, หน้า 201.

<sup>279</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 613/2531.

<sup>280</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3179-3180/2524.

กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/40 บัญญัติว่า “เมื่อปรากฏว่ามีการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำ ในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการยื่นคำร้องขอและภายหลังจากนั้นโดยมีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจยื่นคำขอต่อศาล โดยทำเป็นคำร้อง ในการนี้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้

ถ้าเจ้าหนี้ผู้ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการยื่นคำร้องขอและภายหลังจากนั้น

การเพิกถอนการโอนหรือการกระทำตามมาตรา 90 นี้ ไม่กระทบถึงสิทธิของบุคคลภายนอกอันได้มาโดยสุจริตและมีค่าตอบแทนก่อนมีการยื่นคำร้องขอ”

เมื่อพิจารณาจากบทบัญญัติดังกล่าวข้างต้น หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและกระบวนการฟื้นฟูกิจการนั้นสามารถแยกพิจารณาได้ดังนี้

### (1) การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำของลูกหนี้

การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ที่จะถูกเพิกถอนได้ด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้จะต้องมีลักษณะ 3 ประการ ได้แก่ การโอนหรือการกระทำที่ลูกหนี้ได้กระทำด้วยตนเองหรือยินยอมให้บุคคลอื่นกระทำการแทน ลูกหนี้ได้ทำในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด และลูกหนี้มุ่งหมายให้เจ้าหนี้ได้เปรียบ<sup>281</sup>

ลักษณะประการที่ 1 คือ การโอนหรือการกระทำที่ลูกหนี้ได้กระทำด้วยตนเองหรือยินยอมให้บุคคลอื่นกระทำการแทน เช่น ลูกหนี้มีเจ้าหนี้อยู่หลายราย ลูกหนี้ไปชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายใดรายหนึ่ง หรือนำที่ดินไปจำนองประกันหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ การที่ลูกหนี้ไป

<sup>281</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายล้มละลาย, หน้า 261-268.



ชำระหนี้ หรือนำทรัพย์สินไปจำนองเป็นการกระทำของลูกหนี้ตามความหมายของมาตรา 115 และ มาตรา 90/40

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 ใช้คำว่า “ลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำ” มุ่งถึงกริยาหรือการกระทำ แต่ถ้าการชำระหนี้นั้น ลูกหนี้ให้ความยินยอมไว้นานแล้ว ต่อมาภายหลังเจ้าหนี้ได้กระทำการโดยอาศัย ความยินยอมที่ลูกหนี้เคยให้ไว้ หรือความยินยอมที่เกิดขึ้นตามลักษณะของสัญญานั้น ๆ เช่น สัญญา บัญชีเดินสะพัด ซึ่งลูกหนี้นำเช็คไปเข้าบัญชีเพื่อเรียกเก็บเงิน ธนาคารเรียกเก็บเงินแล้วนำเงินมาเข้า บัญชีแล้ว หักชำระหนี้โดยวิธีการปฏิบัติของสัญญาบัญชีเดินสะพัด ถือว่าเป็นเรื่องที่เจ้าหนี้กระทำด้วย ความยินยอมของลูกหนี้<sup>282</sup>

กรณีบุคคลภายนอกชำระหนี้แทนลูกหนี้ หากว่าการชำระ หนี้นั้นมีใช้การกระทำของลูกหนี้ แต่เป็นการที่บุคคลอื่นนำทรัพย์สินของตนมาชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ เช่นนี้ การชำระหนี้แทนลูกหนี้โดยบุคคลภายนอกมิได้ทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง และมีได้ทำ ให้เจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้ได้รับความเสียหายแต่อย่างใด

การโอนหรือการกระทำของลูกหนี้จำเป็นต้องเป็นการโอน ให้แก่เจ้าหนี้ที่ซึ่งเป็นเจ้าหนี้อยู่ก่อนการโอน และการโอนเช่นนั้นทำให้เจ้าหนี้อื่น ๆ ของจำเลย เสียเปรียบที่ว่าต้องเป็นเจ้าหนี้อยู่แล้วก่อนโอนนั้นหมายความว่า เจ้าหนี้กับลูกหนี้นั้นมีนิติสัมพันธ์กัน มาก่อนแล้วอันเป็นการก่อสิทธิแก่เจ้าหนี้ที่จะเรียกร้องให้ลูกหนี้ชำระหนี้ได้ต่อไป เช่น จำเลยทำสัญญา จะซื้อจะขายบ้านและที่ดินพิพาทให้แก่ผู้คัดค้านไว้ก่อนแล้ว ผู้คัดค้านจึงมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ของจำเลย ในส่วนที่จะเรียกให้โอนบ้านและที่ดินพิพาทให้แก่ผู้คัดค้านตามสัญญาจะซื้อจะขายอยู่แล้วก่อนโอน ตามนัยบทกฎหมายดังกล่าว จำเลยทำสัญญาจะซื้อจะขายบ้านและที่ดินพิพาทให้แก่ผู้คัดค้านในราคา 995,000 บาท ต่อมาในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการขอให้จำเลยล้มละลาย จำเลยโอนขาย บ้านและที่ดินพิพาทโดยจดทะเบียนการโอนไว้ในราคาเพียง 500,000 บาท แม้ก่อนการโอนผู้คัดค้าน ต้องไปไถ่ถอนจำนองแทนจำเลยแต่ก็ปรากฏว่ามีการไถ่ถอนจำนองและโอนขายบ้านและที่ดินพิพาทใน วันเดียวกัน โดยเงินที่นำไปไถ่ถอนเป็นเงินค่าบ้านและที่ดินพิพาทที่ต้องชำระให้จำเลยนั่นเอง การที่ผู้ คัดค้านทำการไถ่ถอนจำนองและรับโอนบ้านและที่ดินพิพาทไปในราคาที่ต่ำกว่าราคาตามสัญญาจะซื้อ

<sup>282</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 2453/2527, 3/2528, 1857/2541.

จะขายที่ทำได้เต็ม และเป็นไปได้ทรัพย์สินไปในขณะที่เจ้าหนี้รายอื่น ๆ ยังมิได้รับชำระหนี้ ประกอบกับ  
ได้ความว่าจำเลยมีทรัพย์สินไม่พอกับหนี้สิน การโอนทรัพย์สินของจำเลยในพฤติการณ์ดังกล่าวจึงเป็น  
การทำให้เจ้าหนี้อื่นเสียเปรียบ<sup>283</sup>

หากลูกหนี้ได้กระทำการหรือโอนทรัพย์สินให้แก่บุคคลคน  
อื่นที่ไม่ได้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ ย่อมไม่ใช่กรณีเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ เช่น โจทก์จ้างองทรัพย์สินไว้แก่  
ลูกหนี้ เพื่อเป็นประกันหนี้เป็นจำนวนเงินไม่เกิน 40,000 บาท แล้วโจทก์เป็นหนี้ค่าเบี้ยประกันลูกหนี้  
99,853.90 บาท ก่อนลูกหนี้จะถูกฟ้องล้มละลายเพียง 4 วัน โจทก์ได้ชำระเงิน 50,000 บาท ให้แก่  
ลูกหนี้ โดยลูกหนี้ยอมลดหนี้ให้ 49,853.90 บาท และทำหนังสือว่าจะปลดจำนองให้ การที่ลูกหนี้ยอม  
ปลดหนี้จำนวน 49,853.90 บาท และปลดจำนองให้โจทก์นั้น ลูกหนี้ได้กระทำต่อโจทก์ในฐานะที่  
โจทก์เป็นลูกหนี้ ไม่ใช่ในฐานะเจ้าหนี้ กรณีจึงไม่เข้าเกณฑ์ที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ของบริษัทจำเลย  
จะร้องขอให้เพิกถอนได้ ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย มาตรา 115<sup>284</sup>

อย่างไรก็ดี กรณีตัวอย่างตามคำพิพากษาข้างต้น แม้ไม่ถือ  
เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ แต่การที่ลูกหนี้แสดงเจตนาจะปลดจำนองและปลดหนี้ดังกล่าวซึ่งเป็น  
จำนวนสูงให้แก่โจทก์เปล่า ๆ ในขณะที่ลูกหนี้ก็มีหนี้สินล้นพ้นตัว ย่อมเห็นได้ว่าลูกหนี้ฝ่ายเดียวได้  
กระทำลงทั้ง ๆ ที่รู้อยู่แล้วว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์จึงมีอำนาจขอเพิก  
ถอนนิติกรรมปลดหนี้ดังกล่าวได้ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล

ลักษณะประการที่ 2 คือ ลูกหนี้ได้ทำในระยะเวลาที่  
กฎหมาย กล่าวคือ ระยะเวลาที่การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำของลูกหนี้ที่จะถูกถือว่าเป็นการให้  
เปรียบเจ้าหนี้ คือ ลูกหนี้กระทำขึ้นระหว่างระยะเวลา 3 เดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลัง  
นั้น หรือก่อนการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและภายหลังนั้น สำหรับกรณีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย คือ  
ก่อนจะมีการฟ้อง หรือยื่นคำร้องขอให้ล้มละลาย ไม่ใช่การรายงานศาลเพื่อขอศาลพิพากษาให้ลูกหนี้  
ล้มละลาย ตามมติของที่ประชุมเจ้าหนี้ตามมาตรา 61 และคำว่า ภายหลังนั้น คือ ภายหลังจากการมี  
การขอหรือฟ้องให้ล้มละลายแล้ว แต่ต้องก่อนศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ของลูกหนี้ เพราะเมื่อศาลมี  
คำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ของลูกหนี้แล้ว ลูกหนี้หมดอำนาจในการจัดการทรัพย์สิน นิติกรรมเกี่ยวกับ

<sup>283</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1359/2534.

<sup>284</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 802/2519.

ทรัพย์สินที่ลูกหนี้ทำขึ้นหลังจากศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์แล้วถือว่าเป็นการฝ่าฝืนมาตรา 22 และ มาตรา 24 ถือว่าตกเป็นโมฆะ<sup>285</sup>

หากเจ้าหนี้เป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ระยะเวลาในการ โอนทรัพย์สินหรือกระทำการใด ๆ จะมีกำหนดเวลาเป็นระยะเวลา 1 ปี ก่อนมีการขอให้ล้มละลาย โดยบุคคลภายในของลูกหนี้ ได้แก่บุคคลดังต่อไปนี้

- (1) กรรมการ ผู้จัดการ หุ้นส่วนผู้จัดการ หุ้นส่วน จำพวกไม่จำกัดความรับผิด บุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินกิจการ หรือผู้สอบบัญชีของลูกหนี้
- (2) ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินจำนวนร้อยละห้าของจำนวน หุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการของลูกหนี้
- (3) คู่สมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของลูกหนี้ หรือของบุคคลตาม (1) หรือ (2)
- (4) ห้างหุ้นส่วนสามัญที่ลูกหนี้หรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) หรือ (3) เป็นหุ้นส่วน
- (5) ห้างหุ้นส่วนจำกัดที่ลูกหนี้หรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) หรือ (3) เป็นหุ้นส่วนจำพวกไม่จำกัดความรับผิด หรือเป็นหุ้นส่วนจำพวกจำกัดความรับผิดที่มีหุ้นรวมกันเกินร้อยละสามสิบของหุ้นทั้งหมดของห้างหุ้นส่วนจำกัด
- (6) บริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนจำกัดที่ลูกหนี้ หรือบุคคลตาม (1) หรือ (2) หรือ (3) หรือห้างหุ้นส่วนตาม (4) หรือ (5) ถือหุ้นรวมกันเกินร้อยละ สามสิบของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของบริษัทนั้น
- (7) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่ลูกหนี้หรือ บุคคลตาม (1) ถึง (6) ถือหุ้นรวมกันเกินร้อยละสามสิบของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของ บริษัทนั้น
- (8) กรรมการ ผู้จัดการ หุ้นส่วนผู้จัดการ หุ้นส่วน จำพวกไม่จำกัดความรับผิด บุคคลซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินกิจการ หรือผู้สอบบัญชีของห้างหุ้นส่วน สามัญ ห้างหุ้นส่วนจำกัด บริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนจำกัด ตาม (4) หรือ (5) หรือ (6) หรือ (7) (แล้วแต่กรณี) หรือคู่สมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของบุคคลดังกล่าว

<sup>285</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายล้มละลาย, หน้า 263-264.

ลักษณะประการที่ 3 คือ ลูกหนี้มุ่งหมายให้เจ้าหนี้ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น ความมุ่งหมายที่ลูกหนี้ให้เปรียบเจ้าหนี้นั้น พิจารณาว่าในขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัวนั้น ลูกหนี้มีเจ้าหนี้อยู่หลายราย แต่ลูกหนี้เลือกชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้เพียงบางราย เจ้าหนี้รายที่รับชำระหนี้ไปนั้นจะได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น<sup>286</sup> การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำของลูกหนี้เพียงฝ่ายเดียวรู้ว่าเป็นการโอนที่ทำให้เจ้าหนี้คนใดคนหนึ่งได้เปรียบเจ้าหนี้อื่นก็เป็นการเพียงพอที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์จะร้องขอให้เพิกถอนการโอนได้ ไม่ต้องคำนึงถึงความสุจริตของเจ้าหนี้ผู้ถูกเพิกถอน<sup>287</sup> การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ไม่จำเป็นต้องพิจารณาถึงความสุจริตหรือเสียค่าตอบแทนของเจ้าหนี้รับชำระหนี้หรือรับโอนทรัพย์สิน ดังนั้น แม้เจ้าหนี้ผู้รับชำระหนี้หรือรับโอนทรัพย์สินจะไม่ทราบว่าการชำระหนี้หรือการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้นั้นทำขึ้นโดยมุ่งหมายให้ตนเองได้เปรียบเจ้าหนี้คนอื่น ๆ ของลูกหนี้ การชำระหนี้หรือการโอนทรัพย์สินย่อมถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้และอาจถูกเพิกถอนได้

บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มุ่งหมายถึงการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ของลูกหนี้ ซึ่งได้กระทำโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น โดยไม่ได้คำนึงถึงเหตุอันสมควรความจำเป็นหรือการถูกบังคับตามสัญญา<sup>288</sup> ตัวอย่างพฤติการณ์ที่ถือว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ปรากฏตามคำพิพากษาศาลฎีกา เช่น

(1) ลูกหนี้มีเจ้าหนี้ถึง 9 ราย มีหนี้รวมกันมากกว่าจำนวนทรัพย์สินที่ลูกหนี้มีอยู่หลายเท่าตัว การที่ลูกหนี้นำที่ดินและสิ่งปลูกสร้างพิพาทไปทำสัญญาจดทะเบียนจำนองแก่เจ้าหนี้ซึ่งเป็นเจ้าหนี้เงินกู้ก่อนทำสัญญาจำนอง เป็นเหตุให้เจ้าหนี้รายนี้แต่ผู้เดียวมีสิทธิบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินที่จำนองได้ก่อนเจ้าหนี้อื่น ๆ ไม่มีสิทธิได้รับส่วนแบ่งเพื่อชำระหนี้บ้างย่อมเป็นกรรมที่แสดงถึงเจตนาของลูกหนี้ว่ามุ่งหมายให้เจ้าหนี้ผู้รับจำนองได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น<sup>289</sup>

(2) ลูกหนี้มีหนี้สินจำนวนมาก เฉพาะที่มายื่นคำร้องขอรับชำระหนี้ มี 119 ราย เป็นจำนวนหนี้ถึง 262 ล้านบาท แต่กลับโอนรถยนต์พิพาทให้แก่โจทก์ซึ่งเป็นเจ้าหนี้รายหนึ่งเพื่อเป็นการชำระหนี้ภายในเวลา 3 เดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลาย ย่อมถือได้ว่าลูกหนี้ได้โอนทรัพย์สิน โดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่นตามนัยของ มาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483<sup>290</sup>

<sup>286</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายล้มละลาย, หน้า 264.

<sup>287</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2333/2537.

<sup>288</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1359/2534.

<sup>289</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 3611/2526.

<sup>290</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2722/2528 .

(3) ลูกหนี้กู้ยืมเงินจำนวน 5,000,000 บาท จากผู้ค้ำประกันซึ่งเป็นกรรมการผู้จัดการของลูกหนี้ ต่อมาลูกหนี้ชำระเงินจำนวน 1,000,000 บาท และโอนรถยนต์คันนี้ในราคา 550,000 บาท ให้แก่ผู้ค้ำประกันในระหว่างระยะเวลา 1 ปี ก่อนมีการขอให้ลูกหนี้ล้มละลายนั้น ผู้ค้ำประกันเป็นกรรมการผู้จัดการของลูกหนี้ย่อมทราบดีว่าลูกหนี้มีผลประกอบการและสถานะทางการเงินเป็นอย่างไร ทั้งปรากฏว่าลูกหนี้มีผลประกอบการขาดทุน มีหนี้สินมากกว่าสินทรัพย์ 159,000,000 บาท และหลังจากผู้ค้ำประกันรับโอนรถยนต์จากจำเลยเพียง 2 เดือน ผู้ค้ำประกันได้ขายรถยนต์ดังกล่าวให้แก่ บริษัท ก. ในราคา 3,000,000 บาท ข้อเท็จจริงฟังได้ว่า จำเลยกระทำดังกล่าวในระหว่างระยะเวลา 1 ปี ก่อนมีการขอให้จำเลยล้มละลายโดยมุ่งหมายให้ผู้ค้ำประกันซึ่งเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ (ตามมาตรา 6) ได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์จึงมีอำนาจยื่นคำร้องขอให้เพิกถอนการชำระหนี้และเพิกถอนการโอนรถยนต์ดังกล่าวตามมาตรา 115 วรรค 2 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483<sup>291</sup>

(4) ลูกหนี้โอนทรัพย์สินหรือกระทำการในขณะที่ตนเองมีหนี้สินล้นพ้นตัวและรู้ว่ามีเจ้าหนี้อยู่ในระยะเวลาที่โอนทรัพย์สินหรือกระทำการดังกล่าว จึงเป็นการกระทำโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้ผู้รับโอนทรัพย์สินได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น<sup>292</sup>

หากการกระทำหรือการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ไม่ได้เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้รายหนึ่งรายใด ย่อมไม่อาจเพิกถอนได้ด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ พฤติการณ์ที่ถือว่าไม่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ นั้นต้องพิจารณาจากข้อเท็จจริงเป็นกรณี ๆ ไป ตัวอย่างปรากฏตามคำพิพากษา ดังนี้

(1) การนำเงินหรือเช็คเข้าบัญชีเพื่อให้ธนาคารเรียกเก็บแล้วธนาคารหักเงินดังกล่าว ถือเป็นกรปฏิบัติปกติตามสัญญาบัญชีเดินสะพัดตามปกติของธนาคาร ไม่ใช่การกระทำหรือยินยอมให้กระทำโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้ (ธนาคาร) ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น<sup>293</sup>

(2) การที่ลูกหนี้ชำระหนี้เพราะถูกหมายจับหรือดำเนินคดีอาญาซึ่งศาลได้ประทับรับฟ้องและออกหมายจับแล้ว<sup>294</sup> หรือชำระหนี้เพราะถูกบังคับตามวิธีการ

<sup>291</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3465/2551.

<sup>292</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 2626/2542.

<sup>293</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3/2539.

<sup>294</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 713/2531.

ชั่วคราวก่อนคำพิพากษา<sup>295</sup> ถือเป็นความจำเป็นมิใช่การกระทำที่มุ่งหมายให้เจ้าหนี้ผู้รับชำระหนี้ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น

(3) ชำระหนี้ตามสัญญาจ้างทำของซึ่งมีจำนวนเล็กน้อยเมื่อเทียบกับจำนวนหนี้ที่ฟ้องในคดีล้มละลาย<sup>296</sup>

(4) การชำระหนี้หรือโอนทรัพย์สินที่ใช้หนี้ให้แก่เจ้าหนี้มีประกัน<sup>297</sup>

(5) ลูกหนี้ทำสัญญาจะซื้อจะขายที่ดินพิพาทราคา 2,250,000 บาท และจ้างช่างหุ้นส่วนจำกัด ว. ก่อสร้างอาคารในที่ดินพิพาทอีกเป็นเงิน 1,700,000 บาท นอกจากนี้ ลูกหนี้กู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้ผู้คัดค้านเพื่อนำมาชำระค่าที่ดินและสิ่งปลูกสร้างที่ยังค้างชำระอยู่เพียง 2,000,000 บาท โดยทำสัญญาจ้างของที่ดินพิพาทและสิ่งปลูกสร้างเป็นประกันหนี้ที่กู้ยืมมา เห็นได้ว่าราคาที่ดินพิพาทและสิ่งปลูกสร้างมีจำนวนสูงกว่าหนี้จำนวนมาก การที่ลูกหนี้กู้ยืมเงินจากผู้คัดค้านมาชำระค่าที่ดินพิพาทและสิ่งปลูกสร้าง ทำให้ลูกหนี้มีทรัพย์สินเพิ่มขึ้น ย่อมเป็นผลดีแก่เจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้ จึงไม่มีกรณีที่ผู้คัดค้านจะได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น จึงไม่อาจร้องขอให้เพิกถอนการจดทะเบียนจำนวนระหว่างจำเลยที่ 2 กับผู้คัดค้านตามมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้<sup>298</sup>

## (2) บุคคลที่มีสิทธิยื่นคำร้องขอให้เพิกถอน

บุคคลที่มีสิทธิยื่นคำร้องขอให้เพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลาย คือ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ โดยถือเป็นอำนาจของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์โดยเฉพาะ เช่นเดียวกับในกระบวนการฟื้นฟูกิจการกำหนดให้ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจเพิกถอนได้ เจ้าหนี้หรือลูกหนี้จะร้องขอให้เพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ด้วยตนเองโดยตรงต่อศาลไม่ได้<sup>299</sup> เจ้าหนี้ต้องร้องขอต่อเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์เพื่อให้ดำเนินการยื่นคำร้องขอเพิกถอนการกระทำหรือการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ไม่ดำเนินการ หรือมีความเห็นไม่เพิกถอน เจ้าหนี้รายดังกล่าวสามารถใช้สิทธิ

<sup>295</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 5916/2530.

<sup>296</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 659/2536.

<sup>297</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 606-607/2525.

<sup>298</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 7039/2542.

<sup>299</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายล้มละลาย, หน้า 274.

ตามมาตรา 146 ร้องคัดค้านได้<sup>300</sup> ศาลมีอำนาจสั่งกลับคำสั่งของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้ เมื่อศาลเห็นควรให้เพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้แล้ว ศาลยอมพิพากษาให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ดำเนินการเพิกถอนการโอนตามคำขอของเจ้าหนี้ผู้ร้องต่อไป<sup>301</sup>

สำหรับอายุความในการร้องขอให้เพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มีกำหนดอายุความในการเพิกถอน 10 ปีนับแต่วันโอน<sup>302</sup>

### (3) ผลของคำสั่งให้เพิกถอน

เมื่อศาลมีคำสั่งให้เพิกถอนการโอนแล้ว เจ้าหนี้จะต้องคืนทรัพย์สินหรือประโยชน์ที่ได้รับให้แก่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ กรณีโอนเป็นทรัพย์สินที่หากกลับคืนไม่ได้ต้องใช้ราคาของทรัพย์สินนั้นพร้อมดอกเบี้ยนับแต่วันศาลมีคำพิพากษาให้เพิกถอน<sup>303</sup> การเพิกถอนการชำระหนี้เป็นไปโดยผลของคำสั่งหรือคำพิพากษาดังกล่าวโดยยังไม่มีคำสั่งหรือคำพิพากษาให้เพิกถอนก็ยังคงเป็นการชำระหนี้โดยชอบ<sup>304</sup> เมื่อศาลมีคำสั่งให้เพิกถอนการโอนแล้ว คู่กรณีตามสัญญาย่อมกลับสู่ฐานะเดิมเสมือนไม่มีการโอนทรัพย์สินกัน ศาลจะสั่งให้มีการชดใช้เงินในกรณีที่ไม่สามารถกลับสู่ฐานะเดิมอีกไม่ได้ และเป็นการสั่งนอกเหนือไปจากบทบัญญัติตามมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483<sup>305</sup>

การขอรับชำระหนี้เพราะถูกเพิกถอน ในกรณีที่ลูกหนี้ได้ชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้โดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้ได้เปรียบเจ้าหนี้ เมื่อศาลเพิกถอนให้ชำระหนี้ ซึ่งมีผลให้เจ้าหนี้ต้องคืนเงินหรือทรัพย์สินที่ได้รับชำระหนี้ไว้ให้แก่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ เจ้าหนี้มีสิทธิขอรับชำระหนี้ในหนี้เดิมได้ตามมาตรา 92 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 โดย

<sup>300</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 4155/2536.

<sup>301</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 2907/2531.

<sup>302</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 1703/2522.

<sup>303</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายล้มละลาย, หน้า 262-263.

<sup>304</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 106/2536.

<sup>305</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 2724/2528.

กำหนดเวลาในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ คือ ภายใน 2 เดือนนับแต่วันที่อาจใช้สิทธิขอรับชำระหนี้ได้ ถ้ามีข้อโต้แย้ง ให้นำจากวันที่คดีถึงที่สุด<sup>306</sup>

#### (4) การคุ้มครองสิทธิของบุคคลภายนอก

การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้เป็นการเพิกถอนการกระทำระหว่างลูกหนี้กับเจ้าหนี้ หากลูกหนี้โอนทรัพย์สินให้แก่เจ้าหนี้ แล้วเจ้าหนี้โอนทรัพย์สินต่อไปยังบุคคลภายนอก การพิจารณาว่าบุคคลภายนอกจะได้รับความคุ้มครองหรือไม่ ตามมาตรา 116 และมาตรา 90/41 กำหนดมาตรการคุ้มครองสิทธิของบุคคลภายนอกไว้ โดยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้จะไม่กระทบสิทธิของบุคคลภายนอกอันได้มาโดยสุจริตและมีค่าตอบแทนก่อนมีการขอให้ล้มละลาย คำว่า “บุคคลภายนอก” หมายถึง ผู้รับโอนทรัพย์สินหรือผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของลูกหนี้ต่อจากเจ้าหนี้ รวมถึงผู้รับโอนหรือผู้รับผลประโยชน์ในทอดต่อ ๆ ไปถัดจากเจ้าหนี้ผู้รับโอนหรือผู้รับประโยชน์<sup>307</sup>

การคุ้มครองบุคคลภายนอก หมายความว่า การเพิกถอนการโอนหรือการกระทำของลูกหนี้จะไม่กระทบถึงสิทธิของบุคคลภายนอกหรือไม่ทำให้สิทธิของบุคคลภายนอกเสียไป ถ้าบุคคลภายนอกได้ทรัพย์สินหรือได้ประโยชน์มาโดยสุจริตและมีค่าตอบแทน ซึ่งเป็นสิทธิที่ได้มาก่อนมีการขอให้ลูกหนี้จะถูกฟ้องคดีล้มละลาย แต่ถ้าสิทธิของบุคคลภายนอกได้มาภายหลังที่ลูกหนี้ถูกฟ้องคดีล้มละลายแล้ว บุคคลภายนอกจะไม่ได้รับการคุ้มครอง<sup>308</sup>

เมื่อมีการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้แล้ว บุคคลภายนอกจะได้รับความคุ้มครองเมื่อเข้าหลักเกณฑ์ 3 ประการ ดังนี้<sup>309</sup>

1. สิทธินั้นได้มาโดยสุจริต กล่าวคือ ผู้รับโอนหรือผู้รับผลประโยชน์ต้องมีได้รู้ว่าลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว<sup>310</sup> การที่รับโอนทรัพย์สินมาโดยที่รู้อยู่ล้ากว่าผู้โอนเป็นผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัว ซึ่งถือเป็นการรับโอนโดยไม่สุจริต<sup>311</sup>

<sup>306</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, ฎหมายล้มละลาย, หน้า 276-277.

<sup>307</sup> คำพิพากษาฎีกา 302/2515, 930/2524, 606-607/2525, 933/2526, 1948/2531.

<sup>308</sup> ปรีชา พานิชวงศ์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย ฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งศาลล้มละลายและวิธีพิจารณาคดีล้มละลายและฎหมายล้มละลายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 236.

<sup>309</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, ฎหมายล้มละลาย, หน้า 278-280.



2. มีค่าตอบแทน และ

3. ได้รับทรัพย์สินก่อนการมีการขอให้ล้มละลาย กล่าวคือ

บุคคลภายนอกแม้จะรับโอนมาโดยสุจริต และมีค่าตอบแทนแต่หากรับโอนไว้ภายหลังที่มีการขอให้ลูกหนี้ล้มละลาย หรือก่อนมีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการแล้วย่อมไม่ได้รับความคุ้มครอง<sup>312</sup>

### 2.2.3 พัฒนาการของการเพิกถอนการฉ้อฉล และการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ตามกฎหมายล้มละลายไทย

การทราบถึงที่มาและพัฒนาการของกฎหมายล้มละลายที่มีพัฒนาการมาตามยุคสมัยและการเปลี่ยนแปลงของสภาพเศรษฐกิจและสังคมจะทำให้สามารถทราบถึงที่มา เหตุผลแห่งความมีอยู่ และแนวทางในการตีความและปรับใช้กฎหมายได้อย่างเหมาะสม

ประเทศไทยมีกฎหมายล้มละลายใช้บังคับมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2192 ในสมัยกรุงศรีอยุธยาแต่คงรวมอยู่ในกฎหมายลักษณะกู้ยืม มิได้แยกออกมาเป็นกฎหมายพิเศษ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเร่งรัดการชำระหนี้สินจากลูกหนี้เพื่อประโยชน์ในทางการค้า ต่อมาเมื่อการค้าขยายตัวมากและเจริญมากขึ้น จึงมีการแก้ไขและเพิ่มเติมให้เหมาะสมตามสภาพเศรษฐกิจและสังคม<sup>313</sup> คำว่า “ล้มละลาย” ปรากฏเป็นคำที่ใช้ในกฎหมายครั้งแรกในพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมลักษณกู้หนี้ยืมสิน ร.ศ. 110 ซึ่งมีความหมายในทางที่ดี เพราะวัตถุประสงค์ของกฎหมายคือให้ลูกหนี้ที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวมีโอกาสร้องขอ “ล้มละลายชำระหนี้” ซึ่งหมายถึง การขายหนี้หรือการล้มหนี้ ต่อมาเมื่อมีการบังคับใช้พระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 คำว่า ล้มละลาย หมายถึงภาวะแห่งการที่ไม่สามารถชำระหนี้สินทั้งหลายได้<sup>314</sup>

<sup>310</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 87-89/2509.

<sup>311</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 7440/2540.

<sup>312</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 2722/2528.

<sup>313</sup> วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 17.

<sup>314</sup> หลวงจักรปาณีศรีศิลาวิสุทธิ์, คำสอนชั้นปริญญาตรี พุทธศักราช 2478 กฎหมายล้มละลาย (มหาวิทยาลัยวิชาธรรมศาสตร์และการเมือง), หน้า 12.

ก่อนการบังคับใช้พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ซึ่งใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2484<sup>315</sup> ประเทศไทยมีบทบัญญัติของกฎหมายล้มละลายที่มีพัฒนาการตามลำดับความเจริญทางการค้าและสภาพสังคม กล่าวคือ ตามกฎหมายลักษณะกู้หนี้ยืมสิน พ.ศ. 2188 ในมาตรา 50, 51 และ 52 ซึ่งมีลักษณะกึ่งกฎหมายอาญา เนื่องจากมีวิธีการเร่งรัดหนี้สินด้วยการเอาตัวลูกหนี้มาลงโทษอาญา และหากในที่สุดเจ้าหนี้สามารถเอาตัวลูกหนี้ไปขายได้ ต่อมาพระบาทสมเด็จพระจุลจอมเกล้าเจ้าอยู่หัว ได้โปรดเกล้าให้ยกเลิกบทบัญญัติดังกล่าวนี้ และบัญญัติพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมลักษณะกู้หนี้ยืมสิน ร.ศ. 110 มาใช้บังคับแทน ตามพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมลักษณะกู้หนี้ยืมสิน ร.ศ. 110 (พ.ศ. 2434) มีนโยบายสำคัญที่จะช่วยเหลือลูกหนี้ฝ่ายเดียวเท่านั้นที่จะขอล้มละลายได้ โดยลูกหนี้ที่มีหนี้สินล้นพ้นตัว ไม่ว่าจะเป็นบุคคลธรรมดาหรือบริษัท มีสิทธิร้องขอศาลตั้งเจ้าพนักงานไปตรวจจัดการรวบรวมทรัพย์สินและบัญชี เพื่อจะได้ล้มละลายชำระหนี้สินกันให้เสร็จสิ้น แต่เนื่องด้วยบทบัญญัติของกฎหมายที่ไม่ให้สิทธิแก่เจ้าหนี้ในการร้องขอให้ลูกหนี้ล้มละลาย จึงทำให้ลูกหนี้ที่ทุจริตยกย่ายทรัพย์สินของตนทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบและไม่เป็นธรรม ต่อมาจึงได้แก้ไขเปลี่ยนแปลงโดยยกเลิกพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมลักษณะกู้หนี้ยืมสิน ร.ศ. 110 และประกาศใช้พระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 โดยวางหลักการกฎหมายล้มละลายให้เจ้าหนี้ฝ่ายเดียวที่มีสิทธิขอลูกหนี้ให้ล้มละลาย แต่ด้วยพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 ได้ประกาศบังคับใช้อย่างรีบด่วนและมีบทบัญญัติกฎหมายเพียง 8 มาตราและมีข้อบกพร่องโดยไม่เปิดโอกาสให้ลูกหนี้ผู้สุจริตหลุดพ้นจากการล้มละลาย การประนอมหนี้ และไม่มีบทบัญญัติลงโทษลูกหนี้และเจ้าหนี้ที่ทำการทุจริต จึงได้พระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 130 (พ.ศ. 2454) ใช้บังคับแทน ซึ่งได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม 2 ครั้งโดยพระราชบัญญัติลักษณะล้มละลายแก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2470 และพระราชบัญญัติลักษณะล้มละลายแก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2474<sup>316</sup>

### 2.2.3.1 พัฒนาการของการเพิกถอนการฉ้อฉล

#### (1) ยุคก่อนใช้บังคับพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลตามกฎหมายล้มละลายครั้งแรกตามมาตรา 7 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 (พ.ศ. 2451) บัญญัติว่า

<sup>315</sup> ราชกิจจานุเบกษา เล่ม 57, หน้า 958 ลงวันที่ 30 ธันวาคม 2483.

<sup>316</sup> วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 17-20.

“มาตรา 7 การโอนทรัพย์สินสมบัติสิ่งหนึ่งสิ่งใดก็ดี หรือการใช้เงิน หรืออากรอื่น ๆ ก็ดี ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำลงเป็นที่ให้ศาลเห็นว่า การโอนหรือการใช้เงิน หรือการที่ ลูกหนี้ทำอย่างหนึ่งอย่างใดนั้น เพื่อประสงค์จะให้ผู้ที่ได้รับโอนหรือเจ้าหนี้คนใดได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น ๆ หรือคิดจะฉ้อโกงเจ้าหนี้ทั้งหลาย ก็ให้ศาลถือว่าการที่โอนและใช้ทรัพย์สินแก่เจ้าหนี้ผู้ซึ่งได้เปรียบนั้น เป็นอันใช้ไม่ได้”

จากบทบัญญัติดังกล่าวจะเห็นได้ว่าการนำแนวความคิดการ ควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ในคดีล้มละลาย โดยบัญญัติให้การโอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ที่ ลูกหนี้ทำขึ้นเพื่อฉ้อโกงเจ้าหนี้ ให้ถือว่าเป็นการโอนหรือการชำระเงินที่สามารถใช้บังคับไม่ได้ อย่างไร ก็ดี การเพิกถอนการฉ้อฉลตามพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 นี้ยังบัญญัติรวมในมาตราเดียวกัน กับการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ ต่อมาเมื่อมีการแก้ไขกฎหมายล้มละลาย โดยยกเลิก พระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 และ ประกาศใช้พระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 130 (พ.ศ. 2454) แทน บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลบัญญัติอยู่ในมาตรา 45 ดังมีข้อความ ดังนี้

“มาตรา 45 การที่ผู้ล้มละลายได้โอนทรัพย์สินสมบัติอย่างหนึ่งอย่าง ใดในระหว่างเวลา 2 ปี ก่อนคำพิพากษาให้ล้มละลายนั้น ถ้าเจ้าพนักงานรักษาทรัพย์ร้องขอก็ให้ศาลมี คำสั่งแสดงว่าการโอนนั้นจะใช้ยืนยันกับเจ้าพนักงานรักษาทรัพย์ไม่ได้ เว้นแต่ผู้รับโอนจะแสดงให้เป็นที่ พอใจของศาลได้ว่า การโอนนั้นได้กระทำโดยสุจริต แลโดยมีสินจ้างตามกฎหมาย”

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลมุ่งเพิกถอนการโอนทรัพย์สิน หรือชำระหนี้ในช่วงระยะ 2 ปีก่อนมีคำพิพากษาให้ล้มละลาย โดยที่ผู้รับโอนไม่สุจริต และไม่มี คำตอบแทนตามกฎหมาย ซึ่งข้อที่ว่าสุจริตนั้นต้องพิจารณาเป็นกรณี ๆ ไป เช่น ความสัมพันธ์ระหว่าง ลูกหนี้และผู้รับโอน หรือรู้ว่าลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว หรือการไม่ได้รับคำตอบแทน สำหรับข้อที่ว่ามี สินจ้างตามกฎหมายต้องอยู่ในเกณฑ์ที่ว่าเป็นสิ่งที่คำนวณมูลค่าเป็นเงินได้ตามกฎหมาย<sup>317</sup>

นอกจากการเพิกถอนการฉ้อฉล ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 130 ยังมีกฎหมายเกี่ยวกับการเพิกถอนการฉ้อฉลตามกฎหมายแพ่ง กล่าวคือ ก่อนการบังคับใช้

<sup>317</sup> พระยาจินดาภิรมย์ราชสภาคี (จิตร ณ สงขลา) และพระนาถมณฑาคุลสุนทรวาที (ชม ศุขะวณิช), คำอธิบายกฎหมายลักษณะล้มละลาย, พิมพ์ครั้งที่ 1 (โรงพิมพ์พิศาลบรรณคดี, 2465), หน้า 291-294.

ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พ.ศ. 2468 มีหลักกฎหมายที่เกิดจากคำพิพากษาของศาล เรียกว่า “หลักฉ้อหนี้ที่ระบัตินหรือการโอนทรัพย์โดยสมยอมเพื่อฉ้อฉลเจ้าหนี้” ซึ่งหมายถึงกรณีการโอนที่มีการแสดงเจตนาภายนอกเป็นการโอนจริงแต่มีการตกลงสมรู้กันระหว่างผู้โอนและผู้รับโอนว่ามีใช้การโอนกันจริงเพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เจ้าหนี้บังคับชำระหนี้ และกรณีการโอนที่แสดงเจตนาภายนอกเป็นการโอนที่แท้จริงเพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เจ้าหนี้บังคับชำระหนี้<sup>318</sup>

ต่อมาเมื่อประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 1 และบรรพ 2 ซึ่งประกาศใช้ในวันที่ 11 พฤศจิกายน พ.ศ. 2466 และมีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2467 นั้น ไม่ปรากฏคำว่าสมยอมเพื่อฉ้อฉลเจ้าหนี้ หรือ ฉ้อหนี้ที่ระบัติน แต่ปรากฏหลักการเพิกถอนการโอนหรือการสละสิทธิของลูกหนี้ โดยให้สิทธิเจ้าหนี้โดยคำพิพากษาร้องขอให้ศาลเพิกถอนการโอนหรือการสละสิทธิที่ลูกหนี้ได้กระทำลงเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ดังนี้<sup>319</sup>

มาตรา 409 “เจ้าหนี้โดยคำพิพากษาขอที่จะร้องขอให้ศาลเพิกถอนการโอน ฤการสละสิทธิซึ่งลูกหนี้ ได้กระทำลงเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบนั้นได้เมื่อกอบด้วยเหตุทั้ง 3 ประการ คือ

- (1) การโอนฤการสละสิทธินั้นได้กระทำภายหลังหนี้เดิมเกิดขึ้นประการหนึ่ง
- (2) ลูกหนี้รู้ว่าการโอนฤการสละสิทธินั้นจะทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบประการหนึ่ง
- (3) บุคคลผู้รับการโอนฤการสละสิทธิรู้ว่าการโอนฤการสละสิทธินั้นจะทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบประการหนึ่ง”

<sup>318</sup> พระนิติการณประสม, หมายเหตุท้ายคำพิพากษาฎีกาที่ 495/2476, ธรรมสาร เล่ม 17 (โรงพิมพ์บำรุงนุกุลกิจ) หน้า 724 อ้างถึงใน อโณชา ชีวิตโสภณ, "การเพิกถอนนิติกรรมซึ่งฉ้อฉลเจ้าหนี้," หน้า 34-35.; สมบูรณ์ ฐิติการพาณิชย์, "ปัญหาและอุปสรรคการบังคับใช้กฎหมายมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้" (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2538), หน้า 19-20.

<sup>319</sup> อโณชา ชีวิตโสภณ, "การเพิกถอนนิติกรรมซึ่งฉ้อฉลเจ้าหนี้," หน้า 35-36.

“มาตรา 411 เมื่อศาลได้เพิกถอนการโอนฤทธการสละสิทธิแล้ว การคืนทรัพย์สินที่ผู้รับโอนฤทธการสละสิทธิพึงกระหนั้นให้บังคับตามบทแห่งลักษณคินลาภมิควรได้ในฐานทุจริต”

“มาตรา 412 การเพิกถอนน้นย่อมกระทำให้เปนประโยชน์แก่เจ้าหนี้หมดทุกคน”

“มาตรา 413 สิทธิจะเรียกร้องให้เพิกถอนน้นล้นไปโดยอายุความปีหนึ่งนับแต่วันที่ เจ้าหนี้โดยคำพิพากษารู้เรื่องการโอนฤทธการสละสิทธินั้น”

“มาตรา 414 คดีขอเพิกถอนการโอนฤทธการสละสิทธิซึ่งกระทำเพื่อฉ้อฉลสิทธิ ของเจ้าหนี้ห้ามมิให้ฟ้องร้องเมื่อเกินสิบปีภายหลังการโอนฤทธการสละสิทธินั้นเปนอันขาด”

ผลตามมาจากการประกาศบรรพ 1 บรรพ 2 ในวันที่ 11 พฤศจิกายน พ.ศ. 2466 และมีผลใช้บังคับในวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2467 บรรดาผู้พิพากษาและทนายความต่างวิพากษ์วิจารณ์ว่าอ่านแล้วไม่เข้าใจ ไม่รู้เรื่อง จึงมีการตั้งกรรมการชุดใหม่เพื่อยกร่างประมวลกฎหมายแพ่งใหม่ ต่อมาจึงประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาออกมาให้ยกเลิกประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 1 และบรรพ 2 และให้ใช้ฉบับที่ได้ตรวจชำระใหม่แทน เมื่อวันที่ 11 พฤศจิกายน พ.ศ.2468<sup>320</sup> ปราบกฏบทบัญญัติว่าด้วยสิทธิของเจ้าหนี้ที่จะเพิกถอนการกระทำเพื่อฉ้อฉลสิทธิของตน ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พ.ศ.2466 และเรียกหลักการนี้ว่า “เพิกถอนการฉ้อฉล” ซึ่งตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พ.ศ.2468 หลักเพิกถอนการฉ้อฉลถูกบัญญัติไว้ในมาตรา 237 ถึง มาตรา 240 โดยกรรมการยกร่างได้ยกร่างเป็นภาษาอังกฤษก่อนแล้วจึงทำการแปลเป็นภาษาไทยไว้<sup>321</sup> ซึ่งบทบัญญัติการเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นี้ได้ใช้บังคับมาจนถึงปัจจุบัน

## (2) ยุคการพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 - 2541

<sup>320</sup> แสวง บุญเฉลิมวิภาส, ประวัติศาสตร์กฎหมายไทย, พิมพ์ครั้งที่ 10 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2554), หน้า 234-236.

<sup>321</sup> กรมร่างกฎหมาย, ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์พุทธศักราช 2468 บรรพ 1 และ 2 กับอุทาหรณ์ฉบับ กรมร่างกฎหมาย ตรวจแก้ไขและร่างเพิ่มเติมอุทาหรณ์ขึ้นใหม่ เป็นภาษาอังกฤษ โดย ร. กียอง เรมี เดอปลัง เดอโรส และ เรเน กาช แปลเป็นไทย โดย พระพิณิจพจนาดล (พระนคร: เนติบัณฑิตยสภา, 2502), หน้า 175-178.

พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ซึ่งบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2484 บัญญัติหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลไว้ในมาตรา 113 และ 114 ดังนี้

“มาตรา 113 การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้โดยทำเป็นคำร้อง”

“มาตรา 114 การโอนทรัพย์สินซึ่งลูกหนี้ได้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามปีก่อนล้มละลาย ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนนั้นได้ เว้นแต่ผู้รับโอนจะแสดงให้พอใจศาลว่าการโอนนั้นได้กระทำโดยสุจริตและมีค่าตอบแทน”

จากบทบัญญัติดังกล่าวข้างต้นได้กำหนดให้นำหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้บังคับ เนื่องจากการเพิกถอนการฉ้อฉลเป็นมาตรการที่ให้อำนาจเจ้าหน้าที่ในการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ แต่หากลูกหนี้ถูกพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลายแล้ว เจ้าหนี้อย่อมไม่มีสิทธิฟ้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลได้ เช่นนี้ จึงกำหนดให้อำนาจนั้นตกเป็นของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ นอกจากนี้ กฎหมายล้มละลายได้กำหนดข้อสันนิษฐานการกระทำที่ถือว่าเป็นการฉ้อฉล และเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจร้องขอเพิกถอนได้โดยแสดงว่าลูกหนี้โอนทรัพย์สินภายใน 3 ปีก่อนล้มละลาย และเป็นหน้าที่ของผู้รับโอนที่ต้องพิสูจน์ถึงความสุจริตและการเสียค่าตอบแทนของตน ซึ่งหากผู้รับโอนพิสูจน์ได้ว่าการรับโอนนั้นสุจริตและเสียค่าตอบแทน แม้การโอนทรัพย์สินจะเกิดขึ้นในระหว่าง 3 ปีก่อนล้มละลาย การโอนนั้นก็เพิกถอนไม่ได้<sup>322</sup>

คำว่า สุจริต ตามมาตรา 114 นั้น ศาลฎีกาตีความว่าหมายถึงการที่ผู้รับโอนไม่ได้รู้ถึงภาวะภาวะหนี้สินล้มละลายของลูกหนี้ (คำพิพากษาฎีกาที่ 87-88/2509) ส่วนคำว่า ค่าตอบแทน นั้นมาจากภาษาอังกฤษว่า Valuable consideration ซึ่งแต่เดิมเรียกกันว่าสินจ้าง

<sup>322</sup> ทวี กสิยพงศ์, คำอธิบายพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 พร้อมด้วย ประมวลระเบียบปฏิบัติเกี่ยวกับการบังคับคดีล้มละลาย, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2536), หน้า 341-343.

ดังนั้น ค่าตอบแทนจึงหมายถึง สิ่งตอบแทนอันคิดมูลค่าเป็นเงินได้ ซึ่งค่าตอบแทนที่เหมาะสมย่อมเป็นเครื่องแสดงถึงความสุจริต<sup>323</sup>

ทั้งนี้ การเพิกถอนการฉ้อฉลตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้บัญญัติถึงวัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอนเฉพาะ “การโอนทรัพย์สิน” เท่านั้น ไม่รวมถึงการกระทำใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ด้วย

ต่อมาได้มีการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 โดยพระราชบัญญัติ ล้มละลาย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2511 ซึ่งใช้บังคับเมื่อวันที่ 3 เมษายน 2511 ได้แก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 114 เป็นดังนี้

“มาตรา 114 การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้ เว้นแต่ผู้รับโอนหรือผู้รับประโยชน์จะแสดงให้พอใจศาลว่าการโอนหรือการกระทำนั้นได้กระทำโดยสุจริต และมีค่าตอบแทน”

การแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลด้วยข้อสันนิษฐานนี้ ได้แก้ไขเพิ่มเติมใน 2 ประเด็น ในประเด็นแรก คือ วัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอนการฉ้อฉล กล่าวคือ เดิมมาตรา 114 บัญญัติเฉพาะการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้เพียงอย่างเดียว ซึ่งไม่รวมถึงการกระทำอื่นที่ไม่มีผลถึงขนาดเป็นการโอนแต่มีผลทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้ลดลงหรือมีค่าน้อยลงที่จะไปจำหน่ายต่อ เช่น การจำนอง และการก่อทรัพย์สินหนี้อสังหาริมทรัพย์ จึงเป็นทางให้ลูกหนี้จำหน่ายทรัพย์สินในทางอื่นโดยการกระทำอย่างอื่นที่ไม่มีผลเป็นการโอน ดังนั้น มาตรา 114 จึงแก้ไขเพิ่มเติมโดยบัญญัติรวมถึงการกระทำใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ด้วย ในประเด็นที่ 2 ที่แก้ไขเพิ่มเติม คือ การนับกำหนดเวลา 3 ปีของการฉ้อฉล กล่าวคือ เดิมมาตรา 114 ใช้คำว่า “สามปีก่อนล้มละลาย” ซึ่งมีความไม่แน่นอน เพราะการล้มละลายจะต้องเกิดขึ้นภายหลังจากการฟ้องซึ่ง

<sup>323</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 343.

ขึ้นอยู่กับคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในแต่ละคดี เช่นนี้ จึงมีการแก้ไขโดยใช้คำว่า “สามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย” ซึ่งหมายถึงก่อนวันฟ้องหรือก่อนวันร้องขอให้ล้มละลาย เพื่อความชัดเจนยิ่งขึ้น<sup>324</sup>

### (3) ยุคพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2542 (กฎหมายฟื้นฟูกิจการ) – พ. ศ. 2560

การแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลต่อมาปรากฏในปี พ.ศ. 2541 ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2541 ใช้บังคับเมื่อวันที่ 10 เมษายน พ.ศ. 2541<sup>325</sup> การแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายล้มละลายครั้งนี้ได้เพิ่มบทบัญญัติหมวดกระบวนพิจารณาเกี่ยวกับการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ โดยเป็นผลสืบเนื่องจากพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้บัญญัติและบังคับใช้มาเป็นระยะเวลานาน แม้จะมีการแก้ไขเพิ่มเติมเป็นระยะแต่ยังคงไม่สอดคล้องกับยุคสมัยที่เปลี่ยนแปลงไป แนวความคิดในการมีกฎหมายฟื้นฟูกิจการเริ่มต้นเมื่อปี พ.ศ. 2531 ได้มีการเรียกร้องให้มีการร่างกฎหมายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ที่เป็นบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน เพราะในช่วงระยะเวลาดังกล่าวบริษัทที่ขาดสภาพคล่องทางการเงินและไม่สามารถชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ และบรรดาเจ้าหนี้สถาบันการเงินประสงค์จะให้ความช่วยเหลือทางการเงินแต่มีอุปสรรคตามหลักเกณฑ์ของกฎหมายล้มละลายที่หากเจ้าหนี้ให้การสนับสนุนทางการเงินไปในขณะที่รู้ว่าลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว หากต่อมากลูกหนี้ต้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย เจ้าหนี้เหล่านั้นจะไม่สามารถยื่นขอรับชำระหนี้ได้ตามมาตรา 94 (2) และประเทศไทยขาดทางเลือกในการดำเนินการแก้ไขปัญหากิจการที่ประสบปัญหาทางการเงิน ทำให้กิจการต้องล้มละลายและปิดกิจการ<sup>326</sup> นอกจากนี้ จากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ทำให้กิจการประสบปัญหาหนี้สินและสภาพคล่องซึ่งกฎหมายล้มละลายในขณะนั้นไม่เปิดโอกาสให้กิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินแก้ไขปัญหานี้ขึ้นได้ด้วยวิธีการฟื้นฟูกิจการ และทำให้ประเทศไทยต้องขอความช่วยเหลือทางการเงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) และมีพันธะผูกพันต้องปฏิบัติตามหนังสือแจ้งความจำนงขอรับความช่วยเหลือทางวิชาการและการเงิน (Letter of Intent) และเงื่อนไขของบันทึกแนบท้าย

<sup>324</sup> ปรีชา พานิชวงศ์, คู่มือกฎหมายล้มละลาย, พิมพ์ครั้งที่ 4 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2518), หน้า 193.

<sup>325</sup> ราชกิจจานุเบกษา เล่ม 115 ตอนที่ 18 ก หน้า 4 ลงวันที่ 9 เมษายน 2541.

<sup>326</sup> สุธีร์ ศุภินิตย์, หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ, หน้า 230-233.



ซึ่งการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายล้มละลายในส่วนหลักเกณฑ์การฟื้นฟูกิจการเป็นหนึ่งในกฎหมายฟื้นฟูเศรษฐกิจที่ประเทศไทยต้องแก้ไขเพิ่มเติมตามพันธะผูกพันนั้น<sup>327</sup>

พระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2541 ได้เพิ่มเติมบทบัญญัติในส่วนการฟื้นฟูกิจการซึ่งการเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ปรากฏ ตามมาตรา 90/40 ดังนี้

“มาตรา 90/40 การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้โดยทำเป็นคำร้อง

ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลนั้นเกิดขึ้นภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนวันยื่นคำร้องขอและภายหลังจากนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนาหา หรือเป็นการที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลากงออกแต่การนั้น รู้อยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ”

บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการมีหลักเกณฑ์ที่สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การเพิกถอนภายใต้กระบวนการล้มละลาย ทั้งนี้ ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการนั้น ผู้มีอำนาจในการร้องขอให้เพิกถอน ได้แก่ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ตามช่วงเวลาของบุคคลนั้นที่มีอำนาจจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้

ต่อมามีการแก้ไขเพิ่มเติมหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลอีกครั้งตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 ซึ่งใช้บังคับเมื่อวันที่ 22 เมษายน 2542<sup>328</sup> โดยยกเลิก มาตรา 114 ทั้งมาตรา และใช้บทบัญญัติใหม่แทน ดังนี้

“มาตรา 114 ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 นั้น เกิดขึ้นภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังจากนั้น หรือเป็นการทำให้โดย

<sup>327</sup> สถาบันนโยบายสังคมและเศรษฐกิจ, กฎหมายฟื้นฟูเศรษฐกิจกับอนาคตของประเทศไทย, พิมพ์ครั้งที่ 1 (กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จักรวรรค, 2542), หน้า 33-35.

<sup>328</sup> ราชกิจจานุเบกษา เล่ม 116 ตอนที่ 29 ก หน้า 31 ลงวันที่ 21 เมษายน 2542.

เสนอหาหรือเป็นการที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภออกแต่การนั้นรู้ยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ”

บทบัญญัติของมาตรา 114 ที่แก้ไขเพิ่มเติมนี้ได้ยกเลิกเจตนารมณ์ของมาตรา 114 เดิมที่ถือให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจยื่นคำร้องขอเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ซึ่งได้ทำระหว่างระยะเวลา 3 ปีก่อนการขอให้ล้มละลายหรือภายหลังนั้น โดยมาตรา 114 ที่แก้ไขใหม่นี้ การที่จะขอเพิกถอนการฉ้อฉลได้ต้องเป็นการฉ้อฉลตามมาตรา 113 เท่านั้น และได้เพิ่มข้อสันนิษฐานว่าลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภออกจากการเข้าทำนิติกรรมกับลูกหนี้รู้ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ถ้านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำลงนั้นต้องด้วยหลักเกณฑ์ประการหนึ่งประการใด กฎหมายสันนิษฐานว่าเป็นการฉ้อฉล โดยลูกหนี้หรือผู้ที่ได้ลาภออกจากนิติกรรมสามารถนำสืบหักล้างข้อสันนิษฐานนั้นได้<sup>329</sup> และเป็นการแก้ไขให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลาย ผลของการแก้ไขในแง่หนึ่งทำให้ลูกหนี้ซึ่งประกอบกิจการสามารถจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินของตนเองไปยังบุคคลอื่นได้ และหากลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ก็ไม่อาจเพิกถอนได้เพราะไม่เข้าหลักเกณฑ์การฉ้อฉล แต่ในอีกแง่หนึ่งทำให้การเพิกถอนการฉ้อฉลมีประสิทธิภาพมากขึ้นเนื่องจากมีข้อสันนิษฐานตามกฎหมาย<sup>330</sup>

บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลายซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 และภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการซึ่งได้รับการแก้ไขตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2541 เป็นหลักเกณฑ์ที่ใช้บังคับมาจนถึงปัจจุบัน

#### (4) ยุคกฎหมายล้มละลายตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. ...

ตามที่คณะรัฐมนตรีได้อนุมัติร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่...) พ.ศ. .... เมื่อวันที่ 28 ธันวาคม พ.ศ. 2559 จากร่างฉบับดังกล่าวปรากฏการแก้ไขเพิ่มเติม

<sup>329</sup> ปรีชา พานิชวงศ์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย กฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งศาลล้มละลายและวิธีพิจารณาคดีล้มละลายและกฎหมายล้มละลายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 227-228.

<sup>330</sup> วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 264-246.

บทบัญญัติเกี่ยวกับการเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 วรรค 2 และมาตรา 114 โดยบทบัญญัติที่ได้เสนอให้แก้ไขเพิ่มเติมมีข้อความ ดังนี้

มาตรา 113 “การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 วรรค 2 และมาตรา 114 โดยบทบัญญัติที่กฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้โดยทำเป็นคำร้อง

การเพิกถอนตามมาตรา 113 นี้ ให้กระทำภายในระยะเวลาหนึ่งปีนับแต่วันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์รู้ถึงการนั้น หรือภายในสิบปีนับแต่นิติกรรมนั้นได้ทำขึ้น”

มาตรา 114 “ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 นั้น เกิดขึ้นภายในระยะเวลาสามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนาหาหรือเป็นการที่ ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภออก แต่การนั้นรู้ยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ”

บทบัญญัติตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่...) พ.ศ. .... เสนอการแก้ไขใน 2 ประเด็น ดังนี้

ประเด็นแรก คือ การเพิ่มเติมบทบัญญัติว่าด้วยอายุความการร้องขอให้เพิกถอนการฉ้อฉล โดยกำหนดให้การฟ้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลายต้องทำภายใน 1 ปีนับแต่วันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์รู้ถึงการนั้น หรือภายใน 10 นับแต่นิติกรรมนั้นได้ทำขึ้น ซึ่งเป็นการบัญญัติให้เกิดความชัดเจนและเป็นประโยชน์แก่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในการรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ เพราะปัจจุบันอายุความการฟ้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลนั้นได้รับตีความโดยศาลฎีกาและเป็นบรรทัดฐานว่าอายุความการร้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 นั้น คือ 1 ปีนับแต่เจ้าหนี้รู้ถึงเหตุที่เป็นการให้เพิกถอน

ประเด็นที่สอง คือ กำหนดระยะเวลาของข้อสันนิษฐานการกระทำนิติกรรมของลูกหนี้ที่ถือเป็นการฉ้อฉลตามมาตรา 114 ซึ่งปัจจุบันนิติกรรมที่สันนิษฐานว่าลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภออกรู้ยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ คือ นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นภายในระยะเวลา 3 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น ซึ่งตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่...) พ.ศ. .... ได้ขยายระยะเวลาดังกล่าวเป็น 3 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น

### 2.2.3.2 พัฒนาการของการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่

กฎหมายว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่มีพัฒนาการที่สอดคล้องกับกฎหมายว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉล ตามสภาพเศรษฐกิจและสังคม ผู้เขียนจึงแบ่งพัฒนาการของกฎหมายว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่เป็น 4 ยุคตามการแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎหมายล้มละลายไทย ดังนี้

#### (1) ยุคก่อนใช้บังคับพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามกฎหมายล้มละลายไทยปรากฏตามครั้งแรกตามมาตรา 7 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 (พ.ศ. 2451) ดังมีข้อความ ดังนี้

“มาตรา 7 การโอนทรัพย์สินบัตินึ่งหนึ่งสิ่งใดก็ดี หรือการใช้เงินหรืออากรอื่น ๆ ก็ดี ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำลงเป็นที่ให้ศาลเห็นว่าเป็นการโอนหรือการใช้เงินหรือการที่ลูกหนี้ทำอย่างหนึ่งอย่างใดนั้น เพื่อประสงค์จะให้ผู้ที่ได้รับโอนหรือเจ้าหน้าที่คนใดได้เปรียบแก่เจ้าหน้าที่อื่น ๆ หรือคิดจะฉ้อโกงเจ้าหนี้ทั้งหลาย ก็ให้ศาลถือว่ากรที่โอนแลใช้ทรัพย์สินแก่เจ้าหน้าที่ผู้ซึ่งได้เปรียบนั้นเป็นอันใช้ไม่ได้”

จากบทบัญญัติดังกล่าวจะเห็นได้ว่าการนำแนวความคิดการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ในคดีล้มละลาย โดยให้ศาลมีอำนาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ที่ลูกหนี้ได้กระทำขึ้นเพื่อให้ผู้รับโอนหรือเจ้าหน้าที่ได้เปรียบเจ้าหน้าที่อื่น อย่งไรก็ดี การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 นี้ยังบัญญัติรวมในมาตราเดียวกันกับการเพิกถอนการฉ้อฉล ต่อมาเมื่อมีการแก้ไขกฎหมายล้มละลาย โดยยกเลิกพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127 และ ประกาศใช้พระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 130 (พ.ศ. 2454) แทนบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่บัญญัติอยู่ในมาตรา 46 และมาตรา 47 ดังมีข้อความ ดังนี้

“มาตรา 46 การโอนสมบัติ หรือการกระทำอย่างใด ๆ ซึ่งผู้ล้มละลายได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำเพื่อเจ้าหน้าที่คนหนึ่งได้เปรียบเจ้าหน้าที่อื่น ๆ นั้น ถ้าผู้ล้มละลายถูกฟ้องคดีล้มละลายภายใน 3 เดือน ตั้งแต่วันทีโอน หรือกระทำ แลต้องคำพิพากษาให้ล้มละลายแล้ว

ให้ถือว่ากรณีที่โอนหรือกระทำนั้น จะใช้ยื่นแก่เจ้าพนักงานรักษาทรัพย์ไม่ได้ แต่ข้อความในมาตรานี้ไม่เป็นการตัดอำนาจผู้ใดที่ได้รับโอนอำนาจต่อไปจากเจ้าหน้าที่ของผู้ล้มละลาย โดยสุจริตไม่ทราบว่ามีคดีฟ้องล้มละลายนั้น แลโดยมีสินจ้างตามกฎหมาย”

“มาตรา 47 นอกจากข้อความที่บัญญัติไว้ดังกล่าวมาแล้วในพระราชบัญญัตินี้ ที่ว่าด้วยการล้มละลายจะมีผลต่อการยึดทรัพย์ตามคำพิพากษาและการอายัดทรัพย์อย่างไร แลการให้เปรียบแก่เจ้าหน้าที่เป็นการใช้ไม่ได้เพียงใดนั้น พระราชบัญญัตินี้ไม่กระทำให้การต่างๆ ที่จะได้กล่าวต่อไปนี้เป็นการใช้ไม่ได้ เมื่อเกิดล้มละลายขึ้น กล่าวคือ

(ก) การที่ผู้ล้มละลายได้ใช้เงินแก่เจ้าหน้าที่คนใดคนหนึ่ง

(ข) การที่ผู้หนึ่งผู้ใดได้ใช้เงิน หรือส่งทรัพย์สินอย่างหนึ่งอย่างใดแก่ผู้

ล้มละลายก็ดี

(ค) การที่ผู้ล้มละลายได้กระทำสิ่งใด หรือผู้หนึ่งผู้ใดได้กระทำสิ่งใด

กับผู้ล้มละลายโดยมีสินจ้างตามกฎหมายก็ดี แต่ต้องอยู่ในข้อบัญญัติไว้ต่อไปนี้ คือ

(1) ได้ใช้เงินหรือกระทำการก่อนคำพิพากษาให้ล้มละลาย แล

(2) ในเวลาใช้เงินหรือกระทำการนั้น ผู้ที่กระทำการนอกจากตัวผู้

ล้มละลายไม่ได้ทราบเรื่องการงดใช้เงินของผู้ล้มละลาย อันเป็นมูลเกิดแห่งอำนาจที่เจ้าหน้าที่จะฟ้องคดีล้มละลายนั้น”

การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ได้แก้ไขเพิ่มเติมตามตามมาตรา 45 และ 46 นี้ได้แก้ไขเพิ่มเติมจากหลักเกณฑ์เดิม (มาตรา 7 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 127) โดยกำหนดช่วงเวลาก่อนการเริ่มต้นคดีล้มละลายที่ถือว่าการโอนทรัพย์สินเป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ กล่าวคือ 3 เดือนก่อนวันที่ยื่นฟ้องขอให้ล้มละลาย เช่นนี้ องค์ประกอบในการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่มี 2 ประการ คือ เป็นการทำให้เจ้าหน้าที่บางคนได้เปรียบเจ้าหน้าที่อื่น และผู้ล้มละลายได้กระทำไป ในภายในเวลาที่กำหนด ทั้งนี้ ไม่ต้องพิจารณาว่าเจ้าหน้าที่ผู้ได้เปรียบนั้นมีเจตนาโดยสุจริตหรือไม่ เพราะการเพิกถอนนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เจ้าหน้าที่ทุกคนมีความเท่าเทียมกัน แต่หากการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำของลูกหนี้มีบุคคลที่สามเข้ามาเกี่ยวข้อง เพื่อป้องกันประโยชน์ของความเชื่อถือของบุคคลที่มีต่อกัน กฎหมายจึงให้ความสำคัญคุ้มครองบุคคลที่สามที่ได้รับโอนทรัพย์สินจากเจ้าหน้าที่ผู้ได้เปรียบ

หากบุคคลที่สามได้รับโอนไปโดยสุจริตโดยไม่ทราบว่ามีผู้โอนนั้นได้ทรัพย์สินมาโดยจากบุคคลที่อาจถูกฟ้องในคดีล้มละลาย และมีค่าตอบแทน<sup>331</sup>

## (2) ยุคการบังคับใช้พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

ต่อมาเมื่อมีการแก้ไขกฎหมายล้มละลายโดยยกเลิกพระราชบัญญัติล้มละลาย ร.ศ. 130 พระราชบัญญัติลักษณะล้มละลายแก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2470 พระราชบัญญัติลักษณะล้มละลายแก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2474 และประกาศใช้พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ซึ่งบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2484 หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ปรากฏตามมาตรา 115 และ 116 ดังนี้

“มาตรา 115 การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น โดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้”

“มาตรา 116 บทบัญญัติในสองมาตราก่อนนั้นไม่กระทบถึงสิทธิของบุคคลภายนอกอันได้มาโดยสุจริตและมีค่าตอบแทนก่อนมีการขอให้ล้มละลาย”

## (3) ยุคการใช้บังคับพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2541 (กฎหมายฟื้นฟูกิจการ) – พ.ศ. 2560

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2541 ใช้บังคับเมื่อวันที่ 10 เมษายน พ.ศ. 2541 ซึ่งเป็นการเพิ่มเติมบทบัญญัติในส่วนการฟื้นฟูกิจการครั้งแรกในระบบกฎหมายล้มละลายของประเทศไทย การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ปรากฏตามมาตรา 90/41 ดังนี้

<sup>331</sup> มองซิเออร์ เอ. ซี. เลเดเกอร์, คำอธิบายพระราชบัญญัติลักษณะล้มละลาย, หน้า 73-74.

“มาตรา 90/41 เมื่อปรากฏว่ามีการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการยื่นคำร้องขอและภายหลังจากนั้น โดยมีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผนหรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจยื่นคำขอต่อศาลโดยทำเป็นคำร้อง ในการนี้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้

ความในวรรคหนึ่งไม่กระทบถึงสิทธิของบุคคลภายนอกอันได้มาโดยสุจริต และมีค่าตอบแทนก่อนมีการยื่นคำร้องขอ”

การแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการนี้มีหลักเกณฑ์ที่สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายตามมาตรา 115 และ 116

ต่อมาหลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมอีกครั้งตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 โดยแก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 115 วรรค 2 และ 116 ดังมีข้อความดังนี้

“มาตรา 115 ถ้าเจ้าหนี้ผู้ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังจากนั้น”

“มาตรา 116 บทบัญญัติในมาตรา 115 ไม่กระทบถึงสิทธิของบุคคลภายนอกอันได้มาโดยสุจริตและมีค่าตอบแทนก่อนมีการขอให้ล้มละลาย”

นอกจากนี้ บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมให้สอดคล้องกันด้วย ดังนี้

“มาตรา 90/41 เมื่อปรากฏว่ามีการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำ ในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการยื่นคำร้องขอและภายหลังจากนั้น โดยมีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผนหรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจยื่นคำขอต่อศาลโดยทำเป็นคำร้อง ในการนี้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้

ถ้าเจ้าหน้าที่ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการยื่นคำร้องขอและภายหลังนั้น

การเพิกถอนการโอนหรือการกระทำตามมาตรานี้ ไม่กระทบถึงสิทธิของบุคคลภายนอกอันได้มาโดยสุจริตและมีค่าตอบแทนก่อนมีการยื่นคำร้องขอ”

การแก้ไขเพิ่มเติมหลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 นี้ ได้เพิ่มหลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่สำหรับบุคคลที่เป็น “บุคคลภายใน” ซึ่งมีความหมายตามบทนิยามในมาตรา 6 โดยมุ่งหมายเพื่อที่จะป้องกันการยักย้ายถ่ายเททรัพย์สินของลูกหนี้ที่เป็นนิติบุคคลโดยเฉพาะ<sup>332</sup> โดยหากบุคคลภายในได้โอนทรัพย์สินของลูกหนี้แม้จะเกิน 3 เดือนก่อนขอให้มีการล้มละลาย แต่หากเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ไม่เกิน 1 ปี ก่อนขอให้มีการล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ก็มีสิทธิขอให้เพิกถอนได้ตามมาตรา 115 วรรค 2 หรือมาตรา 90/41 วรรคนี้ได้ (แล้วแต่กรณี)

#### (4) ยุคร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. ...

ตามที่คณะรัฐมนตรีได้อนุมัติร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่...) พ.ศ. .... เมื่อวันที่ 28 ธันวาคม พ.ศ. 2559 ปราบกฏการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 115 โดยบทบัญญัติที่ได้เสนอให้แก้ไขเพิ่มเติมมีข้อความดังนี้

“มาตรา 115 การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้ กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น โดยมุ่งหมายให้เจ้าหน้าที่ คนหนึ่งคนใดได้เปรียบแก่เจ้าหน้าที่อื่น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้

<sup>332</sup> ปรีชา พานิชวงศ์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย กฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งศาลล้มละลายและวิธีพิจารณาคดีล้มละลายและกฎหมายล้มละลายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้, หน้า 229-230.



ถ้าเจ้าหน้าที่ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือ การกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น

การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ที่มีให้ถือว่าเป็นการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ ได้แก่

- (1) การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า
- (2) สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน ซึ่งลูกหนี้ได้มาและใช้ประโยชน์จากหลักประกัน ดังกล่าวด้วยตนเอง
- (3) การโอนตามสัญญาหลักประกันตามกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจ
- (4) สิทธิยึดหน่วงตามกฎหมาย”

จากบทบัญญัติดังกล่าว ร่างพระราชบัญญัติล้มละลายฯ ได้กำหนดหลักเกณฑ์ใหม่สำหรับการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่โดยเพิ่มบทบัญญัติว่าการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ที่มีให้ถือว่าเป็นการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ สำหรับการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำ 4 กรณี ได้แก่ การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน ซึ่งลูกหนี้ได้มาและใช้ประโยชน์จากหลักประกัน ดังกล่าวด้วยตนเอง การโอนตามสัญญาหลักประกันตามกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจ หรือ สิทธิยึดหน่วงตามกฎหมาย ซึ่งการแก้ไขเพิ่มเติมข้อนี้ข้อยกเว้นนี้มีลักษณะเป็นการคุ้มครองเจ้าหน้าที่ทางการค้าที่ได้รับชำระหนี้หรือได้รับทรัพย์สินตามทางปกติของการประกอบธุรกิจหรือสิทธิตามบทบัญญัติของกฎหมาย ทั้งนี้ สำหรับข้อยกเว้นกรณีการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน ผู้เขียนจะได้วิเคราะห์เกี่ยวกับการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในหัวข้อที่ 4.3.1.1 และ 4.3.1.2 ตามลำดับต่อไป

จากการศึกษาพัฒนาการและการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติกฎหมายล้มละลายและหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลและการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่จะเห็นได้ว่าหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการนั้นมีจุดมุ่งหมายเพื่อประโยชน์ในการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้และคุ้มครองสิทธิของบรรดาเจ้าหนี้ของลูกหนี้ที่จะได้รับชำระหนี้จากกองทรัพย์สินของลูกหนี้อย่างเท่าเทียมกัน รวมถึงการคุ้มครองบุคคลที่สุจริต ในขณะที่เดียวกันก็ส่งเสริมการดำเนินธุรกิจการค้าของลูกหนี้ด้วย

### บทที่ 3

## การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในต่างประเทศ

### 3.1 หลักเกณฑ์ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา

#### 3.1.1 บทบาทและความสำคัญของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกามีประโยชน์และความสำคัญทั้งต่อภาครัฐ คือ การเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายผ่านตลาดการเงินของธนาคารกลาง และต่อภาคเอกชนในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นของภาคธุรกิจ ทำให้เกิดสภาพคล่องแก่ตลาดรองพันธบัตรรัฐบาล และเป็นเครื่องมือในการลงทุนของผู้มีส่วนร่วมในตลาด คือ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดใช้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในการทำกำไรจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (Arbitrage) ในหลักทรัพย์ซึ่งเป็นการส่งเสริมการคาดการณ์และสะท้อนราคาในอนาคต (Price discovery) รวมถึงสภาพคล่องในตลาด<sup>1</sup> และการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกานี้ถือเป็นต้นแบบของการทำธุรกรรมและพัฒนาธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดสากล<sup>2</sup>

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Federal Reserve System) ได้เริ่มนำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มาใช้ในการขยายวงเงินสินเชื่อแก่ธนาคารสมาชิกตั้งแต่ ค.ศ. 1917 ต่อมาในช่วงคริสต์ทศวรรษ 1920 ธนาคารกลางสหรัฐนิวยอร์กใช้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ขยายวงเงินสินเชื่อแก่ผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่สถาบันการเงินผ่านตั๋วแลกเงินที่ธนาคารรับรองแล้ว (Bankers' Acceptance)

<sup>1</sup> Tobias Adrian, Brian Begalle, Adam Copeland and Antoine Martin, Repo and securities lending, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 529, December 2011 (revised February 2013), Available from:

[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr529.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr529.pdf) p. 1.

<sup>2</sup> Frank J. Fabozzi, Securities lending and repurchase agreement (Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1997). pp. 13-14.

เพื่อส่งเสริมการพัฒนาสภาพคล่องในตลาดรองของตั๋วแลกเงินที่ธนาคารรับรอง<sup>3</sup> ต่อมาในปี ค.ศ. 1969 ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาได้กำหนดหลักเกณฑ์เพื่อให้สิทธิประโยชน์แก่ธนาคารพาณิชย์ที่นำหลักทรัพย์ประเภทตราสารรัฐบาล (Government and Agencies Instruments) มาใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยยกเว้นการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกันสำรองเงิน และในปี 1970 ได้ขยายประเภทของนักลงทุนให้กว้างขวางโดยอนุญาตให้องค์กรธุรกิจ (Corporates) ภาครัฐบาลกลางและรัฐบาลท้องถิ่น และกองทุน (Funds) สามารถทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ได้<sup>4</sup> ธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ได้ขยายตัวอย่างมากในช่วงปี ค.ศ. 1920 และหยุดชะงักในช่วง Great depression และสงครามโลกครั้งที่ 2 โดยนับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970 การทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดซื้อคืนของสหรัฐอเมริกาได้พัฒนาและขยายตัวขึ้นมากด้วยเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์<sup>5</sup> ปัจจุบันสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ<sup>6</sup>

### 3.1.2 ลักษณะของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา

ลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความคล้ายคลึงกับสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน (Collateralized loan) แต่จะมีผลทางกฎหมายที่ต่างกันไป ดังนี้<sup>7</sup>

#### (1) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

ผู้ขายหลักทรัพย์ไม่มีสิทธิและความเสี่ยงภัยใด ๆ ในหลักทรัพย์นั้นอีก และจะอยู่ภายใต้บังคับมาตรา 8 แห่ง The Uniform Commercial Code ซึ่งกำหนดให้นำหลักเกณฑ์

<sup>3</sup> Kenneth D. Garbade, "The evolution of repo contracting conventions in the 1980s," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 12, 1 (2006): p. 28.

<sup>4</sup> Marcia L. Stigum, *The money market* (Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1983). pp. 404-406.

<sup>5</sup> Kenneth D. Garbade, "The evolution of repo contracting conventions in the 1980s," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. p. 28.

<sup>6</sup> Federal Reserve System, "Open market operations," [Online] 2017. Available from: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm) [2017, May 15]

<sup>7</sup> วรณรัตน์ จันทร์แสงทอง, "ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์" (นิติศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชานิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546), หน้า 63-68.

เกี่ยวกับ Investment Securities มาใช้บังคับแก่กรณีที่ผู้ขายหลักทรัพย์ผิดสัญญาธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ให้สามารถบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้ทันที นอกจากนี้ หากปรากฏว่าผู้ขายหลักทรัพย์ล้มละลายหรือดำเนินการฟื้นฟูกิจการ ย่อมไม่กระทบต่อสิทธิของผู้ซื้อหลักทรัพย์ในอันที่จะบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ตามสัญญาธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ทำให้หลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่มีความเสี่ยงภายใต้กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ อย่างไรก็ตาม หลักทรัพย์ดังกล่าวอาจมีความเสี่ยงภายใต้กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ หากปรากฏว่าสัญญาธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ก่อให้เกิดภาระแก่ผู้ขายหลักทรัพย์เกินกว่าประโยชน์ที่ควรได้ ซึ่งเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจที่จะปฏิเสธหรือไม่ยอมรับสัญญาธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ตามมาตรา 365 แห่ง Title 11 of U.S. Code<sup>8</sup>

## (2) สัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน

ผู้ขายหลักทรัพย์จะถือว่ากู้ยืมเงินจากผู้ซื้อหลักทรัพย์โดยมีหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทำธุรกรรมเป็นหลักประกัน และผู้ขายหลักทรัพย์ยังคงเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์หลักทรัพย์ดังกล่าว และจะนำหลักเกณฑ์ตามมาตรา 9 แห่ง U.C.C. ซึ่งกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับ Secured Transactions ทำให้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ย่อมไม่อาจบังคับชำระหนี้เอาแก่หลักทรัพย์ดังกล่าวตามสัญญาซื้อคืน แต่จะต้องส่งคืนมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในส่วนของส่วนที่เกินกว่าราคาซื้อคืน (Return right to surplus) ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามหลักการชดใช้ค่าเสียหายกรณีผิดสัญญา<sup>9</sup> นอกจากนี้ หากปรากฏว่าผู้ขายหลักทรัพย์ล้มละลายหรือเข้าสู่การฟื้นฟูกิจการ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจรวบรวมหลักทรัพย์ดังกล่าวเข้าสู่กองทรัพย์สินของผู้ขายหลักทรัพย์ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์ในฐานะเจ้าหนี้มีประกัน (Secured creditor) จะต้องบังคับชำระหนี้เอาจากหลักทรัพย์อันเป็นหลักประกันดังกล่าว ตามกระบวนการของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการโดยไม่อาจบังคับชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนได้ทันที<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Jeanne L. Schroedert, "Repo madness: the characterization of repurchase agreements under the bankruptcy code and the U.C.C.," *Syracuse Law Review* 46, 3 (1995): p. 1009.

<sup>9</sup> Jeanne L. Schroeder, "A repo opera: how Criimi Mae got repos backwardnal," *American Bankruptcy Law Journal* 76, 4 (Fall 2002): pp. 568-571.

<sup>10</sup> Gary Walters, "Repurchase agreement and the bankruptcy code: the need for legislative action," *Fordham Law Review* 52, 5 (April 1985): pp. 828-834.

ถ้าสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นการกู้ยืมที่มีหลักประกัน จะส่งผลให้สัญญาอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาในกรณีทั่วไป และอยู่ภายใต้สภาวะพักการชำระหนี้ ผลประโยชน์ในหลักทรัพย์จะเป็นทรัพย์สินในกองทรัพย์สิน คู่สัญญาถูกระงับการบังคับตามสิทธิเรียกร้องที่มีหลักประกันต่อทรัพย์สินในกองทรัพย์สิน ดังนั้น ผู้ซื้อหลักทรัพย์จึงไม่สามารถอ้างฐานะหลักทรัพย์ได้ ทั้ง ๆ ที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดนัด ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีสิทธิที่ได้รับการชดเชยหากมูลค่าของหลักประกันตกลงต่ำกว่ามูลค่าของสิทธิเรียกร้อง หรือถูกทำให้เกิดความเสียหายอย่างไม่สามารถเยียวยาได้ (Irreparable harm) อย่างไรก็ตาม การดำเนินการดังกล่าวมีความไม่แน่นอนและล่าช้า และอาจทำให้เจ้าหนี้ได้รับความเสียหายจากการสูญเสียเงินต้นและดอกเบี้ย<sup>11</sup>

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกาสามารถแบ่งประเภทสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามลักษณะของการชำระคืนได้ 2 ประเภท คือ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ 2 ฝ่าย (Bilateral repo) และสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ 3 ฝ่าย (Tri-Party repo) ดังนี้<sup>12</sup>

1. Bilateral Repo (Delivery Repo) เป็นสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์จะทำขึ้นระหว่างผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ โดยไม่ได้ดำเนินการผ่านตัวกลาง ในการชำระคืนและหักบัญชีนั้น คัสโตเดียนของคู่สัญญาแต่ละฝ่ายจะรับผิดชอบการหักบัญชีและชำระคืนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้รับกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายแล้ว จะไม่ถูกจำกัดสิทธิในการจำหน่ายจ่ายโอนหลักทรัพย์นั้น Bilateral Repos จะใช้วิธีการชำระคืนแบบการส่งมอบหลักทรัพย์พร้อมการชำระราคา (Delivery versus payment) เช่นนี้ ผู้ซื้อหลักทรัพย์จึงต้องดำเนินการตรวจสอบและบันทึกมูลค่าหลักทรัพย์ Bilateral Repo ใ้กับคู่สัญญาที่มีความต้องการที่จะติดต่อกับคู่สัญญาโดยตรง เช่น ในการซื้อขายในตลาดระหว่างผู้ค้าหลักทรัพย์

<sup>11</sup> Ibid., pp. 833-834.

<sup>12</sup> Choudhry, Moorad, The bond and money markets: strategy, trading, analysis. pp. 132-135.; Euroclear, "Understanding repos and the repo markets."p. 30.; Tobias Adrian, Brian Begalle, Adam Copeland and Antoine Martin, Repo and securities lending,. pp. 4-5.;Viktoria Baklanova, Adam Copeland and Rebecca McCaughrin, Reference guide to U.S. repo and securities lending markets, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 740 (revised December 2015), Available from: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr740.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr740.pdf) pp. 5-8.

Bilateral Repo นิยมใช้ในช่วงเริ่มแรกของการพัฒนาตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์ ธุรกิจซื้อคืนหลักทรัพย์จะถือว่าเสร็จสมบูรณ์เมื่อได้มีการส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขาย อย่างไรก็ตาม การดำเนินงานบางประการมีความซับซ้อน โดยเฉพาะผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่ต้องมีระบบงานที่สามารถติดตามหลักทรัพย์ การประเมินและรักษามูลค่าหลักทรัพย์ และการชดเชยความเสี่ยงของธุรกิจ ซึ่งจำเป็นต้องมีระบบงานและผู้เชี่ยวชาญโดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับนักลงทุนขนาดใหญ่ที่เข้าทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์กับคู่สัญญาหลากหลาย Bilateral Repo จึงมีต้นทุนที่สูง<sup>13</sup> หลักทรัพย์ที่ใช้ใน Bilateral Repos จะใช้หลักทรัพย์ที่เจาะจงที่ระบุในระดับชั้นของ The Committee on Uniform Securities Identification Procedures (CUSIP) ซึ่งคู่สัญญาตกลงกัน ณ เวลาซื้อขาย

2. Tri-Party Repo เป็นสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับคู่สัญญา 3 ฝ่าย ได้แก่ ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ผู้ขายหลักทรัพย์ และผู้หักบัญชี (Clearing bank) ซึ่งผู้หักบัญชีจะทำหน้าที่สนับสนุนบริการแก่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยการชำระดุลและบันทึก และสร้างความมั่นใจว่าจะปฏิบัติตามถูกต้องและครบถ้วนตามสัญญา ทั้งนี้ หลักทรัพย์ที่ซื้อขายในสัญญา จะไม่สามารถนำไปใช้เป็นประกันหนี้ในธุรกรรมอื่นได้เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระดุลได้เมื่อครบกำหนดธุรกรรม ธุรกรรมประเภทนี้ ผู้หักบัญชีจะทำหน้าที่เป็นตัวแทนแก่คู่สัญญาแต่ละฝ่ายเพื่อรับประกันว่าข้อกำหนดและเงื่อนไขตามสัญญาจะได้รับการปฏิบัติตามอย่างครบถ้วนและถูกต้อง ผู้หักบัญชีจะบริหารจัดการระบบส่วนหลัง (Back-office) ซึ่งรวมถึงการจัดเตรียมเอกสารสัญญา การประเมินมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์และรักษามูลค่าของธุรกรรม การจัดการหลักทรัพย์ การเรียกมาร์จิ้น ในปัจจุบัน Tri-Party Repo ทำให้ต้นทุนของธุรกรรมนั้นต่ำกว่า Bilateral Repos หลักทรัพย์ที่ใช้ใน Tri-party Repo เรียกว่า “General Collateral” หรือ CG ซึ่งผู้ซื้อหลักทรัพย์จะตกลงรับหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับชั้น (Class) เดียวกัน

### 3.1.3 หลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

กฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาได้ตราขึ้นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1800 และได้มีการแก้ไขปรับปรุงและพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ในปี ค.ศ. 1970 รัฐสภาสหรัฐอเมริกา (Congress) ได้ตั้ง

<sup>13</sup> Adam Copeland, Darrell Duffie, Antoine Martin, and Susan McLaughlin, "Key mechanics of the U.S. tri-party repo market," the Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 18, 3 (2012): pp. 2-4.

คณะทำงานกฎหมายล้มละลาย (The Commission on the Bankruptcy Law of the United States) เพื่อศึกษาและรายงานเกี่ยวกับกฎหมายล้มละลาย และต่อมาได้บัญญัติเป็นประมวลกฎหมายล้มละลาย ปี ค.ศ. 1978 (The Bankruptcy Reform Act of 1978)<sup>14</sup> หรือที่รู้จักกันในชื่อประมวลกฎหมายล้มละลาย (The Bankruptcy Act) ซึ่งรัฐสภาสหรัฐอเมริกาได้แก้ไขเพิ่มเติมในส่วนสำคัญในปี ค.ศ. 1984, 1986, 1994, และ 2005 ปัจจุบันประมวลกฎหมายล้มละลายได้ถูกจัดหมวดหมู่อยู่ใน Title 11 ของ The United States Code (“**Title 11 of U.S. Code**”) ซึ่งแบ่งเป็น 9 หมวด ดังนี้

- (1) หมวด 1 บทบัญญัติทั่วไป (General Provisions)
- (2) หมวดที่ 3 การบริหารจัดการคดี (Case Administration)
- (3) หมวดที่ 5 เจ้าหนี้ ลูกหนี้ และกองทรัพย์สิน (Creditors, the Debtor and the Estate)
- (4) หมวดที่ 7 การชำระบัญชี (Liquidation)
- (5) หมวดที่ 9 การปรับโครงสร้างหนี้ของเทศบาล (Adjustment of Debts of a Municipality)
- (6) หมวดที่ 11 การฟื้นฟูกิจการ (Reorganization)
- (7) หมวดที่ 12 การปรับโครงสร้างหนี้ของครอบครัวเกษตรกรหรือชาวประมงที่มีรายได้เป็นรายปี (Adjustment of Debts of a Family Farmer or Fisherman with Regular Annual Income)
- (8) หมวดที่ 13 การปรับโครงสร้างหนี้ของบุคคลธรรมดาที่มีรายได้เป็นรายเดือน (Adjustment of Debts of an Individual with Regular Income)
- (9) หมวดที่ 15 การล้มละลายข้ามชาติ (Ancillary and Other Cross-Border Cases)

แนวคิดของกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาได้พัฒนาเปลี่ยนแปลงมาหลายยุคสมัยตามเงื่อนไขการบังคับใช้กฎหมาย ลักษณะของสภาพสังคมและปัญหาของเศรษฐกิจในสมัยนั้น ๆ ซึ่งแต่เดิมกฎหมายล้มละลายได้กำหนดขึ้นเพื่อลงโทษบรรดาลูกหนี้ที่ไม่สามารถชำระหนี้คืนให้แก่เจ้าหนี้ได้และกีดกันให้บุคคลที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวออกจากสังคม ต่อมาเมื่อพัฒนาการโดยมุ่งหมายหาทางให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้จากทรัพย์สินของลูกหนี้ที่มีอยู่อย่างจำกัดที่สุดและช่วยเหลือให้ลูกหนี้ผู้สุจริตหลุดพ้นจากการล้มละลายและเกิดแนวคิดเรื่องการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ โดยกฎหมายปฏิรูปการ

<sup>14</sup> Charles Jordan Tabb, "History of bankruptcy law in the United States," *American Bankruptcy Institute Law Review* 3, 1 (Spring 1995): p. 19.

ล้มละลาย (The Bankruptcy Reform Act of 1978) ซึ่งใช้บังคับอยู่ในปัจจุบันมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เจ้าหนี้ทั้งหลายของลูกหนี้ผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัวได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียมกันในการจัดสรรแบ่งปันทรัพย์สินของลูกหนี้ รวมถึงต้องการให้ลูกหนี้ผู้สุจริตได้รับโอกาสในการเริ่มต้นชีวิตใหม่ ซึ่งเป็นหลักการสำคัญที่สุดของกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกา<sup>15</sup>

### 3.1.3.1 ความคุ้มกันสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

ตาม Title 11 of U.S. Code ได้กำหนดให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้รับความคุ้มกันไม่ต้องอยู่ภายใต้บังคับของบทบัญญัติตามกฎหมายในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการบางประการ ซึ่งวิธีปฏิบัติที่พิเศษต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์บางประเภทนี้ซึ่งถูกสร้างขึ้นมาเพื่อลดความเสี่ยงต่อระบบที่อาจเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน บทบัญญัติแห่งกฎหมายตาม Title 11 of U.S. Code ว่าด้วยการให้คุ้มกันสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้มีแก้ไขเพิ่มเติม 2 ครั้ง คือ ตาม the Bankruptcy Amendments and Federal Judgeship Act of 1984 และตาม the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005 โดยหลักการเกณฑ์คุ้มกันสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีดังนี้

#### 3.1.3.1.1 ขอบเขตของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับความคุ้มกัน

ขอบเขตของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับความคุ้มกันต้องประกอบด้วย 2 หลักเกณฑ์ประกอบกัน คือ ลักษณะของสัญญา และบุคคลที่ได้รับความคุ้มกัน

##### (1) ลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

ลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับความคุ้มกันจากกระบวนการเพิกถอนการโอนและการพักการชำระหนี้ ต้องปรากฏว่าเป็นสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีลักษณะดังนี้<sup>16</sup>

<sup>15</sup> คณะผู้วิจัยฝ่ายศาลล้มละลายกลางและคณะผู้วิจัยฝ่ายจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, รายงานฉบับสมบูรณ์ เรื่อง บทบาทของกฎหมายล้มละลายและศาลล้มละลายต่อระบบเศรษฐกิจไทย, หน้า 21-22.

<sup>16</sup> Section 101 (47) (A) of Title 11 of U.S. Code.



(1.1) สัญญารวมถึงข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องซึ่งกำหนดให้ โอนบัตรเงินฝาก (Certificates of deposit) การจำนองที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ (Mortgage related security) สัญญากู้ยืมเงินที่มีทรัพย์สินจำนองเป็นประกัน (Mortgage loans), ดอกเบี้ยใน mortgage related securities<sup>17</sup> สัญญากู้ยืมเงินที่มีทรัพย์สินจำนองเป็นประกัน ตัวแลกเงินที่ธนาคารรับรอง (Bankers' acceptances) หลักทรัพย์รัฐบาลต่างประเทศ (Foreign government securities) (คือ หลักทรัพย์ซึ่งมีภาระผูกพันโดยตรงหรือได้รับการประกันเต็มจำนวนโดยรัฐบาลกลางเป็นสมาชิกขององค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development)) หรือหลักทรัพย์ซึ่งมีภาระผูกพันโดยตรงหรือได้รับการประกันเต็มจำนวนโดยสหรัฐอเมริกาหรือหน่วยงานของสหรัฐอเมริกา ต่อการโอนเงินโดยผู้รับโอน โดยมีสัญญาที่สร้างขึ้นพร้อมกันว่าผู้รับโอน จะโอนคืนตราสารเช่นว่านั้นให้ โดยที่ผู้รับโอนจะได้รับเงินตอบแทนการโอนนั้น ณ วันที่กำหนดไว้ซึ่งไม่เกิน 1 ปีหลังจากการโอน

(1.2) สัญญาหรือธุรกรรมที่อ้างถึงใน (1.1) และ (1.3) ซึ่งรวมเข้าด้วยกัน

(1.3) ออปชั่น (Option) ที่ดำเนินการในสัญญาหรือธุรกรรมตามข้อ (1.1) หรือ (1.2)

(1.4) สัญญาหลักซึ่งจัดทำขึ้นเพื่อสัญญาหรือธุรกรรมตามข้อ (1.1) (1.2) หรือ (1.3) พร้อมกับสัญญาเพิ่มเติมแนบท้ายสัญญาหลักเช่นว่านั้น เว้นแต่สัญญาหลักนั้นถูกพิจารณาว่าเป็นสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้ข้อนี้เฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับแต่ละสัญญาหรือธุรกรรมภายใต้สัญญาหลักตามข้อ (1.1) (1.2) หรือ (1.3) โดยไม่ต้องคำนึงว่าสัญญาหลักนั้นจะจัดทำขึ้นเพื่อสัญญาหรือธุรกรรมที่เป็นสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์หรือไม่

(1.5) สัญญาหลักทรัพย์ หรือข้อตกลง หรือการเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร (Credit enhancement) ที่เกี่ยวข้องกับสัญญาหรือธุรกรรมที่อ้างอิงใน (1.1), (1.2), (1.3), or (1.4), รวมถึงการค้ำประกัน หรือการชำระเงินคืน โดยหรือต่อคู่สัญญาตามสัญญาซื้อ

<sup>17</sup> คำนิยามของ Mortgage related security ตามมาตรา 3 แห่ง the Securities Exchange Act of 1934

คืนหลักทรัพย์ หรือผู้มีส่วนร่วมทางการเงิน ที่เกี่ยวข้อง กับสัญญาหรือธุรกรรมตามข้อ (1.1), (1.2), (1.3) หรือ (1.4) แต่ไม่เกินค่าเสียหายตามสัญญาหรือธุรกรรมเช่นว่านั้น

ทั้งนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่รวมถึงหนี้ภายใต้สัญญา กู้ยืมเงินที่มีทรัพย์สินประเภทอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกัน (Commercial mortgage loan)

## (2) บุคคลที่ได้รับความคุ้มครอง

กฎหมายล้มละลายสหรัฐอเมริกาได้กำหนดบุคคลที่ได้รับความคุ้มครองจากมาตรการบังคับภายใต้กฎหมายล้มละลาย สำหรับบุคคล 2 ประเภท ดังนี้

(2.1) คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (Repo participant) หมายถึง บุคคล (Entity) ที่ก่อนเริ่มต้น หรือ ณ เวลายื่นคำร้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลายมียอดหนี้ค้างชำระตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กับลูกหนี้<sup>18</sup>

(2.2) ผู้มีส่วนร่วมทางการเงิน (Financial participant) รัฐสภาสหรัฐอเมริกาเพิ่มบุคคลที่ได้รับความคุ้มครองรวมถึง Financial Participant เพื่อจำกัดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากการล้มละลายของกิจการหนึ่ง ๆ จะไปกระทบต่อผู้มีส่วนร่วมในตลาดรายสำคัญ<sup>19</sup> ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มได้แก่ Financial Participant กลุ่มแรก คือ บุคคล (Entity) ซึ่ง ณ เวลาที่เข้าทำสัญญาหลักทรัพย์ สัญญาสินค้าโภคภัณฑ์ สัญญาสวอป สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ หรือ สัญญาฟอร์เวิร์ด หรือ ณ เวลาหรือวันที่ยื่นคำร้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ มีสัญญาหรือธุรกรรมที่ระบุไว้ในมาตรา 561(a) (l), (2), (3), (4), (5), หรือ (6) กับลูกหนี้หรือบุคคลอื่นใด (ที่ไม่ใช่บริษัทร่วม) มูลค่ารวมไม่น้อยกว่า 1,000,000,000 ดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลาเช่นว่านั้น หรือ ณ วันใด ๆ ระหว่าง 15 เดือน ก่อนวันที่ยื่นคำร้อง หรือยอดจากการคำนวณมูลค่าตลาดของฐานะธุรกรรม ไม่น้อยกว่า 100,000,000 ดอลลาร์สหรัฐ (Aggregated across counterparties) ในหนึ่ง

<sup>18</sup> § 101 (46), Title 11 of U.S. Code.

<sup>19</sup> David L. Barrack, The safe harbors for swaps and repurchase agreements in bankruptcy, International Insolvency Institute Berlin, 2008, June 10, Available from: <https://www.iiiglobal.org/sites/default/files/evelynbiery.pdf> p. 8.

หรือหลายสัญญาหรือธุรกรรมกับลูกหนี้หรือบุคคลอื่นใด (ที่ไม่ใช่บริษัทในเครือ) ณ เวลาหรือวันระหว่าง 15 เดือนก่อนวันที่ยื่นคำร้อง และ Financial Participant กลุ่มที่สอง คือ องค์กรหักบัญชี<sup>20</sup>

### 3.1.3.1.2 ความคุ้มกันต่อการเพิกถอนการโอน

ผู้จัดการทรัพย์สิน (Trustee) ไม่สามารถเพิกถอนการโอนที่กระทำโดยหรือกระทำต่อคู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืน หรือ Financial Participant ในทางที่เกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สิน ซึ่งทำขึ้นก่อนการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ<sup>21</sup> เว้นแต่การกระทำดังกล่าวนั้นได้ออนหรือเกิดขึ้นของหนี้นั้นมีเจตนาที่แท้จริงในการซ่อนเร้น (Hinder) หน่วงเหนี่ยว (Delay) หรือฉ้อโกง (Defraud) ซึ่งทำให้ลูกหนี้เป็นหนี้ ณ วันที่ หรือหลังจากวันที่มีการโอนหรือการเกิดภาระผูกพันดังกล่าวมาตรา 548(a)(1)(A)

นอกจากนี้ การโอนที่เกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สินจะไม่ตกอยู่ภายใต้บังคับบทบัญญัติของกฎหมายว่าด้วยการเพิกถอนสิทธิในหลักประกันโดยคำพิพากษาของศาล (Judicial lien) ตามมาตรา 544 การเพิกถอนสิทธิในหลักประกันตามกฎหมาย (Statutory liens) หรือการเพิกถอนการโอนโดยใช้สิทธิของเจ้าหนี้ตามกฎหมายอื่น ตามมาตรา 545 การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามมาตรา 547 การเพิกถอนการฉ้อฉลด้วยข้อสันนิษฐาน (Constructive fraud) ตามมาตรา 548(a)(1)(B) และมาตรการเพิกถอนการฉ้อฉลของลูกหนี้ที่เป็นห้างหุ้นส่วน ตามมาตรา 548(b)

### 3.1.3.1.3 สิทธิในการรับชำระจากการโอนมาร์จิ้นและชำระตุล

คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สิน หรือ ผู้มีส่วนร่วมทางการเงิน มีสิทธิยึดถือมูลเงินหรือทรัพย์สินที่มีมูลค่าจากการรับชำระจากการโอนมาร์จิ้น หรือรับชำระจากการชำระตุล (Settlement payment) ซึ่งเกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สิน<sup>22</sup>

<sup>20</sup> § 101(22) (B), Title 11 of U.S. Code.

<sup>21</sup> § 546(f) of Title 11 of U.S. Code.

<sup>22</sup> § 548 (d)(2)(C) of Title 11 of U.S. Code.

### 3.1.3.1.4 สิทธิในการเลิกธุรกรรมและล้างฐานะธุรกรรมซื้อคืน

#### หลักทรัพย์<sup>23</sup>

การใช้สิทธิตามสัญญาในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของ คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เพื่อการล้างฐานะของธุรกรรม การเลิกสัญญา หรือ การเร่ง ระยะเวลากำหนดชำระหนี้ (Acceleration) ของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จะไม่อยู่ภายใต้สภาวะพัก การชำระหนี้ ไม่ถูกเพิกถอน หรือไม่ถูกจำกัดด้วยประการอื่นใดโดยการดำเนินการตามบทบัญญัติใด ๆ ของบทบัญญัติของกฎหมายล้มละลาย หรือคำสั่งของศาลหรือหน่วยงานกำกับดูแล เว้นแต่ในกรณีที่ ลูกหนี้เป็นนายหน้าหลักทรัพย์ (Stockbroker) หรือตัวแทนหักบัญชีหลักทรัพย์ (Securities clearing agency) คำสั่งดังกล่าวอยู่ภายใต้บทบัญญัติของกฎหมายการปกป้องนักลงทุนหลักทรัพย์ (Securities Investor Protection Act of 1970) หรือบทบัญญัติที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission)

ในกรณีที่ผู้มีส่วนร่วมของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ล้าง ฐานะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กับลูกหนี้และภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ส่งมอบทรัพย์สิน ตามเงื่อนไขของสัญญาให้แก่ลูกหนี้ ส่วนที่เกิดจากราคาตลาดที่ได้รับจากการล้างฐานะสัญญาดังกล่าว (หรือถ้าทรัพย์สินดังกล่าวไม่ถูกจำหน่ายโอนในวันที่ล้างฐานะของสัญญา ในราคาที่มีอยู่ ณ เวลาที่ ล้างฐานะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ดังกล่าวจากแหล่งที่มาซึ่งเป็นที่รู้จักกันทั่วไป หรือราคาปิด ประมูลล่าสุดจากแหล่งดังกล่าว) ที่มากกว่าราคาที่ระบุในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และค่าใช้จ่ายที่ เกี่ยวข้องกับการล้างฐานะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ให้ถือว่าเป็นทรัพย์สินในกองทรัพย์สิน เป็นไปตาม สิทธิในการหักกลบลบหนี้ภายใต้มาตรานี้ ทั้งนี้ สิทธิตามสัญญา หมายถึง สิทธิที่กำหนดโดยกฎเกณฑ์ หรือกฎหมายซึ่งบังคับใช้กับคู่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์แต่ละฝ่าย กฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ กฎเกณฑ์ของสมาคมหลักทรัพย์แห่งชาติ หรือกฎเกณฑ์ของตัวแทนหักบัญชีหลักทรัพย์ และภายใต้ สิทธิที่เกิดขึ้นตามกฎหมายทั่วไป กฎหมายการค้า หรือธรรมเนียมปฏิบัติทางธุรกิจ ไม่ว่าจะเป็นอย่างใด ลักษณะอักษรหรือไม่

<sup>23</sup> § 559 of Title 11 of U.S. Code.

### 3.1.3.2 การเพิกถอนการฉ้อฉล

วัตถุประสงค์ของการเพิกถอนการฉ้อฉล คือ การคุ้มครองเจ้าหนี้จากการทำธุรกรรมที่ไม่เป็นธรรม ซึ่งขัดขวางการรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้โดยมุ่งพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ หลักการเพิกถอนการฉ้อฉลยินยอมให้เจ้าหนี้ รวมถึงบุคคลที่ใช้อำนาจแทนเจ้าหนี้ เช่น Trustee มีอำนาจเพิกถอนการโอนซึ่งเป็นการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ไปจากเจ้าหนี้ หรือหลีกเลี่ยงการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ การเพิกถอนการฉ้อฉลจึงเป็นหลักการทางกฎหมายที่คุ้มครองสิทธิในการได้รับชำระหนี้ของเจ้าหนี้ไม่ให้ได้รับความเสียหาย กฎหมายว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลปรากฏอยู่ทั้งตาม Title 11 of U.S. Code และกฎหมายของแต่ละมลรัฐ ในกรณีนี้ ผู้จัดการทรัพย์สินมีอำนาจเพิกถอนการฉ้อฉลด้วยหลักเกณฑ์ภายใต้กฎหมายล้มละลายตามมาตรา 548 และมีอำนาจเพิกถอนการฉ้อฉลตามหลักเกณฑ์ของกฎหมายแต่ละรัฐตามมาตรา 544 (b) แห่ง Title 11 of U.S. Code<sup>24</sup>

การเพิกถอนการฉ้อฉลตาม Title 11 of U.S. Code สามารถแบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ การฉ้อฉลโดยแท้ (Actual fraud) และการฉ้อฉลโดยข้อสันนิษฐาน (Constructive fraud) สำหรับการฉ้อฉลโดยแท้มุ่งพิจารณาถึงการโอนที่ลูกหนี้ทำขึ้นโดยมีเจตนา ซ่อนเร้น หน่วงเหนี่ยว หรือฉ้อโกงเจ้าหนี้ โดยทั่วไปแล้ว การเพิกถอนการฉ้อฉลมุ่งพิจารณาถึงความประพฤติที่ไม่เหมาะสมของลูกหนี้ และการเพิกถอนการฉ้อฉลควรเป็นกรณีที่ลูกหนี้ที่โอนโดยมีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ (Actual fraudulent intent) ซึ่งตามบทบัญญัติของกฎหมายต้องพิสูจน์ถึงเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ของลูกหนี้ในทางอ้อมได้ แต่เนื่องจากการยากที่ลูกหนี้จะแสดงออกถึงเจตนาฉ้อฉล ดังนั้น ศาลจึงได้กำหนดข้อสันนิษฐานแห่งการฉ้อฉล (Badges of fraud) ซึ่งเป็นปัจจัยแวดล้อมการโอนของลูกหนี้ที่แสดงถึงเจตนาฉ้อฉลของลูกหนี้ อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบัน หลักการเพิกถอนการฉ้อฉลได้มีพัฒนาการเป็นการฉ้อฉลโดยข้อสันนิษฐาน ซึ่งการโอนอาจถูกเพิกถอนได้แม้ว่าลูกหนี้จะไม่มีเจตนาฉ้อฉล โดยเจ้าหนี้ต้องพิสูจน์เพียงข้อเท็จจริงบางประการตามที่กฎหมายกำหนดให้เป็นการฉ้อฉล โดยไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ถึงเจตนาของลูกหนี้<sup>25</sup>

<sup>24</sup> Charles Jordan Tabb, The law of bankruptcy, 2 ed. (New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2009). pp. 578-579.

<sup>25</sup> Ibid., pp. 579-580.

หลักการเกี่ยวกับการฉ้อฉลในกฎหมายล้มละลายปรากฏหลักเกณฑ์ตามมาตรา 548(a) ซึ่งบัญญัติว่า ผู้จัดการทรัพย์สิน (Trustee) อาจเพิกถอนการโอนผลประโยชน์ในทรัพย์สินของลูกหนี้ (รวมถึงการโอนใด ๆ ให้แก่หรือเพื่อประโยชน์ของบุคคลภายในภายใต้สัญญาจ้างแรงงาน) หรือหนี้ใด ๆ (รวมถึงหนี้ที่มีต่อหรือเพื่อประโยชน์ ของบุคคลภายในภายใต้สัญญาจ้างแรงงาน) ที่กระทำโดยลูกหนี้ซึ่งกระทำในระยะเวลา 2 ปีก่อนยื่นคำร้องเพื่อเริ่มต้นคดีล้มละลาย ไม่ว่าลูกหนี้จะสมัครใจหรือไม่สมัครใจก็ตาม โดยการโอนหรือการเกิดขึ้นของหนี้มีเจตนาเพื่อการขัดขวาง การชะลอ หรือฉ้อฉล หรือ ได้ค่าตอบแทนจากการโอนหรือหนี้เป็นมูลค่าเทียบเท่าที่น้อยกว่ากว่ามูลค่าที่สมเหตุสมผล และการมีหนี้สินล้นพ้นตัวมีอยู่ในวันโอนหรือวันที่หนี้ได้เกิดขึ้น หรือการโอนหรือหนี้เช่นนั้นทำให้ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว

จากหลักเกณฑ์ดังกล่าว การเพิกถอนการฉ้อฉลตาม Title 11 of U.S. Code สามารถแยกหลักเกณฑ์โดยทั่วไปที่ใช้กับทั้งการเพิกถอนการฉ้อฉลโดยแท้ และการฉ้อฉลโดยข้อสันนิษฐาน เป็น 2 ประการ ได้แก่ การโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ และช่วงเวลาการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ ดังนี้<sup>26</sup>

(1) การโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ (Transfer of property of debtor) และหนี้ที่ลูกหนี้กระทำขึ้น ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอนการฉ้อฉล คำว่า “การโอน” บัญญัติขึ้นมาแทนคำว่า การโอนกรรมสิทธิ์ (Conveyance) เพื่อให้ครอบคลุมถึงความเป็นไปได้ในรูปแบบต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้น<sup>27</sup> โดยความหมายของการโอนได้มีการให้นิยามไว้ตามมาตรา 101(54) ได้แก่ การให้บุริมสิทธิ์ (Lien) การยึดถือเอาหลักประกัน การบังคับเอาหลุดเป็นสิทธิ และการจำหน่ายจ่ายโอนหรือแยกส่วนของทรัพย์สินหรือดอกผลของทรัพย์สินไม่ว่าจะกระทำในรูปแบบใด ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยเด็ดขาดหรือมีเงื่อนไข และโดยสมัครใจหรือไม่ก็ตาม<sup>28</sup> และความหมายของคำว่า “ทรัพย์สิน” สามารถพิจารณาจากนิยามตามมาตรา 1(10) แห่ง Uniform Fraudulent Transfer Act (UFTA) ได้แก่ สิ่งใด ๆ ที่อาจอยู่ภายใต้กรรมสิทธิ์ นอกจากนี้ ตามข้อเสนอแนะต่อ UFTA ได้ อธิบายขยายความว่าทรัพย์สินรวมถึงทั้งอสังหาริมทรัพย์ (Real property) และทรัพย์สินอื่น ๆ ที่ไม่

<sup>26</sup> Ibid., p. 582-588.

<sup>27</sup> Ibid., p. 582.

<sup>28</sup> § 101 (54) of Title 11 U.S. Code.

ใช้สังหาริมทรัพย์ (Personal property) ไม่ว่าจะจับต้องได้หรือไม่อาจจับต้องได้ และดอกผลใด ๆ ที่เกิดจากทรัพย์สินนั้น ไม่ว่าจะ เป็นสิทธิตามกฎหมายหรือสิทธิโดยธรรม (Equitable)

(2) ช่วงเวลาการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ กล่าวคือ การโอนทรัพย์สินของลูกหนี้หรือหนี้ที่อาจถูกเพิกถอนได้นั้นทำขึ้นภายใน 2 ปี ก่อนการยื่นคำร้องเพื่อเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย

การเพิกถอนการฉ้อฉลตาม Title 11 of U.S. Code แบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ การฉ้อฉลโดยแท้ และการฉ้อฉลโดยข้อสันนิษฐาน โดยมีรายละเอียด ดังนี้

### (1) การฉ้อฉลโดยแท้

การฉ้อฉลโดยแท้ คือ การโอนหรือเกิดขึ้นของหนี้ที่มีเจตนาที่แท้จริงในการซ่อนเร้น (Hinder) หน่วงเหนี่ยว (Delay) หรือฉ้อโกง (Defraud) ซึ่งทำให้ลูกหนี้เป็นหนี้ ณ วันที่หรือหลังจากวันที่มีการโอนหรือการเกิดภาระผูกพันดังกล่าว ตามมาตรา 548 (a) (1) (A) อย่างไรก็ตาม การพิจารณาเจตนาอย่างแท้จริง (Actual intent) นั้นจะต้องพิสูจน์ถึงความเจตนาเชิงอัตวิสัย (Subjective intention) ศาลได้ใช้มาตรฐานการพิสูจน์ที่จะต้องมีหลักฐานที่ชัดเจน (Clear) และน่าเชื่อถือตาม (Convincing) ซึ่งบางครั้งเป็นการยากในทางปฏิบัติที่จะแสดงหลักฐานที่แสดงถึงเจตนาที่แท้จริง ศาลจึงพิจารณาข้อเท็จจริงแวดล้อมที่แสดงถึงการฉ้อฉล เรียกว่า ข้อสันนิษฐานถึงการฉ้อฉลที่แท้จริง (Badges of fraud)<sup>29</sup> ซึ่งเป็นข้อเท็จจริงที่เป็นข้อสันนิษฐานว่าการโอนทรัพย์สินนั้นถือเป็นผู้มีเจตนาที่แท้จริงในการปิดบัง หน่วงเหนี่ยว หรือฉ้อโกง โดยพิจารณาจากข้อสันนิษฐานตามที่กำหนดใน the Uniform Fraudulent Transfer Act<sup>30</sup> ดังต่อไปนี้<sup>31</sup>

(1) การโอน หรือการก่อภาระผูกพันต่อบุคคลภายใน

(2) ลูกหนี้ยังคงครอบครอง หรือควบคุมทรัพย์สินที่ถูกโอน

หลังจากการโอนนั้นเกิดขึ้น

<sup>29</sup> Charles Jordan Tabb, *The law of bankruptcy*. p. 588

<sup>30</sup> William D. Warren and Daniel J. Bussel, *Bankruptcy*, 8 ed. (Foundation Press, 2009). pp. 371-372.; Charles Jordan Tabb, *The law of bankruptcy*, p. 590.

<sup>31</sup> Section 4(b) of the Uniform Fraudulent Transfer Act.

(3) การโอน หรือการก่อภาระผูกพันที่ถูกเปิดเผยหรือปกปิดไว้

(4) ก่อนการโอนหรือการก่อภาระผูกพันได้เกิดขึ้น ลูกหนี้ถูก

ฟ้องร้องหรือถูกเตือนว่าจะฟ้องร้องเป็นคดีต่อศาล

(5) การโอนสินทรัพย์ทั้งหมดของลูกหนี้

(6) ลูกหนี้หลบหนี

(7) ลูกหนี้โยกย้ายหรือปกปิดทรัพย์สิน

(8) มูลค่าของค่าตอบแทนที่ลูกหนี้ได้ไม่มีความสมเหตุสมผล

เมื่อเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์ที่โอนหรือจำนวนภาระผูกพันที่เกิดขึ้น

(9) ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว หรือกลายเป็นผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัว

ภายในระยะเวลาอันสั้นหลังจากลูกหนี้โอนหรือก่อภาระผูกพันขึ้น

(10) การโอนเกิดขึ้นในระยะเวลาอันสั้นก่อนหรือภายหลังจาก

หนี้สินจำนวนมากได้เกิดขึ้น

(11) ลูกหนี้โอนทรัพย์สินส่วนที่สำคัญของธุรกิจให้แก่ผู้มีบุริม

สิทธิ์ซึ่งได้โอนสินทรัพย์ดังกล่าวต่อไปให้กับบุคคลภายในของลูกหนี้

นอกจากนี้ ศาลได้เพิ่มปัจจัยแวดล้อมที่เป็นเครื่องชี้วัดว่าลูกหนี้

มีเจตนาฉ้อฉลอย่างแท้จริง<sup>32</sup> คือ การที่ลูกหนี้โยกย้ายถ่ายเททรัพย์สินให้แก่กิจการซึ่งตนเองเป็นผู้มี

อำนาจควบคุมทั้งหมด<sup>33</sup> ทั้งนี้ ปัจจัยดังกล่าวไม่จำเป็นต้องพิจารณาแยกต่างหากจากกัน และอาจ

พิจารณาร่วมกันได้<sup>34</sup>

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

CHULALONGKORN

สำหรับความหมายของ บุคคลภายในของลูกหนี้ (Insider)

หมายถึง บุคคลดังนี้<sup>35</sup>

(1) กรณีที่ลูกหนี้เป็นบุคคลธรรมดา ได้แก่

(ก) บุคคลผู้มีความสัมพันธ์ของลูกหนี้ (Relative)

หรือหุ้นส่วนสามัญของลูกหนี้

(ข) ห้างหุ้นส่วนซึ่งลูกหนี้เป็นหุ้นส่วนสามัญ

<sup>32</sup> William D. Warren and Daniel J. Bussel, Bankruptcy. p. 372.

<sup>33</sup> in re Watman, 458 F.3d 26 301 F.3d 3 (1st Cir. 2002).

<sup>34</sup> Charles Jordan Tabb, The law of bankruptcy. p. 590.

<sup>35</sup> Section 1 of the Uniform Fraudulent Transfer Act.



- (ค) หุ้นส่วนสามัญในห้างหุ้นส่วน ตามข้อ (ข) หรือ
- (ค) นิติบุคคล (Corporation) ที่ลูกหนี้เป็น  
กรรมการ พนักงาน หรือบุคคลผู้อยู่ภายใต้การ  
ควบคุม (Person in control) ของนิติบุคคล  
นั้น
- (2) กรณีที่ลูกหนี้เป็นนิติบุคคล ได้แก่
- (ก) กรรมการของลูกหนี้
- (ข) พนักงานของลูกหนี้
- (ค) บุคคลผู้อยู่ภายใต้การควบคุมของลูกหนี้
- (ง) ห้างหุ้นส่วนซึ่งลูกหนี้เป็นหุ้นส่วนสามัญ
- (จ) หุ้นส่วนสามัญในห้างหุ้นส่วน ตามข้อ (ง) หรือ
- (ช) บุคคลผู้มีความสัมพันธ์ของหุ้นส่วนสามัญ  
กรรมการ พนักงาน หรือบุคคลผู้อยู่ภายใต้การ  
ควบคุมของลูกหนี้
- (3) กรณีลูกหนี้เป็นห้างหุ้นส่วน
- (ก) หุ้นส่วนสามัญของลูกหนี้
- (ข) บุคคลผู้มีความสัมพันธ์ของหุ้นส่วนสามัญ  
กรรมการ เจ้าพนักงาน หรือบุคคลผู้อยู่ภายใต้  
การควบคุมของลูกหนี้
- (ค) ห้างหุ้นส่วนอื่นซึ่งลูกหนี้เป็นหุ้นส่วนสามัญ
- (ง) หุ้นส่วนสามัญในห้างหุ้นส่วน ตามข้อ (ค) หรือ
- (จ) บุคคลผู้อยู่ภายใต้การควบคุมของลูกหนี้
- (4) บุคคลเกี่ยวข้อง (Affiliate) หรือบุคคลภายในของ  
บุคคลเกี่ยวข้อง ถ้าบุคคลเกี่ยวข้องเป็นลูกหนี้
- (5) ผู้กระทำการแทน (Managing agent) ของลูกหนี้

สำหรับของความหมายของ “บุคคลใกล้ชิด” (Affiliate)

หมายถึง บุคคล 4 ประเภท ดังนี้<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Ibid.

- (1) บุคคลซึ่งเป็นเจ้าของ หรือเป็นผู้ควบคุม หรือเป็นผู้มีสิทธิออกเสียงร้อยละ 20 หรือกว่านั้นของสิทธิออกเสียง ของลูกหนี้ ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งนี้ ไม่รวมบุคคลผู้ถือหลักทรัพย์ที่เป็น
- (ก) เป็นบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจ (fiduciary) หรือตัวแทน โดยไม่มีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนน หรือ
- (ข) เป็นการถือหลักทรัพย์เพื่อประกันหนี้ โดยที่ไม่ใช้สิทธิในการออกเสียงลงคะแนน

- (2) นิติบุคคลที่มีสิทธิออกเสียงร้อยละ 20 หรือกว่านั้นของสิทธิออกเสียงทั้งหมด มีฐานะเจ้าของหรือผู้ควบคุม หรือเป็นผู้มีสิทธิออกเสียงโดยลูกหนี้หรือบุคคลที่ถูกควบคุมไม่ว่าทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เป็นเจ้าของ เป็นผู้ควบคุม หรือผู้มีสิทธิออกเสียงตั้งแต่ร้อยละ 20 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของลูกหนี้ ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งนี้ ไม่รวมบุคคลผู้ถือหลักทรัพย์ที่เป็น

- (ก) เป็นบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจ (fiduciary) หรือตัวแทน โดยไม่มีอำนาจในการออกเสียงลงคะแนน หรือ

- (ข) เป็นการถือหลักทรัพย์เพื่อประกันหนี้ โดยที่ไม่ใช้สิทธิในการออกเสียงลงคะแนน

- (3) บุคคลผู้เป็นเจ้าของกิจการอันดำเนินการโดยลูกหนี้ ภายใต้สัญญาเช่าหรือสัญญาอื่น หรือเป็นบุคคลซึ่งสินทรัพย์ทั้งหมดถูกควบคุมโดยลูกหนี้ หรือ
- (4) บุคคลผู้ดำเนินการของลูกหนี้ ภายใต้สัญญาเช่าหรือสัญญาอื่น หรือ เป็นผู้ควบคุมสินทรัพย์ทั้งหมดของลูกหนี้

สำหรับความหมายของ “บุคคลผู้มีความสัมพันธ์” (Relative) หมายถึง <sup>37</sup> บุคคลธรรมดาที่มีความเกี่ยวข้องทางสายโลหิตในสามลำดับอันตามหลักกฎหมาย Common Law หรือคู่สมรส หรือบุคคลธรรมดาที่มีความเกี่ยวข้องกับผู้สมรสในสามลำดับดังกล่าว รวมถึงบุคคลธรรมดาที่มีความสัมพันธ์บุญธรรม (Adoptive relationship) ในสามลำดับ

## (2) การฉ้อฉลโดยข้อสันนิษฐาน (Constructive Fraud)

วัตถุประสงค์พื้นฐานของกฎหมายเกี่ยวกับการฉ้อฉล คือ การป้องกันลูกหนี้ที่ย้ายถ่ายโอนทรัพย์สินของตนเองเพื่อหลีกเลี่ยงการบังคับชำระหนี้ หรือในอีกทางหนึ่ง คือการเยียวยาความเสียหายของเจ้าหนี้จากการที่ลูกหนี้ย้ายถ่ายโอนทรัพย์สินของตนเองด้วยเจตนาที่แท้จริงที่จะไม่ให้เจ้าหนี้สามารถไปบังคับเอามาชำระหนี้ได้<sup>38</sup> อย่างไรก็ตาม การพิสูจน์ถึงเจตนาที่แท้จริงภายในใจของลูกหนี้เป็นการยาก แต่การโอนทรัพย์สินบางกรณีแม้จะไม่สามารถพิสูจน์ถึงเจตนาฉ้อฉลของลูกหนี้ได้ แต่เป็นผลทำให้เจ้าหนี้ได้รับความเสียหาย เช่นนี้ เพื่อให้การคุ้มครองเจ้าหนี้มีประสิทธิภาพมากขึ้นจึงมีการพัฒนาหลักเกณฑ์การเพิกถอนการโอนที่ไม่ต้องพิสูจน์ถึงเจตนาที่แท้จริง<sup>39</sup>

ตาม Title 11 of U.S. Code กำหนดหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลด้วยข้อสันนิษฐานไว้ 2 ประการ ตามมาตรา 548(a)(1)(B) ได้แก่<sup>40</sup>

(1) การโอนที่มีมูลค่าตอบแทนน้อยกว่ามูลค่าที่สมเหตุสมผล (Less than reasonably equivalent value) ตามมาตรา 548(a)(1)(B)(i) กำหนดข้อเท็จจริงที่ใช้ในการพิจารณาถึงการฉ้อฉล คือ มูลค่าตอบแทนที่น้อยกว่ามูลค่าที่สมเหตุสมผล ซึ่งตามมาตรา 548 (d) (2) (A) ได้ให้นิยามคำว่า “มูลค่า” หมายถึง ทรัพย์สิน การชดเชย หรือการให้ประกันแก่หนี้ของลูกหนี้ที่มีอยู่ในปัจจุบันหรือที่เกิดขึ้นก่อนหน้า แต่ไม่รวมถึง คำมั่นสัญญาที่ยังไม่ได้ปฏิบัติการซึ่งให้ไว้แก่ลูกหนี้หรือบุคคลที่ใกล้ชิดกับลูกหนี้ อย่างไรก็ตาม กฎหมายไม่ได้กำหนดคำนิยามของคำว่า มูลค่าที่

<sup>37</sup> Ibid.

<sup>38</sup> Michael H. Strub, Jr. and Jeffrey M. Reisner, "The expansion of the triggering creditor doctrine in an action to avoid fraudulent transfers," *American Bankruptcy Institute Law Review* 24, 1 (2016): p. 256.

<sup>39</sup> Charles Jordan Tabb, *The law of bankruptcy*. p. 592.

<sup>40</sup> Ibid., pp. 594-603.

สมเหตุสมผล (Reasonably equivalent) ไว้เป็นการเฉพาะ ด้วยเหตุเพื่อให้ศาลสามารถใช้ดุลยพินิจพิจารณาข้อเท็จจริงและพฤติการณ์เป็นกรณี ๆ ไป มาตรการในการวัดมูลค่าที่สมเหตุสมผลนี้จะพิจารณาจากมุมมองของเจ้าหนี้ เนื่องจากหลักการของการเพิกถอนการฉ้อฉลคือเพื่อเพิกถอนการกระทำที่ไม่ถูกต้องต่อเจ้าหนี้และคุ้มครองกองทรัพย์สินของลูกหนี้

(2) ความมีหนี้สินล้นพ้นตัวหรือฐานะทางการเงินของลูกหนี้ กล่าวคือนอกเหนือจากการพิสูจน์การโอนที่มีมูลค่าตอบแทนน้อยกว่ามูลค่าที่สมเหตุสมผลแล้ว โจทก์ผู้ร้องขอเพิกถอนการฉ้อฉลจะต้องพิสูจน์ข้อเท็จจริงเพิ่มเติม ได้แก่ ข้อเท็จจริงอย่างหนึ่งอย่างใดใน 4 ประการ ได้แก่ ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว ณ วันที่โอนทรัพย์สินหรือวันที่หนี้ได้เกิดขึ้น<sup>41</sup> ลูกหนี้เข้าทำธุรกรรมสำหรับทรัพย์สินที่ลูกหนี้เหลืออยู่เป็นเงินทุนที่น้อยเกินสมควร<sup>42</sup> ลูกหนี้ตั้งใจให้เกิดหรือเชื่อว่าจะทำให้เกิดหนี้ที่เกินกว่าความสามารถของลูกหนี้ที่จะชำระเมื่อหนี้ถึงกำหนด<sup>43</sup> หรือเป็นการโอนที่สร้างขึ้นต่อหรือทำเพื่อประโยชน์ของบุคคลภายในภายใต้สัญญาจ้าง หรือไม่ปฏิบัติตามทางการค้าปกติ<sup>44</sup>

อย่างไรก็ดี สำหรับการโอนทรัพย์สินภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ตาม Title 11 of U.S. Code ได้กำหนดข้อยกเว้นของการบังคับใช้มาตรการการเพิกถอนการฉ้อฉลต่อสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ได้แก่ การโอนมาร์จิ้น หรือการชำระราคาซื้อคืนเมื่อครบกำหนดวันส่งมอบหลักทรัพย์และชำระราคา (Settlement Payment) ซึ่งได้กระทำขึ้นก่อนการเริ่มต้นคดีล้มละลายได้ เว้นแต่เป็นการโอนที่เป็นการฉ้อฉลเจ้าหนี้โดยแท้ตามมาตรา 548 (a)(1)(A)<sup>45</sup>

### 3.1.3.3 การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้

หลักการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มาจากแนวความคิดในการคุ้มครองธุรกรรมสินเชื่อทางการค้าตามปกติและป้องกันสภาวะเร่งรัดการบังคับชำระหนี้ในบรรดาเจ้าหนี้ (Race of diligence) และการรักษามูลค่าของกองทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อเป็นหลักประกันต่อการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ถูกออกแบบมาเพื่อรักษาแนวความคิดพื้นฐานของกฎหมายล้มละลายที่ต้องการสร้างประโยชน์ให้ทั้งต่อตัวลูกหนี้และเจ้าหนี้

<sup>41</sup> § 548(a)(1)(B)(ii)(I) of Title 11 of U.S. Code.

<sup>42</sup> § 548(a)(1)(B)(ii)(II) of Title 11 of U.S. Code.

<sup>43</sup> § 548(a)(1)(B)(ii)(III) of Title 11 of U.S. Code.

<sup>44</sup> § 548(a)(1)(B)(ii)(IV) of Title 11 of U.S. Code.

<sup>45</sup> § 546 (f) of Title 11 of U.S. Code.

กล่าวคือ เป็นกลไกในการแบ่งชำระหนี้จากกองทรัพย์สินของลูกหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน และรักษามูลค่ากิจการของลูกหนี้เพื่อประโยชน์ต่อบรรดาผู้มีส่วนได้เสียให้มั่นใจว่าจะได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกันและไม่มีเจ้าหนี้คนใดได้เปรียบจากการรับชำระหนี้ก่อนการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย และเป็นมาตรการสะสางภาระหนี้ของลูกหนี้ที่มีประสิทธิภาพและรวดเร็ว<sup>46</sup>

หลักการสำคัญของกฎหมายล้มละลายคือการปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อย่างอย่างเท่าเทียมกัน กระบวนการตามกฎหมายในการจัดการชำระหนี้สิ้นร่วมกันให้เสร็จสิ้นในคราวเดียวมุ่งสนับสนุนการปฏิบัติต่อบรรดาเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน หากในระหว่างที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว ลูกหนี้ได้ออนทรัพย์สินให้แก่เจ้าหนี้รายใดรายหนึ่งไปในขณะนั้น ย่อมทำให้เจ้าหนี้ผู้ได้รับชำระหนี้ได้เปรียบเจ้าหนี้คนอื่นที่ไม่ได้รับชำระหนี้ และก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมในระหว่างบรรดาเจ้าหนี้ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว กองทรัพย์สินของลูกหนี้อาจมีไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้อย่างครบถ้วน ดังนั้น หากปราศจากมาตรการคุ้มครองเจ้าหนี้อย่างเหมาะสมย่อมเป็นการสร้างแรงผลักดันให้เจ้าหนี้ฟ้องคดีต่อศาลเพื่อบังคับชำระหนี้จากลูกหนี้ช่วงที่ลูกหนี้กำลังล้มละลาย ส่งผลให้เกิดความเสียหายแก่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ ทำให้ลูกหนี้หมดโอกาสที่จะเพิ่มมูลค่าของทรัพย์สินของตนเองให้มากขึ้น และทำให้ทรัพย์สินที่จะจัดสรรแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ลดน้อยลง<sup>47</sup>

บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบปรากฏตามมาตรา 547(b) แห่ง Title 11 of U.S. Code บัญญัติให้ Trustee มีอำนาจเพิกถอนการโอนผลประโยชน์ใด ๆ ที่เกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ ที่ลูกหนี้ได้กระทำไปเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้เพื่อชำระหนี้ที่มีอยู่ก่อนการโอนทรัพย์สินนั้น และการโอนนั้นเกิดขึ้นระหว่างที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัวและเกิดขึ้นภายในระยะเวลา 90 วัน หรือภายในระยะเวลา 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนที่จะมีการยื่นคำร้องเพื่อเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ ซึ่งผลของการโอนนั้นทำให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้มากกว่าที่เจ้าหนี้จะได้รับชำระหนี้หากดำเนินการภายใต้กระบวนการล้มละลาย

<sup>46</sup> Joseph M. Mulvihill, "The ordinary course of business defense in bankruptcy preference actions: methods of comparison," *Delaware Journal of Corporate Law* 38, 2 (2013): p. 641.

<sup>47</sup> Charles Jordan Tabb, *The law of bankruptcy*. pp. 486-488.

เพื่อชำระบัญชีตาม Chapter 7<sup>48</sup> จากบทบัญญัติดังกล่าวสามารถแบ่งองค์ประกอบการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้ดังนี้<sup>49</sup>

(1) วัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอน กล่าวคือ การโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ หมายถึง การให้บุริมสิทธิ การยึดถือเอาหลักประกัน การบังคับเอาหลุดเป็นสิทธิ และการจำหน่ายจ่ายโอนหรือแยกส่วนของทรัพย์สินหรือดอกผลของทรัพย์สินไม่ว่าจะกระทำในรูปแบบใด ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยเด็ดขาดหรือมีเงื่อนไข และโดยสมัครใจหรือไม่ก็ตาม<sup>50</sup> ซึ่งการโอนนั้นเป็นการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ แต่หากทรัพย์สินนั้นเป็นทรัพย์สินที่ได้รับยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับของกฎหมาย การที่ลูกหนี้โอนทรัพย์สินที่ได้รับยกเว้นเช่นว่านั้นจะไม่ถือเป็นการให้เปรียบ เจ้าหนี้เพราะการโอนนั้นไม่ได้ทำให้กองทรัพย์สินที่จะแบ่งในคดีล้มละลายลดน้อยลง<sup>51</sup> โดยความหมายของการโอนนี้มีความหมายในลักษณะเดียวกันกับการเพิกถอนการฉ้อฉล

(2) กระทำต่อหรือเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ กล่าวคือ การโอนของลูกหนี้ต้องโอนให้แก่เจ้าหนี้ เนื่องจากหลักการสำคัญของการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้คือการปฏิบัติต่อบรรดาเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน เช่นนี้ หากโอนทรัพย์สินให้แก่บุคคลที่ไม่ได้เป็นเจ้าหนี้ การโอนนั้นย่อมไม่ได้ทำให้เกิดได้เปรียบหรือไม่เท่าเทียมกันในระหว่างเจ้าหนี้ เพราะบุคคลที่ไม่ใช่เจ้าหนี้ไม่มีส่วนได้เสียในกองทรัพย์สินของลูกหนี้ในคดีล้มละลาย<sup>52</sup>

(3) เพื่อการชำระหนี้ที่มีอยู่ก่อนและระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้

(4) การโอนทำขึ้นในขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว โดยสถานะของลูกหนี้ที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวนั้น กฎหมายล้มละลายใช้เกณฑ์การพิจารณาจากงบแสดงฐานะการเงิน (Balance sheet) เป็นพิจารณาว่าหนี้ทั้งหมดของลูกหนี้มากกว่าทรัพย์สินของลูกหนี้ โดยพิจารณาประกอบกับมูลค่ายุติธรรม (Fair valuation)<sup>53</sup> โดยมูลค่ายุติธรรมศาลมักพิจารณาจากมูลค่าการดำเนินกิจการอย่างต่อเนื่อง (Going concern) และเงื่อนไขทั่วไปของตลาด<sup>54</sup>

<sup>48</sup> § 547 (b) of Title 11 U.S. Code.

<sup>49</sup> Charles Jordan Tabb, *The law of bankruptcy*.p. 491.

<sup>50</sup> § 101 (54) of Title 11 of U.S. Code.

<sup>51</sup> Charles Jordan Tabb, *The law of bankruptcy*. pp. 504-505.

<sup>52</sup> Ibid.

<sup>53</sup> § 101 (32) (A) of Title 11 U.S. Code.

<sup>54</sup> Charles Jordan Tabb, *The law of bankruptcy*. p. 513.

(5) การโอนกระทำในช่วงระยะเวลา 90 วัน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนยื่นคำร้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

(6) เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้มากกว่าจำนวนที่ควรจะได้รับหากดำเนินการตามชำระบัญชีลูกหนี้ตาม Chapter 7 โดยจะต้องพิจารณาว่าเจ้าหนี้ได้รับไปตามจริงซึ่งคำนวณรวมมูลค่าของทรัพย์สินที่มีการกล่าวอ้างว่าได้รับไปโดยเป็นการได้เปรียบและมูลค่าที่จะได้รับการจัดสรรในคดี เปรียบเทียบกับมูลค่าที่เจ้าหนี้จะได้รับหากสมมติว่าได้ดำเนินการชำระบัญชีลูกหนี้

อย่างไรก็ดี การโอนทรัพย์สินของลูกหนี้แม้จะเข้าหลักเกณฑ์เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ แต่ตาม Title 11 of U.S. Code ได้กำหนดข้อยกเว้นที่ Trustee ไม่อาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้ได้ ได้แก่ การแลกเปลี่ยนมูลค่าใหม่ (Contemporaneous Exchanges for new value) ตามมาตรา 547(c)(1) การโอนที่เป็นการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า (Ordinary course of business) ตามมาตรา 547(c)(2) การโอนที่เป็น Enabling loans ตามมาตรา 547(c)(3) การโอนที่ได้มูลค่าใหม่ทดแทน (Transfer for subsequent new value) ตามมาตรา 547(c)(4) หลักประกัน (Floating lien) ตามมาตรา 547(c)(5) Statutory liens ตามมาตรา 547(c)(6) การโอนที่เป็น Domestic Small Transfer Consumer Debts ตามมาตรา §547(c)(7) และการโอนที่เป็น Small Transfer Consumer Debts ตามมาตรา §547(c)(8)

ในบรรดาข้อยกเว้นการเพิกถอนการให้เปรียบตาม Title 11 of U.S. Code ผู้เขียนจะศึกษาในข้อยกเว้น “การโอนที่เป็นการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า” ซึ่งเป็นหลักการที่ประเทศไทยนำมาบัญญัติเป็นข้อยกเว้นการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่...) พ.ศ. ... ผู้เขียนจึงเห็นควรศึกษาหลักเกณฑ์รายละเอียดและการปรับใช้ข้อยกเว้นเรื่องการชำระหนี้ตามปกติทางการค้าต่อการโอนทรัพย์สินตามสัญญาซื้อคืนของประเทศไทยต่อไป

### การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า (Ordinary Course of Business)

บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามกฎหมายล้มละลายมีจุดมุ่งหมายที่จะรักษาความสัมพันธ์ทางการค้าตามปกติระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ที่มีอยู่ก่อนเริ่มกระบวนการล้มละลาย และป้องกันไม่ให้เกิดพฤติกรรมชำระหนี้ที่ไม่ปกติที่จะก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมในระหว่างบรรดาเจ้าหนี้ การคุ้มครองการดำเนินการทางธุรกิจการค้าตามปกติจะ

ช่วยให้ลูกหนี้มีโอกาสแก้ไขปัญหาภาระหนี้สินได้ ในขณะที่เดียวกันก็สร้างความเชื่อมั่นให้แก่บรรดาเจ้าหนี้สามารถดำเนินธุรกิจตามปกติกับลูกหนี้ต่อไปได้<sup>55</sup> ดังนั้น กฎหมายล้มละลายสหรัฐอเมริกาจึงกำหนดข้อยกเว้นการโอนทรัพย์สินระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ที่ไม่ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ และไม่อาจเพิกถอนได้ คือ การโอนที่เป็นการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า

หลักการนี้ยอมรับการชำระหนี้ทางการค้าระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ และเพื่อให้เจ้าหนี้มั่นใจได้ว่าเมื่อเข้าทำธุรกิจการค้ากับลูกหนี้ และลูกหนี้ชำระหนี้ให้ตน การชำระหนี้ นั้นจะไม่ถูกเพิกถอนภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ หากว่าการชำระหนี้ที่ขึ้นตามทางปกติของธุรกิจการค้าที่เคยทำมาก่อน อันจะส่งผลให้เป็นการสนับสนุนช่องทางที่ลูกหนี้สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้แม้จะมีภาระหนี้สิน ทำให้ลูกหนี้สามารถแก้ปัญหาด้วยตนเองทำให้กิจการสามารถดำเนินการต่อไปได้และเจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้ได้โดยไม่ต้องมีต้นทุนในการดำเนินการตามกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ นอกจากนี้ หลักการการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า ยังมุ่งคุ้มครองการชำระหนี้ตามปกติวิสัยในธุรกรรมสินเชื่อตามปกติ (Customary credit transaction) ซึ่งเกิดขึ้นในการประกอบธุรกิจการค้าของลูกหนี้<sup>56</sup>

หลักเกณฑ์การชำระหนี้ตามปกติทางการค้าที่ได้รับยกเว้นไม่อยู่ภายใต้การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ปรากฏตามมาตรา 547 (c)(2) แห่ง Title 11 of U.S. Code ซึ่งกำหนดว่า Trustee ไม่สามารถเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้ หากการโอนนั้นเป็นการชำระหนี้ที่เกิดจากกิจการที่เป็นธรรมดาธุรกิจการค้า หรือกิจกรรมทางการเงิน (Financial affairs) ของทั้งลูกหนี้และเจ้าหนี้ผู้รับโอน และการโอนเพื่อชำระหนี้ทางการค่านั้นเป็นไปตามข้อตกลงตามธรรมดาทางการค้า ในกรณีหนึ่งกรณีใดหนึ่งกรณีใด ดังนี้

- (1) เป็นไปตามแนวปฏิบัติธรรมดาการค้า หรือกิจกรรมทางการเงินของลูกหนี้และเจ้าหนี้ผู้รับโอน (มาตรา 547 (c) (2) (A)) หรือ
- (2) เป็นไปตามข้อตกลงตามปกติของธุรกิจนั้น ๆ (Ordinary business terms) (มาตรา 547 (c) (2) (B))

<sup>55</sup> Joseph M. Mulvihill, "The ordinary course of business defense in bankruptcy preference actions: methods of comparison," *Delaware Journal of Corporate Law*. p. 641.

<sup>56</sup> Ibid, pp. 643-644.



ในการพิสูจน์ถึงการชำระหนี้ตามปกติทางการค้าจึงต้องพิสูจน์ให้ได้ว่าการชำระหนี้ที่เกิดขึ้นจากหนี้ที่เป็นกิจการธรรมดาธุรกิจทางการค้า หรือกิจกรรมทางการเงินของทั้งลูกหนี้และเจ้าหนี้ผู้รับโอน และเป็นไปตามข้อตกลงตามธรรมดาทางการค้าตามมาตรา 547 (c) (2) (A) หรือมาตรา 547 (c) (2) (B) สำหรับเกณฑ์ในการพิสูจน์ข้อตกลงตามธรรมดาทางการค้านั้นสามารถแยกพิจารณาได้ดังนี้

การพิสูจน์ข้อตกลงตามธรรมดาทางการค้าตามมาตรา 547 (c) (2) (A) ซึ่งจะถูกรับเรียกว่าเป็นข้อพิสูจน์แนวตั้ง (Vertical prong) ศาลจะใช้วิธีการประเมินความสัมพันธ์ทางการค้าระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้เพื่อหาบรรทัดฐานของแนวทางการชำระหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนระยะเวลาการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ (ก่อนระยะเวลา 90 วัน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนยื่นคำร้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ) และนำธุรกรรมที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มาเปรียบเทียบกับบรรทัดฐานแนวปฏิบัติการชำระหนี้ ดังนั้น การชำระหนี้ที่ถือเป็นไปตามแนวปฏิบัติธรรมดาการค้านี้ คือ ธุรกรรมที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ที่เป็นไปตามหรือสอดคล้องกับบรรทัดฐานแนวปฏิบัติการชำระหนี้เท่านั้น<sup>57</sup>

การพิสูจน์ข้อตกลงตามธรรมดาทางการค้าตามมาตรา 547 (c)(2)(B) ซึ่งจะถูกรับเรียกว่าเป็นข้อพิสูจน์เชิงภาวะวิสัย (Objective prong) ศาลจะกำหนดแนวทางหรือมาตรฐานการชำระหนี้ของในอุตสาหกรรมหรือธุรกิจเดียวกัน โดยศาลจะเปรียบเทียบว่าการชำระหนี้ระหว่างลูกหนี้และเจ้าหนี้ที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้นั้นเป็นไปตามมาตรฐานการชำระหนี้ของธุรกิจให้อุตสาหกรรมเดียวกันหรือไม่ หากการชำระหนี้ที่สอดคล้องกัน มาตรฐานของธุรกิจจะถือว่าการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า<sup>58</sup>

ในการพิจารณาเพื่อกำหนดบรรทัดฐานหรือมาตรฐานการชำระหนี้ตามมาตรา 547 (c)(2)(A) และมาตรา 547 (c)(2)(B) นั้น ศาลจะใช้ปัจจัยต่าง ๆ พิจารณาประกอบ เช่น ระยะเวลาการชำระหนี้ นับแต่วันที่ถึงกำหนดวันชำระหนี้ตามใบแจ้งหนี้ มูลค่าของการชำระหนี้ วิธีการชำระหนี้ วิธีการทวงถามหนี้ รวมถึงพฤติการณ์อื่นใดของเจ้าหนี้ที่เป็นการเรียกเก็บประโยชน์หรือ

<sup>57</sup> Ibid, p. 644.

<sup>58</sup> Ibid, pp. 644-645.

ผลตอบแทนอื่นเพิ่มเติมจากการรับชำระหนี้ ซึ่งวิธีการในการกำหนดบรรทัดฐานหรือมาตรฐานเช่นว่านั้น ศาลจะใช้วิธีการ 2 วิธี คือ การหาค่าเฉลี่ย (Average) ของวิธีการชำระหนี้ และการหาขอบเขต (Range) ของวิธีการชำระหนี้ ซึ่งในการชำระหนี้ของธุรกรรมหนึ่ง ๆ ศาลจะเลือกใช้เพียงวิธีเดียวเพื่อกำหนดบรรทัดฐานหรือมาตรฐานการชำระหนี้ แต่ทั้งนี้ ศาลอาจใช้วิธีการหาอัตราสัดส่วน (Percentage) ประกอบด้วย<sup>59</sup>

### 3.1.4 กรณีศึกษาการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคินหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลาย

กฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกามีพัฒนาการเกี่ยวกับบทบัญญัติว่าด้วยการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคินหลักทรัพย์ครั้งแรกในปี ค.ศ. 1984 ตาม The Bankruptcy Amendments and Federal Judgeship Act of 1984 ซึ่งก่อนการก่อนการบังคับใช้กฎหมายดังกล่าว หลักเกณฑ์ที่ใช้บังคับกับสัญญาซื้อคินหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ คือ หลักการปฏิบัติต่อสัญญาที่ยังไม่เสร็จสมบูรณ์ (Executory contract) หากสัญญาซื้อคินหลักทรัพย์ที่มีรูปแบบและโครงสร้างของนิติสัมพันธ์เป็นสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์จะถือว่าสัญญานั้นเป็นสัญญาที่ยังไม่เสร็จสมบูรณ์ กฎหมายจะยกเว้นการบังคับใช้มาตรการพักการชำระหนี้ต่อสัญญาซื้อคินหลักทรัพย์ แต่การดำเนินการตามหลักเกณฑ์สัญญาที่ยังไม่เสร็จสมบูรณ์นี้มีความล่าช้าซึ่งกระทบต่อความสามารถของสัญญาที่มีสภาพคล่องและความสามารถของตลาดในการบริหารจัดการเงินสด<sup>60</sup> แต่ถ้าสัญญาซื้อคินหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นการกู้ยืมที่มีหลักประกัน (Secured loan) จะส่งผลให้สัญญานั้นอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาในกรณีทั่วไป กล่าวคือ อยู่ภายใต้สถานะพักการชำระหนี้ ผลประโยชน์ในหลักทรัพย์จะเป็นทรัพย์สินในกองทรัพย์สิน คู่สัญญาถูกระงับการบังคับตามสิทธิเรียกร้องที่มีหลักประกันต่อทรัพย์สินในกองทรัพย์สิน ดังนั้น ผู้ซื้อหลักทรัพย์จึงไม่สามารถล้างฐานะสัญญาได้ ทั้ง ๆ ที่ผู้ขายหลักทรัพย์เป็นฝ่ายผิดนัด และได้รับความเสียหายอย่างไม่สามารถเยียวยาได้ (Irreparable harm)<sup>61</sup> ดังนั้น การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคินหลักทรัพย์จึงมีความแตกต่างและมีความไม่แน่นอนขึ้นอยู่กับลักษณะของธุรกรรมซื้อคินหลักทรัพย์ว่าจะถูกพิจารณาว่าเป็นสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ หรือสัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน<sup>62</sup>

<sup>59</sup> Ibid, p. 646.

<sup>60</sup> Gary Walters, "Repurchase agreement and the bankruptcy code: the need for legislative action," *Fordham Law Review*. p. 832.

<sup>61</sup> Ibid, pp. 833-834.

<sup>62</sup> Ibid, pp. 828-829.

ภายใต้ความสภาวะที่คลุมเครือและการตีความของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ทำให้สิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาแตกต่างกัน จากสภาพการณดังกล่าวจึงก่อให้เกิดปัญหาต่อตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาเนื่องจากการล้มละลายของคู่สัญญาในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จะทำให้สิทธิในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่แน่นอน และมีความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง โดยปัญหาดังกล่าวปรากฏเป็นกรณีศึกษาในปี ค.ศ. 1982 อันเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดการแก้ไขกฎหมายล้มละลายสหรัฐอเมริกาเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยเหตุการณ์ที่สำคัญที่เป็นปัจจัยเร่งให้มีการแก้ไขประมวลกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาเพื่อยกเว้นการบังคับใช้บทบัญญัติว่าด้วยสภาวะพักชำระหนี้ การห้ามใช้สิทธิบอกเลิกสัญญาด้วยเหตุล้มละลาย (Ipso facto clause) การเพิกถอนการโอน คือ การเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการของบริษัทผู้ค้าหลักทรัพย์ Lombard-Wall Incorporated

### (1) ข้อเท็จจริงกรณี Lombard-Wall Incorporated

ในวันที่ 12 กรกฎาคม ค.ศ. 1982) Lombard-Wall Incorporated ผู้ค้าหลักทรัพย์รัฐบาลขนาดเล็กได้ยื่นร้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลายเพื่อขอฟื้นฟูกิจการตาม Chapter 11 ต่อมาในวันที่ 17 กรกฎาคม ค.ศ. 1982 ศาลล้มละลายได้ตัดสินว่าสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถือเป็นสัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน ส่งผลให้สิทธิตามสัญญาอยู่ภายใต้สภาวะพักชำระหนี้ และศาลสั่งห้ามการขายหลักทรัพย์ภายใต้สัญญาซื้อคืนเพื่อบังคับชำระหนี้วันแต่จะได้รับการอนุมัติจากศาล<sup>63</sup> อย่างไรก็ตามแม้ว่าธนาคารสหรัฐนิวยอร์ก บริษัททวณิชธนกิจ และ the Investment Company Institute ได้ยื่นคำร้องและโต้แย้งคำตัดสินของศาลว่าจะทำให้เกิดความเสียหายต่อสภาพคล่องของตลาดสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ข้อจำกัดการบังคับชำระหนี้จากหลักทรัพย์ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้บรรดาเจ้าหนี้ซึ่งเป็นผู้ซื้อตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อยู่ในความเสี่ยงจากการไม่

<sup>63</sup> Lombard-Wall, Inc. v. Columbus Bank & Trust Co., No. 82 B 11556 (Bankr. S.D.N.Y. 1982).

สามารถล้างฐานะและบังคับชำระหนี้จากหลักทรัพย์ได้ทันทีที่ผู้ขายผิดนัด<sup>64</sup> อย่างไรก็ตาม ในเวลาต่อมา ศาลได้อนุมัติการขายหลักทรัพย์หลังจากการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย<sup>65</sup>

## (2) ปัญหาที่เกิดขึ้นต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จากการที่บริษัทที่เป็นคู่สัญญา ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย

การเข้าสู่กระบวนการล้มละลายของ Lombard-Wall Incorporated มีผลกระทบต่อตลาดพันธบัตรรัฐบาล แม้ก่อนการเข้าสู่กระบวนการล้มละลายจะมีข่าวลือเกี่ยวกับปัญหาทางสถานะทางการเงินของ Lombard-Wall Incorporated แล้ว และผู้มีส่วนร่วมในตลาดได้เตรียมการป้องกันความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น<sup>66</sup> แต่การล้มละลายของ Lombard-Wall Incorporated ยังคงส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk premium)<sup>67</sup> ในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์สูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ ด้วยผลของคำตัดสินของศาลล้มละลายที่ระงับการดำเนินการต่อหลักทรัพย์ที่อยู่ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของช่วงราคา และส่งสัญญาณในทางลบต่อตลาดจากการเพิ่มขึ้นของส่วนชดเชยความเสี่ยง<sup>68</sup>

หลังจากคำสั่งศาลในคดี Lombard-Wall Incorporated ธนาคารกลางสหรัฐกล่าวว่าถ้าสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถูกพิจารณาว่าเป็นสัญญากู้ยืมโดยมีหลักประกันจะสามารถทำให้เกิดผลกระทบในทางลบต่อความสามารถของธนาคารกลางในการดำเนินนโยบายทางการเงินเนื่องจากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง

CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>64</sup> Kenneth D. Garbade, "The evolution of repo contracting conventions in the 1980s," Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. p. 35.

<sup>65</sup> Ann Marie Whyte, "The impact of dealer failures on primary dealers and on the market for repurchase agreements," Review of Financial Economics 7, 1 (1988): p. 38.

<sup>66</sup> Kenneth D. Garbade, "The evolution of repo contracting conventions in the 1980s," Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. p. 35.

<sup>67</sup> ส่วนชดเชยความเสี่ยง คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเพิ่มเติมเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงหรือความไม่แน่นอนของผลตอบแทนจากการลงทุน หากการลงทุนมีความเสี่ยงสูงขึ้นก็จะต้องมีอัตราผลตอบแทนที่เป็นส่วนเพิ่มในการชดเชยความเสี่ยงสูง.

<sup>68</sup> Ann Marie Whyte, "The impact of dealer failures on primary dealers and on the market for repurchase agreements," Review of Financial Economics pp. 45-47.

สหรัฐฯ และจะเป็นการเพิ่มต้นทุนในการก่อหนี้สาธารณะของรัฐบาล และทำให้ต้นทุนทางการเงินของภาคเอกชนสูงขึ้นเนื่องจากกิจการที่ต้องการสภาพคล่องอาจไม่ประสงค์เข้าทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ เพราะขาดความเชื่อมั่นในสิทธิเหนือหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย<sup>69</sup>

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความสำคัญอย่างมากต่อการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ และสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานของตลาด และสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ของรัฐบาลเนื่องจากธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ใช้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพื่อการบริหารเงินทุนสำรองของธนาคารพาณิชย์ ปรับสภาพคล่องระยะสั้นของปริมาณเงินให้สอดคล้องกับสภาวะและทิศทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังมีความสำคัญต่อตลาดรองสำหรับหลักทรัพย์ของภาครัฐและการดำเนินงานของผู้ค้าหลักทรัพย์ที่เป็นผู้จัดจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล เพราะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้ตลาดพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มีการขยายตัวและมีสภาพคล่องมากขึ้น รวมถึงเป็นช่องทางการบริหารสภาพคล่องของภาคธุรกิจ รัฐบาลกลาง รัฐบาลท้องถิ่น และนักลงทุนทั่วไป หากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้รับความเชื่อมั่นแล้ว กลไกและการดำเนินการต่าง ๆ ข้างต้นจะมีความเสี่ยงสูงขึ้นและไม่มีประสิทธิภาพ<sup>70</sup> เช่นนี้ จึงมีความจำเป็นต้องลดและจำกัดความเสี่ยงที่ไม่พึงประสงค์และมีความเป็นไปได้จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์<sup>71</sup>

ปัญหาเกี่ยวกับสถานะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายล้มละลายในขณะนั้นส่งผลกระทบต่อตลาดสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ แม้จะไม่ปรากฏตัวเลขของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับผลกระทบ แต่ผู้สังเกตการณ์ตลาดเชื่อว่าปริมาณการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็ว เนื่องจากสถาบันการเงินปฏิเสธไม่เข้าทำสัญญา และอัตราดอกเบี้ยสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม หลังจากที่ศาลได้มีคำตัดสินเกี่ยวกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในคดี Lombard-Wall Incorporated แล้ว สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังคงถูกใช้ต่อไปในตลาด เนื่องจากผู้มีส่วนร่วมในตลาดมีความเชื่อมั่นว่ารัฐสภาสหรัฐฯ จะ

<sup>69</sup> Kenneth D. Garbade, "The evolution of repo contracting conventions in the 1980s," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. p. 36.

<sup>70</sup> Bankruptcy Law and Repurchase Agreement, Hearing before the Subcommittee on Monopolies and Commercial Law of the Committee on the Judiciary House of Representatives, 98th Congress, 2nd Session on H.R. 2852 and H.R. 3418, (Washington: U.S. Government Printing Office, 1984). pp. 17-19.

<sup>71</sup> *Ibid.*, p. 22.

ออกกฎหมายเพื่อแก้ไขปัญหาการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ความคลุมเครือต่อการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายล้มละลายจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพและพัฒนาการของตลาดสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงเป็นแรงผลักดันและทำให้ต้องแก้ไขกฎหมายล้มละลายเพื่อยกเว้นไม่ให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อยู่ภายใต้บังคับของมาตรการควบคุมทรัพย์สินภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ<sup>72</sup>

ในการนี้ หากไม่มีการแก้ไขกฎหมายล้มละลายเพื่อให้ความคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะทำให้เกิดสภาวะตึงเครียดในตลาด อัตราดอกเบี้ยในตลาดจะมีความผันผวนมากขึ้นเนื่องจากความสามารถคาดการณ์ได้ของการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามกฎหมายล้มละลาย นอกจากนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความซับซ้อนอื่นและมีความเกี่ยวข้องกับธุรกรรมอื่นในตลาดการเงิน การที่คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เข้าสู่กระบวนการล้มละลายและไม่สามารถปฏิบัติตามชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จะทำให้เกิดสภาวะที่ความสามารถชำระหนี้ของกิจการที่ล้มละลายทำให้อีกกิจการอื่นไม่สามารถชำระหนี้ต่อภาระผูกพันอื่นได้ ซึ่งจะเกิดเป็นลูกโซ่ในระบบการเงิน และสร้างความเสียหายอย่างรุนแรงต่อความมั่นคงของเสถียรภาพของระบบการเงินและการดำเนินนโยบายของธนาคารกลาง<sup>73</sup> และโดยที่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่องทางการเงิน ความไม่สามารถคาดหมายของสถานะในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาจะทำให้สัญญาที่มีความเสี่ยงสูงและไม่ปลอดภัย ทำให้ต้นทุนทางการเงินในการเข้าถึงสินเชื่อสูงขึ้น<sup>74</sup> นอกจากนี้ ความไม่สามารถคาดการณ์ได้ส่งผลให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดไม่มีแรงจูงใจในการใช้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพื่อบริหารสภาพคล่อง ทำให้ขาดเครื่องมือการบริหารสภาพคล่องที่มีประสิทธิภาพและการดำเนินนโยบายทางการเงินของธนาคารกลาง

### (3) กฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาที่ได้แก้ไขเพิ่มเติมเกี่ยวกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

ธนาคารกลางสหรัฐฯ สนับสนุนให้มีการบัญญัติกฎหมายเพื่อข้อยกเว้นการบังคับใช้มาตรการสภาวะพักชำระหนี้ต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และการเพิกถอนการโอนด้วยเหตุ

<sup>72</sup> Ibid., p. 19.

<sup>73</sup> Ibid., p. 26.

<sup>74</sup> Ibid., p. 24.

เป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ เพื่อคุ้มครองตลาดสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์จากการแทรกแซงที่ไม่จำเป็นจากมาตรการภายใต้กฎหมายล้มละลาย ถ้าสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ภายใต้สภาวะพักการชำระหนี้ ผลกระทบที่เป็นลูกโซ่การขาดสภาพคล่องหรือเงินทุนของผู้มีส่วนร่วมในตลาด สามารถแทรกแซงตลาดสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์และก่อให้เกิดปัญหาทั่วไป<sup>75</sup>

การแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายล้มละลายสำเร็จในกลางปี ค.ศ. 1984 รัฐสภาสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมาย the Bankruptcy Amendments and Federal Judgeship Act of 1984 ซึ่งมีบทบัญญัติเกี่ยวกับการบังคับใช้มาตรการสภาวะพักการชำระหนี้และการเพิกถอนการโอนกับสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ที่ซื้อขายหลักทรัพย์ 4 ประเภท ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล (Treasury) หลักทรัพย์ของหน่วยงานรัฐ (Federal agency securities) บัตรเงินฝาก (Bank certificates of deposit) และตั๋วเงินที่ธนาคารรับรอง (Bankers' acceptances)<sup>76</sup>

การแก้ไขกฎหมายล้มละลายทำให้ตลาดสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์บรรลุวัตถุประสงค์ของธนาคารกลาง เมื่อพิจารณาสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ระยะเวลา 1 วัน (Overnight) ที่ดำเนินการโดยตัวแทนผู้ค้าหลักทรัพย์รัฐบาลซึ่งเป็นกลไกสำคัญในการซื้อขายตราสารหนี้ของรัฐบาล ยังคงมีการซื้อขายเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่อเนื่อง และการให้สินเชื่อผ่านสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ได้ขยายตัวขึ้นมากซึ่งสอดคล้องกับหนี้ในพันธบัตรรัฐบาล แม้จะเกิดการหดตัวของตลาดซื้อขายหลักทรัพย์หลังจากเหตุการณ์ของ Lombard-Wall<sup>77</sup>

### 3.2 หลักเกณฑ์ของ International Institute for the Unification of Private Law

สถาบันระหว่างประเทศเพื่อสร้างเอกภาพให้แก่กฎหมายเอกชน (International Institute for the Unification of Private Law) หรือเรียกย่อว่ายูนิดริวท์ (UNIDROIT) เป็นองค์กรระหว่างประเทศที่ก่อตั้งขึ้นในปี ค.ศ. 1926 เป็นหน่วยงานหนึ่งขององค์การสันนิบาตชาติ (League of Nations) ซึ่งได้ยกเลิกไปตามการยกเลิกขององค์การสันนิบาตชาติ และต่อมาได้ก่อตั้งอีกครั้งในปี ค.ศ.

<sup>75</sup> Kenneth D. Garbade, "The evolution of repo contracting conventions in the 1980s," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. pp. 36-37.

<sup>76</sup> Ibid., p. 36.

<sup>77</sup> Ibid., p 37.

1940 ปัจจุบันมีสำนักงานตั้งอยู่ที่กรุงโรม ประเทศอิตาลี ณ ปี พ.ศ. 2560 มีภาคีสมาชิกทั้งสิ้น 63 ประเทศทั่วโลก<sup>78</sup>

วัตถุประสงค์ของการก่อตั้ง UNIDROIT คือ เพื่อดำเนินการปฏิรูปกฎหมายเอกชนของแต่ละประเทศให้เป็นอันหนึ่งอันเดียวกันและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยดำเนินการการศึกษา วิจัย และจัดทำร่างสนธิสัญญาระหว่างประเทศ กฎหมายแม่แบบ (Model law) หลักการ แนวทางในการจัดทำกฎหมายและสัญญา (Legal and Contractual Guides) รวมถึงการเผยแพร่ผลงานซึ่ง UNIDROIT เห็นว่าเป็นประโยชน์ และจัดเตรียมการประชุมที่เป็นกลางระหว่างรัฐต่าง ๆ เพื่อให้เกิดการตกลงร่วมกันระหว่างประเทศในการพิจารณาใช้กฎเกณฑ์ควบคุมดูแลความสัมพันธ์ระหว่างรัฐและความสัมพันธ์ระหว่างเอกชนกับรัฐโดยเน้นด้านเอกชนเป็นสำคัญ<sup>79</sup> สำหรับหลักการที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงินภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของ UNIDROIT ปรากฏตาม Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ซึ่งกำหนดถึงการบังคับใช้ของข้อกำหนด Close-out Netting ในสัญญาทางการเงิน ซึ่งรวมถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

### 3.2.1 หลักการตาม Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ของ UNIDROIT มุ่งหมายที่จะเสนอแนวทางในการบัญญัติกฎหมายภายในของรัฐในเรื่องที่เกี่ยวกับการชำระหนี้แบบ Close-out Netting โดยออกแบบมาเพื่อการปรับปรุงการใช้บังคับของ Close-out Netting โดยเฉพาะในการบังคับใช้แบบข้ามเขตอำนาจ (Cross-jurisdictional) เพื่อให้เกิดความมั่นคงแก่ระบบการค้าและกฎหมายล้มละลาย ส่งเสริมการบริหารและลดความเสี่ยงของสถาบันการเงิน<sup>80</sup>

<sup>78</sup> The International Institute for the Unification of Private Law, "The International Institute for the Unification of Private Law History and overview " [Online] 2016. Available from: <http://www.unidroit.org/about-unidroit/overview> [2016, November 13]

<sup>79</sup> Ibid.

<sup>80</sup> International Institute for the Unification of Private Law, Principles on the operation of close-out netting provisions, Available from: <http://www.unidroit.org/english/principles/netting/netting-principles2013-e.pdf>, p. 6.



สถาบันการเงิน และผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงินได้ใช้กลไกจำนวนมากที่ถูกออกแบบมาเพื่อลดโอกาสที่จะเกิดความเสียหายขึ้นกับตนเอง ในบรรดาเครื่องมือเหล่านั้น การจัดการหลักประกันและการใช้ข้อกำหนด Close-out Netting ถูกนำมาใช้เพื่อวัตถุประสงค์อย่างเดียวกัน คือ การจัดการกับความเสียหายของคู่สัญญาในกรณีที่คู่สัญญาอีกฝ่ายล้มละลาย โดยการแปลงมูลค่าของทรัพย์สินให้อยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ โดยกลไกนี้เป็นการลดความเสี่ยงอันเนื่องที่มาจากผิดนัดไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาของคู่สัญญา และความเสี่ยงจากสถานะตลาดซึ่งเกิดจากการผันผวนของมูลค่าหรือผลตอบแทนของตราสารในตลาด ซึ่งในทางปฏิบัติ เครื่องมือทั้งสองรูปแบบมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิดและใช้ร่วมกันเพื่อบริหารความเสี่ยงในตลาดการเงิน<sup>81</sup>

ข้อความคิดของการ Close-out Netting เป็นข้อความคิดใหม่ทางกฎหมายและยังไม่ได้มีการให้นิยามไว้โดยเฉพาะเจาะจง และมีที่มาจากแนวความคิดเรื่องการหักกลบลบหนี้ แต่แตกต่างจากการหักกลบลบหนี้ เพราะการหักกลบลบหนี้จะใช้ในกรณีที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายมีหนี้ประเภทเดียวกันและถึงกำหนดชำระแล้วเหมือนกัน แต่โดยกลไกของการชำระหนี้แบบ Close-out Netting ธุรกรรมทั้งหมดภายใต้สัญญาระหว่างคู่สัญญาจะถูกยกเลิก และให้ถือว่าธุรกรรมเหล่านั้นถึงกำหนดชำระทันที และคำนวณมูลค่าของธุรกรรม โดยมูลค่าของธุรกรรมจะถูกนำมารวมกันและหักทอนกันจนเหลือยอดหนี้สุทธิเพียงจำนวนเดียว (Single net payment) โดยยอดหนี้สุทธินี้เป็นยอดที่ต้องชำระและโดยทั่วไปจะถึงกำหนดชำระทันที<sup>82</sup>

ข้อกำหนด Close-out Netting ได้นำมาใช้อย่างกว้างขวางในตลาดการเงินภาคเอกชนโดยเฉพาะธนาคาร และในภาครัฐเช่นธนาคารกลาง และธนาคารเพื่อการพัฒนา โดยนำมาใช้กับธุรกรรมอนุพันธ์ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และธุรกรรมประเภทที่มีแนวโน้มว่าจะมีความเสี่ยงสูงด้านคู่สัญญาและความเสี่ยงด้านตลาด หน่วยงานกำกับดูแลได้ส่งเสริมการใช้ข้อกำหนด Close-out Netting ด้วยเหตุที่ว่าเป็นการส่งเสริมเสถียรภาพของระบบการเงิน ในกรณีที่คู่สัญญาที่เป็นผู้มีส่วนร่วมในตลาดผิดนัดไม่ปฏิบัติตามการชำระหนี้ตามสัญญา หากปราศจากการใช้บังคับข้อกำหนด Close-out Netting จะทำให้คู่สัญญาที่ไม่ได้ผิดสัญญาได้รับความเสียหายจากการไม่สามารถปฏิบัติตามการชำระหนี้ของคู่สัญญาอีกฝ่ายและความเสี่ยงจากการผันผวนของมูลค่าตราสารที่ยากต่อการ

<sup>81</sup> Ibid., p. 1.

<sup>82</sup> Ibid., pp. 1-2.

ประเมินและจัดการได้ ซึ่งในสถานการณ์ที่มีความเสี่ยงเช่นว่านั้นจะทวีความรุนแรงมากขึ้นหากมูลค่าตลาดของธุรกรรมเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว และเกิดความไม่แน่นอนอนที่จะส่งผลให้เกิดการปฏิเสธสัญญา (Repudiation) ในระหว่างที่มีการดำเนินกระบวนการล้มละลาย และก่อให้เกิดภาวะทางการเงินให้แก่คู่สัญญาดังกล่าวมากขึ้น และในสถานการณ์ที่เลวร้ายอาจนำไปสู่การล้มเหลวของผู้มีส่วนร่วมในตลาด และกระทบผู้มีส่วนรวมอื่น ๆ เป็นลูกโซ่<sup>83</sup>

### 3.2.1.1 ขอบเขตและเงื่อนไขการบังคับใช้ของหลักการ Close-Out Netting

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ได้ให้นิยามของ “ข้อกำหนด Close-out Netting” หมายถึง ข้อตกลงในสัญญาที่กำหนดว่าเมื่อเกิดเหตุการณ์ตามที่กำหนดไว้ที่เกี่ยวข้องกับคู่สัญญา จะให้ถือว่าหนี้ที่มีต่อคู่สัญญาอีกฝ่ายไม่ว่าหนี้นั้นจะถึงกำหนดหรือไม่ ให้มีการลดหรือแทนที่โดยหนี้สุทธิเพียงหนี้เดียว (Single net obligation) ไม่ว่าจะโดยการแปลงหนี้ใหม่ (Novation) การเลิกสัญญา หรือโดยวิธีการอื่นใด และแทนที่หนี้ด้วยมูลค่ารวมของหนี้ที่เกิดจากการหักทอนกัน ซึ่งจะดำเนินการโดยอัตโนมัติหรือโดยการเลือกของคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งก็ได้ และหนี้ที่เกิดจากการดำเนินการดังกล่าวนั้นจะเป็นหนี้ที่ต้องชำระโดยคู่สัญญา<sup>84</sup>

ข้อกำหนด Close-out Netting ถูกอธิบายถึงกระบวนการและผลลัพธ์ของกระบวนการคำนวณมูลค่าของธุรกรรมที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายเป็นหนี้ซึ่งกันและกัน กระบวนการดังกล่าวทำให้หนี้ค้างชำระทั้งหมดที่ถูกกำหนดมูลค่าและรวมมูลค่าทั้งหมด และคำนวณหักล้างหนี้กัน เพื่อให้เหลือหนี้ที่ต้องชำระเพียงยอดเดียว โดยหนี้นั้นจะเป็นของคู่สัญญาซึ่งมีสิทธิเรียกร้องในเงินที่น้อยกว่า (Out of the money) โดยต้องชำระให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายที่มีสิทธิเรียกร้องในเงินมากกว่า (in the money) หนี้สุทธินี้มักจะถึงกำหนดชำระทันทีหรือระยะเวลาสั้นหลังจากได้ดำเนินการหักล้างบัญชี<sup>85</sup> กระบวนการ Close-out Netting จะเกี่ยวข้องกับขั้นตอนหลายขั้นตอน ได้แก่ การเลิกธุรกรรมเพื่อให้ธุรกรรมมีหนี้ค้างอยู่ระหว่างคู่สัญญาสิ้นสุดลง การร่นกำหนดเวลาชำระหนี้โดยให้หนี้ถึงกำหนดและต้องชำระหนี้ทันที ณ วันที่คู่สัญญาตกลงกันก่อนระยะเวลาที่กำหนดในสัญญา

<sup>83</sup> Ibid., pp. 2-4.

<sup>84</sup> Principle 2 of Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions.

<sup>85</sup> International Institute for the Unification of Private Law, Principles on the operation of close-out netting provisions, p. 11.

การรวมธุรกรรม (Aggregation) ทั้งหมดเพื่อหามูลค่าของหนี้สุทธิและทำการหักกลบลบหนี้บรรดาหนี้ระหว่างคู่สัญญา และการกำหนดมูลค่า (Valuation) ของธุรกรรมที่ถึงกำหนดทั้งหมดเพื่อหามูลค่าที่ต้องชำระให้คู่สัญญาที่มีสิทธิเรียกร้องในเงินที่มากกว่า<sup>86</sup>

ข้อกำหนด Close-out Netting ควรสามารถมีผลบังคับใช้ระหว่างคู่สัญญา และต่อบุคคลที่สาม ในกรณีที่มีการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายกับคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง รวมถึงต่อเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ และบรรดาเจ้าหนี้ของลูกหนี้ที่ล้มละลาย การปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ควรบังคับตามข้อสัญญาที่คู่สัญญาตกลงกันทั้งก่อนและหลังเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย รัฐจึงไม่ควรจำกัดความมีผลใช้บังคับของการปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting โดยกำหนดกฎหมายไม่ว่าจะกฎหมายทั่วไปหรือกฎหมายเฉพาะเพื่อจำกัดการใช้บังคับ ทั้งนี้ ข้อกำหนด Close-out Netting ไม่ใช่หลักการที่ยกเว้นหลักการทั่วไปของกฎหมายล้มละลาย กฎเกณฑ์ทางกฎหมายที่จะไม่ใช้บังคับข้อกำหนด Close-out Netting ควรได้รับการพิจารณาอย่างรอบคอบ หลักเกณฑ์ที่จะกำหนดให้ Close-out Netting ไม่สามารถมีผลใช้บังคับต้องมืองค์ประกอบประการอื่นที่นอกเหนือจากข้อเท็จจริงที่ว่าคู่สัญญาได้ปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting เช่น การฉ้อฉลเจ้าหนี้<sup>87</sup>

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions มีขอบเขตความคุ้มครองการปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ทั้งการเกิดขึ้น และการมีผลใช้บังคับ เพื่อความมีประสิทธิภาพต่อบุคคลที่สาม และสามารถใช้บังคับได้ทั้งก่อนและหลังการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย อย่างไรก็ตาม หลักการนี้ไม่ได้ยกเว้นการบังคับใช้หลักกฎหมายทั่วไปต่อข้อกำหนด Close-out Netting เช่น การฉ้อฉล และไม่มีวัตถุประสงค์เข้าแทรกแซงหลักเกณฑ์ที่ใช้บังคับกับระบบกฎหมายล้มละลายของธนาคารหรือสถาบันการเงิน ซึ่งมีข้อกำหนดที่แตกต่างไปจากระบบกฎหมายล้มละลายที่ใช้จัดการกับการล้มละลายของกิจการทั่วไป<sup>88</sup> นอกจากนี้ ข้อกำหนด Close-out Netting จะไม่ใช่สามารถใช้บังคับได้หากมีการผิดคำรับรอง หรือ การฉ้อฉลที่จะทำให้เกิดความเสียหายต่อคู่สัญญา เจ้าหนี้ และกองทรัพย์สินที่ล้มละลาย<sup>89</sup>

<sup>86</sup> Ibid., p. 15.

<sup>87</sup> Ibid., pp. 48-49.

<sup>88</sup> Ibid., p. 49.

<sup>89</sup> Ibid., p. 51.

ขอบเขตการใช้บังคับของการบังคับใช้ Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions กำหนดในหลักการข้อ 1 กล่าวคือ หลักการ Close-Out Netting ใช้จัดการกับการปฏิบัติการ การเกิดขึ้น (Creation) ความมีอยู่ (Validity) ความสามารถบังคับได้ (Enforceability) และความมีประสิทธิภาพ (Effectiveness) ตามข้อกำหนด Close-out netting<sup>90</sup> และการบังคับใช้ของหลักการ Close-Out Netting มีขอบเขตอยู่บนนิติสัมพันธ์ระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่ายที่เป็น Eligible parties ในนิติสัมพันธ์ที่เป็น Eligible obligation โดย Eligible parties และ Eligible obligation สามารถพิจารณาได้ดังนี้

### (1) Eligible Party<sup>91</sup>

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ในหลักการที่ 3 (1) ได้ให้นิยามของ “Eligible party” หมายถึง บุคคล หรือองค์กร ที่ไม่ใช่บุคคลธรรมดาที่ดำเนินการเพื่อวัตถุประสงค์หลักในการส่วนตัว ครอบครัว หรือครัวเรือน และรวมถึงห้างหุ้นส่วนสามัญ สมาคมที่ไม่จดทะเบียน (Unincorporated association) หรือกลุ่มบุคคลอื่น ๆ (Body of persons)

นอกจากนี้ ในหลักการที่ 3 ได้กำหนดนิยามของ Eligible party ไว้ 2 ประเภท ได้แก่ Qualifying financial market participant และ Public authority โดยนิติสัมพันธ์ที่ได้รับความคุ้มครองต้องมีคู่สัญญาอย่างน้อยหนึ่งฝ่ายเป็น Qualifying financial market participant หรือ Public authority

Public authority หรือ หน่วยงานของรัฐ หมายถึง รัฐบาล (Governmental) องค์กรสาธารณะ (Public entity) ธนาคารกลาง ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (the Bank for International Settlements) ธนาคารเพื่อการพัฒนาระหว่าง

<sup>90</sup> Principle 1 (1) of Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions.

<sup>91</sup> Principle 3 (1) of Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions.

ประเทศ (the Multilateral Development Banks) กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (the International Monetary Fund) หรือองค์กรอื่นใดที่ดำเนินการคล้ายคลึงกัน (Similar entity)<sup>92</sup>

Qualifying financial market participant หรือ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน หมายถึงบุคคล ดังต่อไปนี้<sup>93</sup>

1. ธนาคาร บริษัทลงทุน ผู้มีวิชาชีพในการดูแลสภาพคล่องของตราสารการเงิน (Market maker) หรือสถาบันการเงิน ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลแบบ Prudential supervision

2. บริษัทประกันภัย หรือประกันภัยต่อ

3. ผู้ที่ประกอบธุรกิจหน่วยลงทุนในโครงการจัดการการลงทุน หรือ กองทุนรวม

4. ตัวแทนคู่สัญญา หรือระบบการชำระเงิน ระบบการประมวลผลการซื้อขายและหักบัญชี (Clearing) ระบบชำระดุล (Settlement) และผู้ดำเนินการในระบบดังกล่าว ซึ่งอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์หรือการกำกับดูแลแบบ Prudential supervision

5. กิจการ หรือองค์กรที่ถูกกำกับดูแลในฐานะที่เป็นผู้เกี่ยวข้องที่มีความสำคัญในตลาดของประเทศนั้น ซึ่งมีนิติสัมพันธ์ที่เกิดจาก Eligible obligations ทั้งนี้ หลักเกณฑ์ของการเป็นผู้มีส่วนร่วมที่มีความสำคัญในตลาดเป็นไปตามแต่ละประเทศกำหนด

แนวความคิดและเหตุผลการให้ความคุ้มครองเกี่ยวกับ Eligible parties ประเภท Qualifying financial market participants นี้จะคำนึงถึงลักษณะคู่สัญญาว่ามีความสามารถก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบได้หากไม่สามารถบังคับใช้ข้อกำหนด Close-out netting และ Eligible parties ประเภท Public authorities เป็นประเภทของคู่สัญญาที่คำนึงถึงกระทบต่อประโยชน์สาธารณะ และความเสี่ยงต่อระบบที่เกิดจากความไม่สามารถใช้บังคับข้อกำหนด close-out netting ได้<sup>94</sup> ทั้งนี้ หลักการยินยอมให้รัฐที่นำหลักการไปใช้บังคับสามารถกำหนด Qualifying financial market participant ได้นอกเหนือจากคำนิยาม เช่น คู่สัญญาที่มี

<sup>92</sup> Principle 3 (3) of Principles on the operation of close-out netting provisions.

<sup>93</sup> Principle 3 (2) of Principles on the operation of close-out netting provisions.

<sup>94</sup> International Institute for the Unification of Private Law, Principles on the operation of close-out netting provisions, pp. 20-21.

ความเชื่อมโยงกับตลาดและใช้ข้อกำหนด close-out netting ในทำนองเดียวกันกับองค์กรการเงิน และสามารถก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบในทำนองเดียวกัน<sup>95</sup>

## (2) Eligible Obligation<sup>96</sup>

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ในหลักการที่ 4 ได้ให้นิยามของ “Eligible obligation” หมายถึง หนี้ระหว่าง Eligible party ที่อย่างน้อยหนึ่งฝ่ายเป็นหน่วยงานรัฐ (Public authority) หรือ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน (Qualifying financial market participant) ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้

### (2.1) หนี้ที่เกิดขึ้นตามสัญญาดังต่อไปนี้

(2.1.1) ตราสารอนุพันธ์ เช่น ฟอว์เวิร์ด ฟิวเจอร์ ออปชั่น สวอป สัญญาสำหรับผลของส่วนต่าง และสัญญาประเภทอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการอ้างอิงสินทรัพย์หรือมูลค่าของสินทรัพย์

(2.1.2) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ สัญญายืมหลักทรัพย์ และธุรกรรมอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับการจัดการแหล่งเงินทุนด้วยหลักทรัพย์ (Securities financing transaction) ซึ่งธุรกรรมนั้นเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ตราสารในตลาดการเงิน หน่วยลงทุนในโครงการจัดการการลงทุน (Collective investment) หรือ กองทุนรวม (Investment fund)

(2.1.3) ข้อตกลงในการโอนสิทธิในหลักประกันที่เกี่ยวข้องกับ Eligible party

(2.1.4) สัญญาซื้อ ขาย หรือส่งมอบหลักทรัพย์ ตราสารทางการเงิน หน่วยลงทุนในโครงการจัดการการลงทุนหรือกองทุนรวม เงินตราไม่ว่าในสกุลเงินประเทศหรือสหภาพการเงินใด ๆ รวมถึง ทอง แร่เงิน (Silver) ทองคำขาว (Platinum) พาลาเดียม (Palladium) หรือโลหะมีค่าอย่างอื่น

(2.2) หนี้ของ Eligible party ไม่ว่าในฐานะลูกหนี้ขั้นต้นหรือผู้ค้าประกันในการปฏิบัติการชำระหนี้ของบุคคลอื่นซึ่งเป็น Eligible obligation ภายใต้ข้อ (2.1)

<sup>95</sup> Ibid., pp. 22-23.

<sup>96</sup> Principle 4 of Principles on the operation of close-out netting provisions.

(2.3) ยอดหนี้สุทธิที่กำหนดขึ้นภายใต้ข้อกำหนด Close-out netting ระหว่างคู่สัญญาเดียวกันในหน้าที่เกี่ยวข้องกับสัญญาตามข้อ (2.1) และ (2.2)

แนวความคิดในการคุ้มครอง Eligible party ตามหลักการ Close-Out Netting ของ UNIDROIT เป็นการคุ้มครองหนี้หรือสัญญาที่มีลักษณะ 3 ประการ คือ<sup>97</sup>

1. ความผูกพันแบบเดี่ยว (Single relationship) สัญญาที่ถูกทำขึ้นระหว่างคู่สัญญาในแต่ละธุรกรรมจะอยู่ภายใต้สัญญาเดียวระหว่างคู่สัญญา เช่น ธุรกรรมตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นบนความเข้าใจว่าสิทธิและหน้าที่ระหว่างกัน (ซึ่งแต่ละธุรกรรมก็จะมีผลผูกพันตามกฎหมาย) ภายใต้ธุรกรรมนั้นไม่อาจแบ่งแยกหรือพิจารณาแยกต่างหากจากกันในกรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งล้มละลาย โดย Single relationship มักใช้จัดการกับธุรกรรมหลายธุรกรรมที่อยู่ในการจัดการแบบร่วมกัน เหตุผลสำคัญของการดำเนินการแบบ Single relationship เพื่อประสิทธิภาพสำหรับคู่สัญญาในการตรวจสอบและบริหารความเสี่ยงระหว่างคู่สัญญาบนพื้นฐานการประเมินแบบทั้งหมดของธุรกรรมทั้งหมดระหว่างคู่สัญญา

2. มูลค่าเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ความผันผวนของมูลค่าของธุรกรรมทางการเงินบางประเภทมีความผันผวน เช่นนี้ คู่สัญญาต้องพิจารณาถึงสถานะตลาดและความเสี่ยงด้านเครดิตที่ยากต่อการจัดการหากไม่ให้เกิดธุรกรรมนั้นเพื่อที่จะกำหนดมูลค่าของธุรกรรมและเพื่อการป้องกันความเสี่ยงซ้ำ (Re-hedge) ในบัญชีของตนเอง ความรวดเร็วและการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยยะสำคัญในมูลค่าของสัญญาซึ่งอาจแพร่กระจายความเสี่ยงของคู่สัญญาที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ไปยังคู่สัญญา

3. สัญญาที่มีความเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงต่อระบบ กล่าวคือการให้ความคุ้มครองเป็นไปเพื่อป้องกันความเสี่ยงต่อระบบ ดังนั้น สัญญาที่ได้รับความคุ้มครองจึงต้องมีลักษณะและความเป็นไปได้จะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบหากไม่ได้รับชำระหนี้จากลูกหนี้เมื่อลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

ขอบเขตการบังคับใช้หลักการ Close-Out Netting ของ UNIDROIT เป็นการบังคับใช้กับ Eligible obligation ที่คู่สัญญาอย่างน้อยฝ่ายหนึ่งต้องเป็น Public authority หรือ Qualifying financial market participant อย่างไรก็ตาม หลักการ Close-out

<sup>97</sup> International Institute for the Unification of Private Law, Principles on the operation of close-out netting provisions, pp. 26-28.

Netting ของ UNIDROIT ยินยอมให้รัฐที่นำหลักการนี้ไปปรับใช้เป็นกฎหมายภายใน และกำหนดขอบเขตการใช้บังคับหลักการ Close-out Netting ที่นอกเหนือจากที่กำหนดในหลักการนี้ โดยปัจจัยที่ต้องคำนึงถึง ได้แก่ ความสำคัญของการคุ้มครองเพื่อป้องกันความเสี่ยงต่อระบบและกลไกการทำงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดที่ได้ใช้ข้อกำหนด Close-out Netting เป็นเครื่องมือจัดการกับความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ของคู่สัญญา ความสัมพันธ์ระหว่างการ Close-out Netting และบุริมสิทธิภายใต้กระบวนการล้มละลาย ความต้องการความสามารถคาดหมายได้และความแน่นอนในธุรกรรมทางการค้า และวัตถุประสงค์ในการกำหนดขอบเขตการบังคับใช้เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ตามที่กำหนดในหลักการ<sup>98</sup>

### 3.2.1.2 หลักการปฏิบัติการตามข้อกำหนดการ Close-Out Netting

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ได้กำหนดหลักการปฏิบัติต่อข้อสัญญาการ Close-Out Netting ทั้งในกรณีทั่วไปในหลักการที่ 6 (การปฏิบัติการของข้อกำหนด Close-out netting ในกรณีทั่วไป) และกรณีกระบวนการล้มละลายในหลักการ 7 (การปฏิบัติการของข้อกำหนด Close-out netting ในกระบวนการล้มละลาย)

#### (1) การปฏิบัติการตามข้อกำหนดการ Close-Out Netting ในกรณีทั่วไป

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions เสนอให้รัฐต้องมีกฎหมายที่มีมาตรการที่ทำให้เกิดความเชื่อมั่นว่าข้อสัญญาการ Close-out Netting จะมีผลใช้บังคับได้ตามกฎหมาย<sup>99</sup> เนื่องจากแนวความคิดเรื่องการ Close-Out Netting มีความใหม่และยังไม่มีผลใช้บังคับในหลายประเทศ หลักเกณฑ์ของการชำระหนี้ด้วยวิธี Close-out Netting จะแตกต่างจากหลักเกณฑ์การหักกลบลบหนี้ในทางแพ่ง ซึ่งหากเกิดข้อพิพาทขึ้นในการพิจารณาของศาลอาจเป็นผลให้ศาลไม่รับรองการ Close-out Netting ดังนั้น แต่ละประเทศจึงควร

<sup>98</sup> Ibid., p. 9.

<sup>99</sup> Principle 6 (1) of Principles on the operation of close-out netting provisions.



บัญญัติกฎหมายเพื่อรองรับการชำระหนี้ด้วยวิธี Close-out Netting ไว้เป็นการเฉพาะ เพื่อให้สามารถดำเนินการชำระหนี้ด้วยวิธี Close-out Netting ได้<sup>100</sup>

## (2) การปฏิบัติการตามข้อกำหนดการ Close-Out Netting ในกรณีล้มละลาย

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ให้ความหมายของกระบวนการล้มละลาย หมายถึง กระบวนการรวบรวมทรัพย์สินที่ดำเนินการโดยอำนาจศาลหรืออำนาจทางปกครอง ซึ่งรวมถึงกระบวนการชั่วคราว ซึ่งทรัพย์สินและกิจการของลูกหนี้จะอยู่ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลโดยศาลหรือหน่วยงานของรัฐที่มีอำนาจอื่น เพื่อวัตถุประสงค์ในการชำระบัญชีหรือฟื้นฟูกิจการ ซึ่งเป็นความหมายที่อ้างอิงจากคำนิยามจากข้อ 1(h) ของ the Geneva Securities Convention<sup>101</sup> ดังนั้น หลักการนี้จึงใช้บังคับกับการปฏิบัติข้อกำหนด Close-Out Netting ภายใต้กระบวนการล้มละลาย และกระบวนการฟื้นฟูกิจการ

ข้อกำหนด Close-out Netting เป็นกลไกในการลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญาและความเสี่ยงต่อระบบ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายต่อคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่ง เพื่อให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลายในการรวบรวมทรัพย์สินของบุคคลล้มละลายให้มีมูลค่ามากที่สุด และวัตถุประสงค์ของการ Close-Out Netting ที่ต้องการลดความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน หลักการ Close-Out Netting ของ UNIDROIT เสนอให้รัฐต้องทำให้มั่นใจว่าเมื่อมีการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายหรือในบริบทของการชำระบัญชีที่เกี่ยวข้องกับคู่สัญญาที่ใช้ข้อกำหนด Close-out Netting กฎหมายของรัฐที่เกี่ยวข้องจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ดังนี้<sup>102</sup>

1. การปฏิบัติการตามข้อกำหนด Close-out Netting จะต้องไม่อยู่ภายใต้สภาวะพักการชำระหนี้ (Stay)

<sup>100</sup> International Institute for the Unification of Private Law, Principles on the operation of close-out netting provisions, pp. 49-55.

<sup>101</sup> Ibid., p. 52.

<sup>102</sup> Principle 7 (1) of Principles on the operation of close-out netting provisions.

2. ผู้ชำระบัญชีหรือศาลจะต้องไม่มีสิทธิเลือกรับหรือปฏิเสธหนี้ที่เกิดจากการปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting

3. การปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ไม่ควรถูกตีความหรือถูกเพิกถอนด้วยเหตุของการปฏิบัติไม่สอดคล้องกับหลักการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกันต่อเจ้าหนี้

4. การปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting หรือหนี้ที่เกิดจากการคำนวณตามข้อกำหนด Close-out Netting จะไม่ตกอยู่ภายใต้การเพิกถอนด้วยเหตุที่ว่าได้ดำเนินการใช้สิทธิหรือหนี้ที่เกิดจากการ Close-out Netting ถึงกำหนดชำระในช่วงระยะเวลาตั้งข้อสงสัยก่อนการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย

อย่างไรก็ดี หลักกฎหมายล้มละลายซึ่งเป็นกฎหมายพื้นฐานในการรักษามูลค่าของทรัพย์สิน การจัดสรรชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ และเป็นประกันว่าเจ้าหนี้จะได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน ซึ่งมีการกำหนดมาตรการลำดับชั้นของหนี้ มาตรการปฏิเสธสิทธิตามสัญญาที่มีภาระ และการเพิกถอนสัญญา เช่นนี้ หากการปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ถูกแซงแทรกจากมาตรการตามกระบวนการล้มละลายดังกล่าว ย่อมทำให้คุณลักษณะสำคัญของข้อกำหนด Close-out Netting ไม่สามารถบังคับได้อย่างสมบูรณ์และไร้ประโยชน์ และทำให้คุณค่าของข้อกำหนด Close-out Netting ถูกทำลายลง<sup>103</sup>

การปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting มักจะเกิดขึ้นก่อนการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายไม่นาน หรือเกิดขึ้น ณ วันที่เริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย ซึ่งการดำเนินการดังกล่าวจะเข้าเงื่อนไขการเพิกถอนและอาจไม่สามารถใช้ได้อย่างสมบูรณ์ภายใต้กระบวนการล้มละลาย ดังนั้น หลักการ Close-Out Netting จึงกำหนดให้การปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ไม่ควรถูกตีความว่าเป็นการกระทำที่ไม่สอดคล้องกับหลักการปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน ทั้งนี้ การจะกำหนดให้การปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ไม่สามารถบังคับได้ต้องมีองค์ประกอบที่มากกว่าการปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ในช่วงที่ลูกหนี้ที่ลูกหนี้ใกล้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือเข้าสู่กระบวนการล้มละลายแต่เพียงอย่างเดียว<sup>104</sup>

<sup>103</sup> International Institute for the Unification of Private Law, Principles on the operation of close-out netting provisions, p. 52.

<sup>104</sup> Ibid., pp. 58-59.

กฎหมายล้มละลายกำหนดมาตรการเพิกถอนนิติกรรมเพื่อเพิ่มมูลค่าของกองทรัพย์สินของลูกค้าหนี้ และป้องกันไม่ให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น แต่การใช้มาตรการเพิกถอนจะทำให้การ Close-out Netting ที่กระทำขึ้นในช่วงระยะเวลาสั้นนิชฐานการเพิกถอนการกระทำที่ก่อนเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายไม่สามารถใช้บังคับได้ โดยทั่วไปแล้ว การ Close-out Netting มักจะเกิดขึ้นจากการเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย เช่นนี้ จึงควรกำหนดให้การปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting การคำนวณมูลค่าหนี้สุทธิ และหนี้ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting<sup>105</sup> รวมถึงหนี้สุทธิที่เกิดจากการคำนวณมูลค่าสุทธิของธุรกรรมจะได้อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การเพิกถอน หรือจะต้องไม่ถูกเพิกถอนด้วยเหตุเพียงแค่อันเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาตั้งข้อสันนิษฐานการเพิกถอนการโอน<sup>106</sup>

เหตุผลและความจำเป็นของการคุ้มครองการมีผลใช้บังคับของข้อกำหนด Close-out Netting ในกระบวนการล้มละลาย คือ เมื่อเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้เพิกถอนการปฏิบัติการชำระหนี้ คู่สัญญาของลูกค้าหนี้ที่ล้มละลายจะต้องชำระหนี้ ในขณะที่เจ้าพนักงานในคดีล้มละลายไม่ต้องชำระหนี้ ผลที่ตามมาจะก่อให้เกิดสถานะที่ลูกหนี้ในคดีล้มละลายแพร่กระจายความเสี่ยงจากการไม่สามารถปฏิบัติการชำระหนี้ได้ และการเพิกถอนการชำระหนี้ที่ปฏิบัติการไปแล้วจะเป็นการเพิ่มความเสียหายแก่คู่สัญญาที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ให้แก่คู่สัญญาของลูกค้าหนี้ที่ล้มละลายโดยไม่มีเหตุอันสมควร<sup>107</sup>

Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ยินยอมให้สามารถจำกัดการมีผลใช้บังคับของข้อกำหนด Close-out Netting ได้ แต่ทั้งนี้ Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ไม่ได้ระบุตัวอย่างของของปัจจัยที่ยินยอมให้มีการจำกัดการใช้บังคับข้อกำหนด Close-out Netting ไว้อย่างละเอียด โดยเพียงแต่ได้ยกตัวอย่าง เช่น การรับรู้ว่าการล้มละลายที่ดำเนินการอยู่ ณ เวลาที่ปฏิบัติการตามข้อกำหนด Close-out Netting บุริมสิทธิในการรับชำระหนี้ หรือการฉ้อฉลเจ้าหนี้<sup>108</sup>

<sup>105</sup> Ibid., p. 59.

<sup>106</sup> Ibid., p. 60.

<sup>107</sup> Ibid., pp. 60-61.

<sup>108</sup> Ibid., p. 62.

### 3.2.2 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักการ Close-Out Netting

หลักการ Close-out Netting ของ UNIDROIT ไม่ได้กำหนดหลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไว้เป็นการเฉพาะ แต่ได้คุ้มครองการบังคับใช้ข้อกำหนด Close-out Netting ที่ถูกกำหนดขึ้นภายใต้ Eligible Obligation ซึ่งสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถือเป็น Eligible Obligation ตามหลักการ Close-out Netting ของ UNIDROIT เช่นนี้ ข้อกำหนด Close-out Netting จะต้องไม่ถูกยกเลิกเพิกถอนภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ ใดๆก็ตาม หลักการ Close-out Netting ของ UNIDROIT ได้กำหนดให้กฎหมายล้มละลายสามารถกำหนดหลักเกณฑ์การเพิกถอนการปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting ได้ หากว่าคู่สัญญากระทำการฉ้อโกง หรือการกระทำที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ ซึ่งต้องมีปัจจัยและข้อเท็จจริงที่มากกว่าข้อเท็จจริงที่ว่าคู่สัญญาได้ดำเนินการตามข้อกำหนด Close-out Netting

### 3.3 หลักเกณฑ์ตามกฎหมายของสหภาพยุโรป

สหภาพยุโรป (European Union หรือ EU) เป็นองค์กรระหว่างประเทศของประเทศในทวีปยุโรป มีจุดกำเนิดขึ้นจากประชาคมถ่านหินและเหล็กกล้าแห่งยุโรป (The European Coal and Steel Community) ประชาคมเศรษฐกิจยุโรป (European Economic Community) และประชาคมพลังงานปรมาณูแห่งยุโรป (The European Atomic Energy Community) ตามลำดับ และได้ลงนามสนธิสัญญาจัดตั้งเป็นสหภาพยุโรปตามสนธิสัญญามาสทริชท์ (The Maastricht Treaty) ใน พ.ศ. 2534 และต่อมาได้เปลี่ยนสถานะภาพจากประชาคมยุโรปเป็นสหภาพยุโรปในปี พ.ศ. 2538<sup>109</sup>

สหภาพยุโรปมีวัตถุประสงค์เพื่อการบูรณาการการรวมตัวกันทางเศรษฐกิจ และความร่วมมือกันระหว่างรัฐสมาชิก โดยสนับสนุนและขยายความร่วมมือระหว่างประเทศในด้านเศรษฐกิจ การค้า สังคม นโยบาย การต่างประเทศ ความมั่นคง และความยุติธรรม และทำให้สหภาพยุโรปเป็นสหภาพ

<sup>109</sup> อภิญา เลื่อนฉวี, กฎหมายสหภาพยุโรป, พิมพ์ครั้งที่ 1 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2548), หน้า 11-12.

เศรษฐกิจและการเงิน (European and Money Union) โดยการกำหนดให้ใช้สกุลเงินเดียวกันคือ เงินยูโร (Euro) สหภาพยุโรปมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งในเวทีระหว่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นด้าน การเมือง การค้า และกิจการระหว่างประเทศ ในด้านกฎหมาย ประเทศไทยได้รับเอาหลักการทาง กฎหมายที่มีอยู่และพัฒนาจากระบบกฎหมายสหภาพยุโรป เช่น การสันสิทธิในทรัพย์สินทาง ปัญญา และการแข่งขันการค้าที่เป็นธรรม เป็นต้น

กฎหมายของสหภาพยุโรปมีที่มำดังต่อไปนี้<sup>110</sup>

1. กฎหมายหลัก (Primary legislation) ได้แก่ สนธิสัญญาจัดตั้งสหภาพยุโรป
2. ความตกลงระหว่างประเทศของสหภาพยุโรป
3. กฎหมายลำดับรอง (Secondary) ได้แก่
  - 3.1 ระเบียบข้อบังคับ (Regulation) ใช้บังคับกับสมาชิกรัฐทั้งปวงโดยไม่ต้องผ่านความเห็นชอบจากรัฐสมาชิก หากกฎหมายภายในของรัฐสมาชิกมีบทบัญญัติของกฎหมายที่ขัดหรือแย้งกับ Regulation นี้ กฎหมายภายในจะใช้บังคับไม่ได้ Regulation ให้ใช้บังคับโดยตรง และทันทีหลังจากที่ได้ประกาศในจุลสารทางการ (Official Journal) ของสหภาพยุโรปแล้ว
  - 3.2 ข้อกำหนด (Directive) เป็นการกำหนดแนวทางปฏิบัติให้แก่รัฐสมาชิกในการที่จะนำไปบัญญัติหรือแก้ไขกฎหมายภายในรัฐให้สอดคล้องกับ Directive ของสหภาพยุโรป หากรัฐสมาชิกไม่ดำเนินการตาม Directive ที่กำหนดไว้ หากคณะกรรมการยุโรปซึ่งทำหน้าที่ควบคุมรัฐสมาชิกให้ปฏิบัติตามกฎระเบียบของสหภาพยุโรปได้ตักเตือนรัฐสมาชิกรัฐนั้นแล้ว และรัฐสมาชิกยังคงไม่ปฏิบัติตามอาจถูกดำเนินคดีต่อศาลยุติธรรมแห่งสหภาพยุโรปได้ Directive นี้มีผลบังคับเป็นการทั่วไปและมีผลผูกพันเฉพาะรัฐสมาชิกที่ Directive ระบุถึง โดยรัฐสมาชิกอาจใช้วิธีการเพื่อให้เกิดผลตาม Directive ในรูปแบบต่าง ๆ
  - 3.3 คำสั่ง (Decision) เป็นข้อบังคับที่ใช้บังคับแก่รัฐบาลของรัฐสมาชิก บริษัท หรือองค์กรเอกชน และผูกพันเฉพาะปัจเจกชนที่ระบุใน Decision เท่านั้น
  - 3.4 คำแนะนำ (Recommendation) หรือ ความเห็น (Opinion) ไม่มีผลผูกพันสถาบันหรือปัจเจกชน กล่าวคือ ไม่มีสภาพบังคับ
4. กฎหมายที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร (Unwritten law) ซึ่งประกอบด้วยหลักกฎหมายทั่วไป แนวจารีตประเพณี
5. อนุสัญญาระหว่างรัฐสมาชิก

<sup>110</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 84.

กฎเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงินในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของสหภาพยุโรปสามารถพิจารณาพิจารณาจากหลักเกณฑ์ 2 หลักเกณฑ์ประกอบกัน ได้แก่ Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ซึ่งเป็นข้อกำหนดที่กำหนดแนวทางการดำเนินการต่อการชำระเงินและการชำระดุลหลักทรัพย์ และ Council Regulation (EC) No 1346/2000 of 29 May 2000 on insolvency proceedings ซึ่งเป็นระเบียบข้อบังคับที่กำหนดหลักเกณฑ์การดำเนินกระบวนการล้มละลายในรัฐสมาชิก

### 3.3.1 กฎเกณฑ์ตาม Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems

สำหรับการดำเนินการต่อสัญญาทางการเงินสามารถพิจารณาได้ตามข้อบังคับว่าด้วยผลสิ้นสุดของการชำระดุลในระบบการชำระเงินและการชำระดุลหลักทรัพย์ ที่ 98/26/EC ของรัฐสภายุโรปและสภายุโรป ลงวันที่ 19 พฤษภาคม 2541 (Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems) ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดย Directive 2009/44/EC of the European Parliament And of the Council ลงวันที่ 6 พฤษภาคม พ.ศ. 2552

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems มีวัตถุประสงค์เพื่อลดความเสี่ยงที่เป็นระบบที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนร่วมในระบบการชำระเงินและการชำระดุลหลักทรัพย์ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งความเสี่ยงที่เชื่อมโยงกับการล้มละลายของผู้มีส่วนร่วมในระบบเช่นว่านั้น ข้อกำหนดนี้บังคับใช้กับการชำระเงินและการชำระดุลหลักทรัพย์ ตลอดจนผู้มีส่วนร่วมในระบบดังกล่าว และหลักประกันที่เป็นหลักทรัพย์ (Collateral security) ที่ให้ไว้อันเกี่ยวเนื่องกับผู้มีส่วนร่วมในระบบหรือการดำเนินของธนาคารกลาง นอกจากนี้ ข้อกำหนดนี้กำหนดให้คำสั่งโอนจะไม่อาจถูกเพิกถอนได้ กล่าวคือ คำสั่งโอนของผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (Financial products) เป็นสิทธิตามสัญญาที่สามารถใช้บังคับได้ และยังสามารถใช้ได้แม้ว่าผู้มีส่วนร่วมตกอยู่ภายใต้กระบวนการล้มละลายตราบเท่าที่คำสั่งโอนได้ดำเนินการอยู่ก่อนการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายและใช้บังคับได้ต่อไปจนถึงระยะเวลา 24 ชั่วโมงภายหลังจากนั้น เพื่อให้ครอบคลุมสถานการณ์ที่ธุรกรรมได้ถูกทำขึ้นในเวลาที่ยังไม่ได้ทำการบันทึกบันทึกรายการ เช่น ธุรกรรมข้ามคืน (Overnight) หลักการประการต่อมา คือ การสร้างความเป็นหนึ่งเดียวของกฎเกณฑ์ กล่าวคือ ข้อกำหนดนี้มุ่งสร้างความเชื่อมั่นให้การรวมกฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับกับการชำระดุลหลายฝ่าย (multiple

settlement) และระบบการชำระเงิน เพื่อหลีกเลี่ยงข้อยุ่งยากที่เกิดจากการที่กฎเกณฑ์ไม่สอดคล้องกัน และหลักการสำคัญประการสุดท้าย คือ เพื่อประกันสิทธิในกระบวนการล้มละลาย โดยการมีอยู่ของกระบวนการล้มละลายต่อผู้มีส่วนร่วมในระบบจะไม่มีผลย้อนหลังไปกระทบต่อสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนร่วมอื่น ๆ รวมถึงจะไม่เข้าไปเกี่ยวข้องกับทำให้หลักประกันทางการเงินตามธรรมเนียมปกติที่เกิดขึ้นในธุรกรรม<sup>111</sup>

### 3.3.1.1 แนวคิดต่อการดำเนินการของ Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ให้ความสำคัญของความเสถียรต่อระบบที่เกิดจากระบบการชำระเงินที่ปฏิบัติการบนพื้นฐานความหลากหลายของกฎหมายในการชำระหนี้แบบหักบัญชี (Payment netting) โดยเฉพาะอย่างยิ่งการชำระหนี้แบบหักบัญชีหลายฝ่าย (Multilateral netting) และการลดความเสี่ยงทางกฎหมายที่มีส่วนเกี่ยวข้องในระบบการชำระเงินที่ชำระดุลและหักบัญชีแบบมีผลสมบูรณ์ทันที แยกความเสี่ยงแบบระบบ (Real time gross settlement) จึงมีความจำเป็นต้องพัฒนาระบบการชำระเงินให้สอดคล้องกับแนวคิดการปัจจุบัน<sup>112</sup> และเป็นเรื่องสำคัญที่สุดที่จะต้องลดความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการมีส่วนร่วมในระบบการชำระดุลหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดระหว่างระบบการชำระดุลหลักทรัพย์และระบบการชำระเงิน<sup>113</sup> ข้อกำหนดนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความปลอดภัยและต้นทุนการปฏิบัติการที่มีประสิทธิภาพของระบบการชำระเงินข้ามชาติ และการชำระดุลหลักทรัพย์ทรัพย์สินในสหภาพยุโรป ซึ่งเป็นการสนับสนุนให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีในตลาด และสร้างความสมบูรณ์ในตลาดภายใน โดยเฉพาะการก้าวสู่การเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีภาพตามมุมมองของสหภาพเศรษฐกิจและการเงิน (Economic and monetary union)<sup>114</sup>

<sup>111</sup> EUR-Lex, "Settlement finality in payment and securities settlement systems," [Online]. Available from: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV%3A124039> [2016, December 12]

<sup>112</sup> Recital 1 of Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems.

<sup>113</sup> Ibid., Recital 2.

<sup>114</sup> Ibid., Recital 3.

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems มุ่งหมายการใช้บังคับที่ครอบคลุมการชำระเงินและระบบการชำระเงินในการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งที่อยู่ภายในประเทศและธุรกรรมข้ามชาติ และใช้บังคับใช้กับระบบของสหภาพยุโรป และหลักประกันที่เป็นหลักทรัพย์ของสมาชิกที่เกี่ยวข้องกับระบบเหล่านั้น<sup>115</sup>

ความสำเร็จสมบูรณ์ของการชำระดุลและการมีผลใช้บังคับของหลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกันมีความสำคัญต่อการลดความเสี่ยงที่เป็นระบบ โดยที่หลักประกันที่เป็นหลักทรัพย์มุ่งหมายถึงหลักทรัพย์ที่ผู้มีส่วนร่วมได้ให้ไว้แก่ผู้มีส่วนร่วมฝ่ายอื่นในระบบการชำระเงินหรือการชำระดุลหลักทรัพย์ เพื่อเป็นหลักประกันสิทธิและหน้าที่เกี่ยวข้องกับระบบ รวมไปถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ สิทธิยึดหวงตามกฎหมาย (Statutory liens) การโอนด้วยความไวเนื้อเชื่อใจ (Fiduciary transfers) นอกจากนี้ ข้อกำหนดนี้ยังครอบคลุมไปถึงหลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกันอันเกี่ยวการดำเนินงานของธนาคารกลางของรัฐสมาชิกที่ทำหน้าที่ในฐานะเป็นธนาคารกลาง รวมไปถึงการดำเนินงานตามนโยบายทางการเงิน (Monetary policy operations) และเพื่อสนับสนุนภารกิจของสถาบันการเงินแห่งยุโรป (European Monetary Institute) ในการส่งเสริมความมีประสิทธิภาพในการชำระเงินข้ามชาติในแง่ของการเตรียมความพร้อมของสหภาพเศรษฐกิจและการเงิน<sup>116</sup> คำสั่งโอนเงินและการชำระหนี้ด้วยการหักบัญชีจึงควรมีผลใช้บังคับได้ตามกฎหมายภายใต้เขตอำนาจของรัฐสมาชิกและผู้กพันบุคคลที่สาม<sup>117</sup> และจำเป็นต้องให้เกิดความมั่นใจว่าคำสั่งโอนจะไม่ถูกเพิกถอนหลังจากช่วงเวลาที่ยึดว่าคำสั่งโอนนั้นสมบูรณ์ตามที่กำหนดโดยกฎเกณฑ์ของระบบ<sup>118</sup>

ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการล้มละลาย Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems กำหนดให้รัฐสมาชิกควรแจ้งให้รัฐสมาชิกอื่นทราบทันทีเมื่อมีการเริ่มต้น (Opening) กระบวนการล้มละลายต่อผู้มีส่วนร่วมในระบบ<sup>119</sup> กระบวนการล้มละลายไม่ควรจะมีผลย้อนหลังใช้บังคับกับสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนร่วมใน

<sup>115</sup> Ibid., Recital 6.

<sup>116</sup> Ibid., Recital 10.

<sup>117</sup> Ibid., Recital 11.

<sup>118</sup> Ibid., Recital 14.

<sup>119</sup> Ibid., Recital 15.



ระบบ<sup>120</sup> กฎหมายของรัฐสมาชิกควรมีจุดมุ่งหมายในการลดการแทรกแซงระบบเนื่องจากกระบวนการล้มละลายที่ดำเนินการต่อผู้มีส่วนร่วมในระบบ<sup>121</sup> หลักประกันที่เป็นหลักประกันควรได้รับการปกป้องจากผลกระทบของกระบวนการล้มละลายที่บังคับใช้กับผู้มีส่วนร่วมซึ่งตกเป็นบุคคลล้มละลาย<sup>122</sup>

### 3.3.1.2 ขอบเขตการใช้บังคับของ Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ใช้บังคับกับระบบ (System) ผู้มีส่วนร่วมระบบ (Participant) และหลักประกันที่เป็นหลักประกัน (collateral security) ภายใต้กระบวนการล้มละลาย<sup>123</sup>

#### (1) ระบบ (System)

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ให้ความหมายของ “ระบบ” ในข้อบังคับข้อ 2 (a) หมายถึงระบบใด ๆ ที่กำกับดูแลโดยกฎหมายของรัฐสมาชิก และดำเนินการในสกุลเงินยูโร หรือสกุลเงินอื่นที่ระบบได้คำนวณแปลงสกุลเงิน ที่จัดรูปแบบอย่างทางการต่อไปนี้<sup>124</sup>

(1) ระบบที่มีกฎเกณฑ์ทั่วไปและข้อตกลงมาตรฐานสำหรับการหักบัญชี ไม่ว่าจะดำเนินการผ่านคู่สัญญากลางหรือไม่ หรือการปฏิบัติตามคำสั่งโอนระหว่างผู้มีส่วนร่วมในระบบ 3 ฝ่ายหรือกว่านั้น โดยไม่รวมถึงผู้จัดการระบบ (System operator) ตัวแทนชำระดุล (Settlement agent) คู่สัญญากลาง (Central counterparty) สำนักหักบัญชี (Clearing house) หรือผู้มีส่วนในระบบโดยอ้อม (Indirect participant) ทั้งนี้ การจัดการที่สร้างขึ้นระหว่างระบบที่ปฏิบัติงานระหว่างระบบ (Interoperable systems) ไม่ถือว่าเป็นระบบตามข้อกำหนด

<sup>120</sup> Ibid., Recital 16.

<sup>121</sup> Ibid., Recital 4.

<sup>122</sup> Ibid., Recital 18.

<sup>123</sup> Ibid., Article 1.

<sup>124</sup> Ibid., Article 2 (a).

(2) ระบบที่กำหนดโดยกฎหมายของรัฐสมาชิกที่ถูกเลือกโดยผู้มีส่วนร่วม

(3) ระบบที่กำหนดขึ้นโดยไม่ได้กระทบต่อเงื่อนไขที่เข้มงวดอย่างอื่นของการบังคับใช้โดยทั่วไปของกฎหมายภายในประเทศ ซึ่งได้แจ้งถึงการบังคับใช้ของกฎเกณฑ์ดังกล่าวและแสดงถึงหลักเกณฑ์ที่ใช้บังคับอย่างเพียงพอให้ Commission ทราบแล้ว

รัฐสมาชิกอาจกำหนดระบบที่จัดขึ้นอย่างเป็นทางการซึ่งดำเนินธุรกิจประกอบการบังคับตามคำสั่งโอนเงินต้น (Title) ดอกเบี้ย หลักประกัน หรือหลักทรัพย์ด้วยการบันทึกในสมุดทะเบียนหรือวิธีการอื่นใด และจำกัดอยู่ที่การบังคับตามคำสั่งโอนที่เกี่ยวข้องกับตราสารทางการเงิน หรืออาจกำหนดระบบที่จัดขึ้นอย่างเป็นทางการระหว่างผู้มีส่วนร่วมในระบบ 2 ฝ่าย โดยไม่รวมถึงผู้จัดการระบบ (System operator) ตัวแทนชำระดุล คู่สัญญากลาง สำนักหักบัญชี หรือผู้มีส่วนในระบบโดยอ้อม (Indirect participant) ทั้งนี้ การกำหนดระบบนี้ รัฐสมาชิกจะต้องพิจารณา กำหนดขึ้นเพื่อเป็นหลักประกันต่อความเสี่ยงต่อระบบ

## (2) ผู้มีส่วนร่วมในระบบ (Participant in a system)

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ไม่ได้ให้ความหมายของผู้มีส่วนร่วมในระบบไว้เป็นการเฉพาะ จึงต้องพิจารณาความหมายของ “ผู้มีส่วนร่วม (Participant)” ตามข้อบังคับข้อ 2 (f) ประกอบกับความหมายของ “ระบบ (System)” ตามข้อ 2 (a) โดยความหมายของ “ผู้มีส่วนร่วม” (Participant) หมายถึง สถาบัน (Institution) คู่สัญญากลาง (Central counterparty) ตัวแทนชำระดุล (Settlement agent) สำนักหักบัญชี (Clearing house) หรือผู้จัดการระบบ (System operator)<sup>125</sup> ดังนั้น ผู้มีส่วนร่วมในระบบ จึงหมายถึง สถาบัน คู่สัญญากลาง ตัวแทนชำระดุล สำนักหักบัญชี หรือผู้จัดการระบบ ในระบบที่ดำเนินการหักบัญชีหรือการปฏิบัติตามคำสั่งโอนที่กำหนดโดยกฎหมายระหว่างผู้มีส่วนร่วมในระบบ 3 ฝ่ายหรือกว่านั้น

<sup>125</sup> Ibid., Article 2 (f).

สำหรับผู้มีส่วนร่วมในระบบที่เป็นสถาบัน (Institution) หมายความว่า สถาบันที่เกี่ยวข้องกับระบบ และมีความรับผิดชอบในการปลดเปลื้องหนี้ทางการเงินที่เกิดจากคำสั่งโอนในระบบ ดังนี้

(1) สถาบันให้สินเชื่อที่ประกอบธุรกิจรับฝากเงินจากประชาชนและให้สินเชื่อสำหรับบัญชีของตนเอง สถาบันที่ให้บริการเงินอิเล็กทรอนิกส์ และธนาคารกลาง ซึ่งกำหนดใน ข้อ 2 (2) และ 4 (1) ของ Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the Taking Up and Pursuit of the Business of Credit Institutions

(2) บริษัทจัดการการลงทุน (Investment firm) ที่ประกอบธุรกิจในการจัดหาบริการการลงทุนเพื่อบุคคลอื่น หรือดำเนินกิจกรรมทางการลงทุน โดยได้รับคำวิชาชีพ ซึ่งกำหนดในข้อ 4(1)(1) ของ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments

(3) หน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานที่รับรองการดำเนินงานโดยรัฐ

(4) การดำเนินการใด ๆ ที่สำนักงานใหญ่อยู่นอกสหภาพยุโรป และการดำเนินงานนั้นเกี่ยวข้องกับสถาบันสินเชื่อหรือบริษัทจัดการการลงทุนในสหภาพยุโรป

### (3) หลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน (Collateral security)

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ให้ความหมายของ หลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน หมายถึง สินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนมูลค่าเป็นเงินสดได้ (Realisable asset) ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียง หลักทรัพย์ทางการเงิน (Financial collateral) ที่ได้ให้ไว้ด้วยการจำนำ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ หรือสัญญาที่มีลักษณะคล้ายคลึงกัน หรือสัญญาอื่นใดที่ได้ให้ไว้เพื่อการเป็นหลักประกันในสิทธิและหน้าที่ที่อาจเกิดขึ้นในระบบ หรือให้ไว้แก่ธนาคารกลางของรัฐสมาชิก หรือธนาคารกลางแห่งสหภาพยุโรป ทั้งนี้ หลักทรัพย์นั้นได้แก่ตราสารที่ระบุในเอกสารแนบ 1 ของ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments เช่น หลักทรัพย์ ตราสารในตลาดการเงิน หน่วยลงทุนในกองทุน

#### 3.3.1.3 หลักเกณฑ์ในกระบวนการล้มละลาย

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงินดังนี้

(1) การดำเนินการต่อการชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชีและคำสั่งโอน (Netting and Transfer Orders)

คำสั่งโอนเงินไม่อาจถูกเพิกถอนได้โดยผู้มีส่วนร่วมในระบบหรือบุคคลที่สามนับแต่เวลาที่กำหนดโดยหลักเกณฑ์ของระบบ<sup>126</sup> คำสั่งการโอนเงิน และการหักบัญชีต้องสามารถบังคับได้ตามกฎหมายและมีผลผูกพันบุคคลที่สาม แม้ว่าจะมีกระบวนการล้มละลายดำเนินการต่อผู้มีส่วนร่วมในระบบ และเมื่อคำสั่งโอนเข้าสู่ระบบหลังจากที่มีเริ่มกระบวนการล้มละลายแล้ว และยังคงดำเนินการต่อไปภายในวันทำการตามที่กำหนดโดยกฎระเบียบของระบบนั้น ๆ คำสั่งโอนดังกล่าวยังคงจะมีผลใช้บังคับและผูกพันตามกฎหมายต่อบุคคลที่สามได้ คำสั่งโอนเช่นนั้นไม่อาจถูกเพิกถอนได้โดยผู้มีส่วนร่วมในระบบหรือบุคคลที่สามได้ นอกจากนี้ กฎหมาย ระเบียบ กฎเกณฑ์ หรือวิธีปฏิบัติจะต้องไม่ทำให้การใช้บังคับของการ Netting สำหรับสัญญาหรือธุรกรรมที่ได้เสร็จสิ้นไปแล้วก่อนเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายไม่สามารถใช้บังคับได้<sup>127</sup>

ในการนี้ เพื่อให้การปฏิบัติการดังกล่าวเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เมื่อรัฐสมาชิกทราบถึงการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย รัฐสมาชิกนั้นจะต้องแจ้งคำสั่งไปยังหน่วยงานที่ได้รับมอบหมายของรัฐสมาชิกให้รับผิดชอบการดำเนินการตามข้อกำหนดนี้ทันที และหน่วยงานนี้ต้องมีหน้าที่ต้องแจ้งให้รัฐสมาชิกอื่นทราบทันที ทั้งนี้ การเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายคือ เวลาที่หน่วยงานศาลหรือหน่วยงานทางปกครองที่มีอำนาจได้ประกาศคำสั่งอย่างเป็นทางการ (Hand down) และหน่วยงานที่ใช้อำนาจศาล (Judicial authority) หรือหน่วยงานทางปกครอง (Administrative authority)<sup>128</sup>

รัฐสมาชิกอาจกำหนดให้การเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายที่ดำเนินการต่อผู้มีส่วนร่วมในระบบ หรือ System Operator ของ Interoperable System จะไม่

<sup>126</sup> Ibid., Article 5.

<sup>127</sup> Ibid., Article 3.

<sup>128</sup> Ibid., Article 6.

กระทบต่อเงินทุน (Fund) หรือหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในบัญชีชำระดุลของผู้มีส่วนร่วมในระบบเช่นว่านั้น ในการที่จะนำเงินหรือหลักทรัพย์เช่นว่านั้นไปใช้เพื่อการปฏิบัติการชำระหนี้ในระบบหรือ Interoperable System ในวันที่มีการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย<sup>129</sup>

## (2) การดำเนินการที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการล้มละลาย (Provisions Concerning Insolvency Proceedings)

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ได้กำหนดความหมายของ “กระบวนการล้มละลาย” หมายถึง มาตรการจัดการทรัพย์สินแบบร่วมกันในคราวเดียว (Collective measure) ตามกฎหมาย ไม่ว่าจะเป็นการชำระบัญชีเพื่อเลิกกิจการ (Wind up) หรือการปรับปรุงโครงสร้างกิจการ (Reorganise) ซึ่ง มาตรการนี้เกี่ยวข้องกับการระงับหรือมีข้อจำกัดในการโอนหรือชำระเงิน<sup>130</sup> เมื่อรัฐสมาชิกได้เริ่มต้น กระบวนการล้มละลาย ณ เวลาที่หน่วยงานศาลหรือหน่วยงานทางปกครองที่มีอำนาจได้ประกาศ คำสั่งอย่างเป็นทางการแล้ว กระบวนการล้มละลายจะไม่มีผลย้อนหลังไปกระทบต่อสิทธิและหน้าที่ ของผู้มีส่วนร่วมในระบบที่เกิดขึ้นก่อนช่วงเวลาของการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย<sup>131</sup>

Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems มุ่งคุ้มครองความมีผลสิ้นสุดและการมีผลใช้บังคับของการชำระเงินและการ ชำระดุลที่ดำเนินการผ่านระบบการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการชำระเงิน หรือชำระดุลเช่นว่านั้นเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดจากการที่ ผู้มีส่วนร่วมในระบบเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย และส่งเสริมประสิทธิภาพและต้นทุนการดำเนินงาน ที่มีประสิทธิภาพของการชำระเงินและชำระดุลหลักทรัพย์ และลดความเสี่ยงต่อระบบ

อย่างไรก็ดี ข้อกำหนดนี้ไม่ได้กำหนดข้อยกเว้นความคุ้มครองการ ดำเนินการต่อการโอนเงินหรือการชำระดุลในกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ เช่นนี้ เพื่อให้ สามารถพิจารณาการดำเนินการต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องพิจารณาประกอบ

<sup>129</sup> Ibid., Article 4.

<sup>130</sup> Ibid., Article 2 (j).

<sup>131</sup> Ibid., Article 7.

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการปฏิบัติการในกระบวนการล้มละลาย ซึ่งปรากฏใน Regulation (EU) 2015/848 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2015 on insolvency proceedings (recast) ซึ่งเป็นระเบียบข้อบังคับที่กำหนดหลักเกณฑ์การดำเนินกระบวนการล้มละลายให้รัฐสมาชิก

### 3.3.2 หลักเกณฑ์ตาม Regulation (EU) 2015/848 on insolvency proceedings

Regulation (EU) 2015/848 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2015 on insolvency proceedings (recast) (“**Regulation on insolvency proceedings**”) เป็นระเบียบข้อบังคับที่กำหนดหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับเขตอำนาจเพื่อการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายและกระบวนการล้มละลาย รวมถึงการรับรองและการบังคับตามคำสั่งในกระบวนการล้มละลาย<sup>132</sup> เพื่อให้การดำเนินการในกระบวนการที่มีความเกี่ยวข้องกับกระบวนการของกฎหมายล้มละลายข้ามชาติเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล<sup>133</sup> และหลีกเลี่ยงการสร้างแรงจูงใจของคู่สัญญาที่จะโอนย้ายทรัพย์สินจากรัฐสมาชิกหนึ่งไปยังเขตอำนาจของรัฐสมาชิกอื่นเพื่อให้ตนเองได้เปรียบในกระบวนการล้มละลายที่เป็นประโยชน์ต่อตนเอง (Forum shopping)<sup>134</sup> นอกจากนี้ ระเบียบข้อบังคับนี้ยังให้ความสำคัญต่อการคุ้มครองระบบการชำระเงินและตลาดการเงินไว้เป็นการพิเศษ เช่น ในความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับการล้างฐานะของสัญญา และการ Netting ในระบบการชำระเงินและตลาดการเงิน รวมถึงการขายหลักทรัพย์และการให้หลักประกันเพื่อธุรกรรมดังกล่าวตามที่ถูกกำหนดไว้โดยเฉพาะใน Directive on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems โดยการคุ้มครองจะเป็นไปตามกฎหมายที่ใช้บังคับกับระบบหรือตลาดการเงินนั้นเพื่อป้องกันความน่าจะเป็นไปได้ที่จะเกิดความยุ่งยากต่อธุรกรรม การชำระเงินและชำระดุลในกรณีที่คู่สัญญาล้มละลาย<sup>135</sup>

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเพิกถอนการกระทำของลูกหนี้ปรากฏตามข้อ 7 (2)(m) ของ Regulation on insolvency proceedings กำหนดให้กฎหมายของรัฐที่เริ่มต้นกระบวนการล้มละลายต้องกำหนดเงื่อนไขสำหรับการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย การดำเนินการ และการปิด

<sup>132</sup> Recital 6 of Regulation (EU) 2015/848 on insolvency proceedings.

<sup>133</sup> Ibid., Recital 3.

<sup>134</sup> Ibid., Recital 5.

<sup>135</sup> Ibid., Recital 71.

กระบวนการ รวมถึงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการความเป็นโมฆะกรรม โมฆียกรรม หรือการไม่มีผลใช้บังคับของการกระทำทางกฎหมายที่ก่อให้เกิดความเสียหายต่อเจ้าหนี้โดยทั่วไป

นอกจากนี้ Regulation on insolvency proceedings ได้ให้ความคุ้มครองสิทธิในการหักกลบบทหนี้ของเจ้าหนี้ไว้ กล่าวคือ ตามข้อ 9 กำหนดว่าการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายจะไม่กระทบต่อสิทธิของเจ้าหนี้ในการหักกลบบทหนี้ (Set-off) ต่อสิทธิเรียกร้องของลูกหนี้ ซึ่งการหักกลบบทหนี้นั้นได้รับการยินยอม โดยกฎหมายล้มละลายที่ใช้บังคับกับคดีล้มละลาย

การดำเนินการต่อระบบการชำระเงินและตลาดการเงินไว้ตามข้อ 12 ของ Regulation on insolvency proceedings กำหนดให้ผลกระทบของการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายต่อสิทธิและหนี้ของคู่สัญญาในระบบการชำระเงินและการชำระดุลหรือตลาดการเงินจะถูกบังคับตามกฎหมายของรัฐสมาชิกที่บังคับใช้กับระบบหรือตลาดเช่นว่านั้น

### 3.4 หลักเกณฑ์ตามหลักการกฎหมายล้มละลายของธนาคารโลก

กฎหมายล้มละลายเป็นกฎหมายเศรษฐกิจที่สำคัญ ความแน่นอนชัดเจนและความคาดหมายได้ของกฎหมายล้มละลายจะสามารถช่วยส่งเสริมการค้าการลงทุนได้ เช่นนี้ เพื่อให้กฎหมายล้มละลายของทุกประเทศมีมาตรฐานเป็นไปในทิศทางเดียวกันและทำให้เกิดมาตรฐานในการดำเนินการตามกระบวนการล้มละลายที่ใกล้เคียงกันมากที่สุด ธนาคารโลกจึงได้ศึกษาและกำหนดแนวทางของกฎหมายล้มละลายที่มีประสิทธิภาพ และได้เสนอแนวทางของกฎหมายล้มละลายที่มีประสิทธิภาพไว้ใน Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems เพื่อใช้เป็นแนวทางในการปรับปรุงกฎหมายล้มละลายภายในประเทศของประเทศที่กำลังพัฒนาให้มีมาตรฐานเทียบเท่าประเทศที่พัฒนาแล้ว

Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems ได้รับการพัฒนามาจากการสนับสนุนให้มีการดำเนินการเกี่ยวกับการล้มละลายข้ามชาติเพื่อให้กฎหมายล้มละลายในระดับนานาชาติมีความทันสมัยและสอดคล้องกับนวัตกรรมทางการเงินและการดำเนินธุรกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ธนาคารโลกได้กำหนดแนวทางของกฎหมายล้มละลายที่มีประสิทธิภาพว่าควรโปร่งใส ตรวจสอบได้ สามารถคาดหมายได้ เพื่อให้องค์กรธุรกิจมีความเชื่อมั่นในการลงทุนและสามารถประเมินความเสี่ยงในการรับชำระหนี้จากคู่สัญญาได้ หากพิจารณาในระดับระหว่างประเทศนั้น เนื่องจากการประกอบธุรกิจ เทคโนโลยี การสื่อสารที่มีการเปลี่ยนแปลงและ

ก้าวหน้าไปอย่างมาก การประกอบธุรกิจระหว่างประเทศจึงส่งผลให้เกิดความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจที่ซับซ้อนมากขึ้น กฎหมายล้มละลายที่มีประสิทธิภาพจะทำให้องค์กรธุรกิจมีความเชื่อมั่นในการลงทุนระหว่างประเทศ และทำให้ระบบเศรษฐกิจระหว่างประเทศเติบโตมากขึ้นตามไปด้วย<sup>136</sup>

### 3.4.1 หลักการ Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems

Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems เสนอแนวทางการร่างกฎหมายล้มละลายที่มีประสิทธิภาพโดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อการบูรณาการร่วมกันของกฎหมายพื้นฐานภายในประเทศกับระบบธุรกิจการค้า การเพิ่มพูนมูลค่าของทรัพย์สินของบุคคลล้มละลายให้มีมูลค่าสูงสุด การปฏิบัติต่อเจ้าหนี้ที่ในประเภทเดียวกันอย่างเท่าเทียมกัน การจัดให้มีความทันสมัย และความมีประสิทธิภาพ ป้องกันการใช้กฎหมายล้มละลายไปในทางที่ไม่เหมาะสม การจัดให้มีมาตรการทางกฎหมายที่โปร่งใส และแน่นอน รวมทั้งสนับสนุนให้มีกระบวนการฟื้นฟูกิจการ เพื่อให้กฎหมายล้มละลายมีความเป็นอันหนึ่งอันเดียวและสร้างประโยชน์ให้แก่ระบบเศรษฐกิจมากที่สุด<sup>137</sup> หลักการกฎหมายล้มละลายของธนาคารโลกไม่ได้กำหนดถึงขอบเขตและเงื่อนไขการบังคับใช้ต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไว้เป็นการเฉพาะ แต่กำหนดหลักการที่เป็นแนวทางสำหรับการปฏิบัติต่อสัญญาและการเพิกถอนการโดยไว้เป็นการทั่วไป โดยแนวทาง ดังนี้

#### 3.4.1.1 การปฏิบัติต่อหนี้ตามสัญญา

Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems กำหนดว่ากฎหมายล้มละลายควรมีบทบัญญัติให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถเข้าแทรกแซงการปฏิบัติตามสัญญาของคู่สัญญาที่ยังปฏิบัติไม่ครบถ้วน เพื่อประโยชน์ในการดำเนินการตามกระบวนการล้มละลาย การแทรกแซงนี้อาจรวมถึงการดำเนินการต่อ การปฏิเสธ หรือการโอนสัญญา และเพื่อให้ทรัพย์สินของลูกหนี้ได้ประโยชน์จากสัญญาที่ยังมีมูลค่า ผู้แทนในคดีล้มละลาย

<sup>136</sup> World Bank, Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems, pp. 1-4.

<sup>137</sup> Principle No. C1 of Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems.



ควรสามารถเลือกดำเนินการและเข้ารับหนี้ตามสัญญา และควรมีอำนาจในการปฏิเสธหรือยกเลิกสัญญาที่ก่อให้เกิดภาระหนี้แก่กองทรัพย์สิน นอกจากนี้ ข้อสัญญาที่ให้สิทธิแก่คู่สัญญาเลิกสัญญาด้วยเหตุแห่งการยื่นหรือเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายไม่ควรสามารถใช้บังคับได้ ทั้งนี้ กฎหมายล้มละลายอาจมีข้อยกเว้นในกรณีพิเศษได้<sup>138</sup> ในกรณีที่มีความสำคัญในทางธุรกิจ (Compelling commercial) หรือประโยชน์สาธารณะ เช่นในกรณีดังนี้

- (1) การหักกลบลบหนี้ของสิทธิทั่วไปภายใต้กฎเกณฑ์การยกเลิกเพิกถอนธุรกรรม
- (2) ข้อกำหนดในการเลิกสัญญา การชำระหนี้หักบัญชี (Netting) หรือการล้างฐานะของสัญญาทางการเงิน ซึ่งความล่าช้าในการดำเนินการดังกล่าวจะทำให้เกิดความเสียหายต่อเสถียรภาพของตลาดการเงินเนื่องจากลักษณะของคู่สัญญาหรือลักษณะของธุรกรรม ทั้งนี้ การดำเนินการดังกล่าวควรอยู่ภายใต้บังคับระยะเวลาชั่วคราวที่กำหนดระยะเวลาไว้ (Short stay)
- (3) การป้องกันการรับเอาสัญญาไปดำเนินการต่อ หรือการโอนสัญญาสำหรับบริการที่ไม่สามารถทดแทนได้ด้วยสิ่งอื่น หรือการบริการส่วนบุคคลซึ่งกฎหมายไม่ต้องการรับเอาการปฏิบัติการเช่นนั้นโดยบุคคลภายนอก
- (4) หลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาจ้างแรงงาน หรือข้อตกลงเกี่ยวกับการเจรจาสภาพการจ้าง

### 3.4.1.2 การยกเลิกเพิกถอนธุรกรรม

Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems กำหนดว่าหลังจากเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย ธุรกรรมที่ทำโดยลูกหนี้ที่ไม่สอดคล้องกับการดำเนินธุรกิจของลูกหนี้ควรถูกยกเลิกเพิกถอน เว้นแต่ในกรณีที่ต้องการคุ้มครองคู่สัญญาฝ่ายที่ไม่ได้รับแจ้งถึงการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย<sup>139</sup> สำหรับธุรกรรมที่ทำขึ้นก่อนการยื่นคำร้องกระบวนการล้มละลายควรถูกเพิกถอน ซึ่งรวมถึงการโอนที่เป็นการฉ้อฉล หรือการโอนที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ได้ทำขึ้นในขณะที่กิจการมีหนี้สินล้นพ้นตัวหรือส่งผลให้กิจการมีหนี้สินล้นพ้นตัว<sup>140</sup>

<sup>138</sup> Ibid., Principle No. C10.

<sup>139</sup> Ibid., Principle No. C11.1.

<sup>140</sup> Ibid., Principle No. C11.2.

ระยะเวลาการตั้งข้อสงสัยก่อนการล้มละลายของการชำระเงินที่จะถูกสันนิษฐานว่าเป็นการชำระเงินที่มีการให้เปรียบเจ้าหน้าที่และอาจเพิกถอนนั้นควรมีระยะเวลาที่สั้นอย่างสมเหตุสมผล เพื่อหลีกเลี่ยงการแทรกแซงการค้าตามปกติและความสัมพันธ์ทางสินเชื่อ แต่ระยะเวลาในกรณีเช่นนี้อาจยาวกว่าการยกเลิกเพิกถอนกรณีการให้เปล่าหรือการรับโอนของบุคคลที่มีความใกล้ชิดกับลูกหนี้<sup>141</sup>

การเพิกถอนการโอนตามหลักการกฎหมายล้มละลายของธนาคารโลกสามารถแบ่งได้ 2 ประเภท คือ การเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ สำหรับการฉ้อฉลนั้น คือ การกระทำที่ลูกหนี้มีเจตนาฉ้อโกงเจ้าหน้าที่ (Intent to defraud) ในขณะที่การให้เปรียบเจ้าหน้าที่ คือ การให้ประโยชน์แก่เจ้าหน้าที่บางรายในรูปแบบการชำระหนี้ในทางการค้า แต่ขัดต่อหลักการปฏิบัติต่อเจ้าหน้าที่อย่างเท่าเทียมกัน โดยทำให้เจ้าหน้าที่บางรายได้ประโยชน์มากกว่าเจ้าหน้าที่รายอื่นในช่วงระยะเวลาก่อนการยื่นคำร้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย ซึ่งหลักเกณฑ์พื้นฐานของการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ คือ การชำระหนี้ที่กระทบต่อเจ้าหน้าที่คนอื่นซึ่งเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาเพิกถอนการโอน (Suspect period) หรือทำให้ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัวและเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ลูกหนี้กำลังล้มละลายก่อนการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายอย่างเป็นทางการ ถ้าลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว บรรดาเจ้าหน้าที่ของลูกหนี้น้อยมไม่ได้รับชำระหนี้ทั้งหมด การที่เจ้าหน้าที่คนหนึ่งคนใดได้รับชำระหนี้ไปก่อน ทำให้เจ้าหน้าที่คนอื่นเสียเปรียบ<sup>142</sup>

อย่างไรก็ดี การเพิกถอนการโอนนั้นก่อให้เกิดความขัดแย้งต่อนโยบายของกฎหมายล้มละลาย ในการที่กฎหมายล้มละลายต้องมีความสามารถคาดหมายได้ (Predictability) เนื่องจากธุรกรรมที่ชำระระหว่างเจ้าหน้าที่กับลูกหนี้ต้องการความคาดหมายได้และความแน่นอน เพื่อให้บุคคลภายนอกเกิดความมั่นใจในการเจรจาต่อรองและเข้าทำธุรกรรมด้วยความสุจริตและมูลค่าเหมาะสม หากธุรกรรมสามารถถูกเพิกถอนได้ และลูกหนี้ทำธุรกรรมในช่วงระยะเวลาเพิกถอนการโอนก่อนที่ลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย หากธุรกรรมดังกล่าวถูกเพิกถอนโดยไม่คำนึงถึงความรู้ถึงการมีหนี้สินล้นพ้นตัวของลูกหนี้หรือมูลค่าตอบแทนจากธุรกรรมที่ลูกหนี้ได้รับ จะก่อให้เกิดความไม่

<sup>141</sup> Ibid., Principle No. C11.3.

<sup>142</sup> World Bank, The World Bank principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights systems, Available from: <http://documents.worldbank.org/curated/en/936851468152703005/The-World-Bank-principles-and-guidelines-for-effective-insolvency-and-creditor-rights-systems> p. 39.

แน่นอนและสร้างความเสียหายต่อธุรกรรมทางการค้าและการเงิน นอกจากนี้ การเพิกถอนการโอน  
ของลูกหนี้ที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวจะทำให้ลูกหนี้ไม่มีโอกาสที่จะแก้ไขปัญหานี้สินของตนเอง เพราะหาก  
ลูกหนี้มีความรับผิดชอบหรือมีความเสี่ยงจากการโอนทรัพย์สินในขณะที่ตนเองมีหนี้สินล้นพ้นตัว เช่นนี้  
ลูกหนี้จะถูกแรงกดดันจากการไม่สามารถประกอบกิจการได้ตามปกติและเป็นตัวเร่งให้ปิดกิจการก่อน  
เวลาอันควร ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่จะสร้างความเสียหายโดยทั่วไป การเพิกถอนการโอนจึงเป็นการตัด  
โอกาสการแก้ไขปัญหานี้สินของตนเอง ทำให้ต้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลายและปิดกิจการลงและ  
ทำลายมูลค่าทรัพย์สินที่ยังคงสามารถสร้างมูลค่าและมูลค่าความนิยม (Good will) ของกิจการ<sup>143</sup>



---

<sup>143</sup> Ibid., pp. 39-40.

## บทที่ 4

### วิเคราะห์การปฏิบัติ ปัญหา และแนวทางที่เหมาะสมสำหรับการปฏิบัติต่อ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในประเทศไทย

ในบทนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ถึงการปรับใช้หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 และประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กับรัฐธรรมนูญการโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จากการวิเคราะห์ผู้เขียนพบว่า การโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อาจถูกเพิกถอนได้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล และเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ เช่นนี้ การเพิกถอนย่อมส่งผลกระทบต่อวัตถุประสงค์ของการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จุดมุ่งหมายของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ เสถียรภาพทางการเงินและความเสี่ยงต่อระบบ ดังนั้น ผู้เขียนจึงได้เสนอมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ รายละเอียดสามารถพิจารณาได้ดังต่อไปนี้

#### 4.1 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้สามารถพิจารณาได้ดังต่อไปนี้

##### 4.1.1 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉล

การฉ้อฉลเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สินซึ่งลูกหนี้ได้กระทำขึ้นในทางที่ทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบโดยลูกหนี้รู้อยู่ในขณะทำนิติกรรมว่าการทำนิติกรรมนั้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ซึ่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ให้อำนาจแก่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) ร้องขอศาลให้เพิกถอนการฉ้อฉลเพื่อรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้กลับคืนสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลนี้ปรากฏตามบทบัญญัติแห่งกฎหมาย ดังนี้

(1) การเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการล้มละลาย ตามมาตรา 113 และมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ประกอบกับมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

(2) การเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้กระบวนการฟื้นฟูฟูกิจการ ตามมาตรา 90/40 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ประกอบกับมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

(3) การเพิกถอนการฉ้อฉลภายใต้คดีแพ่ง ตามมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

เมื่อพิจารณาถึงการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ สามารถแบ่งเป็น 4 ธุรกรรม ได้แก่ การโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์และวันซื้อคืนหลักทรัพย์ การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และการ Close-out Netting

ผู้เขียนจะวิเคราะห์ความเป็นไปได้ที่จะเกิดการเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล ในกรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูฟูกิจการ (“ลูกหนี้”) และลูกหนี้ได้โอนหลักทรัพย์และชำระเงินซึ่งเป็นการปฏิบัติหน้าที่ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง (“เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์”) โดยผู้เขียนแบ่งองค์ประกอบการวิเคราะห์นิติกรรมที่เป็น การฉ้อฉลเป็น 3 องค์ประกอบ ได้แก่ ลูกหนี้ทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ และลูกหนี้รู้ว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ

(1) การโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ และวันซื้อคืนหลักทรัพย์

หากลูกหนี้ได้เข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และต้องชำระหนี้ตามสัญญาต่อ เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาหน้าที่ตามฐานะของคู่สัญญา สามารถพิจารณาได้ดังนี้

**ตารางที่ 5** หน้าที่ของคู่สัญญา ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์และวันซื้อคืนหลักทรัพย์

ฐานะของลูกหนี้	หน้าที่ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์	หน้าที่ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์
ผู้ขายหลักทรัพย์	โอนหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย	ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์และดอกเบี้ย
ผู้ซื้อหลักทรัพย์	ชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์	โอนหลักทรัพย์ที่ซื้อคืน

เช่นนี้ สามารถวิเคราะห์การปฏิบัติต่อการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์และวันซื้อคืนหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยแยกพิจารณาตามองค์ประกอบการฉ้อฉลได้ดังนี้

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 1 ลูกหนี้ทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน ประเด็นนี้สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นการชำระหนี้ตามสัญญาถือเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สินหรือไม่ ซึ่งแม้ตามแนวความเห็นของนักกฎหมายบางท่านจะเห็นว่าการชำระหนี้ไม่ใช่วัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอนการฉ้อฉล แต่ตามแนวคำพิพากษาศาลฎีกาถือว่าการชำระหนี้เป็นวัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอนการฉ้อฉล<sup>1</sup> ดังนั้น จึงถือได้ว่าการปฏิบัติต่อการชำระหนี้ตามกฎหมายไทยถือว่าการชำระหนี้เป็นวัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอนการฉ้อฉล กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การชำระหนี้เป็นนิติกรรมมีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 2 นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียหายเปรียบ ประเด็นนี้สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้นจะทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยถอยลงจนไม่เพียงพอที่ชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้จนครบถ้วนซึ่งต้องพิจารณาถึงฐานะทางการเงินของลูกหนี้ ณ ขณะที่ลูกหนี้โอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้น และผลที่เกิดขึ้นต่อกองทรัพย์สินจากการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้เขียนแยกการวิเคราะห์ตามฐานะในสัญญาของลูกหนี้ ดังนี้

(1) ลูกหนี้เป็นคู่สัญญาฝ่ายขายหลักทรัพย์ ในธุรกรรม ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ลูกหนี้มีหนี้ต้องโอนหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ซึ่งมูลค่าหลักทรัพย์ที่ขายนั้นต้องคำนวณรวมอัตราดอกเบี้ยเริ่มแรก ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อขายจึงมากกว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลูกหนี้ได้รับชำระตอบแทนจากเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เช่นเดียวกันกับในธุรกรรม ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ลูกหนี้มีหนี้ต้องชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งราคาซื้อคืนหลักทรัพย์จะต้องคำนวณรวมอัตราดอกเบี้ยซื้อคืน ทำให้ราคาซื้อคืนหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ขายคืน เช่นนี้ การโอนหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ณ วันซื้อขาย และการชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์จึงทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้มีมูลค่าลดลง ดังนั้น การโอนหลักทรัพย์และการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกหนี้ซึ่งเป็นผู้สัญญาฝ่ายขายหลักทรัพย์จึงอาจถือได้ว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทาง

<sup>1</sup> เทียบคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1067/2475, 495/2476, 1130 - 1131/2505 และ 870/2509.

ให้เจ้าหน้าที่เสียเปรียบหากขณะนั้นลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหน้าที่จนครบถ้วนเต็มจำนวน

(2) ลูกหนี้เป็นคู่สัญญาฝ่ายซื้อหลักทรัพย์ ในธุรกรรม ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ ลูกหนี้มีหนี้ต้องชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์โดยได้รับหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเข้าสู่กองทรัพย์สินตอบแทน แม้การชำระราคาซื้อหลักทรัพย์จะเป็นการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินออกจากกองทรัพย์สิน แต่ลูกหนี้ได้หลักทรัพย์ที่มีมูลค่ามากกว่าเป็นการตอบแทน เช่นเดียวกันกับในธุรกรรม ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ลูกหนี้มีหนี้ต้องส่งมอบหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์โดยได้รับราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่คำนวณรวมดอกเบี้ยซื้อคืนตามอัตราที่คู่สัญญาตกลงกัน เช่นนี้ แม้การชำระราคาซื้อหลักทรัพย์ และการโอนหลักทรัพย์เพื่อขายคืนจะเป็นการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินของจากกองทรัพย์สิน แต่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนที่มีมูลค่ามากกว่าและไม่ทำให้มูลค่ากองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง ดังนั้น การชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ และการโอนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ของลูกหนี้ที่เป็นคู่สัญญาฝ่ายซื้อหลักทรัพย์จึงไม่เป็นนิติกรรมที่เป็นทางให้เจ้าหน้าที่เสียเปรียบ

อย่างไรก็ดี การพิจารณาว่าการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกหนี้ที่เป็นผู้ขายหลักทรัพย์เป็นทางเสียเปรียบแก่เจ้าหน้าที่นั้นเป็นการพิจารณาจากมูลค่ากองทรัพย์สินของลูกหนี้ว่าลดน้อยลงและทรัพย์สินที่เหลืออยู่ไม่เพียงพอที่จะชำระให้แก่เจ้าหน้าที่จนครบถ้วนเต็มจำนวนเป็นสำคัญ มิได้พิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้ แม้ว่าลูกหนี้ยังมีสภาพคล่องและสามารถชำระหนี้แก่เจ้าหน้าที่ได้อยู่ แต่หากกองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลงไม่พอชำระหนี้แก่เจ้าหน้าที่จนครบถ้วนเต็มจำนวนแล้ว การโอนหลักทรัพย์และชำระราคาหลักทรัพย์ย่อมถือเป็นการฉ้อฉลได้<sup>2</sup>

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 3 ลูกหนี้รู้ว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหน้าที่เสียเปรียบ องค์ประกอบข้อนี้เป็นข้อเท็จจริงในลักษณะอัตวิสัยที่ต้องพิจารณาถึงความรับรู้ภายในจิตใจของลูกหนี้ ดังนั้น จึงจำเป็นต้องอาศัยพฤติการณ์แวดล้อมประกอบเป็นตัวชี้วัดความรับรู้ของลูกหนี้ว่าลูกหนี้รู้หรือไม่ว่านิติกรรมนั้นเป็นทางให้เจ้าหน้าที่เสียเปรียบ ทั้งนี้ การรู้ของลูกหนี้ไม่จำเป็นถึงขนาดว่าลูกหนี้มีเจตนาทุจริตหรือฉ้อโกงเจ้าหน้าที่ หากเพียงแต่รู้ว่าการที่ตนเองโอนทรัพย์สินไปทำให้ตนไม่มีทรัพย์สินพอใช้หนี้ให้เจ้าหน้าที่ได้ย่อมถือเป็นการฉ้อฉล อย่างไรก็ดี ในประเด็นนี้ ผู้เขียน

<sup>2</sup> เทียบคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1951/2553.

ตั้งข้อสังเกตว่าการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของผู้ขายหลักทรัพย์กับสถาบันการเงินหรือกิจการที่ประกอบธุรกิจซื้อคืนภาคเอกชน (Repo) โดยทั่วไปแล้วมีวัตถุประสงค์เพื่อการเพิ่มสภาพคล่องทางการเงินให้มีประสิทธิภาพโดยเป็นธุรกรรมที่มีลักษณะคล้ายสินเชื่อในรูปแบบของสัญญาให้กู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน<sup>3</sup> เช่นนี้ การเข้าทำสัญญาในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์จึงอาจแสดงให้เห็นว่าผู้ขายหลักทรัพย์ได้ประเมินสภาพคล่องเงินสดของตนเองแล้วว่าไม่มีเงินสดหรือสภาพคล่องที่เพียงพอต่อการชำระหนี้ตามภาระผูกพันกับเจ้าหนี้อื่นและใช้จ่ายในการประกอบกิจการ และอยู่ในสถานะที่ขาดสภาพคล่องจึงมีความจำเป็นต้องขายหลักทรัพย์เพื่อนำเงินสดมาใช้จ่ายในกิจการ ซึ่งการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์ต้องรับภาระในการชำระดอกเบี้ย หากกิจการผู้ขายหลักทรัพย์มีสภาพคล่องเงินสดที่ดี ย่อมไม่มีความจำเป็นต้องขายหลักทรัพย์และรับภาระชำระดอกเบี้ย ดังนั้น หากพิจารณาจากฐานะลูกหนี้ซึ่งเป็นผู้ขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเป็นไปได้สูงที่ลูกหนี้อาจรู้อยู่ในขณะโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นตนเองมีทรัพย์สินมากกว่าหนี้สิน และการโอนหลักทรัพย์และการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์เป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ

จากการวิเคราะห์องค์ประกอบของการฉ้อฉล 3 องค์ประกอบข้างต้นแล้ว ผู้เขียนสรุปได้ว่า หากลูกหนี้เป็นคู่สัญญาฝ่ายขายหลักทรัพย์ได้โอนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ หรือชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ อาจถูกพิจารณาว่าเป็นการฉ้อฉลได้ เพราะเป็นนิติกรรมที่เป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ เนื่องจากการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้มีผลทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง ซึ่งหากลูกหนี้กระทำในขณะที่ตนเองมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินย่อมทำให้ทรัพย์สินที่ลูกหนี้มีอยู่ไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างครบถ้วนเต็มจำนวน

นอกเหนือจากการพิจารณาว่าการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์เป็นการฉ้อฉลแล้ว จำเป็นต้องพิจารณาการใช้สิทธิเพิกถอนการฉ้อฉลดังกล่าว เนื่องจากการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์เป็นนิติกรรมที่มีค่าตอบแทน ในการใช้สิทธิเพิก

<sup>3</sup> สามารถพิจารณาเปรียบเทียบความหมายของธุรกรรมซื้อคืนได้ตามข้อ 5 แห่งประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ สนส. 8/2559 เรื่อง การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo). ซึ่งได้ให้ความหมายของ “ธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน” หมายถึง การประกอบธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์โดยมีสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืน เพื่อวัตถุประสงค์ในการให้กู้ยืมเงินหรือกู้ยืมเงินตามแต่กรณีโดยมีหลักประกันเป็นตราสาร ทั้งนี้ กำหนดให้ธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo) เป็นธุรกรรมที่มีลักษณะคล้ายการให้สินเชื่อตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติธุรกิจสถาบันการเงิน พ.ศ. 2551



ถอนการฉ้อฉลที่มีค่าตอบแทนนี้ เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (ผู้ได้ลาภออก) ต้องรู้ว่าการโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกหนี้เป็นทางให้เจ้าหนี้ของลูกหนี้เสียเปรียบด้วย ในประเด็นนี้ ผู้เขียนมีความเห็นว่า โดยทั่วไปของการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์จะเป็นสถาบันการเงิน ซึ่งในการทำธุรกรรมทางการเงินนั้นสถาบันการเงินจะพิจารณาฐานะทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้สินของคู่สัญญาอยู่แล้ว เช่นนี้ เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ย่อมต้องทราบฐานะทางการเงินของลูกหนี้ในขณะที่เข้ารับโอนหลักทรัพย์และรับชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ และสามารถทราบได้ว่าการรับโอนหลักทรัพย์หรือรับชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์จากลูกหนี้ผู้ขายหลักทรัพย์นั้นจะทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้มีมูลค่าลดลง อันเป็นทางให้เจ้าหนี้ของลูกหนี้เสียเปรียบ

อย่างไรก็ดี ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้กำหนดข้อสันนิษฐานให้ถือว่าคู่สัญญาฝ่ายล้มละลายและคู่สัญญาผู้ได้ลาภออกรู้ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ หากนิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นนั้นลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร<sup>4</sup> ผู้เขียนวิเคราะห์แล้วเห็นว่าลูกหนี้ในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์จะต้องส่งมอบหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงกว่าราคาซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผลมาจากการคำนวณรวมอัตราดอกเบี้ยเริ่มแรก และชำระราคาซื้อคืนที่มีมูลค่ามากกว่าหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนซึ่งเป็นผลจากการคำนวณรวมอัตราดอกเบี้ยซื้อคืน เป็นการดำเนินการตามข้อปฏิบัติตามธรรมเนียมปกติของการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ แม้ลูกหนี้จะได้รับค่าตอบแทนน้อยกว่าแต่ไม่อาจถือเป็นการได้ค่าตอบแทนน้อยเกินควร เว้นแต่อัตราดอกเบี้ยหรืออัตราดอกเบี้ยซื้อคืนนั้นมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าตามทางการค้าปกติในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์

CHULALONGKORN UNIVERSITY

กล่าวโดยสรุป การเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ และชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลนั้นจะเกิดขึ้นในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของ “ผู้ขายหลักทรัพย์” โอนหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยที่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้นรู้ว่าตนเองมีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของตน และเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์รู้ถึงข้อเท็จจริงดังกล่าวด้วย

## (2) การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย

<sup>4</sup> มาตรา 90/40 และมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483.

ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีหนี้ต้องโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ ซึ่งหน้าที่ในการโอนคืนนี้คงมีแต่เฉพาะคู่สัญญาฝ่ายซื้อหลักทรัพย์ เช่นนี้ สามารถวิเคราะห์การปฏิบัติต่อการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยแยกพิจารณาตามองค์ประกอบการฉ้อฉลได้ดังนี้

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 1 ลูกหนี้ทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน ประเด็นนี้สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นการปฏิบัติการชำระหนี้ตามที่สัญญากำหนดไว้ในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อมานั้นเป็นทรัพย์สินเนื่องจากมีมูลค่าและอาจถือเอาได้ ดังนั้น การโอนคืนผลประโยชน์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อมาจึงถือเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 2 นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียหาย ประเด็นนี้สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการโอนคืนผลประโยชน์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง เพราะลูกหนี้ต้องโอนผลประโยชน์ที่ได้จากการที่ผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์<sup>5</sup> โดยที่ลูกหนี้ไม่ได้รับชำระหนี้ตอบแทนอันมีลักษณะเป็นการให้โดยเสน่หา ซึ่งหากลูกหนี้โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อมานั้นในขณะที่มีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ของตน การโอนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์นั้นจึงเป็นนิติกรรมที่เป็นทางให้เจ้าหนี้เสียหาย

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 3 ลูกหนี้รู้ว่าการโอนคืนผลประโยชน์ที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียหาย องค์ประกอบข้อนี้เป็นข้อเท็จจริงในลักษณะอัตวิสัยที่ต้องพิจารณาถึงความรับรู้ภายในจิตใจของลูกหนี้ โดยสามารถพิจารณาจากข้อเท็จจริงว่าขณะที่ลูกหนี้โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อมานั้น ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ทั้งหมด ย่อมถือว่าลูกหนี้รู้ว่าการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์เป็นทางให้เจ้าหนี้เสียหาย

จากการวิเคราะห์องค์ประกอบของการฉ้อฉล 3 องค์ประกอบข้างต้นแล้ว ผู้เขียนสรุปได้ว่า หากลูกหนี้เป็นคู่สัญญาฝ่ายซื้อหลักทรัพย์ได้โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อ

<sup>5</sup> ข้อ 5 (a), Global Master Repurchase Agreement (2011 Version).

ขายให้แก่เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะทำให้กองทรัพย์สินของตนเองมีมูลค่าลดลง ซึ่งหากขณะนั้นตนเองมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินและรู้ถึงข้อเท็จจริงดังกล่าว ย่อมถือว่าการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นการฉ้อฉล

ทั้งนี้ เนื่องจากการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นนิติกรรมที่ไม่มีค่าตอบแทน เพราะผู้ซื้อหลักทรัพย์โอนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ไปโดยไม่ได้รับค่าตอบแทนจากผู้ขายหลักทรัพย์ การกระทำดังกล่าวจึงถือเป็นการให้โดยเสนหา เช่นนี้ แม้เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (ผู้ได้ลากอก) จะไม่รู้ว่าการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายของลูกหนี้เป็นทางให้เจ้าหนี้ของลูกหนี้เสียเปรียบด้วย เจ้าหนี้ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน หรือผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) ยังคงมีสิทธิเพิกถอนการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายได้

กล่าวโดยสรุป การเพิกถอนการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลนั้นจะเกิดขึ้นในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ที่มีฐานะเป็น “ผู้ซื้อหลักทรัพย์” เนื่องจากผู้ซื้อหลักทรัพย์เป็นฝ่ายที่ต้องโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ ซึ่งหากในขณะโอนนั้น ลูกหนี้รู้ว่าการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายทำให้กองทรัพย์สินของตนเองลดน้อยลงจนไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้แก่บรรดาเจ้าหนี้ โดยที่คู่สัญญาฝ่ายซื้อหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้ได้ลากอกไม่ต้องรู้ถึงทางที่เป็นการเสียเปรียบแก่เจ้าหนี้

### (3) การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กำหนดให้คู่สัญญาต้องคำนวณมูลค่าตลาดของธุรกรรม และหากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายมีมูลค่าเปลี่ยนแปลงไปเกินกว่าช่วงอัตราปลอดการเรียกเงินเพิ่มตามที่คู่สัญญาตกลงกัน และเมื่อคำนวณมูลค่าของความเสี่ยงของธุรกรรมแล้วคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งมีความเสี่ยงด้านเครดิตสุทธิ (“คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยง”) คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง (“คู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยง”) ต้องชดเชยความเสี่ยงเท่ากับมูลค่าความเสี่ยงด้านเครดิตสุทธิให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยง ในการนี้ ผู้ขายหลักทรัพย์จะถือว่าเกิดความเสี่ยงเมื่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงเกินกว่าช่วงอัตราปลอดการเรียกเงินเพิ่ม ในขณะที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะถือว่าได้รับความเสี่ยงเมื่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่ำกว่าช่วงอัตราปลอดการเรียกเงินเพิ่ม ทั้งนี้ การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมสามารถทำได้ 3 วิธี ได้แก่ การโอนมาร์จิ้น การปรับราคาธุรกรรม และการปรับธุรกรรม เช่นนี้ สามารถวิเคราะห์การปฏิบัติต่อการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยแยกพิจารณาตามองค์ประกอบการฉ้อฉลได้ ดังนี้

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 1 ลูกหนี้ทำนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน ประเด็นนี้สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการโอนเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นเป็นการกระทำเพื่อชำระหนี้ให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายตามหน้าที่ที่กำหนดในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และโดยที่การโอนเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นการโอนกรรมสิทธิ์ในเงินหรือหลักทรัพย์ซึ่งเป็นทรัพย์สินที่มีมูลค่าและอาจถือเอาได้ การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์จึงถือเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน และเป็นวัตถุประสงค์แห่งการเพิกถอนการฉ้อฉล

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 2 นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ประเด็นนี้สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง เพราะหากลูกหนี้เป็นคู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยงได้โอนเงินหรือหลักทรัพย์ให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยง อีกทั้งการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมเป็นธุรกรรมที่ไม่ได้ค่าตอบแทนอันมีลักษณะเป็นการให้โดยเสน่หา ในขณะที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ของตน การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงจึงเป็นนิติกรรมที่เป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ

องค์ประกอบการฉ้อฉลประการที่ 3 คือ ลูกหนี้รู้ว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ องค์ประกอบข้อนี้เป็นข้อเท็จจริงในลักษณะอัตวิสัยที่ต้องพิจารณาถึงความรับรู้ภายในจิตใจของลูกหนี้ โดยสามารถพิจารณาจากข้อเท็จจริงว่าหากขณะที่ลูกหนี้โอนเงินหรือหลักทรัพย์ให้แก่เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรม ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้จนครบถ้วนเต็มจำนวน ย่อมถือว่าลูกหนี้รู้ว่าการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ

ทั้งนี้ เนื่องจากการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นนิติกรรมที่ไม่มีค่าตอบแทน เพราะคู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยงต้องโอนเงินหรือหลักทรัพย์ไปโดยไม่ได้รับค่าตอบแทนจากคู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยง การกระทำดังกล่าวจึงถือเป็นการให้โดยเสน่หา เช่นนี้ แม้คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยง (ผู้ได้กลางอก) จะไม่รู้ว่า การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นเป็นทางให้เจ้าหนี้ของลูกหนี้เสียเปรียบก็ตาม เจ้าหนี้ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน หรือผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) ยังคงมีสิทธิเพิกถอนการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ได้

กล่าวโดยสรุป การเพิกถอนการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลนั้นจะเกิดขึ้นทั้งกรณี “ผู้ซื้อหลักทรัพย์” และ “ผู้ขายหลักทรัพย์” ซึ่งเป็นลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ออนเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่าย ซึ่งหากในขณะโอนนั้น ลูกหนี้รู้ว่าการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้กองทรัพย์สินของตนเองลดน้อยลงจนไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้แก่บรรดาเจ้าหนี้ โดยที่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงซึ่งเป็นผู้ได้ลากอกไม่ต้องรู้ถึงทางที่เป็นการเสียเปรียบแก่เจ้าหนี้

#### (4) การ Close-out Netting

ในกรณีที่เกิดเหตุการณ์ผิดนัดตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กับคู่สัญญาหนึ่งฝ่ายใดซึ่งเหตุการณ์ดังกล่าวรวมถึงการที่คู่สัญญาเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งมีสิทธิบอกเลิกสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยส่งหนังสือแจ้งการผิดนัดและกำหนดวันที่สิ้นสุดของสัญญาไปยังคู่สัญญาที่ผิดนัดแล้ว สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ให้ถือว่าธุรกรรมที่มีอยู่ระหว่างคู่สัญญาภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สิ้นสุด ณ วันที่สิ้นสุดของสัญญา และให้ถือว่าหนี้และสิทธิเรียกร้องระหว่างคู่สัญญาในธุรกรรมที่ยังคงค้างอยู่ ณ วันที่สิ้นสุดของสัญญา ไม่ว่าจะถึงกำหนดชำระหรือไม่ก็ตาม ให้ถือว่าถึงกำหนดชำระทันที และนำหนี้และสิทธิเรียกร้องซึ่งคำนวณมูลค่าเป็นเงินระหว่างคู่สัญญามาหักกลบลบหนี้ให้เหลือยอดหนี้สุทธิที่ต้องชำระเพียงยอดเดียว กระบวนการดังกล่าว เรียกว่า การชำระหนี้แบบ Close-out Netting ซึ่งโดยผลของการ Close-out Netting หากยอดหนี้ของคู่สัญญาฝ่ายใดคงเหลือมากกว่า (คู่สัญญาฝ่ายที่มีมูลค่าสิทธิเรียกร้องเป็นเงินมากกว่า) คู่สัญญาฝ่ายนั้นมีสิทธิได้รับชำระหนี้จากคู่สัญญาอีกฝ่าย (คู่สัญญาฝ่ายที่มีมูลค่าสิทธิเรียกร้องเป็นเงินน้อยกว่า)

การ Close-out Netting เป็นการหักกลบลบหนี้ระหว่างคู่สัญญาในรูปแบบหนึ่ง ซึ่งแตกต่างจากการหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เนื่องจากการหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้นมูลค่าหนี้ต้องมีวัตถุประสงค์เป็นอย่างเดียวกัน และหนี้ทั้งสองรายนั้นถึงกำหนดจะชำระแล้ว<sup>6</sup> แต่การ Close-out Netting สามารถนำหนี้ที่ยังไม่ถึงกำหนดชำระมาหักกลบลบหนี้กันได้ และอาจเป็นหนี้ที่มีวัตถุประสงค์ในการชำระหนี้ต่างกันก็ได้ เช่น หนี้ในการส่งมอบหลักทรัพย์กับ

<sup>6</sup> มาตรา 341 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

หนี้ชำระเงิน เช่นนี้ บทบัญญัติว่าด้วยการการหักกลบลบหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์จึงไม่สามารถบังคับใช้ได้กับการ Close-out Netting ได้

หากพิจารณาการหักกลบลบหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายตามมาตรา 102 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้บัญญัติว่า “ถ้าเจ้าหนี้ซึ่งมีสิทธิขอรับชำระหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ในเวลาที่มีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ ถึงแม้ว่ามูลแห่งหนี้ทั้งสองฝ่ายจะไม่มีวัตถุประสงค์เป็นอย่างเดียวกันก็ดี หรืออยู่ในเงื่อนไขหรือเงื่อนไขเวลาที่ดี ก็อาจหักกลบลบกันได้ เว้นแต่เจ้าหนี้ได้สิทธิเรียกร้องต่อลูกหนี้ภายหลังที่มีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์แล้ว” ซึ่งกำหนดวิธีการหักกลบหนี้ระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ในคดีล้มละลายให้สามารถหักกลบลบหนี้ได้แม้ว่าหนี้ของคู่สัญญาทั้งสองฝ่ายจะไม่มีวัตถุประสงค์แห่งหนี้เป็นอย่างเดียวกัน<sup>7</sup> หรือหนี้ตามสัญญาจะยังไม่ถึงกำหนดเวลาชำระหนี้ เช่นนี้ การ Close-out Netting จึงสามารถดำเนินการได้ภายใต้กระบวนการล้มละลาย อย่างไรก็ตาม สำหรับการหักกลบลบหนี้ในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้บัญญัติว่า “ถ้าเจ้าหนี้ซึ่งมีสิทธิขอรับชำระหนี้ในการฟื้นฟูกิจการเป็นหนี้ลูกหนี้ในเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ เจ้าหนี้นั้นอาจใช้สิทธิหักกลบลบหนี้ได้ เว้นแต่เจ้าหนี้ได้สิทธิเรียกร้องต่อลูกหนี้ภายหลังที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ” ซึ่งมีถ้อยคำตามตัวบทกฎหมายที่แตกต่างจากมาตรา 102 กล่าวคือ ไม่มีบทบัญญัติที่ให้สิทธิแก่คู่สัญญาที่มีวัตถุประสงค์แห่งหนี้ต่างประเภทกันและหนี้ที่ยังไม่ถึงกำหนดเวลาชำระหนี้สามารถหักกลบลบหนี้กันได้ เมื่อพิจารณาถึงการที่มาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ไม่ได้บัญญัติหลักเกณฑ์ดังกล่าวไว้ และบทบัญญัตินี้เป็นบทบัญญัติที่บัญญัติขึ้นภายหลังมาตรา 102 จึงสามารถตีความได้ว่าหากหนี้ระหว่างคู่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีวัตถุประสงค์แห่งหนี้ต่างกัน เช่น หนี้ชำระเงินกับหนี้ส่งมอบหลักทรัพย์ หรือเป็นหนี้ที่ยังไม่ถึงกำหนดชำระหนี้ (มีเงื่อนไขเวลา) จะไม่สามารถหักกลบลบหนี้ได้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ<sup>8</sup>

นอกจากนี้ ตามแนวคำพิพากษาศาลฎีกาเกี่ยวกับการหักกลบลบหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการนี้ ศาลฎีกาได้ตัดสินว่าการหักกลบลบหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 จะต้องเป็นการหักกลบลบหนี้

<sup>7</sup> วัตถุประสงค์แห่งหนี้ หมายถึง การปฏิบัติการชำระหนี้ของลูกหนี้หรือสิ่งที่ลูกหนี้จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ ซึ่งสามารถแบ่งได้ 3 ประการ ได้แก่ หนี้กระทำการ หนี้เว้นกระทำการ และการโอนทรัพย์สิน (ศันนัทภรณ์ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้), หน้า 46-47).

<sup>8</sup> เอื้อน ขุนแก้ว, กฎหมายฟื้นฟูกิจการ, หน้า 125.

ของหนี้ที่มีอยู่ในเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการเท่านั้น ไม่รวมถึงหนี้ที่เกิดขึ้นหลังจากที่ศาลได้มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ กล่าวคือ ถ้อยคำตามตัวบทกฎหมายที่ว่า "ถ้าเจ้าหนี้ซึ่งมีสิทธิขอรับชำระหนี้ในการฟื้นฟูกิจการเป็นหนี้ลูกหนี้ในเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ..." หมายความว่า หนี้ที่เจ้าหนี้จะนำมาหักกลบลบหนี้ได้นั้น เจ้าหนี้ต้องเป็นหนี้ลูกหนี้ก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ และถ้อยคำตามตัวบทกฎหมายที่ว่า "...ในเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ..." หมายถึง ในวันที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ ไม่ได้มีหมายความถึงหนี้ที่เกิดขึ้นหลังที่ศาลได้มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ ดังนั้น เจ้าหนี้จะนำสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไปหักกลบลบหนี้กับหนี้ที่ตนมีต่อลูกหนี้ซึ่งเกิดขึ้นหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไม่ได้ โดยรายละเอียดตามคำพิพากษาโดยสรุปดังนี้

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2450/2547** ศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้เมื่อวันที่ 19 กรกฎาคม 2545 เจ้าหนี้ (กรมสรรพากร) ยื่นคำขอรับชำระหนี้ในมูลหนี้ภาษีอากรเป็นเงิน 197,418,897.15 บาท ในขณะเดียวกัน ลูกหนี้มีสิทธิได้รับคืนภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับเดือนตุลาคม 2545 จำนวน 1,806,814.18 บาท และเดือนมกราคม 2546 จำนวน 903,267.88 บาท เจ้าหนี้จึงยื่นคำร้องขอหักกลบลบหนี้ดังกล่าวกับภาษีตามคำขอรับชำระหนี้ ศาลฎีกาตัดสินว่า เจ้าหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ในเงินที่ลูกหนี้มีสิทธิได้รับคืนภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับเดือนตุลาคม 2545 และเดือนมกราคม 2546 อันเป็นหนี้ที่เจ้าหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ภายหลังเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ กรณีจึงไม่ใช่เจ้าหนี้กับลูกหนี้ต่างเป็นหนี้ซึ่งกันและกันอยู่ในเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ เจ้าหนี้นีย่อมไม่อาจใช้สิทธิขอหักกลบลบหนี้สำหรับหนี้ดังกล่าวได้

#### จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 4149/2548** ศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้เมื่อวันที่ 21 มิถุนายน 2543 ต่อมาเจ้าหนี้ได้ยื่นคำขอหักกลบลบหนี้เงินค่าก่อสร้างจำนวน 6,338,125.15 บาท ซึ่งเจ้าหนี้จะต้องชำระแก่ลูกหนี้เมื่อได้รับมอบงานในวันที่ 23 สิงหาคม 2543 อันเป็นเวลาภายหลังที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ ศาลฎีกาตัดสินว่าเจ้าหนี้ขอเงินค่าจ้างก่อสร้างที่จะต้องจ่ายแก่ลูกหนี้ดังกล่าวไปหักกลบลบหนี้กับหนี้ของลูกหนี้ตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ไม่ได้ เพราะเป็นหนี้ที่เจ้าหนี้ต้องชำระแก่ลูกหนี้อันเกิดหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการแล้ว

<sup>9</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2450/2547, 4149/2548.

นอกจากนี้ อาจารย์เอ๋อน ขุนแก้ว ได้มีหมายเหตุท้ายคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 4149/2548 เกี่ยวกับหลักเกณฑ์การขอหักกลบบทนี้ในกระบวนการฟื้นฟูพินิจการว่า การหักกลบบทนี้ตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ต้องประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ประการ คือ (1) เจ้าหนี้มีสิทธิเรียกร้องต่อลูกหนี้ก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการ กล่าวคือ เจ้าหนี้มีสิทธิขอรับชำระหนี้ในการฟื้นฟูพินิจการตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาตรา 90/27 วรรคหนึ่ง และ (2) เจ้าหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ที่อยู่ในเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการ เช่นนี้ เมื่อได้ความว่าเจ้าหนี้และลูกหนี้ต่างเป็นหนี้ซึ่งกันและกันในเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการแล้ว เจ้าหนี้อ่อมมีสิทธิขอนำหนี้ที่ตนจะต้องชำระไปหักจากสิทธิเรียกร้องที่ตนขอรับชำระหนี้ในจำนวนที่เท่ากันได้ แต่เจ้าหนี้จะนำสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการไปหักกลบบทนี้กับหนี้ที่ตนมีต่อลูกหนี้ซึ่งเกิดขึ้นหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการหาได้ไม่

อย่างไรก็ดี ด้วยความเคารพอย่างสูง เกี่ยวกับการหักกลบบทภายใต้กระบวนการฟื้นฟูพินิจการนี้ ผู้เขียนมีความเห็นว่าการหักกลบบทนี้เป็นการคุ้มครองให้ความเป็นธรรมแก่เจ้าหนี้ หากเจ้าหนี้ไม่อาจหักกลบบทนี้ได้แล้วจะก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมแก่เจ้าหนี้อย่างรุนแรง เนื่องจากเจ้าหนี้จะต้องชำระหนี้ที่ตนเป็นหนี้ให้แก่ลูกหนี้เต็มจำนวน แต่เจ้าหนี้จะได้รับชำระหนี้เพียงบางส่วนตามแผนฟื้นฟูพินิจการเท่านั้น และยังเป็นการขยายระยะเวลาชำระหนี้ออกไปซึ่งขัดกับหลักการของกฎหมายที่ต้องการให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้โดยรวดเร็ว เมื่อพิจารณาตบวงกฎหมายตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 หลักเกณฑ์การใช้สิทธิหักกลบบทนี้คือ เจ้าหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ในเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการ เว้นแต่สิทธิเรียกร้องเกิดขึ้นภายหลังศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการ กฎหมายใช้เพียงคำว่าเจ้าหนี้เป็นหนี้ลูกหนี้ ซึ่งสามารถตีความได้ว่า ความเป็นหนี้ระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้เกิดขึ้นสมบูรณ์แล้วก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการ แต่มิได้กำหนดว่าหนี้ดังกล่าวต้องถึงกำหนดชำระด้วย โดยหลักแล้ว สัญญาอ่อมมีผลเกิดขึ้นโดยสมบูรณ์เมื่อคู่สัญญาได้แสดงเจตนาทำคำเสนอและคำสนองถูกต้องตรงกัน ผลของการเกิดขึ้นของสัญญาอ่อมเกิดสิทธิเรียกร้องในการเรียกให้อีกฝ่ายชำระหนี้ แต่หากคู่สัญญาตกลงกำหนดเงื่อนไขอ่อมมีผลทำให้ไม่สามารถทวงถามให้ปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญาได้จนกว่าจะสิ้นสุดเงื่อนไขเวลา พิจารณาประกอบกับสิทธิของเจ้าหนี้ที่สามารถยื่นคำขอรับชำระหนี้ในหนี้ที่ยังไม่ถึงกำหนดชำระ เช่นนี้ แม้หนี้ของลูกหนี้และเจ้าหนี้จะถึงกำหนดชำระหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการ หากหนี้ของเจ้าหนี้และลูกหนี้เกิดขึ้นแล้วก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูพินิจการ เจ้าหนี้ควรมีสิทธิหักกลบบทนี้ได้ ซึ่งจะก่อให้เกิดความเป็นธรรมแก่เจ้าหนี้ และลดภาระของกองทรัพย์สินของลูกหนี้



เช่นนี้ เมื่อพิจารณาถึงการปฏิบัติต่อการ Close-out Netting ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายหลังจากลูกหนี้ถูกพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาดแล้ว เจ้าหนี้สามารถกระทำได้อีกหากเป็นหนี้หรือสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนวันที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ แม้หนี้นั้นจะมีมูลแห่งหนี้ต่างกันหรือยังไม่ถึงกำหนดชำระหนี้ และไม่ถือเป็นการฉ้อฉลเนื่องจากการใช้สิทธิตามกฎหมายของเจ้าหนี้ แต่สำหรับการ Close-out Netting ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ หนี้ที่เจ้าหนี้จะนำมาหักกลบลบหนี้ได้นั้น เจ้าหนี้ต้องเป็นหนี้ลูกหนี้ก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ แต่เจ้าหนี้จะนำสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไปหักกลบลบหนี้กับหนี้ที่ตนมีต่อลูกหนี้ซึ่งเกิดขึ้นหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไม่ได้ ดังนั้น การ Close-out Netting ในหนี้ที่ถึงกำหนดชำระหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการจึงอาจไม่สามารถกระทำได้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการในชั้นยื่นคำขอรับชำระหนี้ได้ แต่เจ้าหนี้มีสิทธิได้รับชำระหนี้ตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ในแผนโดยไม่ต้องขอรับชำระหนี้ในการฟื้นฟูกิจการตามมาตรา 90/27 วรรค 3 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

จากการวิเคราะห์การ ตามหัวข้อ 4.1.1 (1) – (4) ผู้เขียนจึงสรุปได้ว่าการที่ลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการได้ออนหลักทรัพย์หรือชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ในขณะที่ตนเองรู้ว่ามิทรัพย์สินน้อยกว่าหนี้สิน การโอนหลักทรัพย์หรือชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อาจถือเป็นการฉ้อฉล ผลของการนี้ ภายใต้กระบวนการล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีสิทธิยื่นคำร้องให้ศาลเพิกถอนนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉลนี้ได้ตามมาตรา 113 และมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ประกอบมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ พนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) มีสิทธิยื่นคำร้องต่อศาลให้เพิกถอนนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉลได้ตามมาตรา 90/40 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ดังต่อไปนี้

1. ผู้ขายหลักทรัพย์โอนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์
2. ผู้ขายหลักทรัพย์ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์
3. ผู้ซื้อหลักทรัพย์โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย
4. ผู้ซื้อหลักทรัพย์ หรือผู้ขายหลักทรัพย์ขาดเซยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

จากการวิเคราะห์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลนี้ ผู้เขียนมีความเห็นว่าการเพิกถอนการฉ้อฉลมีวัตถุประสงค์เพื่อคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้ โดยให้สิทธิเจ้าหนี้ในการรักษาทรัพย์สินของลูกหนี้อันเปรียบเสมือนหลักประกันการชำระหนี้ มิให้

ลูกหนี้จำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินนั้นแก่บุคคลอื่นอันจะก่อให้เกิดความเสียหายแก่เจ้าหนี้ ดังนั้น การบังคับใช้กฎหมายเพื่อเพิกถอนนิติกรรมที่ลูกหนี้กระทำขึ้นนั้นจึงควรมุ่งพิจารณาถึงเจตนาฉ้อฉลของลูกหนี้ที่ต้องการไม่ให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้จากทรัพย์สินที่โอนไปโดยผลของนิติกรรมด้วย เนื่องจากหากพิจารณาเพียงมูลค่าของกองทรัพย์สินที่ลดน้อยลง ย่อมทำให้ลูกหนี้และคู่สัญญาที่ทำนิติกรรมกับลูกหนี้โดยสุจริตได้รับความเสียหาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากลูกหนี้ประสบปัญหาภาระหนี้สินและจำเป็นต้องการช่วยเหลือทางการเงินและต้องเข้าทำสัญญากับคู่ค้า หากการเพิกถอนการฉ้อฉลพิจารณาความเสียเปรียบของนิติกรรมจากมูลค่ากองทรัพย์สินที่ลดน้อยลงย่อมทำให้คู่ค้าขาดแรงจูงใจในการเข้าทำสัญญากับลูกหนี้ และลูกหนี้ไม่สามารถแก้ไขปัญหาทางการเงินและประกอบธุรกิจต่อไปได้ เมื่อพิจารณาถึงการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของกิจการในภาคเอกชน โดยเฉพาะผู้ขายหลักทรัพย์นั้นมีวัตถุประสงค์สำคัญ คือ การบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นเนื่องจากกิจการขาดสภาพคล่องทางการเงินชั่วคราว แต่การเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญาไม่ว่าจะเป็นการส่งมอบหลักทรัพย์ การชำระราคา และการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรม ผลของการกระทำดังกล่าวจะทำให้กองทรัพย์สินลดน้อยลง เนื่องจากลูกหนี้ซึ่งเป็นผู้ขายหลักทรัพย์ต้องโอนทรัพย์สินออกจากกองทรัพย์สิน แต่หากพิจารณาถึงเจตนาและวัตถุประสงค์ของนิติกรรมประกอบกันแล้ว จะเห็นได้ว่าเป็นการปฏิบัติหน้าที่สัญญาโดยสุจริตและไม่ได้มีเจตนาโอนทรัพย์สินเพื่อหลีกเลี่ยงการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ และเป็นการเข้าทำสัญญาตามปกติขององค์กรธุรกิจที่ต้องการเงินทุนและสภาพคล่องเพื่อประกอบกิจการ เช่นนี้ ผู้เขียนมีความเห็นว่า ในการเพิกถอนการฉ้อฉลการพิจารณาถึงเจตนาและวัตถุประสงค์การทำนิติกรรมของลูกหนี้ประกอบด้วย แม้การโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะส่งผลให้เจ้าหนี้เสียเปรียบเนื่องจากกองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง แต่หากลูกหนี้และเจ้าหนี้ไม่ได้มีเจตนาหลีกเลี่ยงการชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้แล้ว การโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงอาจถือว่าเป็นการฉ้อฉล

#### 4.1.2 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนให้เปรียบเทียบ

การเพิกถอนการให้เปรียบเทียบภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการมีวัตถุประสงค์มุ่งคุ้มครองบรรดาเจ้าหนี้ของลูกหนี้มิให้ได้เปรียบหรือเสียเปรียบกันซึ่งกันและกันจากการที่ลูกหนี้เลือกชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้รายหนึ่งรายใด และเพื่อคุ้มครองให้เจ้าหนี้ทั้งหลายได้รับชำระหนี้ในสัดส่วนที่เท่าเทียมกัน ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 กำหนดให้อำนาจแก่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) สามารถเพิกถอนการโอน

ทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ของลูกที่มุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนใดคนหนึ่งได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น เพื่อนำเงินหรือทรัพย์สินกลับคืนมายังกองทรัพย์สินของลูกหนี้อันจะเป็นประโยชน์แก่บรรดาเจ้าหนี้

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการนี้ปรากฏตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ดังนี้

(1) การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลาย ตามมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

(2) การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/41 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการนั้นมีหลักเกณฑ์เดียวกัน คือ ลูกหนี้กระทำการหรือยินยอมให้ออนทรัพย์สินหรือกระทำการ โดยลูกหนี้มีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนใดคนหนึ่งได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น และการกระทำหรือยินยอมให้กระทำของลูกหนี้เกิดขึ้นในระยะเวลาระหว่าง 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ

เมื่อพิจารณาถึงการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ สามารถแบ่งเป็น 4 ธุรกรรม ได้แก่ การโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์และวันซื้อคืนหลักทรัพย์ การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และการ Close-out Netting

ผู้เขียนจะวิเคราะห์ความเป็นไปได้ที่จะเกิดการเพิกถอนการชำระเงินและการโอนหลักทรัพย์ด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ในกรณีที่คู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ (“ลูกหนี้”) และลูกหนี้ได้ชำระเงินหรือการโอนทรัพย์สินซึ่งเป็นการปฏิบัติหน้าที่ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง (“เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์”) โดยผู้เขียนได้วิเคราะห์บนพื้นฐานข้อเท็จจริงที่ว่าก่อนการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ลูกหนี้และเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้มีนิติสัมพันธ์ความเป็นเจ้าหนี้-ลูกหนี้อยู่ก่อนการทำธุรกรรมตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และการโอนทรัพย์สินหรือการชำระเงินเกิดขึ้นระหว่าง 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือการยื่นคำร้องขอให้มีการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ ในการนี้ ผู้เขียนแบ่งองค์ประกอบของการให้เปรียบเจ้าหนี้เป็น 2 องค์ประกอบ คือ ลูกหนี้ได้กระทำการหรือโอนทรัพย์สิน

และลูกหนี้มีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น โดยจะวิเคราะห์ตามธุรกรรมการชำระเงินและการโอนหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ดังนี้

### (1) การโอนหลักทรัพย์และชำระราคา ณ วันซื้อขาย และวันซื้อคืนหลักทรัพย์

องค์ประกอบประการที่ 1 ลูกหนี้ได้กระทำการหรือโอนทรัพย์สิน การที่ลูกหนี้โอนหลักทรัพย์และชำระราคา ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ และวันซื้อคืนหลักทรัพย์ เป็นการโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์หรือเงินของตนเองให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่าย จึงถือเป็นการโอนทรัพย์สินของตนเอง

องค์ประกอบประการที่ 2 ลูกหนี้มีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น จะพิจารณาถึงความมุ่งหมายของลูกหนี้ว่าจะให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดคนหนึ่งได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น หากปรากฏว่าขณะที่ลูกหนี้ชำระเงินหรือโอนหลักทรัพย์นั้น เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นเจ้าหนี้ของลูกหนี้อยู่แล้ว และลูกหนี้มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินและมีเจ้าหนี้อีกหลายราย การโอนหลักทรัพย์หรือการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยถอยลง เป็นเหตุให้เจ้าหนี้อื่นไม่ได้รับชำระหนี้หรือได้รับชำระหนี้้น้อยกว่าที่ควรจะได้รับ การโอนหลักทรัพย์หรือการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลูกหนี้ทำขึ้นจะถือว่าเป็นการกระทำโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น ทั้งนี้ โดยไม่ต้องคำนึงถึงความสุจริตและการเสียค่าตอบแทนของผู้รับโอน โดยสามารถวิเคราะห์ตามได้ ดังนี้

(1.1) ธุรกรรม ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นการชำระหนี้ตามสัญญาต่างตอบแทนโดยที่ผู้รับโอนหลักทรัพย์หรือรับชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ได้เป็นเจ้าหนี้ก่อนการรับโอนหรือรับชำระหนี้เช่นว่านั้น<sup>10</sup> เพราะหากถือว่าการโอนตามสัญญาต่างตอบแทนเป็นการให้เปรียบแก่ผู้รับโอนเหนือเจ้าหนี้ที่มีอยู่แล้ว ย่อมจะทำให้ผู้รับโอนโดยสุจริตและมีค่าตอบแทนไม่รู้ถึงสภาพการมีหนี้สินล้นพ้นตัวของลูกหนี้ต้องเสียหายและไม่เป็นธรรมต่อผู้รับโอน ดังนั้น หากไม่ปรากฏว่าลูกหนี้และเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีนิติสัมพันธ์ในฐานะเจ้าหนี้-ลูกหนี้อยู่ก่อนการโอนทรัพย์สินตาม

<sup>10</sup> เทียบคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 854/2534.

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายจึงไม่ถือเป็น การให้เปรียบเจ้าหนี้<sup>11</sup>

**(1.2) ธุรกรรม ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์** มีหนี้ที่เกิดขึ้นจากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ ผู้ขายหลักทรัพย์มีหนี้ที่จะต้องชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ และผู้ขายหลักทรัพย์มีหนี้ที่จะโอนหลักทรัพย์ที่ตกลงซื้อคืนให้แก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์ ดังนั้น คู่สัญญาแต่ละฝ่ายจึงถือว่าอยู่ในฐานะเจ้าหนี้ซึ่งกันและกันอยู่ก่อนการโอนหลักทรัพย์หรือชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้น การชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ และการโอนหลักทรัพย์ที่ซื้อคืนซึ่งลูกหนี้ทำขึ้น ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงเป็นการกระทำของลูกหนี้ต่อเจ้าหนี้ที่มีความเป็นหนี้ก่อนการโอนทรัพย์สิน

ในการพิจารณาถึงความเสียเปรียบของเจ้าหนี้จะพิจารณาว่าลูกหนี้รู้ว่ตนเองมีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ทั้งหมดจนครบถ้วนในขณะที่ลูกหนี้โอนหลักทรัพย์หรือชำระเงินหรือไม่ ซึ่งโดยทั่วไปสามารถพิจารณาจากทรัพย์สินเทียบกับหนี้สิน โดยหากลูกหนี้โอนหลักทรัพย์หรือชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ในขณะที่ตนเองมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินหรือมีหนี้สินล้นพ้นตัว และทำให้เจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้จะได้รับส่วนแบ่งในทรัพย์สินของลูกหนี้ลดลง ย่อมถือเป็นการกระทำโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่นได้ เช่นนี้ จึงต้องวิเคราะห์ว่าการโอนทรัพย์สินหรือชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์นั้นทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลงอันเป็นเหตุให้เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่นหรือไม่ โดยแยกพิจารณาตามฐานะในสัญญา ดังนี้

**(ก) ลูกหนี้ในฐานะผู้ซื้อหลักทรัพย์** การชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ การโอนขายหลักทรัพย์ที่ซื้อขายหรือหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าเทียบเท่าคืน แม้การโอนหลักทรัพย์นั้นจะเป็นการจำหน่ายทรัพย์สินออกจากกองทรัพย์สินของตนเอง

<sup>11</sup> หากผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์เป็นเจ้าหนี้หรือลูกหนี้ตามสัญญาอื่นก่อนการเข้าทำธุรกรรมโอนหลักทรัพย์และชำระราคา ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ ย่อมถือว่ามีความเป็นเจ้าหนี้ก่อนการโอนหลักทรัพย์หรือชำระราคาซื้อขายในธุรกรรม ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม การเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์จะทำภายใต้สัญญาที่เป็นสัญญาหลัก หากก่อนการโอนหลักทรัพย์หรือชำระราคาซื้อขายในธุรกรรมซื้อขายหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ คู่สัญญาเคยเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ระหว่างกันภายใต้สัญญาหลักมาก่อนแล้ว ย่อมถือว่าการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์เป็นการกระทำต่อเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ก่อนการโอนหลักทรัพย์หรือชำระราคาแล้ว.

แต่ผลของการโอนหลักทรัพย์เช่นว่านั้น ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะได้รับผลประโยชน์ตอบแทนเป็นราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่บวกด้วยดอกเบี้ยซึ่งจะมีมูลค่ามากกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ขายคืน เช่นนี้ การโอนหลักทรัพย์ของลูกหนี้ที่เป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงไม่ทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดลง และไม่ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้

**(ข) ลูกหนี้ในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์** การชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ การชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยลูกหนี้จะได้รับหลักทรัพย์หรือหลักทรัพย์เทียบเท่ากลับคืนมาอยู่ในกองทรัพย์สิน แต่การชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์นี้จะคำนวณจากราคาซื้อขายหลักทรัพย์บวกด้วยดอกเบี้ยซึ่งเมื่อรวมแล้วจะมากกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่ซื้อคืน เช่นนี้ การชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ของลูกหนี้ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้มีมูลค่าลดลง และหากในขณะลูกหนี้ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว การชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ซึ่งทำให้กองทรัพย์สินของตนมีมูลค่าลดน้อยลงย่อมทำให้เจ้าหนี้เสียหายจากการได้รับส่วนแบ่งที่น้อยลง และทำให้เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น จึงอาจถือได้ว่าการที่ลูกหนี้ในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ เป็นการกระทำโดยมีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนใดคนหนึ่งได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น

ดังนั้น การโอนหลักทรัพย์ หรือการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่จะเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้จะเกิดขึ้นในกรณีที่ลูกหนี้เป็น “ผู้ขายหลักทรัพย์” ได้ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ในขณะที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ของตน โดยการชำระหนี้นี้ได้ทำขึ้นภายในระยะเวลาระหว่าง 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนเป็นบุคคลภายใน) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนมีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ

## (2) การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย

ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีหนี้ต้องโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ เช่นนี้ จึงสามารถวิเคราะห์การปฏิบัติต่อการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยแยกพิจารณาตามองค์ประกอบการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้ดังนี้

องค์ประกอบประการที่ 1 ลูกหนี้ได้กระทำการหรือโอนทรัพย์สิน สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการผู้ขายหลักทรัพย์โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นการโอนกรรมสิทธิ์

ในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์ของตนเองให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ จึงถือว่าลูกหนี้การกระทำหรือเป็นโอนทรัพย์สิน

องค์ประกอบประการที่ 2 ลูกหนี้มีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น เมื่อวิเคราะห์แล้ว การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเป็นการโอนทรัพย์สินออกจากกองทรัพย์สินของลูกหนี้ ผลจากการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายนั้น ลูกหนี้ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับค่าตอบแทน จึงทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้มีมูลค่าลดน้อยลง เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์เห็นว่าเป็นนิติสัมพันธ์ในฐานะเป็นเจ้าหนี้และลูกหนี้ซึ่งกันและกันภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อยู่แล้วก่อนการโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย และหากในขณะที่ลูกหนี้โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ของตน การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายย่อมถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้

ดังนั้น การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้จะเกิดขึ้นในกรณีที่ลูกหนี้เป็น “ผู้ซื้อหลักทรัพย์” ได้โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในขณะที่ตนเองมีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ของตน โดยการโอนนี้ได้ทำขึ้นภายในระยะเวลาระหว่าง 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนมีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและหลังจากนั้น

### (3) การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์กำหนดให้คู่สัญญาต้องคำนวณมูลค่าตลาดของธุรกรรม และหากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายมีมูลค่าเปลี่ยนแปลงไปเกินกว่าช่วงอัตราผลตอบแทนเรียกเงินเพิ่มตามที่คู่สัญญาตกลงกัน และเมื่อคำนวณมูลค่าของความเสี่ยงของธุรกรรมแล้วคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งมีความเสี่ยงด้านเครดิตสุทธิ (“คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยง”) คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่ง (“คู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยง”) ต้องชดเชยความเสี่ยงโดยการโอนเงินหรือหลักทรัพย์เท่ากับมูลค่าความเสี่ยงด้านเครดิตสุทธิให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยง ในกรณีนี้ ผู้ขายหลักทรัพย์จะถือว่าเกิดความเสี่ยงเมื่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงเกินกว่าช่วงอัตราผลตอบแทนเรียกเงินเพิ่ม ในขณะที่ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะถือว่าได้รับความเสี่ยงเมื่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดต่ำกว่าช่วงอัตราผลตอบแทนเรียกเงินเพิ่ม

องค์ประกอบประการที่ 1 ลูกหนี้ได้กระทำการหรือโอนทรัพย์สิน สามารถวิเคราะห์ได้ว่าการที่คู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยงได้โอนหลักทรัพย์หรือเงินสดให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ได้รับความเสี่ยงเป็นการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของตนเองให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่าย จึงถือว่าเป็นการที่ลูกหนี้โอนทรัพย์สินของตนเอง

องค์ประกอบประการที่ 2 ลูกหนี้มีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น เมื่อวิเคราะห์แล้วเห็นว่าการโอนเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์นี้เป็นการโอนทรัพย์สินออกจากกองทรัพย์สินของคู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยงโดยไม่ได้รับค่าตอบแทน จึงทำให้กองทรัพย์สินของคู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยงมีมูลค่าลดน้อยลง และเมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์เห็นว่ามีความสัมพันธ์ในฐานะเป็นเจ้าหนี้และลูกหนี้ซึ่งกันและกันภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อยู่แล้วก่อนการชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และหากในขณะที่ลูกหนี้โอนเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่ายนั้น ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ของตน การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์จึงถือถูกพิจารณาได้ว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้

กล่าวโดยสรุป การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้จะเกิดขึ้นในกรณีที่ลูกหนี้เป็น “ผู้ซื้อหลักทรัพย์” หรือ “ผู้ขายหลักทรัพย์” ซึ่งอยู่ในฐานะคู่สัญญาฝ่ายที่ต้องชดเชยความเสี่ยงได้โอนเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ในขณะที่ตนเองมีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ของตน โดยการโอนนี้ได้ทำขึ้นภายในระยะเวลาระหว่าง 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนเป็นบุคคลภายใน) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนมีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการและหลังจากนั้น

#### (4) การ Close-out Netting

ในกรณีที่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สิ้นสุดลงเนื่องจากการบอกเลิกสัญญาด้วยเหตุผิดนัดตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คู่สัญญาจะต้องดำเนินการตามข้อกำหนด Close-out Netting กล่าวคือ เมื่อสัญญาสิ้นสุดลงแล้วจะถือว่าหนี้ตามธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีสถานะคงค้างอยู่ ณ วันที่สิ้นสุดของสัญญาถึงกำหนดชำระทันที และนำภาระหนี้และสิทธิเรียกร้องระหว่างคู่สัญญามาหักกลบลบหนี้กัน ทั้งนี้ชำระราคาและหนี้ส่งมอบหลักทรัพย์ และไม่ว่าหนี้นั้นจะถึงกำหนดชำระ



หรือไม่ จนให้เหลือยอดหนี้สุทธิที่ต้องชำระเพียงยอดเดียว ซึ่งหากยอดหนี้ของคู่สัญญาฝ่ายใดคงเหลือมากกว่า คู่สัญญาฝ่ายนั้นต้องชำระหนี้ให้แก่คู่สัญญาอีกฝ่าย

การ Close-out Netting เป็นการหักกลบลบหนี้ที่คู่สัญญาสามารถหนี้ที่มีวัตถุประสงค์ในการชำระหนี้ต่างกัน หรือที่ยังไม่ถึงกำหนดชำระมาหักกลบลบหนี้กันได้ เมื่อพิจารณาการหักกลบลบหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายตามมาตรา 102 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 กำหนดวิธีการหักกลบหนี้ระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ในคดีล้มละลายให้สามารถหักกลบลบหนี้ได้ แม้ว่าวัตถุประสงค์ของคู่สัญญาทั้งสองฝ่ายจะไม่มีวัตถุประสงค์เป็นอย่างเดียวกัน หรือหนี้ตามสัญญาจะยังไม่ถึงกำหนดเวลาชำระหนี้ เช่นนี้ การ Close-out Netting สามารถดำเนินการได้ภายใต้กระบวนการล้มละลาย และไม่ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้เนื่องจากเป็นการใช้สิทธิตามกฎหมาย อย่างไรก็ตาม วัตถุประสงค์สำหรับการหักกลบลบหนี้ในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ไม่ปรากฏถ้อยคำตามบทบัญญัติในลักษณะเดียวกันกับมาตรา 102 ซึ่งตามแนวคำพิพากษาศาลฎีกาได้ตัดสินเกี่ยวกับการหักกลบลบหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการนี้ว่า หนี้ที่เจ้าหนี้จะนำมาหักกลบลบหนี้ได้นั้น เจ้าหนี้ต้องเป็นหนี้ลูกหนี้ก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ แต่เจ้าหนี้จะนำสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไปหักกลบลบหนี้กับหนี้ที่ตนมีต่อลูกหนี้ซึ่งเกิดขึ้นหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไม่ได้ ดังนั้น การ Close-out Netting ในหนี้ที่ถึงกำหนดหลังจากวันที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการจึงอาจไม่สามารถกระทำได้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ

#### จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากการวิเคราะห์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตาม (1) – (4) ผู้เขียนจึงสรุปได้ว่า ธุรกิจการโอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ลูกหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการได้กระทำในขณะที่ตนเองมีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ได้อย่างครบถ้วน หากได้ทำขึ้นภายในระยะเวลา 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนเป็นบุคคลภายใน) ก่อนที่มีการขอให้ล้มละลายหรือการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ ย่อมถือว่าการโอนทรัพย์สินนั้นเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ซึ่งภายใต้กระบวนการล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีสิทธิยื่นคำร้องต่อศาลให้เพิกถอนการโอนทรัพย์สินนั้นได้ตามมาตรา 115 หรือภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีสิทธิยื่นคำร้องต่อศาลให้เพิกถอนได้ตามมาตรา 90/41 ดังนี้

1. ผู้ขายหลักทรัพย์ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์
2. ผู้ซื้อหลักทรัพย์โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย

### 3. ผู้ซื้อหลักทรัพย์ หรือผู้ขายหลักทรัพย์ชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

จากการวิเคราะห์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ เห็นได้ว่าการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินบางประการอาจถูกเพิกถอนได้แม้ว่าจะเป็นการปฏิบัติหน้าที่ตามสัญญาตามปกติทางการค้า ผู้เขียนมีความเห็นว่าบทบัญญัติของกฎหมายมุ่งควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ และคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้ให้ได้รับชำระหนี้จากลูกหนี้อย่างเท่าเทียมกัน แต่การปรับใช้หลักเกณฑ์ดังกล่าวโดยพิจารณาเพียงมูลค่ากองทรัพย์สินของลูกหนี้เพียงอย่างเดียวย่อมทำให้เกิดความไม่เป็นธรรมต่อเจ้าหนี้และส่งผลกระทบต่อกองทรัพย์สินของลูกหนี้ เนื่องจากการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของภาคเอกชนมีวัตถุประสงค์ประการสำคัญ คือ การบริหารสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ เพื่อนำเงินไปใช้ในการประกอบธุรกิจหรือการชำระหนี้ตามภาระผูกพันของกิจการที่มีอยู่ต่อเจ้าหนี้ ย่อมแสดงให้เห็นถึงนัยยะสำคัญของสภาพคล่องของกิจการที่เข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์ว่าสถานะทางการเงินของกิจการไม่ได้มีสภาพคล่องที่เพียงพอต่อการใช้ประกอบกิจการ ดังนั้น เมื่อเข้าทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และปฏิบัติหน้าที่ตามสัญญาในการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงิน ผู้ขายหลักทรัพย์ย่อมทราบถึงสถานะของตนเองเป็นอย่างดีว่ากิจการของตนเองประสบปัญหาสภาพคล่องและจำเป็นต้องหาสภาพคล่องเพิ่มเติม การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ต่อการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นก่อนการเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการจึงทำให้ธุรกรรมทางการเงินที่เกิดขึ้นด้วยความสุจริตและเป็นไปเพื่อประโยชน์แก่ลูกหนี้ไม่สามารถใช้บังคับได้ และไม่เกิดประโยชน์ต่อทั้งตัวเจ้าหนี้และลูกหนี้

ในด้านสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของภาครัฐ คือ การทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีระหว่างธนาคารแห่งประเทศไทยกับไพรมารี ดีลเลอร์ ซึ่งเป็นการดำเนินการเพื่อปฏิบัติตามนโยบายทางการเงินตามที่กฎหมายกำหนดไว้เป็นการเฉพาะ และข้อกำหนดและเงื่อนไขการทำสัญญาเป็นไปตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย ดังนั้น การโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินภายใต้ธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีนี้ แม้จะปรากฏข้อเท็จจริงที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้หรือการฉ้อฉลเนื่องจากกองทรัพย์สินของไพรมารี ดีลเลอร์ลดน้อยลง แต่การดำเนินการดังกล่าวเป็นการกระทำภายใต้อำนาจของกฎหมายและเป็นไปตามทางปกติการค้า ผู้เขียนจึงเห็นว่าการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินภายใต้ธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีระหว่างธนาคารแห่งประเทศไทยกับไพรมารี ดีลเลอร์ไม่เป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้

#### 4.1.3 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. ....

ตามที่คณะรัฐมนตรีได้อนุมัติร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... เมื่อวันที่ 28 ธันวาคม พ.ศ. 2559 โดยแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับการเพิกถอนการฉ้อฉลและการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ ดังนี้

บทบัญญัติเกี่ยวกับการเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 วรรค 2 และมาตรา 114 แห่ง พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้แก้ไขเพิ่มเติมตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... โดยใช้บทบัญญัตินี้

“มาตรา 113 การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้โดยทำเป็นคำร้อง

การเพิกถอนตามมาตรา นี้ ให้กระทำภายในระยะเวลาหนึ่งปีนับแต่วันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์รู้ถึงการนั้น หรือภายในสิบปีนับแต่นิติกรรมนั้นได้ทำขึ้น”

“มาตรา 114 ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 นั้น เกิดขึ้นภายในระยะเวลาสามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนาหาหรือเป็นการที่ ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภนอก แต่การนั้นรู้อยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ”

บทบัญญัติเกี่ยวกับการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามมาตรา 115 แห่ง พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ได้แก้ไขเพิ่มเติมตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... โดยใช้บทบัญญัตินี้

“มาตรา 115 การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้ กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น โดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้ คนหนึ่งคนใดได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้

ถ้าเจ้าหน้าที่ได้เปรียบเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือ การกระทำตามวรรคหนึ่งที่ได้กระทำขึ้นในระหว่างระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น

การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใด ๆ ที่มีให้ถือว่าเป็นการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ ได้แก่

- (1) การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า
- (2) สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน ซึ่งลูกหนี้ได้มาและใช้ประโยชน์จากหลักประกัน ดังกล่าวด้วยตนเอง
- (3) การโอนตามสัญญาหลักประกันตามกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจ

(4) สิทธิยึดหน่วงตามกฎหมาย”

บทบัญญัติที่แก้ไขเพิ่มเติมตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... นี้ปรากฏการแก้ไขในเฉพาะการเพิกถอนการกระทำที่ทำได้แล้วของลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายเท่านั้น แต่ไม่ปรากฏการแก้ไขเพิ่มเติมในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ดังนั้น การเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการจึงบังคับตามหลักเกณฑ์ในมาตรา 90/40 และมาตรา 90/41 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

จากการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... นี้ ผู้เขียนจะได้แบ่งประเด็นในการวิเคราะห์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ดังนี้

#### 4.1.3.1 การเพิกถอนการฉ้อฉล

การเพิกถอนการฉ้อฉลได้รับการแก้ไขเพิ่มเติมใน 2 กรณี ดังนี้

##### (1) อายุความการร้องขอให้เพิกถอนการฉ้อฉล

การแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติตามมาตรา 113 โดยกำหนดอายุความการร้องขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลภายใน 1 ปีนับแต่วันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์รู้ถึงการฉ้อฉล หรือภายใน 10 ปีนับแต่นิติกรรมนั้นได้ทำขึ้น ซึ่งหลักเกณฑ์เรื่องอายุความการเพิกถอนการฉ้อฉล

ในคดีล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการในปัจจุบัน ศาลฎีกามีแนวคำพิพากษาให้ถือเอาอายุความของเจ้าหนี้ที่อาจบังคับตามสิทธิเรียกร้องได้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณา โดยไม่ถือว่าวันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้รู้ถึงต้นเหตุอันเป็นมูลให้เพิกถอนการฉ้อฉลเป็นเวลาแรกเริ่มต้นนับอายุความ การยื่นคำร้องของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์จึงต้องการกระทำภายในอายุความ 1 ปี นับแต่วันที่เจ้าหนี้ผู้ที่เกี่ยวข้องได้รู้ต้นเหตุอันเป็นมูลให้เพิกถอน การแก้ไขเพิ่มเติมตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... จึงทำให้การใช้สิทธิของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีความชัดเจนและระยะเวลาการสิทธิของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ยาวขึ้นเนื่องจากอายุความนับจากที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ทราบถึงเหตุแห่งการเพิกถอนการฉ้อฉล ดังนั้น เมื่อพิจารณาถึงการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นี้ กำหนดอายุความไม่ได้กระทบต่อการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญต่อการเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

## (2) ข้อเสนอแนะนิตินิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉล

ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 กำหนดข้อสันนิษฐานของนิตินิติกรรมที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภออกจากนิตินิติกรรมนั้นรู้ว่านิตินิติกรรมที่สร้างขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ ได้แก่ นิตินิติกรรมที่เกิดขึ้นภายในระยะเวลา 1 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือนิตินิติกรรมที่เป็นการทำให้โดยเสนาหา หรือนิตินิติกรรมที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร โดยการแก้ไขเพิ่มเติมตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ได้แก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติว่าด้วยนิตินิติกรรมที่สันนิษฐานว่าลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภออกจากนิตินิติกรรมนั้นรู้ว่านิตินิติกรรมที่สร้างขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ ได้แก่ นิตินิติกรรมที่เกิดขึ้นภายในระยะเวลา 3 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น นิตินิติกรรมที่เป็นการทำให้โดยเสนาหา หรือนิตินิติกรรมที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร

ผลของการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติดังกล่าวไม่ได้กระทบต่อการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญต่อการเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นการขยายกำหนดระยะเวลาที่นิตินิติกรรมทำขึ้นก่อนมีการขอให้ล้มละลายจาก 1 ปี เป็น 3 ปี เช่นนี้ หากลูกหนี้ออนทรัพย์สินหรือชำระหนี้ตามสัญญาได้ทำขึ้นระหว่าง 3 ปี ก่อนมีการขอให้ล้มละลาย ย่อมถูกสันนิษฐานว่าเป็นการฉ้อฉล จากข้อสันนิษฐานดังกล่าว ทำให้สิทธิเกี่ยวกับทรัพย์สินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดความไม่แน่นอนอนมากขึ้นเนื่องจากระยะเวลาแห่งข้อสันนิษฐานยาวนานขึ้น

#### 4.1.3.2 การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้

ร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ได้บัญญัติข้อยกเว้นของการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้สำหรับการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำของลูกหนี้ที่เป็นการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกันซึ่งลูกหนี้ได้มาและใช้ประโยชน์จากหลักประกันดังกล่าวด้วยตนเอง การโอนตามสัญญาหลักประกันตามกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจและสิทธิยึดหวงตามกฎหมาย ซึ่งผู้เขียนจะวิเคราะห์ถึงข้อยกเว้นที่เกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ใน 2 ข้อยกเว้น ได้แก่ การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า และสัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน ซึ่งลูกหนี้ได้มาและใช้ประโยชน์จากหลักประกันดังกล่าวด้วยตนเอง ดังนี้

##### (1) การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า

ร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ได้กำหนดข้อยกเว้นในการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำที่มีให้ถือว่าเป็นการโอนอันเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้หลายกรณีซึ่งรวมถึง “การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า” โดยหลักการนี้เป็นหลักการที่เกี่ยวข้องกับการชำระหนี้และการประกอบธุรกิจของกิจการเอกชน หากกิจการเอกชนในรูปแบบของนิติบุคคล การประกอบกิจการและการกระทำใด ๆ ต้องอยู่ในกรอบวัตถุประสงค์ของนิติบุคคลจึงจะถือว่าผูกพันนิติบุคคล เช่นนี้ การพิจารณาการชำระหนี้ตามปกติทางการค้าของกิจการที่เป็นนิติบุคคลย่อมสามารถพิจารณาได้จากวัตถุประสงค์ของนิติบุคคลที่ได้จดทะเบียนไว้ หากการดำเนินการของนิติบุคคลเป็นไปตามที่กำหนดในวัตถุประสงค์ การดังกล่าวย่อมถือว่าอยู่ในทางการค้าของนิติบุคคลนั้น ในขณะที่กิจการเอกชนที่ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล เช่น กรณีห้างหุ้นส่วนสามัญ ความผูกพันของบุคคลที่สามต่อบรรดาหุ้นส่วนของห้างหุ้นส่วนสามัญนั้นต้องเป็นการกระทำในทางที่เป็นธรรมดาการค้าขายของห้างหุ้นส่วน ดังนั้น ผู้เขียนจึงจะวิเคราะห์แนวทางการพิจารณาข้อยกเว้นเรื่อง “การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า” ร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... กับแนวคิดและการตีความเรื่อง “ธรรมดาทางการค้าขาย” ของห้างหุ้นส่วนสามัญ เนื่องจากเป็นหลักการที่ศาลได้ตัดสินและตีความไว้แล้ว

หลักธรรมดาทางการค้าปรากฏอยู่ในบทบัญญัติของกฎหมายเกี่ยวกับห้างหุ้นส่วนสามัญว่าด้วยความรับผิดชอบของผู้เป็นหุ้นส่วนต่อบุคคลภายนอก ตามมาตรา 1050 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ โดยหลักเกณฑ์ที่พิจารณาว่าเป็นไปตามหลักธรรมดาทางการค้าขายนั้นต้องพิจารณาจากวัตถุประสงค์ของห้างหุ้นส่วนและข้อตกลงในการจัดตั้งห้างหุ้นส่วนทั้ง

ทางตรงและทางอ้อม ซึ่งในการพิจารณาทางที่เป็นธรรมดาทางการค่านั้นเป็นเรื่องข้อเท็จจริงที่ต้องพิจารณาถึงสภาพแห่งธุรกิจและประเพณีของธุรกิจที่มีลักษณะเดียวกันปฏิบัติกันด้วย<sup>12</sup> การที่เป็นทางธรรมดาการค้าขายจึงสามารถพิจารณาจากสิ่งดังต่อไปนี้

1. พิจารณาจากวัตถุประสงค์โดยตรงของห้างหุ้นส่วน กล่าวคือ ในการตั้งห้างหุ้นส่วนจะต้องกำหนดวัตถุประสงค์ในการประกอบกิจการของห้างหุ้นส่วนไว้ว่าจะประกอบกิจการประเภทใด ซึ่งถือเป็นวัตถุประสงค์โดยตรง หากกิจการที่ดำเนินตามวัตถุประสงค์นี้ย่อมถือเป็นทางที่ธรรมดาการค้าขายของห้างหุ้นส่วน<sup>13</sup>

เช่น นาย ก. นาย ข. และนาย ค. ตกลงตั้งห้างหุ้นส่วนสามัญ ประกอบกิจการร้านอาหารทะเล การที่หุ้นส่วนคนใดคนหนึ่งไปทำสัญญาซื้อขายพลาสติก เมื่อพิจารณาแล้วย่อมเห็นได้ว่าโดยสภาพและลักษณะของกิจการร้านอาหารจำเป็นต้องมีวัตถุดิบอาหารสด มิเช่นนั้นย่อมจะไม่สามารถประกอบกิจการได้ตามวัตถุประสงค์ของห้างหุ้นส่วนได้ เช่นนี้ การทำสัญญาซื้อพลาสติกของห้างหุ้นส่วนที่ประกอบกิจการร้านอาหารจึงเป็นทางธรรมดาการค้าของห้างหุ้นส่วน

2. พิจารณาจากข้อตกลงในสัญญาจัดตั้ง กล่าวคือ หากการจัดตั้งห้างหุ้นส่วนนั้นมีข้อกำหนดให้ห้างหุ้นส่วนสามารถประกอบกิจการอื่นใดนอกเหนือจากวัตถุประสงค์หลัก อันถือเป็นวัตถุประสงค์พิเศษ เช่นนี้ การประกอบกิจการประเภทอื่นที่นอกเหนือจากวัตถุประสงค์หลักที่แม้โดยสภาพและลักษณะจะไม่อยู่ในขอบวัตถุประสงค์ของห้างหุ้นส่วน แต่หากมีการกำหนดในสัญญาจัดตั้งห้างหุ้นส่วนไว้เป็นการเฉพาะแล้ว ย่อมถือว่าวัตถุประสงค์พิเศษนี้เป็นทางธรรมดาการค้าของห้างหุ้นส่วน<sup>14</sup>

เช่น นาย ก. นาย ข. และนาย ค. ตกลงตั้งห้างหุ้นส่วนสามัญ ประกอบกิจการร้านอาหารทะเล ในข้อตกลงห้างหุ้นส่วนนั้นกำหนดให้ห้างหุ้นส่วนสามารถประกอบกิจการขายอุปกรณ์เครื่องเขียนได้ กรณีนี้ เมื่อพิจารณาตามสภาพและลักษณะของกิจการร้านอาหาร

<sup>12</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3-4/2487.

<sup>13</sup> สหชน รัตนไพจิตร, คำอธิบายกฎหมายลักษณะห้างหุ้นส่วนบริษัท, พิมพ์ครั้งที่ 2 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2558), หน้า 93.

<sup>14</sup> เรื่องเดียวกัน.

ทะเลแล้วไม่อาจตีความให้ครอบคลุมรวมถึงกิจการขายอุปกรณ์เครื่องเขียนได้ แต่เมื่อข้อตกลงห้างหุ้นส่วนได้กำหนดให้สามารถประกอบกิจการขายอุปกรณ์เครื่องเขียนได้ อันเป็นวัตถุประสงค์พิเศษ เช่นนี้ จึงถึงว่าการประกอบกิจการขายอุปกรณ์เครื่องเขียนเป็นทางธรรมดาการค้าของห้างหุ้นส่วน

3. พิจารณาจากวัตถุประสงค์โดยปริยายของห้างหุ้นส่วน กล่าวคือ ในการประกอบกิจการให้บรรลุวัตถุประสงค์โดยตรงของห้างหุ้นส่วนต้องอาศัยกิจการแวดล้อมที่เกี่ยวข้องด้วย แม้จะไม่ใช่วัตถุประสงค์ของกิจการ แต่การนั้นทำให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการได้โดยตรง ย่อมถือเป็นทางธรรมดาการค้าปกติของห้างหุ้นส่วน<sup>15</sup> ตัวอย่างกรณีนี้สามารถพิจารณาจากคำพิพากษาศาลฎีกา เช่น

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1026/2538** นาย ก. นาย ข. และนาย ค. ตกลงตั้งห้างหุ้นส่วนเพื่อประกอบกิจการค้าขายไก่อ่าง นาย ข. ได้ทำสัญญาเช่าตึกแถวเพื่อนำมาใช้เป็นร้านในการเปิดกิจการค้าขายไก่อ่าง เช่นนี้ ถือว่าตึกแถวมีความจำเป็นในการเป็นสถานที่ประกอบกิจการ การทำสัญญาเช่าเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์โดยตรงของการค้าขายไก่อ่าง จึงถือว่าเป็นทางธรรมดาการค้าของห้างหุ้นส่วนและผูกพันหุ้นส่วนทุกคน

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1026/2538** นาย ก. นาย ข. และนาย ค. ตกลงตั้งห้างหุ้นส่วนเพื่อประกอบกิจการรับจ้างถมดิน ทนายและลูกจ้าง นาย ก. ได้ทำสัญญาว่าจ้างช่างให้นาย ง. ถมดินแทน การทำสัญญาว่าจ้างช่างทำไปเพื่อให้สามารถส่งงานให้แก่ผู้ว่าจ้างพันกำหนด ถือว่าอยู่ในกรอบวัตถุประสงค์ของห้างหุ้นส่วน จึงถือว่าการทำในทางธรรมดาการค้าขายของห้างหุ้นส่วน

**คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2624/2551** นาย ก. นาย ข. และนาย ค. ตกลงตั้งห้างหุ้นส่วนเพื่อประกอบกิจการค้า การออกเช็คเพื่อชำระหนี้ค่าสินค้าและทำหนังสือรับสภาพหนี้ ถือเป็นทางที่เป็นธรรมดาการค้าขาย

จากการศึกษาหลักเกณฑ์และแนวทางตีความของ “ทางธรรมดาการค้าขาย” และเมื่อตีความประกอบกับคำว่า “การชำระหนี้” ผู้เขียนเห็นว่าข้อยกเว้นเรื่องการชำระหนี้ตามปกติทางการค้า ตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... หมายถึง การชำระหนี้

<sup>15</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 94.



ของคู่สัญญาในหน้าที่เกิดขึ้นตามวัตถุประสงค์ในการประกอบกิจการไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมของ คู่สัญญาทั้งสองฝ่าย โดยการชำระหนี้ดังกล่าวต้องเป็นไปตามเงื่อนไขปกติธรรมดาทางการค้าที่คู่สัญญาได้ เคยปฏิบัติต่อกันมาหรือเป็นไปตามธรรมเนียมปฏิบัติของธุรกิจการค้า นั้น ๆ

การชำระหนี้ตามปกติทางการค้าซึ่งปรากฏตามร่างพระราชบัญญัติ ล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... เมื่อพิจารณาปรับใช้กับการชำระหนี้และการโอนหลักทรัพย์ตามสัญญา ซื้อคืนหลักทรัพย์ ผู้เขียนมีความเห็นว่าการที่คู่สัญญาเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ แม้อาจจะไม่ถือว่าเป็นสัญญาที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของลูกหนี้โดยตรง (เว้นแต่กรณีกิจการที่ประกอบธุรกิจซื้อคืน ภาคเอกชน) แต่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นไปเพื่อสนับสนุนเงินทุนและสภาพคล่องให้ธุรกิจการเพื่อ ใช้ในการประกอบธุรกิจหลัก ซึ่งหากลูกหนี้ได้เข้าทำสัญญา และได้โอนหลักทรัพย์หรือชำระหนี้ด้วย เจตนาสุจริต โดยมีได้มีเจตนาแสวงหาประโยชน์ที่มีควรได้ ซึ่งในทางธุรกิจการค้า หากกิจการของ ลูกหนี้ประสบปัญหาการเงินและจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนเพื่อใช้จ่ายและแก้ไขปัญหาทางการเงินอัน จะมีส่วนช่วยเหลือให้กิจการลูกหนี้ฟื้นตัว จึงมีความจำเป็นต้องทำสัญญาอันมีผลเป็นการจำหน่ายจ่าย โอนทรัพย์สินหรือรับภาระมากขึ้น ดังนั้น การโอนหลักทรัพย์หรือการชำระราคาตามสัญญาซื้อคืน หลักทรัพย์ที่ลูกหนี้ทำโดยสุจริต แม้จะทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง ย่อมถือเป็นการชำระ หนี้ตามปกติทางการค้า และไม่ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้

นอกจากนี้ ผู้เขียนมีความเห็นว่าข้อยกเว้นตามร่างพระราชบัญญัติ ล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... เป็นการกำหนดความหมายอย่างกว้างและไม่มีแนวทางการพิจารณาว่า การชำระหนี้ในรูปแบบใดที่จะถือว่าเป็นการชำระหนี้ตามปกติทางการค้าชัดเจนเพื่อให้กฎหมาย สามารถปรับใช้กับข้อเท็จจริงทางธุรกิจที่หลากหลายและมีการพัฒนาอยู่ตลอดเวลา อย่างไรก็ตาม บทบัญญัติที่เป็นข้อยกเว้นของหลักกฎหมายทั่วไปควรมีความชัดเจนและแน่นอนเพื่อป้องกันการ แสวงหาประโยชน์ในทางที่ไม่ชอบด้วยกฎหมายจากข้อยกเว้นนั้น การที่ไม่มีแนวทางที่ชัดเจนเพียงพอ ย่อมกระทบความแน่นอนของธุรกรรมทางการค้า แรงจูงใจในการเข้าทำสัญญากับลูกหนี้ที่ประสบปัญหา การเงิน และต้นทุนในการพิสูจน์ถึงข้อยกเว้น ผู้เขียนเห็นควรเสนอแนวทางในการตีความและปรับใช้ หลักการชำระหนี้ตามปกติทางการค้าตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ในการนี้ ผู้เขียนเห็นว่าควรใช้แนวทางการตีความหลักการ Ordinary course of business ตามกฎหมาย สหรัฐอเมริกาพิจารณาประกอบด้วย เนื่องจากหลักการนี้ถูกพัฒนาและตีความให้สอดคล้องและ ส่งเสริมการประกอบธุรกิจการค้าระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ ซึ่งในเรื่องนี้ ตามมาตรา 547(c)(2) แห่ง Title 11 of U.S. Code หลักการ Ordinary course of business เป็นข้อยกเว้นของการให้เปรียบ เจ้าหนี้ โดยบัญญัติให้การโอนหรือการชำระหนี้ที่เป็นไปตามทางธรรมดาการค้าจะไม่ถูกเพิกถอนด้วย

เหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ได้แก่ การชำระหนี้สำหรับหนี้ที่เกิดขึ้นในทางการค้าปกติหรือกิจการทางการเงินของทั้งลูกหนี้และเจ้าหนี้ และต้องเป็นไปตามข้อตกลงตามทางธรรมาการค้าอย่างหนึ่งอย่างใด ได้แก่ ทางธรรมาการการค้าระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ หรือทางการค้าในกิจการลักษณะเดียวกัน โดยศาลจะเปรียบเทียบว่าการชำระหนี้ในช่วงที่ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามกฎหมายล้มละลาย กับ การชำระหนี้ก่อนช่วงระยะเวลาการให้เปรียบเจ้าหนี้นั้นสอดคล้องกันหรือไม่ โดยใช้ปัจจัยต่าง ๆ เช่น กำหนดเวลาการชำระหนี้ มูลค่าหนี้ วิธีการชำระเงิน เป็นต้น หากการชำระหนี้ในช่วงก่อนระยะเวลาการให้เปรียบเจ้าหนี้กับในช่วงระหว่างระยะเวลาการให้เปรียบเจ้าหนี้สอดคล้องกัน ย่อมถือว่าการชำระหนี้เป็น Ordinary course of business แต่หากการชำระหนี้ในช่วงก่อนระยะเวลาการให้เปรียบเจ้าหนี้กับในช่วงระหว่างระยะเวลาการให้เปรียบเจ้าหนี้แตกต่างกัน ย่อมถือว่าการชำระหนี้ไม่เป็น Ordinary course of business ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นควรเสนอแนวทางในการตีความและปรับใช้หลักการชำระหนี้ตามปกติทางการค้าตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ดังนี้

1. ลักษณะของหนี้ คือ การชำระหนี้ตามปกติทางการค้าต้องเป็นการชำระหนี้สำหรับหนี้ที่เกิดจากการประกอบธุรกิจหลักตามวัตถุประสงค์โดยตรงของกิจการลูกหนี้ และเจ้าหนี้ หรือการชำระหนี้สำหรับหนี้ที่ไปเพื่อการบรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการโดยตรง

2. เงื่อนไขการชำระหนี้ คือ การชำระหนี้ตามปกติทางการค้าต้องสอดคล้องกับเงื่อนไขการชำระหนี้ 2 แนวทาง ได้แก่ ประการที่ 1 เงื่อนไขการชำระหนี้ระหว่างคู่สัญญาที่ได้ปฏิบัติต่อกันในระหว่างช่วงเวลาก่อนการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ กับช่วงเวลาการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ กล่าวคือ เปรียบเทียบช่วงเวลา 3 เดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการกับช่วงเวลาก่อน 3 เดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ และในกรณีเจ้าหนี้ผู้รับชำระหนี้เป็นบุคคลภายในของลูกหนี้ เปรียบเทียบช่วงเวลา 1 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการกับช่วงเวลาก่อน 1 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ หรือประการที่ 2 เงื่อนไขปกติการค้าหรือธรรมเนียมปฏิบัติในธุรกิจนั้น ๆ

## (2) สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน

ตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... กำหนดข้อยกเว้นการการโอนทรัพย์สินที่ไม่ให้ถือว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้อีกประการที่มีความใกล้เคียงและอาจปรับใช้กับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้ คือ เป็นการโอนหรือการกระทำใด ๆ ตามสัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน เนื่องจากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นมีลักษณะทางเศรษฐศาสตร์เป็นการกู้ยืมเงินที่มีหลักประกันซึ่งถูกใช้เพื่อวัตถุประสงค์ในลักษณะเดียวกันกับการกู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน ผู้เขียนจึง

จะวิเคราะห์นิติสัมพันธ์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามลักษณะและบทบัญญัติของกฎหมายของ 2 ประเภท ได้แก่ สัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน และสัญญาซื้อขาย ว่าช้อยกเว้นตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. ....สามารถนำมาปรับใช้กับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้หรือไม่ ดังนี้

### (2.1) สัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน

สัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน ประกอบด้วยสัญญากู้ยืมเงิน และสัญญาให้หลักประกันเพื่อประกันการชำระหนี้ตามสัญญากู้ยืมเงิน สำหรับสัญญากู้ยืมเงินเป็นสัญญาใช้สິนเปลืองรูปแบบหนึ่งซึ่งกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ยืมจะโอนจากผู้ให้ยืมไปยังผู้ยืม โดยผู้ยืมมีหนี้ต้องชำระหนี้คืนในประเภท ชนิด และปริมาณเดียวกันกับทรัพย์สินที่ยืมเท่านั้น<sup>16</sup> สัญญากู้ยืมเงินมีวัตถุประสงค์การกู้ยืมเงิน คือ เงินตรา โดยผู้ให้ยืมโอนกรรมสิทธิ์ในเงินตราจำนวนหนึ่งตามที่ตั้งตกลงกันให้กับผู้ยืม และผู้ยืมตกลงคืนเงินตราเท่ากับจำนวนที่ได้ยืมให้แก่ผู้ให้ยืม<sup>17</sup> สัญญากู้ยืมเงินเป็นสัญญาใช้สິนเปลืองประเภทหนึ่งจะสมบูรณ์ต่อเมื่อได้ส่งมอบทรัพย์สินที่ยืมซึ่งการส่งมอบเงินกู้นี้อาจทำได้โดยการส่งมอบเงินเป็นธนบัตรหรือเหรียญกษาปณ์ หรือการเอาหนี้อื่นที่มีอยู่มาแปลงเป็นเงินกู้ และการส่งมอบทรัพย์สินอื่นแทนเงินที่กู้ ในการกู้ยืมเงินอาจมีค่าตอบแทนหรือไม่มีค่าตอบแทนก็ได้ ซึ่งหากมีการตกลงให้ค่าตอบแทนในการได้ใช้เงินหรือเกิดจากหนี้เงินนั้น ค่าตอบแทนนี้เรียกว่าดอกเบี้ย ในการชำระหนี้ตามสัญญาเงินกู้ ผู้ให้กู้ตกลงยอมรับสิ่งของหรือทรัพย์สินอย่างอื่นแทนการชำระเงินที่กู้ได้แต่ต้องคำนวณราคาของสิ่งของหรือทรัพย์สินนั้นตามราคาตลาด ณ เวลาและสถานที่ส่งมอบ และหนี้จะระงับไปมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับจำนวนแห่งราคาสิ่งของหรือทรัพย์สินอื่นนั้น กล่าวคือ หากราคาสิ่งของหรือทรัพย์สินนั้นเท่ากับจำนวนเงินที่ตกลงกู้ถือว่าระงับไปทั้งหมด แต่หากราคาทรัพย์สินหรือสิ่งของนั้นน้อยกว่าจำนวนเงินที่กู้ถือว่าหนี้ระงับไปเพียงบางส่วนตามราคาสิ่งของหรือทรัพย์สินนั้น<sup>18</sup>

<sup>16</sup> มาตรา 650 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

<sup>17</sup> สุธีร์ ศุภนิตย์, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ วิชาเอกเทศสัญญา 2 ยืมและฝากทรัพย์, พิมพ์ครั้งที่ 5 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2554), หน้า 83.

<sup>18</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 133.

สัญญาการให้หลักประกันการชำระหนี้ตามกฎหมายประเทศไทยสามารถแบ่งได้ 2 ประเภทหลัก คือ การให้หลักประกันด้วยบุคคล ได้แก่ การค้ำประกัน และการให้หลักประกันด้วยทรัพย์สิน ได้แก่ การจำนอง การจำนำ หลักประกันทางธุรกิจ โดยที่การค้ำประกันเป็นการประกันชำระหนี้ด้วยบุคคล และการจำนองเป็นการประกันหนี้ด้วยการจดจำนอง อสังหาริมทรัพย์หรือสังหาริมทรัพย์พิเศษบางประเภทซึ่งไม่รวมถึงหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การใช้หลักทรัพย์เป็นหลักประกันทางธุรกิจนั้น ในปัจจุบัน หลักทรัพย์ไม่ใช่ทรัพย์สินที่สามารถใช้เป็นหลักประกันทางธุรกิจได้ตามพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ พ.ศ. 2558<sup>19</sup> และยังไม่มีการตรา กฎกระทรวงกำหนดทรัพย์สินที่สามารถใช้เป็นหลักประกันทางธุรกิจเพิ่มเติม ดังนั้น การใช้หลักทรัพย์เป็นประกันการชำระหนี้จึงไม่สามารถทำได้ในรูปแบบของสัญญาค้ำประกัน สัญญาจำนอง และสัญญาหลักประกันทางธุรกิจ เช่นนี้ ในการทำสัญญาเพื่อนำหลักทรัพย์มาเป็นประกันการชำระหนี้จึงสามารถทำได้ด้วยวิธีการจำนำ โดยสามารถทำได้ 2 วิธีการ ได้แก่ กรณีหลักทรัพย์ที่มีใบหุ้่นสามารถทำสัญญาจำนำใบหุ้่นตามมาตรา 753 แห่งประมวลกฎหมายและพาณิชย์ และกรณีหลักทรัพย์ที่ไร้ใบหลักทรัพย์ (Scripless) สามารถดำเนินการตามมาตรา 228/1 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 นอกจากนี้ ในการทำสัญญาสินเชื่อโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกันของสถาบันการเงินสามารถดำเนินการได้ 2 วิธี คือ การจดทะเบียนจำนำในใบหลักทรัพย์ และการจำนำนำหลักทรัพย์ในระบบไร้ใบหลักทรัพย์ ตามระเบียบและวิธีปฏิบัติของบริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด<sup>20</sup>

สัญญาจำนำ คือ สัญญาที่ผู้จำนำส่งมอบสังหาริมทรัพย์ให้แก่ผู้รับจำนำเพื่อเป็นประกันการชำระหนี้ ดังนั้น สัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักทรัพย์เป็นหลักประกันด้วยการจำนำหลักทรัพย์นั้น คือ สัญญาที่ผู้กู้ (ผู้จำนำ) นำหลักทรัพย์มาจำนำเป็นประกันการชำระหนี้ตาม

<sup>19</sup> มาตรา 8 หลักประกันต้องเป็นสถาบันการเงินหรือบุคคลอื่นตามที่กำหนดในกฎกระทรวง

- (1) กิจการ
- (2) สิทธิเรียกร้อง
- (3) สงหาริมทรัพย์ที่ผู้ให้ประกันใช้ในการประกอบธุรกิจ เช่น เครื่องจักร สินค้าคงคลัง หรือวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตสินค้า
- (4) อสังหาริมทรัพย์ในกรณีที่ผู้ให้หลักประกันประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยตรง
- (5) ทรัพย์สินอื่นตามที่กำหนดในกฎกระทรวง

<sup>20</sup> ข้อ 4.3.3 (1) ของแนวนโยบายธนาคารแห่งประเทศไทย เรื่อง นโยบายการให้สินเชื่อแก่ภาคธุรกิจบางประเภท ฉบับลงวันที่ 4 มีนาคม พ.ศ. 2552

สัญญากู้ยืมเงินกับเจ้าหนี้ตามสัญญากู้ยืมเงิน (ผู้รับจำนำ) ในการจำนำนั้น ผู้รับจำนำไม่ได้มีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จำนำคงมีเพียงแต่สิทธิครอบครอง ผู้รับจำนำต้องรักษาทรัพย์สินจำนำไว้ให้ปลอดภัย และต้องสงวนทรัพย์สินจำนำนั้นเช่นอย่างวิญญูชนจะพึงสงวนทรัพย์สินของตนเอง<sup>21</sup> หากผู้รับจำนำเอาทรัพย์สินซึ่งจำนำไปใช้เองหรือให้บุคคลภายนอกใช้ ผู้รับจำนำจะต้องรับผิดชอบในความสูญหายหรือบุบสลายของทรัพย์สินจำนำ แม้ว่าจะเกิดจากเหตุสุดวิสัย เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าถึงอย่างไรความสูญหายหรือบุบสลายคงจะเกิด<sup>22</sup> สำหรับดอกผลที่เกิดจากหลักทรัพย์ที่จำนำนั้น ถ้ามิได้กำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในสัญญา หากมีดอกผลชนิดนี้<sup>23</sup> (เช่น ดอกเบี้ย เงินปันผล) เกิดจากทรัพย์สินนั้น ให้ผู้รับจำนำจัดสรรใช้เป็นค่าดอกเบี้ยอันค้างชำระ และถ้าไม่มีดอกเบี้ยค้างชำระ ให้นำไปใช้ต้นเงินแห่งหนี้อันได้จำนำทรัพย์สินเป็นประกันนั้น

## (2.2) สัญญาซื้อขาย

สัญญาซื้อขายมีวัตถุประสงค์ คือ การโอนกรรมสิทธิ์และการชำระราคา<sup>24</sup> มุ่งหมายที่การโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ขายโดยแลกกับราคาที่เป็นเงินเป็นสำคัญ สัญญาซื้อขายเป็นสัญญาที่ก่อให้เกิดผลในทางทรัพย์สิน คือ การโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินโอนทันทีที่ทำสัญญา สัญญาซื้อขายเป็นสัญญาที่บริบูรณ์ด้วยการยินยอม กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ขายนั้นโอนไปยังผู้ซื้อตั้งแต่ขณะเมื่อได้ทำสัญญาซื้อขายกัน<sup>25</sup> เมื่อกรรมสิทธิ์โอนไปยังผู้ขายแล้ว ผู้ขายในฐานะเจ้าของทรัพย์สินย่อมมีสิทธิใช้สอยและจำหน่ายทรัพย์สินของตนและได้ซึ่งดอกผลแห่งทรัพย์สินนั้น<sup>26</sup> สัญญาซื้อขายได้ทำขึ้นโดยสมบูรณ์แล้วก่อให้เกิดหนี้ในการส่งมอบทรัพย์สิน และชำระราคานอกจากนี้ สัญญาซื้อขายยังคงอยู่บนหลักการพื้นฐานของหลักสัญญาทั่วไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลัก

<sup>21</sup> มาตรา 759 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

<sup>22</sup> มาตรา 760 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

<sup>23</sup> มาตรา 148 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ “ดอกผลชนิดนี้ หมายความว่า ทรัพย์สินหรือประโยชน์อย่างอื่นที่ได้มาเป็นครั้งคราวแก่เจ้าของทรัพย์สินจากผู้อื่นเพื่อการที่ได้ใช้ทรัพย์สินนั้น และสามารถคำนวณและถือเอาได้เป็นรายวันหรือตามระยะเวลาที่กำหนดไว้”.

<sup>24</sup> ศนันทกรณ โสทธิพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้, พิมพ์ครั้งที่ 7 (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2559), หน้า 57.

<sup>25</sup> มาตรา 458 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

<sup>26</sup> มาตรา 1336 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

เสรีภาพในการทำสัญญา ซึ่งคู่สัญญาสามารถกำหนดข้อสัญญาในสัญญาซื้อขายได้เสมอ<sup>27</sup> ตราบเท่าที่ไม่เป็นการขัดต่อกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับความสงบเรียบร้อยหรือศีลธรรมอันดีของประชาชน

นิติสัมพันธ์ระหว่างผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีวัตถุประสงค์หนึ่ง คือ การชำระเงิน และการส่งมอบหลักทรัพย์ โดยในธุรกรรมขาแรก ณ วันที่ทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์ได้มีหนี้ในการส่งมอบหลักทรัพย์ และรับชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ ส่วนผู้ซื้อมีหนี้ในการชำระราคาซื้อขายหลักทรัพย์ และรับมอบหลักทรัพย์ โดยในระหว่างอายุของสัญญา คู่สัญญาต้องประเมินมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย หากมูลค่าของหลักทรัพย์สูงขึ้นหรือลดลงเกินกว่ามูลค่าที่คู่สัญญาตกลงกัน คู่สัญญาที่ได้รับความเสี่ยงจากการที่มูลค่าหลักทรัพย์มีสิทธิได้รับการชดเชยตามมูลค่าความเสี่ยงที่เกิดขึ้น และเมื่อครบระยะเวลาของสัญญา ผู้ซื้อหลักทรัพย์ต้องขายคืนหลักทรัพย์นั้นหรือหลักทรัพย์อื่นที่มีมูลค่าเทียบเท่าผู้เขียนจึงได้วิเคราะห์ลักษณะสิทธิ และหน้าที่ของคู่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับสัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกันและสัญญาซื้อขาย ดังนี้

1. วัตถุประสงค์ของการทำสัญญา กล่าวคือ สัญญาซื้อขายมีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ซื้อขายและได้รับชำระเงินตอบแทนตามมูลค่าของทรัพย์สิน ในขณะที่สัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน ผู้กู้ต้องการได้เงินและผู้ให้ต้องการให้เงินกู้โดยได้รับดอกเบี้ยเป็นค่าตอบแทน โดยหลักทรัพย์นั้นเป็นประกันการชำระหนี้ของผู้กู้ เมื่อพิจารณาจากลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คู่สัญญาต้องการเงินที่ได้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ขายหลักทรัพย์ต้องการเงินจากการขายหลักทรัพย์ และผู้ซื้อหลักทรัพย์วัตถุประสงค์ที่แท้จริงอาจไม่ได้ต้องการหลักทรัพย์แต่ต้องการให้สินเชื่อโดยคำนวณจากมูลค่าหลักทรัพย์ ดังนั้น พิจารณาในแง่วัตถุประสงค์ของการทำสัญญาสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีลักษณะคล้ายสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน

2. กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตามสัญญา กล่าวคือ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์จะได้กรรมสิทธิ์เด็ดขาดในหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย เมื่อวิเคราะห์ตามสัญญาซื้อขาย กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินจะตกเป็นของผู้ซื้อ ต่างจากสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกันซึ่งหลักประกันยังเป็นกรรมสิทธิ์ของผู้ให้หลักประกัน ผู้รับหลักประกันมีสิทธิครอบครอง

<sup>27</sup> ศนันทกรณ โสคติพันธ์, คำอธิบายกฎหมายลักษณะซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้, หน้า 44.

ดังนั้น พิจารณาในแง่กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงถือว่ามีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขาย

3. สิทธิในดอกผลอันเกิดจากหลักทรัพย์ กล่าวคือ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีหน้าที่ต้องส่งคืนผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาตามสัญญาซื้อขาย เมื่อกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตกเป็นกรรมสิทธิ์ของผู้ซื้อแล้ว ผู้ซื้อจะมีสิทธิได้รับดอกผลที่เกิดจากทรัพย์สินนั้นและไม่มีหน้าที่ต้องคืนดอกผลที่เกิดจากทรัพย์สินที่ซื้อขายให้ผู้ขาย แต่ตามสัญญากู้ยืมเงินโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน ผู้ให้กู้ยืมเงินมีเพียงสิทธิครอบครองหลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกันและไม่มีสิทธิในดอกผลของหลักทรัพย์ ผู้ให้กู้ยืมเงินมิได้รับประโยชน์จากดอกผลโดยตรง ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ในแง่สิทธิในดอกผลอันเกิดจากหลักทรัพย์ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีลักษณะเป็นสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน

4. การคำนวณมูลค่าความเสี่ยงของธุรกรรมและปรับมูลค่าที่ซื้อขายให้สอดคล้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ เป็นการดำเนินการเพื่อให้มั่นใจว่าหลักประกันนั้นมีมูลค่าที่คุ้มกับจำนวนเงินที่ซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อไม่ให้คู่สัญญาต้องแบกรับความเสี่ยงเกินกว่าราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ เมื่อวิเคราะห์ตามสัญญาซื้อขาย เมื่อกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์โอนไปยังผู้ซื้อแล้ว ผู้ขายหลักทรัพย์จึงไม่มีความเสี่ยงในมูลค่าทรัพย์สินที่ซื้อขายแล้ว แต่สัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกันกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ไม่โอนไปยังผู้ให้กู้ ผู้ให้กู้ยังคงมีความเสี่ยงจากการที่มูลค่าของหลักประกันลดน้อยลงจนไม่เพียงพอต่อหนี้ตามสัญญากู้ยืม ดังนั้น มูลค่าของหลักทรัพย์ที่เป็นประกันการชำระหนี้จึงมีความสำคัญต่อผู้ให้กู้ ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ในแง่การคำนวณมูลค่าความเสี่ยงของธุรกรรมและปรับมูลค่าที่ซื้อขายให้สอดคล้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีลักษณะคล้ายสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน

5. สิทธิในการใช้ประโยชน์จากหลักทรัพย์ กล่าวคือ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีสิทธิใช้หลักทรัพย์ที่ซื้อขายและสามารถจำหน่ายจ่ายโอนหลักทรัพย์นั้นได้ เมื่อพิจารณาตามสัญญาซื้อขาย ผู้ซื้อจะมีสิทธิใช้สอยและจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินที่ซื้อขาย แต่ตามสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน ผู้ให้กู้ซึ่งครอบครองหลักทรัพย์มีหน้าที่สงวนรักษาทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันและมีความรับผิดชอบในความสูญหายและเสียหายของทรัพย์สิน ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ในแง่สิทธิในการใช้ประโยชน์จากหลักทรัพย์สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีลักษณะคล้ายสัญญาซื้อขาย

6. หนี้ในการโอนหลักทรัพย์ค้ำเมื่อครบกำหนดระยะเวลาของสัญญา กล่าวคือ ตามสัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีหนี้ต้องซื้อค้ำหลักทรัพย์เมื่อครบกำหนดระยะเวลาของสัญญา เมื่อพิจารณาตามสัญญาซื้อขาย ผู้ซื้อไม่มีหนี้ต้องขายค้ำหรือส่งคืนทรัพย์สินที่ซื้อขายให้แก่ผู้ขาย แต่ตามสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน เมื่อครบกำหนดระยะเวลาการกู้ ผู้ให้กู้ต้องส่งคืนทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันให้แก่ผู้กู้ ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ในแง่หนี้ในการโอนหลักทรัพย์ค้ำเมื่อครบกำหนดระยะเวลาของสัญญา สัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์จึงมีลักษณะเป็นสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน

7. สิทธิในการส่งมอบหลักทรัพย์อื่นที่แตกต่างจากวันที่ซื้อขาย กล่าวคือ ตามสัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์ ผู้ขายหลักทรัพย์มีสิทธิขายค้ำหลักทรัพย์อื่นที่มีมูลค่าเทียบเท่าเมื่อพิจารณาตามสัญญาซื้อขาย คู่สัญญาสามารถตกลงซื้อขายทรัพย์สินประเภทใดก็ได้ แต่ตามสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน ผู้ให้กู้ต้องส่งคืนทรัพย์สินอย่างเดิม ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ในแง่สิทธิในการส่งมอบหลักทรัพย์อื่นที่แตกต่างจากวันที่ซื้อขาย สัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์จึงมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขาย

8. สิทธิได้รับดอกเบี้ยตอบแทนการทำสัญญา กล่าวคือ ตามสัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์มีหนี้ต้องชำระดอกเบี้ยสัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์ (Repo rate) เมื่อครบกำหนดระยะเวลาของสัญญาให้แก่ผู้ขายหลักทรัพย์ตามอัตราที่คู่สัญญาตกลงกัน เมื่อพิจารณาตามสัญญาซื้อขาย เมื่อกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายตกเป็นกรรมสิทธิ์ของผู้ซื้อแล้ว ผู้ซื้อไม่มีสิทธิได้รับดอกเบี้ยที่เกิดจากราคาทรัพย์สินที่ซื้อขาย แต่ตามสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน เมื่อครบกำหนดระยะเวลาการกู้ยืม ผู้กู้มีหนี้ต้องชำระดอกเบี้ยให้แก่ผู้ให้กู้ ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ในแง่สิทธิได้รับดอกเบี้ยตอบแทนการทำสัญญา สัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์จึงมีลักษณะเป็นสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน

9. สิทธิในการบังคับชำระหนี้จากหลักประกัน กล่าวคือ ตามสัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์ หากผู้ซื้อหลักทรัพย์ผิดนัดชำระหนี้ ผู้ขายหลักทรัพย์มีสิทธิบังคับชำระหนี้เอาจากหลักทรัพย์ที่ซื้อขายได้ ซึ่งลักษณะสิทธิดังกล่าวไม่ปรากฏในสัญญาซื้อขายเนื่องจากสัญญาซื้อขายเสร็จสมบูรณ์ ณ เวลาที่คู่สัญญาตกลงซื้อขายกัน แต่ตามสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน หากผู้กู้ผิดนัดชำระหนี้ ผู้ให้กู้มีสิทธิบังคับชำระหนี้เอาจากหลักประกันได้ ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ในแง่สิทธิในการบังคับชำระหนี้จากหลักประกัน สัญญาซื้อค้ำหลักทรัพย์จึงมีลักษณะเป็นสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน



ตารางที่ 6 การเปรียบเทียบลักษณะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยลักษณะของสัญญากู้ยืมเงินโดยมี  
หลักประกันและสัญญาซื้อขาย

ลักษณะธุรกรรมตามสัญญาซื้อคืน หลักทรัพย์	สัญญากู้ยืมเงินโดยมี หลักประกัน	สัญญาซื้อขาย
วัตถุประสงค์เพื่อต้องการเงิน	✓	
ผู้ซื้อกรรมสิทธิ์เด็ดขาดในหลักทรัพย์ ทรัพย์ที่ซื้อขาย		✓
ผู้ขายมีสิทธิในดอกผลของหลักทรัพย์	✓	
คู่สัญญาต้องคำนวณความเสี่ยงของ ธุรกรรม และปรับมูลค่าที่ซื้อขายให้ สอดคล้องกับมูลค่าหลักทรัพย์	✓	
ผู้ซื้อสามารถนำหลักทรัพย์ที่ซื้อขายไปใช้ ประโยชน์และขายต่อได้		✓
ผู้ซื้อมีหนี้โอนคืนหลักทรัพย์เมื่อครบ กำหนดระยะเวลาตามสัญญา	✓	
ผู้ซื้อมีหนี้ส่งมอบหลักทรัพย์โดยสามารถ ส่งมอบหลักทรัพย์อื่นที่มีมูลค่าเทียบเท่า ได้		✓
ผู้ซื้อได้รับดอกเบี้ยจากการเข้าทำสัญญา	✓	
การบังคับชำระหนี้จากหลักทรัพย์เมื่อ ผู้ขายหลักทรัพย์ผิดนัดชำระราคาซื้อคืน หลักทรัพย์	✓	

จากการวิเคราะห์ดังกล่าวข้างต้น สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มี  
ลักษณะที่ผสมกันระหว่างสัญญาซื้อขายและสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน ผู้เขียนมี  
ความเห็นว่ามีลักษณะทางเศรษฐกิจ (Economic characteristics) ของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะ  
มีวัตถุประสงค์เพื่อการได้เงินกู้ยืมเงิน แต่หากพิจารณาถึงวัตถุประสงค์แห่งสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ  
หลักทรัพย์ กรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์แห่งนิติกรรมได้โอนจากผู้ขายเป็นหลักทรัพย์เพื่อแลก  
กับราคาซื้อขายที่เป็นเงินเป็นสำคัญ ก่อให้เกิดผลในทางทรัพย์สิน คือ การโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์  
ที่ซื้อขาย และผู้ซื้อหลักทรัพย์มีสิทธิใช้สอยหลักทรัพย์นั้นในฐานะเจ้าของกรรมสิทธิ์ อันเป็นลักษณะ  
ของสัญญาซื้อขาย แม้จะมีข้อกำหนดและเงื่อนไขของสัญญาที่คล้ายคลึงกับสัญญากู้ยืมโดยมี

หลักทรัพย์เป็นหลักประกัน แต่ข้อตกลงดังกล่าวเป็นการตกลงกันหลักอิสระทางแพ่งเพื่อกำหนดสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาให้มีความเสี่ยงต่ำและความเหมาะสมกับความเสี่ยงของตลาดการเงิน นอกจากนี้ ยังมีผู้ศึกษาได้วิเคราะห์ว่าสัญญาสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาซื้อขายอสังหาริมทรัพย์<sup>28</sup>

ผู้เขียนจึงเห็นว่าสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาซื้อขาย และไม่ถือเป็นสัญญากู้ยืมโดยมีหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน ดังนั้น สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงไม่ได้อยู่ภายใต้ข้อยกเว้นการโอนทรัพย์สินที่ไม่ให้ถือว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ในด้วยเหตุเป็นการโอนตามสัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกันตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... และหากมีการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อาจถูกพิจารณาว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้

จากการศึกษาและวิเคราะห์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ผู้เขียนมีความเห็นว่าการแก้ไขเพิ่มเติมนี้จะประโยชน์ต่อเจ้าหนี้และลูกหนี้ เนื่องจากมีการกำหนดข้อยกเว้นการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำบางประการมิให้ถือว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ เช่น การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า อันเป็นการส่งเสริมและสนับสนุนการประกอบธุรกิจการค้าตามปกติของลูกหนี้และคุ้มครองเจ้าหนี้ผู้เข้าทำสัญญาโดยสุจริต รวมถึงข้อยกเว้นที่ให้ความคุ้มครองแก่สิทธิของเจ้าหนี้ที่ให้ความช่วยเหลือทางการเงิน เช่น สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน และการโอนตามสัญญาหลักประกันตามกฎหมายหลักประกันทางธุรกิจ ซึ่งจะสร้างความมั่นใจและทำให้เจ้าหนี้มีแรงจูงใจในการเข้าทำสัญญาเพื่อช่วยเหลือทางการเงินแก่ลูกหนี้ อย่างไรก็ตาม การให้ความคุ้มครองตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ยังไม่ครอบคลุมถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสัญญาที่ให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ลูกหนี้ซึ่งลักษณะทางเศรษฐกิจและวัตถุประสงค์เช่นเดียวกับสัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน และเป็นสัญญาที่มีประโยชน์ต่อการสนับสนุนสภาพคล่องทางการเงินในตลาดการเงิน ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นควรให้แก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ให้การคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจากการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ ซึ่งผู้เขียนจะวิเคราะห์และเสนอ

<sup>28</sup> วรรณรัตน์ จันทรแสงทอง, "ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์" หน้า 120.

มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการใน 4.3 ต่อไป

#### 4.2 ปัญหาการปฏิบัติต่อการโอนทรัพย์สินและสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดการแบ่งชำระหนี้ของลูกหนี้ที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวให้เจ้าหนี้ทั้งหลายได้รับชำระหนี้อย่างเป็นธรรมตามสัดส่วนของตนเอง ด้วยวิธีการชำระบัญชีกิจการและนำทรัพย์สินของลูกหนี้ออกขายและนำเงินมาแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลาย หรือการปรับโครงสร้างกิจการเพื่อให้กิจการสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว กฎหมายกำหนดมาตรการที่เป็นกลไกในการเพิ่มพูนมูลค่าของทรัพย์สินของลูกหนี้ให้มากที่สุดและการปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกันด้วยการเพิกถอนนิติกรรมที่เป็นการฉ้อฉล และการโอนทรัพย์สินหรือชำระหนี้ที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ซึ่งปรากฏตามบทบัญญัติของพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ดังนี้

(1) การเพิกถอนการฉ้อฉล ตามมาตรา 90/40 (กรณีกระบวนการฟื้นฟูกิจการ) มาตรา 113 และมาตรา 114 (กรณีกระบวนการล้มละลาย) แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ประกอบมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

(2) การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำที่เป็นการให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ ตามมาตรา 90/41 (กรณีกระบวนการฟื้นฟูกิจการ) และมาตรา 115 (กรณีกระบวนการล้มละลาย) แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

(3) การเพิกถอนการฉ้อฉลในคดีแพ่งตามมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

มาตรการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ดังกล่าวข้างต้น ให้อำนาจเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผน รวมถึงเจ้าหนี้ (แล้วแต่กรณี) ในการร้องขอต่อศาลให้เพิกถอนนิติกรรม หรือการกระทำที่เกี่ยวกับสิทธิในทรัพย์สินของลูกหนี้ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล หรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ เมื่อพิจารณาจากการปฏิบัติต่อสิทธิและหน้าที่เกี่ยวกับทรัพย์สินภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการแล้ว สิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่อาจถูกเพิกถอนได้นั้นจะก่อให้เกิดปัญหาได้ดังนี้

#### 4.2.1 ปัญหาต่อวัตถุประสงค์ของการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

การเพิกถอนการฉ้อฉลเป็นมาตรการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ซึ่งถือเป็นหลักประกันการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ เพื่อไม่ให้ลูกหนี้จำหน่ายโอนทรัพย์สินของตนออกไปให้แก่บุคคลภายนอกผู้เข้าทำนิติกรรมกับลูกหนี้จนทำให้ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอจะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้อย่างครบถ้วน หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลนี้มุ่งพิจารณาถึงความเสียหายเปรียบของเจ้าหนี้ที่อาจเกิดขึ้นจากนิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้น หากผลของนิติกรรมนั้นทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลงจนไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้และลูกหนี้รู้ถึงผลดังกล่าวแล้ว นิติกรรมย่อมถือเป็นการฉ้อฉล ซึ่งในบางกรณีศาลไม่ได้พิจารณาถึงความสามารถในการชำระหนี้เป็นสำคัญ แต่มุ่งพิจารณาว่านิติกรรมนั้นทำให้หรือทำในเวลาที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ รวมถึงไม่ได้พิจารณาถึงเหตุผลและความจำเป็นทางธุรกิจ ในขณะที่การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อรักษามูลค่าของกองทรัพย์สินของลูกหนี้และคุ้มครองสิทธิของระหว่างบรรดาเจ้าหนี้ที่จะได้รับชำระหนี้จากกองทรัพย์สินของลูกหนี้อย่างเท่าเทียมกันกัน หลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มุ่งพิจารณาว่าเวลาที่ลูกหนี้ได้โอนทรัพย์สินหรือชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของตนนั้นทำขึ้นภายในระหว่าง 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีเจ้าหนี้ผู้รับโอนทรัพย์สินเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือการยื่นคำร้องขอให้มีการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ และในขณะนั้นลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้จนสิ้นเชิง การกระทำของลูกหนี้เช่นว่านั้นถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ โดยไม่ต้องคำนึงถึงความสุจริตและการเสียค่าตอบแทนของเจ้าหนี้ผู้รับโอนแต่ประการใด

ปัญหาจึงเกิดขึ้นในกรณีที่ลูกหนี้ในคดีล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการเป็นผู้ขายหลักทรัพย์ เนื่องจากการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อต้องสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้น ซึ่งอาจมีความเป็นไปได้ว่าเวลาที่ลูกหนี้ทำสัญญา หรือปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้น ลูกหนี้มีปัญหาด้านสภาพคล่องทางการเงิน หรือมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินอันเป็นสถานะที่มีหนี้สินล้นพ้นตัว และมีความจำเป็นต้องหาสภาพคล่องทางการเงินเพิ่มเติมเพื่อใช้จ่ายในกิจการ เนื่องจากว่าการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นลูกหนี้ในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์ต้องรับภาระต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น จากการขายหลักทรัพย์และได้รับชำระราคาซื้อหลักทรัพย์ที่น้อยกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ และมีหนี้ต้องซื้อคืนหลักทรัพย์ในราคาที่บวกดอกเบี้ย ทั้งนี้ หากกิจการของลูกหนี้มีสภาพคล่องทางการเงินที่ดี ย่อมไม่มีความจำเป็นต้องเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และรับภาระชำระดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นแต่อย่างใด

หากการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์สามารถถูกเพิกถอนได้ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล และการให้เปรียบเจ้าหนี้แล้วย่อมก่อให้เกิดเสียงและผลกระทบด้วยเหตุผลดังนี้

(1) ความไม่แน่นอนและความไม่สามารถคาดหมายได้ของสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการซึ่งคู่สัญญาประสบปัญหาทางการเงิน กล่าวคือ หากกระบวนการทางกฎหมายมีความแน่นอนและความสามารถคาดหมายได้จะเป็นประโยชน์ต่อภาคธุรกิจในการกำหนดแนวทางและแผนทางธุรกิจ และกำหนดต้นทุนทางการเงินในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้อย่างชัดเจน แต่การมีผลใช้บังคับบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้สิทธิจากการรับโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้สามารถถูกเพิกถอนได้ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดจึงไม่สามารถประเมินความเสี่ยงหรือวางแผนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ

(2) ความเสี่ยงของการเข้าทำสัญญามากขึ้น กล่าวคือ การเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มากขึ้น อันเป็นผลมาจากความเสี่ยงของการไม่สามารถชำระหนี้ได้ ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องซึ่งเป็นผลจากการคืนทรัพย์สิน รวมถึงความไม่แน่นอนและไม่สามารถคาดหมายได้ในนิติสัมพันธ์ ทำให้การทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีต้นทุนทางการเงินเพิ่มมากขึ้นจากความเสี่ยงที่สูงมากขึ้น เมื่อต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้นย่อมส่งผลต่อต้นทุนในการดำเนินงานของภาคธุรกิจและผลกระทบของต้นทุนทางการเงินให้แก่ผู้บริโภคต่อไป

(3) ประสิทธิภาพในการเป็นแหล่งบริหารสภาพคล่องระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำที่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถูกนำมาใช้ในธุรกรรมบริหารสภาพคล่องระยะสั้นเนื่องจากมีกลไกตามสัญญาในการลดความเสี่ยงต่าง ๆ ที่ให้คู่สัญญาและผู้ที่เกี่ยวข้องมั่นใจได้ว่าจะไม่ได้รับความเสียหายจากความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น เช่น การประเมินมูลค่าธุรกรรมเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ การใช้วิธีการชำระหนี้แบบ Netting เพื่อลดความเสี่ยงจากการชำระดุล และการใช้สัญญามาตรฐานเพื่อลดความเสี่ยงทางกฎหมายและความเสี่ยงจากการปฏิเสธสิทธิตามสัญญาภายใต้กระบวนการล้มละลาย อย่างไรก็ตาม การที่สิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตกอยู่ภายใต้บังคับของบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ ย่อมจะกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนร่วมในตลาดและความเชื่อมั่นต่อระบบการชำระเงิน ทำให้ขาดแรงจูงใจในการใช้

สัญญาเป็นเครื่องมือในการบริหารสภาพคล่อง เพราะสิทธิตามสัญญายังคงถูกเพิกถอนได้แม้ว่าการปฏิบัติหน้าที่ของคู่สัญญาจะไปตามข้อกำหนดและเงื่อนไขของสัญญาที่ความเป็นมาตรฐานสอดคล้องกับวิธีปฏิบัติของตลาดสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ และมีกลไกลดความเสี่ยงต่าง ๆ

จากการศึกษากรณีปัญหาการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของประเทศสหรัฐอเมริกาในคดี Lombard-Wall Incorporated ผู้เขียนพบว่ากรณีที่สิทธิตามสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ตกอยู่ภายใต้มาตรการควบคุมกองทรัสต์สินตามกฎหมายล้มละลายทำให้ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น เนื่องจากผู้มีส่วนร่วมในตลาดที่เกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ตกถึงมือสิทธิภายใต้กระบวนการล้มละลายและความเสี่ยงจากการไม่ได้รับชำระหนี้ ซึ่งอาจทำให้เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องในตลาดและเกิดความเสียหายแบบลูกโซ่ในระบบการเงิน ทำให้ปริมาณการเข้าทำสัญญาลดลง และกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางที่ใช้สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน จากปัญหาดังกล่าวนำไปสู่การแก้ไข Title 11 of U.S. Code ให้ยกเว้นการใช้บังคับบทบัญญัติว่าด้วยสถานะพักชำระหนี้ ข้อห้ามใช้สิทธิเลิกสัญญาเนื่องจากเหตุล้มละลาย และการเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ต่อสิทธิตามสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อป้องกันปัญหาที่จะเกิดความเสียหายที่คู่สัญญาไม่สามารถชำระหนี้ได้และการขาดสภาพคล่องของตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ และส่งเสริมความมีประสิทธิภาพของการใช้สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ และป้องกันความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน

#### จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ดังนั้น จากการวิเคราะห์ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์กลไกในสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ และผลกระทบที่เกิดจากการที่สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ถูกเพิกถอนในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนมีความเห็นว่าการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ของคู่สัญญาตามสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้จะทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดขาดความเชื่อมั่นในนิติสัมพันธ์ของสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้ความเสี่ยงจากการเข้าทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์สูงขึ้นเนื่องจากความไม่แน่นอนและไม่สามารถคาดหมายได้ของสิทธิตามสัญญา ต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้นตามความเสี่ยงที่สูงขึ้น ผู้มีส่วนร่วมในตลาดขาดแรงจูงใจในการเข้าทำสัญญา และในท้ายที่สุด ผู้มีส่วนร่วมในตลาดอาจไม่ประสงค์จะเข้าทำสัญญาได้ ดังนั้น การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ จึงทำให้สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการเป็นสัญญาทางการเงินที่ใช้บริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำในตลาดการเงินได้

#### 4.2.2 จุดมุ่งหมายของกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการเป็นกฎหมายที่ใช้จัดการกับปัญหาภาวะหนี้สินของลูกหนี้ที่มีเจ้าหนี้หลายราย เพื่อสร้างความแน่นอนและคาดหมายได้กับตลาด รวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้มีมูลค่ามากที่สุด และแบ่งชำระให้แก่บรรดาเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียม สำหรับมาตรการเพิกถอนการฉ้อฉลนั้นมีวัตถุประสงค์หลักในการรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้ได้มากที่สุด และมาตรการในการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้มีวัตถุประสงค์หลักในการรักษามูลค่าของทรัพย์สินของลูกหนี้และคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้เพื่อให้ได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน อย่างไรก็ตาม การเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้จะกระทบต่อวัตถุประสงค์ในการสร้างความแน่นอนและความคาดหมายได้ให้เกิดในตลาด

ผู้เชี่ยวชาญวิเคราะห์แล้วมีความเห็นว่าสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นนิติสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับตลาดการเงิน โดยใช้สินทรัพย์ทางการเงิน คือ หลักทรัพย์ เพื่อการบริหารสภาพคล่องผ่านกลไกของตลาดการเงิน และการปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญานั้นเกี่ยวข้องและเชื่อมโยงกับบุคคลอื่นในตลาดการเงิน เช่น การชำระหนี้การซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งสำนักหักบัญชีจะเข้าเป็นคู่สัญญากลางแทนคู่สัญญาแต่ละฝ่ายเพื่อรับประกันการปฏิบัติการชำระหนี้ตามสัญญา ตลอดจนสิทธิและหน้าที่ของผู้ซื้อหลักทรัพย์ที่มีสิทธินำหลักทรัพย์ตามสัญญาไปทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ต่ออีกทอด (Rehypothecation) เพื่อให้เกิดสภาพคล่องและความมีประสิทธิภาพในการบริหารสภาพคล่องมากขึ้น ทั้งนี้ นิติสัมพันธ์และธุรกรรมทางการเงินภายใต้ตลาดการเงินที่มีความมั่นคงและแน่นอนจะช่วยลดความเสี่ยงที่จะก่อให้เกิดผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน และเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดการเงินสามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น นิติสัมพันธ์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงต้องมีความแน่นอนและมีความสามารถคาดหมายได้ และโดยที่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นช่องทางการบริหารสภาพคล่องในตลาดเงินและตลาดทุน และสร้างสภาพคล่องในตลาดรองของหลักทรัพย์ ทำให้เกิดการหมุนเวียนสภาพคล่องของเงินทุนในระบบการเงินมากขึ้น ซึ่งผลของการมีเงินทุนที่มากขึ้นย่อมทำให้ภาคธุรกิจมีความสามารถดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้มากขึ้น ทำให้เกิดการผลิต การจ้างงาน และการบริโภคซึ่งจะเป็นผลดีต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม ความแน่นอนและคาดหมายได้ของสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงช่วยลดความเสี่ยงของคู่สัญญา สนับสนุนให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดบริหารสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพ และรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน

กฎหมายล้มละลายเป็นกฎหมายทางเศรษฐกิจที่สนับสนุนการประกอบธุรกิจ การค้า และการลงทุนเพื่อให้การดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจสามารถดำเนินได้อย่างราบรื่น และทำให้บุคคล

ที่เกี่ยวข้องสามารถบริหารความเสี่ยงได้อย่างเหมาะสม เช่นนี้ กฎหมายล้มละลายจึงต้องมีความสามารถคาดหมาย เพื่อให้องค์กรธุรกิจมีความเชื่อมั่นในการลงทุนและสามารถประเมินความเสี่ยงในการรับชำระหนี้จากคู่สัญญาได้ ในขณะที่เดียวกันก็ทำให้บุคคลภายนอกเกิดความมั่นใจในการเจรจาต่อรองและเข้าทำธุรกรรมด้วยความสุจริตและมูลค่าที่เหมาะสม แม้หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉล และการให้เปรียบเจ้าหนี้จะบรรลุมิติประสงค์ของการรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้มีมูลค่ามากที่สุด แต่ในขณะเดียวกัน การเพิกถอนนิติกรรมตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะก่อให้เกิดความไม่แน่นอนต่อสิทธิในทางการค้าการพาณิชย์ และเจ้าหนี้ขาดความเชื่อมั่นในนิติสัมพันธ์ และลูกหนี้ที่ประสบปัญหาทางการเงินจะขาดโอกาสในการแก้ไขปัญหาทางการเงินของตนเอง เนื่องจากเจ้าหนี้ขาดแรงจูงใจในการดำเนินธุรกิจตามปกติกับลูกหนี้ที่ประสบปัญหาทางการเงิน และโดยเฉพาะอย่างยิ่งเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เป็นเครื่องมือบริหารสภาพคล่องระยะสั้นแก้ไขปัญหาของกิจการที่ต้องการเงินทุน

กฎหมายฟื้นฟูกิจการมีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อมุ่งรักษามูลค่าของกิจการของลูกหนี้ที่ยังสามารถประกอบธุรกิจและมีกำไรให้สามารถประกอบธุรกิจต่อไปได้ โดยจัดให้มีมาตรการที่ส่งเสริมและเป็นช่องทางในการรักษามูลค่ากิจการและปรับปรุงโครงสร้างหนี้ของลูกหนี้ เช่นนี้ กฎหมายฟื้นฟูกิจการจึงจำเป็นต้องสร้างความเชื่อมั่นให้แก่เจ้าหนี้ผู้ให้สินเชื่อว่าจะไม่ได้รับความเสียหายจากการไม่ได้รับชำระหนี้หากตนเองให้สินเชื่อแก่ลูกหนี้ ซึ่งความแน่นอนและคาดหมายได้ของสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดความเชื่อมั่นดังกล่าว แต่การบังคับใช้บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ย่อมสร้างความเสี่ยงและความไม่เชื่อมั่นต่อการเข้าทำสัญญากับลูกหนี้ เพราะทรัพย์สินที่ตนเองได้รับจากลูกหนี้จะถูกเพิกถอนได้ และส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและเชื่อถือของเจ้าหนี้และผู้ที่เกี่ยวข้องที่จะร่วมดำเนินธุรกิจกับลูกหนี้ในอนาคต

หากพิจารณาในแง่การปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกันต่อบรรดาเจ้าหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนเห็นว่ากระบวนการทางกฎหมายนั้น นอกเหนือจากการสร้างความเป็นธรรมและเท่าเทียมกันให้แก่บรรดาเจ้าหนี้และลูกหนี้ผู้สุจริตแล้ว ยังต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่นประกอบกันด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับสัญญาทางการเงินในตลาดการเงิน ซึ่งมีความเกี่ยวข้องและเชื่อมโยงกับบุคคลที่สาม การเพิกถอนการโอนเป็นการทำให้กองทรัพย์สินมีมูลค่ามากขึ้นและเป็นประโยชน์แก่บรรดาเจ้าหนี้ในการได้รับส่วนแบ่งมากขึ้น แต่ในขณะเดียวกัน การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะสร้างความไม่แน่นอนให้เกิดขึ้นในตลาดเนื่องจากรายการชำระหนี้ที่ปฏิบัติเสร็จสิ้นแล้วอาจถูกเพิกถอน หากมูลค่าของการเพิกถอนมีมูลค่าสูง การเพิกถอนจะทำให้เกิดความเสียหายต่อระบบการเงินได้ เพราะการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการ



ชำระเงินจะกระทบต่อสภาพคล่องของกิจการที่ถูกเพิกถอน และสามารถทำให้กิจการเช่นว่านั้น ประสบปัญหาขาดสภาพคล่องเนื่องจากต้องคืนทรัพย์สินที่ได้รับไว้ให้แก่กองทรัพย์สินของลูกค้านี้ ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่กิจการนั้นไม่มีเงินหรือสภาพคล่องที่จะปฏิบัติการชำระหนี้ต่อเจ้าหนี้รายอื่นได้ เช่นนี้ การเพิกถอนการโอนภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟู กิจการทำให้การประสบปัญหาทางการเงินและการเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการของ กิจการหนึ่งจะส่งผลเกิดการประสบปัญหาทางการเงินของกิจการอื่น ๆ ต่อไปเป็นลูกโซ่ในตลาด การเงินได้ ซึ่งความเสี่ยงต่อระบบนี้สามารถทำให้เกิดความเสียหายต่อระบบการเงินและเศรษฐกิจของประเทศในวงกว้างได้

ดังนั้น จากการวิเคราะห์แนวความคิดของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ วัตถุประสงค์ของการเพิกถอนการฉ้อฉลและเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ และผลกระทบที่เกิดจากการ เพิกถอนการโอนหรือการชำระหนี้ ผู้เขียนเห็นว่ากระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการมีวัตถุประสงค์ ประการสำคัญเพื่อสร้างความแน่นอนให้แก่การดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจในระบบตลาดเสรีและ เป็นกลไกในการบริหารความเสี่ยงจากประกอบธุรกิจที่ล้มเหลว ในขณะที่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เป็นช่องทางการบริหารสภาพคล่องทางการเงินในตลาดการเงินซึ่งมีส่วนให้การดำเนินกิจกรรมทาง เศรษฐกิจเป็นไปอย่างราบรื่นและมีประสิทธิภาพ ความแน่นอนและความคาดหวังได้ของนิติสัมพันธ์ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการบริหารสภาพคล่อง ลดความเสี่ยงของ คู่สัญญา สร้างความเชื่อมั่นแก่เจ้าหนี้ และป้องกันความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน การปฏิบัติ ต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจึงจำเป็นต้องคำนึงถึงความ แน่แน่นอนและความคาดหวังได้เป็นประการสำคัญ แต่อย่างไรก็ดี การเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และ การชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้แม้จะเป็น ประโยชน์แก่กองทรัพย์สินของลูกค้านี้ แต่การเพิกถอนนั้นจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนและความไม่ สามารถคาดหวังได้ของสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงินในการทำสัญญามากขึ้น และลดแรงจูงใจในการให้ สินเชื่อแก่ลูกค้านี้ นอกจากนี้ การเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้จะเป็นอุปสรรคต่อการ แก้ไขปัญหาสภาพคล่องทางการเงินและภาระหนี้สินของลูกค้านี้ด้วยตนเอง เนื่องจากทำให้ผู้มีสภาพ คล่องไม่ประสงค์เข้าทำสัญญาที่มีความเสี่ยงต่อการถูกเพิกถอน และเป็นตัวเร่งลูกค้านี้ที่มีปัญหาทาง การเงินปิดกิจการก่อนเวลาอันควรซึ่งมีความเป็นไปได้ที่จะสร้างความเสียหายโดยทั่วไป ดังนั้น การ เพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงทำให้กระบวนการ ล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการสร้างความแน่นอนในตลาดการเงิน เพื่อเสริมสร้างเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

### 4.2.3 ปัญหาต่อเสถียรภาพทางการเงินและความเสี่ยงต่อระบบ

จากการศึกษาแนวความคิดต่อความเสี่ยงต่อระบบ ธนาคารแห่งประเทศไทย องค์กรต่างประเทศ องค์กรระหว่างประเทศที่กำกับดูแลการดำเนินนโยบายการเงินได้ให้ความสำคัญกับความเสี่ยงต่อระบบ เนื่องจากปัญหาวิกฤติทางการเงินหากเกิดขึ้นในรูปแบบความเสี่ยงต่อระบบ ความเสียหายที่เกิดขึ้นจะกระทบต่อระบบการเงินในวงกว้าง และก่อให้เกิดปัญหาต่อระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real economic) ได้ ความเสี่ยงต่อระบบจึงมีความเชื่อมโยงและใกล้ชิดกับเสถียรภาพทางการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้น วัตถุประสงค์ของการป้องกันความเสี่ยงต่อระบบ คือ การรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศและสร้างความเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ

ความเสี่ยงต่อระบบสามารถเกิดขึ้นได้จากความไม่สมบูรณ์ของการชำระหนี้ตามสัญญาทางการเงิน การขาดสภาพคล่องหรือการไม่สามารถชำระหนี้ได้ของกิจการขนาดใหญ่ที่มีนัยยะสำคัญต่อระบบ และการล้มละลายของผู้มีส่วนร่วมในตลาด ซึ่งการเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินของสัญญาทางการเงินในตลาดการเงินอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบได้ เนื่องจากธุรกรรมทางการเงินในตลาดการเงินมีปริมาณและมูลค่าสูง มีความเกี่ยวพันและเชื่อมโยงกันบุคคลหลายฝ่าย คู่สัญญาที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติหน้าที่ในการชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์ การปฏิบัติหน้าที่ตามสัญญาเกี่ยวข้องกับหน่วยงานต่าง ๆ ทั้งระหว่างเจ้าหน้าที่และลูกหนี้ตามสัญญา ระบบการชำระเงินที่เป็นช่องทางการชำระเงิน และสำนักหักบัญชีที่ทำการชำระดุลหลักทรัพย์ ประกอบกับการที่ภาคการเงินมีการขยายตัวอย่างรวดเร็วของการค้า การลงทุน และการเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศ ส่งผลให้เกิดความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีการติดต่อสื่อสารและนวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ ๆ ทำให้เกิดความซับซ้อนของสัญญาทางการเงิน และความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดของตราสารทางการเงิน ผู้มีส่วนร่วมในตลาด และภาคส่วนอื่นในระบบการเงิน จึงทำให้เมื่อเกิดปัญหาทางการเงินขึ้นจะทำให้การลุกลามของปัญหาได้ง่าย และเกิดความเสียหายต่อทั้งระบบการเงิน

จากการศึกษากฎหมายและหลักเกณฑ์ของต่างประเทศ การคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การชำระหนี้และการชำระดุลของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ รวมถึงข้อกำหนดในการ Close-out Netting ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีเหตุผลและความจำเป็นเพื่อการลดความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นในระบบการเงิน เนื่องจากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาที่ทำหน้าที่บริหารสภาพคล่องทางการเงินให้แก่ภาคธุรกิจและภาครัฐ นอกจากนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเชื่อมโยงกับสภาพคล่องของตลาดการเงิน เกี่ยวข้องกับองค์กรและสถาบันต่าง ๆ ผ่านธุรกรรม

ประเภทต่าง ๆ ในตลาดการเงิน ดังนั้น ความเสี่ยงที่เกิดจากการเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงสามารถถูกลดลงไปยังภาคธุรกิจอื่นในตลาดการเงินได้

การเพิกถอนการโอนภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการนั้นจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบได้ เพราะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมทางการเงินที่มีมูลค่าสูง มีความสัมพันธ์และเกี่ยวข้องโดยตรงกับสภาพคล่องในระบบการเงิน การปฏิบัติการชำระหนี้เกี่ยวข้องกับองค์กรอื่น ๆ ในระบบการเงิน และคู่สัญญาที่เข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นกิจการที่มีความสำคัญต่อความมีประสิทธิผลในการดำเนินการของตลาดการเงิน เช่น สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย บริษัทจัดการหลักทรัพย์ และกองทุนรวม ดังนั้น กิจการที่ถูกเพิกถอนการโอนซึ่งต้องส่งคืนทรัพย์สินอาจเกิดภาวะขาดสภาพคล่องทางการเงินได้ การขาดสภาพคล่องย่อมทำให้กิจการที่ถูกเพิกถอนการโอนอาจไม่สามารถชำระหนี้ต่อเจ้าหนี้รายอื่น ๆ ได้ เช่นนี้ การที่ลูกหนี้ไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาได้ด้วยเหตุที่เข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ และมีการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ อาจทำให้คู่สัญญาอีกฝ่ายไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาทางการเงินที่เกี่ยวข้องซึ่งกระทำกับผู้มีส่วนร่วมอื่น ๆ ในตลาดการเงิน ทำให้เกิดการผัดนัดในธุรกรรมแบบที่มีระหว่างกัน และอาจเป็นเหตุทำให้คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งและสถาบันทางการเงินประสบภาวะล้มเหลวทางการเงินซึ่งถือเป็นความเสี่ยงต่อระบบ

จากการศึกษา ผู้เขียนพบว่าภายใต้นิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินได้มีกลไกในการจัดการกับความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน โดยเฉพาะความเสี่ยงต่อระบบ คือ การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงินซึ่งให้ถือว่าเมื่อคำสั่งโอนเงินหรือคำสั่งชำระดุลหักที่ได้ดำเนินการผ่านระบบการชำระเงินแล้วจะถือว่าการโอนเงินหรือชำระดุลนั้นมีผลสมบูรณ์เป็นอันสิ้นสุดและไม่สามารถเพิกถอนได้ หลักการชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting เพื่อจำกัดความเสี่ยงจากการผัดนัดชำระหนี้และความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง และการให้ความคุ้มกันสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มิให้อยู่ภายใต้บังคับบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการโอนภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบจากความไม่สามารถชำระหนี้ของลูกหนี้

ดังนั้น จากประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต่อระบบการเงิน แนวความคิดของความเสี่ยงต่อระบบ และผลกระทบที่เกิดจากการที่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ถูกเพิกถอนในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนมีความเห็นว่าการเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการชำระเงินของคู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

กิจการด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้จะทำให้เกิดความเสียดังต่อระบบในระบบการเงิน และกระทบต่อความมีเสถียรภาพทางการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศได้

#### 4.3 มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เหมาะสมภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นสัญญาการเงินในตลาดการเงินซึ่งนำไปใช้เพื่อเป็นช่องทางการเข้าถึงเงินทุนระยะสั้นและบริหารสภาพคล่องของภาคเอกชน และเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินผ่านตลาดการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อจัดการสภาพคล่องและปริมาณเงินในระบบการเงิน และรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินของประเทศ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีข้อกำหนดและเงื่อนไข และกลไกการบริหารความเสี่ยงที่ถูกต้องแบบและนำมาใช้เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในระบบการเงิน เช่น

- (1) การใช้สัญญามาตรฐานเพื่อกำหนดสิทธิ หน้าที่และความรับผิดชอบในธุรกรรมที่ทำระหว่างคู่สัญญาเดียวกัน
- (2) การใช้ข้อกำหนดในการชำระหนี้แบบ Netting ทั้งในการส่งมอบหลักทรัพย์กรณี และการล้างฐานะของธุรกรรมในกรณีการเลิกสัญญาด้วยเหตุผิดนัดผิดสัญญา และ
- (3) การคำนวณมูลค่าตลาดของธุรกรรม (Mark to market) และการเรียกมาร์จิ้นเพิ่มเติมในกรณีที่คู่สัญญาได้รับความเสี่ยงจากการผันผวนของมูลค่าธุรกรรมที่เกินกว่าที่ตกลงกัน

กลไกและข้อกำหนดเหล่านี้ถูกนำมาใช้เพื่อลดและป้องกันความเสี่ยงจากการผิดนัดของลูกหนี้ ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงจากการชำระดุล และความเสี่ยงจากการดำเนินการภายใต้กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ รวมถึงการลดและป้องกันความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นต่อตลาดการเงิน เพื่อให้เกิดเสถียรภาพในระบบการเงิน

กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการค้าและการเงินมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความแน่นอนให้เกิดขึ้นในตลาดและส่งเสริมเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ จึงต้องมีมาตรการเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ และประโยชน์สูงสุดต่อระบบเศรษฐกิจ ดังนั้น การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการจึงต้องคำนึงถึงลักษณะเฉพาะ ประโยชน์และความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ดังนั้น เพื่อให้การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไม่กระทบต่อประโยชน์ของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจในตลาด

การเงิน ลดความเสี่ยงที่จะเกิดแก่ระบบการเงิน และเสริมสร้างความมีเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจโดยรวม ในขณะที่เดียวกันยังคงให้มาตรการตามกฎหมายล้มละลายสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในการรวบรวมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ให้มีมูลค่ามากที่สุดและแบ่งชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อย่างเป็นธรรม ผู้เขียนจึงวิเคราะห์เพื่อเสนอมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจากการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ ดังต่อไปนี้

#### 4.3.1 การปฏิบัติต่อธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นก่อนเวลาที่เริ่มต้นกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีประโยชน์และความสำคัญต่อตลาดการเงินและระบบการเงินในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินเพื่อให้การดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจเป็นไปอย่างราบรื่นและมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ ความราบรื่นและความมีประสิทธิภาพนั้นขึ้นอยู่กับความความมั่นคงแน่นอน คาดหมายได้ของนิติสัมพันธ์และความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนร่วมในตลาด อย่างไรก็ตาม วัตถุประสงค์ของการเงินมีความซับซ้อนและเชื่อมโยงกันจึงทำให้มีความแปรปรวนจากปัจจัยที่มีความไม่สามารถคาดหมายได้และความเสี่ยงต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความเสี่ยงต่อระบบอันเนื่องมาจากความสามารถชำระหนี้ได้ของผู้มีส่วนร่วมในตลาดรายหนึ่งรายใดที่ทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดรายอื่น ๆ ไม่สามารถชำระหนี้ต่อไปเป็นทอด ๆ ซึ่งความเสี่ยงนี้สามารถเกิดจากหลายสาเหตุ เช่น ความไม่สมบูรณ์ของการชำระเงิน การขาดสภาพคล่อง และการล้มละลายของผู้มีส่วนร่วมในตลาด ความเสียหายที่เกิดจากความเสี่ยงต่อระบบจะกระทบต่อระบบการเงินและเศรษฐกิจในวงกว้าง

การเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์สินและการชำระราคาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการจะกระทบต่อสิทธิและหน้าที่ของทั้งคู่สัญญาและผู้มีส่วนร่วมในตลาด เช่น ผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์ ระบบการชำระเงิน องค์กรหักบัญชีและองค์กรชำระดุลหลักทรัพย์ รวมถึงบุคคลที่สาม เพราะการเพิกถอนการโอนจะทำให้การเคลื่อนไหวของสิทธิในทรัพย์สินของคู่สัญญาที่เกิดขึ้นสมบูรณ์ไปแล้วไม่อาจใช้บังคับได้และไม่อาจถือเอาผลประโยชน์จากสิทธินั้นได้อีก คู่สัญญาฝ่ายที่ถูกเพิกถอนจะต้องส่งคืนหลักทรัพย์หรือเงินกลับคืนสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ ซึ่งหากเงินหรือหลักทรัพย์นั้นถูกนำไปใช้ในธุรกรรมอื่นหรือโอนเปลี่ยนมือไปแล้ว การเพิกถอนการโอนและส่งคืนทรัพย์สินจะก่อให้เกิดความเสี่ยงจากความไม่สมบูรณ์ของการชำระเงิน การผิดนัดชำระหนี้ การขาดสภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อระบบ ดังนั้น เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในระบบการเงิน ความสมบูรณ์และความสามารถบังคับใช้ได้ของการโอนหลักทรัพย์และการชำระเงิน

ของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีความสำคัญและต้องสามารถบังคับใช้ได้ทั้งต่อคู่สัญญา พนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน และบุคคลที่สาม แม้ว่าคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

จากการศึกษาการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของสหรัฐอเมริกา UNIDROIT สหภาพยุโรป และธนาคารโลก มีแนวคิดที่สอดคล้องกันในการคุ้มครองความสมบูรณ์และความสามารถบังคับได้ของสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพื่อวัตถุประสงค์ในการป้องกันความเสี่ยงต่อระบบที่อาจเกิดขึ้นจากการที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งล้มละลายและไม่สามารถชำระหนี้ได้อย่างครบถ้วนจะทำให้กิจการที่เป็นคู่สัญญาขาดสภาพคล่องและไม่สามารถชำระหนี้ที่มีต่อเจ้าหนี้ของตนได้เป็นทอด ๆ ในตลาดการเงิน

ตาม Title 11 of U.S. Code ได้บัญญัติให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึงสิทธิในการรับชำระจากการโอนมาร์จิ้นและชำระดุล สิทธิในการเลิกธุรกรรมและล้างฐานะธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ สามารถบังคับได้และไม่อาจถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบซึ่งเกิดจากการที่กิจการหนึ่ง ๆ ประสบปัญหาทางการเงินและเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย หรือการแทรกแซงตลาดหรือระบบการชำระดุลโดยการเพิกถอนธุรกรรมในตลาดการเงินที่ดำเนินการเสร็จสมบูรณ์แล้ว ความเสียหายนี้จะเกิดขึ้นต่อตลาดการเงินและก่อให้เกิดการลุกลามของปัญหาทางการเงินทั่วทั้งระบบการเงิน ในขณะเดียวกันความคุ้มครองนี้เป็นไปเพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารสหรัฐอเมริกา สภาพคล่องในระบบการเงินและตลาดรองของหลักทรัพย์

ตาม Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions ของ UNIDROIT ได้ให้ความคุ้มครองการ Close-out Netting ให้สามารถบังคับได้ทั้งต่อคู่สัญญาในธุรกรรมที่ดำเนินการ Close-out Netting เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ และบุคคลที่สาม เนื่องจากข้อกำหนด Close-out Netting เป็นกลไกจัดการกับความเสี่ยงจากการล้มละลายของคู่สัญญา เพื่อลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญา และป้องกันความเสี่ยงต่อระบบ

สหภาพยุโรป ตาม Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ซึ่งเป็นข้อกำหนดเกี่ยวกับการชำระเงินและการชำระดุลหลักทรัพย์ในระบบการเงิน และ Regulation (EU) 2015/848 on insolvency proceedings ซึ่งเป็นระเบียบข้อบังคับเกี่ยวกับกระบวนการล้มละลาย ได้กำหนดให้รัฐสมาชิกให้คุ้มครองความมีผล

สิ้นสุดและควมามีผลใช้บังคับของการชำระเงินและการชำระดุลที่ดำเนินการผ่านระบบการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการชำระเงินหรือชำระดุลเช่นว่านั้นเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ เพื่อลดความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนร่วมในระบบชำระดุลหลักทรัพย์ และส่งเสริมประสิทธิภาพและต้นทุนการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของการชำระเงินและชำระดุลหลักทรัพย์ และลดความเสี่ยงต่อระบบ

ธนาคารโลก ตาม Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems แม้ไม่ได้กำหนดหลักการต่อการยกเว้นการเพิกถอนการโอนสำหรับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไว้เป็นการเฉพาะ แต่ธนาคารโลกได้กำหนดให้ประเทศต่าง ๆ ต้องคำนึงถึงความแน่นอนชัดเจนและความคาดหมายได้ของกฎหมายล้มละลายซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการส่งเสริมการลงทุนและการดำเนินกิจการทางเศรษฐกิจ การเพิกถอนการโอนนั้นก่อให้เกิดความขัดแย้งต่อนโยบายของกฎหมายล้มละลายในการที่กฎหมายล้มละลายต้องมีความสามารถคาดหมายได้เพื่อทำให้บุคคลภายนอกเกิดความมั่นใจในการเจรจาต่อรองและเข้าทำธุรกรรมด้วยความสุจริตและมูลค่าเหมาะสม หากธุรกรรมสามารถถูกเพิกถอนได้จะก่อให้เกิดความไม่แน่นอนและสร้างความเสียหายต่อธุรกรรมทางการค้าและการเงิน นอกจากนี้ การเพิกถอนการโอนของลูกหนี้ที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวจะทำให้ลูกหนี้ไม่มีโอกาสที่จะแก้ไขปัญหาหนี้สินของตนเอง การบังคับใช้มาตรการเพิกถอนการโอนอาจเป็นตัวเร่งให้กิจการลูกหนี้ปิดกิจการก่อนเวลาอันควร ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่จะสร้างความเสียหายโดยทั่วไป

#### จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากการศึกษาความแนวความคิด กฎหมาย และหลักการเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนมีความเห็นว่าพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ให้อำนาจเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน หรือผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) สามารถเพิกถอนการโอนทรัพย์สินและการชำระหนี้ที่ลูกหนี้กระทำขึ้นด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ โดยผลของการเพิกถอนเช่นว่านั้นย่อมกระทบต่อสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญา ความสมบูรณ์ของธุรกรรม จะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อตลาดการเงินและระบบการเงินได้ ในท้ายที่สุด หากตลาดการเงินได้รับผลกระทบที่เกิดจากความเสี่ยงต่อระบบย่อมก่อให้เกิดความเสียหายต่อระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจได้ การเพิกถอนการโอนหรือการชำระหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจะทำให้คู่สัญญาของลูกหนี้ที่ล้มละลายมีภาระทางการเงินเพิ่มขึ้นและประสบปัญหาเกี่ยวกับความเสี่ยงจากการผันผวนของมูลค่าตลาดตราสารที่ไม่สามารถควบคุมได้ และความเสี่ยงที่ไม่ได้รับชำระหนี้ซึ่งจะนำไปสู่การล้มเหลวของผู้มีส่วนร่วมในตลาด และกระทบผู้มีส่วนร่วมอื่น ๆ เป็นลูกโซ่ นอกจากนี้ การเพิกถอนการโอนยังส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของตลาดที่

มีต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ทำให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์อาจไม่สามารถนำมาใช้เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ที่เป็นสัญญาทางการเงินที่มีประสิทธิภาพในการบริหารสภาพคล่องระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำ และทำให้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไม่อาจบรรลุวัตถุประสงค์ในการสร้างความแน่นอนให้แก่ตลาด ซึ่งจากการศึกษากรณีการล้มละลายของ Lombard-Wall Incorporated ในปี พ.ศ. 2525 ของสหรัฐอเมริกาพบว่าผลของการบังคับใช้มาตรการสภาวะพักการทำชำระหนี้ต่อเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดเกิดความวิตกกังวลเกี่ยวกับสภาพคล่องทางการเงินในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์ และขาดความเชื่อมั่นต่อการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม แม้จะไม่เกิดความเสียหายเป็นวิกฤติทางการเงินที่รุนแรง เนื่องจากผู้มีส่วนร่วมในตลาดเชื่อมั่นว่ารัฐสภาสหรัฐจะแก้ไขกฎหมาย ซึ่งธนาคารกลางสหรัฐฯ และรัฐสภาสหรัฐได้แก้ไขกฎหมายล้มละลายเพื่อให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ให้ถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้

ดังนั้น เพื่อป้องกันและลดความเสี่ยงต่อระบบ และส่งเสริมให้การดำเนินการต่อสัญญาที่มีประโยชน์และความสำคัญต่อตลาดการเงินเป็นไปอย่างแน่นอนและสามารถคาดหมายได้ เพื่อส่งเสริมความมีประสิทธิภาพและเสถียรภาพของตลาด จึงจำเป็นต้องคุ้มครองให้สิทธิ หน้าที่ และการปฏิบัติการชำระหนี้ที่เกิดขึ้นตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ได้แก่ การโอนหลักทรัพย์และทรัพย์สินอื่นใด การชำระหนี้เงิน การรับมาหรือมีไว้ซึ่งทรัพย์สินเพื่อเป็นประกันตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การร่นระยะเวลาการชำระหนี้ การเลิกธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และการใช้สิทธิ Close-out Netting จะต้องยังคงมีผลสมบูรณ์ สามารถใช้บังคับได้ และไม่อาจถูกเพิกถอนได้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ซึ่งสอดคล้องในลักษณะเดียวกันกับกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาซึ่งมีบทบัญญัติที่คุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไว้เป็นการเฉพาะได้ การคุ้มครองการ Close-out Netting ตาม Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions ของ UNIDROID การคุ้มครองการโอนเงินและการชำระดุลในระบบการเงินตามข้อบังคับและข้อกำหนดของสหภาพยุโรป รวมถึงแนวความคิดของการจัดการระบบกฎหมายล้มละลายให้สามารถคาดหมายได้และสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจตามหลักการ Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems ของธนาคารโลก

รายละเอียดและเงื่อนไขของมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต่อการเพิกถอนการฉ้อฉล และการให้เปรียบเจ้าหนี้ สามารถแบ่งพิจารณาได้ 5 หลักเกณฑ์ดังนี้



(1) ธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การโอนทรัพย์สินใด ซึ่งรวมถึงการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การรับมาหรือมีไว้ซึ่งทรัพย์สินเพื่อเป็นประกันการตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การร่นระยะเวลาการชำระหนี้ การเลิกธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และการใช้สิทธิ Close-out Netting ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย หรือศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการในคดีฟื้นฟูกิจการ

(2) การชำระหนี้ และการโอนทรัพย์สินใด ๆ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นหลังจากเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย หรือศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการในคดีฟื้นฟูกิจการ ทั้งนี้ เฉพาะเพื่อประโยชน์หรือเป็นผลจากการล้างฐานะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ค้าง ณ เวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือเวลาที่ศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอให้ฟื้นฟูกิจการ ซึ่งในประเด็นนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ในหัวข้อ 4.3.2

(3) ขอบเขตและลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับความคุ้มครองตามข้อ 1. และ 2. เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของการป้องกันและลดความเสี่ยงต่อระบบ และคุ้มครองเจ้าหนี้ผู้สุจริต จึงควรกำหนดให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เฉพาะเพื่อวัตถุประสงค์ของการป้องกันความเสี่ยงต่อระบบการเงิน ซึ่งในประเด็นนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ในหัวข้อ 4.3.3

(4) สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับความคุ้มครองจากการเพิกถอนการฉ้อฉลและการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ หากสิทธิและหน้าที่ซึ่งเกิดขึ้นตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดขึ้นโดยผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์มีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ ซึ่งในประเด็นนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ในหัวข้อ 4.3.4

(5) การดำเนินการต่อการโอนทรัพย์สินและการชำระเงินที่ได้รับความคุ้มครองไปโดยสำคัญผิดหรือมีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ หากสิทธิและหน้าที่ซึ่งเกิดขึ้นตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดขึ้นโดยผู้ซื้อหลักทรัพย์และผู้ขายหลักทรัพย์มีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ หรือสัญญาที่ไม่ได้รับความคุ้มครอง ซึ่งในประเด็นนี้ ผู้เขียนจะวิเคราะห์ในหัวข้อ 4.3.5

ในกรณีความคุ้มครองตาม (1) การกำหนดความคุ้มครองการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย หรือศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการในคดีฟื้นฟูกิจการนั้น ผู้เขียนมีความเห็นว่าผลของการเข้าสู่กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ ทำให้ความสามารถในการจัดการทรัพย์สินและ

กิจการของลูกหนี้ถูกจำกัดโดยผลของกฎหมาย ลูกหนี้ไม่สามารถทำนิติกรรมและการกระทำใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินของตนเองได้โดยอิสระ และด้วยวัตถุประสงค์ของการคุ้มครองมั่งให้การโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นสมบูรณ์แล้วให้มีผลสมบูรณ์และไม่อาจเพิกถอนได้เพื่อเป็นการสร้างความแน่นอนและความคาดหมายได้ หากลูกหนี้ไม่มีความสามารถตามกฎหมายในการทำนิติกรรมแล้ว นิติกรรมที่สร้างขึ้นย่อมไม่อาจใช้บังคับหรือถือเอาผลประโยชน์ได้ และไม่ควรถูกได้รับความคุ้มครอง ดังนั้น เกณฑ์กำหนดช่วงเวลาในการคุ้มครองจึงต้องใช้เรื่องความสามารถในการจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้เป็นเกณฑ์ในการให้ความคุ้มครอง

เมื่อลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ความสามารถในการจัดการทรัพย์สินและกิจการของตนเองจะถูกจำกัดโดยผลของกฎหมาย กล่าวคือ เมื่อศาลได้มีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์สินแล้ว ไม่ว่าจะเป็คำสั่งพิทักษ์ทรัพย์สินชั่วคราวหรือคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์สินเด็ดขาด ลูกหนี้จะไม่สามารถกระทำการใด ๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินหรือกิจการของตน เว้นแต่จะทำได้กระทำตามคำสั่งหรือความเห็นชอบของศาล เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สิน ผู้จัดการทรัพย์สิน หรือที่ประชุมเจ้าหนี้<sup>29</sup> เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สิน แต่ผู้เดียวมีอำนาจจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้<sup>30</sup> กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ลูกหนี้ถูกถอนอำนาจในการจัดการกิจการและทรัพย์สินของตนเอง อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาตามบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 แล้วไม่ได้บัญญัติถึงผลแห่งนิติกรรม หรือการกระทำที่ลูกหนี้ฝ่าฝืนมาตรา 24 เอาไว้ แต่ศาลฎีกาได้มีคำพิพากษาคัดสินว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นภายหลังจากที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์สินแล้วถือว่าตกเป็นโมฆะ เนื่องจากเป็นนิติกรรมที่มีวัตถุประสงค์เป็นการต้องห้ามขัดแย้งโดยกฎหมายตามมาตรา 150 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์<sup>31</sup> เช่นเดียวกันกับกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/12 (9) แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 เมื่อศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการแล้ว ลูกหนี้จะไม่สามารถโอน ชำระหนี้ ก่อหนี้ หรือกระทำการใด ๆ ที่ก่อให้เกิดภาระในทรัพย์สิน นอกจากเป็นการกระทำที่จำเป็นเพื่อให้การดำเนินการค้าตามปกติของลูกหนี้สามารถดำเนินไปได้ เว้นแต่ศาลที่รับคำร้องขอจะมีคำสั่งเป็นอย่างอื่น ซึ่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ไม่ได้บัญญัติผลที่เกิดจากการฝ่าฝืนไว้ แต่ศาลฎีกาได้มีคำพิพากษาคัดสินว่าการทำนิติกรรมใด ๆ ที่ขัดต่อบทบัญญัตินี้ตกเป็นโมฆะ<sup>32</sup> สำหรับสัญญาซื้อคืน

<sup>29</sup> มาตรา 24 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483.

<sup>30</sup> มาตรา 22 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483.

<sup>31</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1098/2539.

<sup>32</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 19798/2557.

หลักทรัพย์นั้น การเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ของกิจการเอกชนมีวัตถุประสงค์สำคัญเป็นการกักเงิน ซึ่งหากกิจการของลูกหนี้ไม่ผู้ประกอบการธุรกิจซื้อคืนภาคเอกชน การทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ย่อมไม่ใช่การดำเนินการค้าตามปกติของลูกหนี้ หากลูกหนี้ฝ่าฝืนมาตรา 24 และมาตรา 90/12 (9) แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 และตกเป็นโมฆะตามแนวคำพิพากษาศาลฎีกา

ด้วยเหตุผลข้างต้น ผู้เขียนจึงเห็นว่าต้องให้ความคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ให้ถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ จึงต้องคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นโดยสมบูรณ์ก่อนที่ลูกหนี้จะถูกจำกัดความสามารถในการจัดการทรัพย์สินของตนเอง คือ การโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนเวลาศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ ไม่ว่าจะคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ชั่วคราวหรือคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด หรือก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ

ดังนั้น มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการกรณีธุรกรรมเกิดขึ้นก่อนเวลาเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ คือ การยกเว้นธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การโอนหลักทรัพย์และทรัพย์สิน การชำระหนี้ การรับมาหรือมีไว้ซึ่งทรัพย์สินเพื่อเป็นประกันการตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การร่นระยะเวลาการชำระหนี้ การเลิกธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และการใช้สิทธิ Close-out Netting ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย ไม่ว่าจะคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ชั่วคราวหรือคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด หรือก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการในคดีฟื้นฟูกิจการ (แล้วแต่กรณี) ไม่ให้อยู่ภายใต้บังคับการเพิกถอนการโอนหรือการกระทำเกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ในกรณี การเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 และการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

#### 4.3.2 การปฏิบัติต่อธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นหลังจากเวลาที่เริ่มต้นกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

จากการศึกษาและวิเคราะห์ผู้เขียนมีความเห็นว่าการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจากการเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่นั้น ต้องเป็นการโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ใด ๆ เกิดขึ้นก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย หรือเวลาที่ศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการต้อง

ได้รับความคุ้มครอง เนื่องจากเมื่อลูกหนี้พิทักษ์ทรัพย์ตามคำสั่งศาล หรือศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการแล้ว อำนาจในการจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้น้อยมลินสุดลง การกระทำของลูกหนี้ที่ฝ่าฝืนยอมตกเป็นโมฆะ อย่างไรก็ตาม ผลของการที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์หรือศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการจะทำให้คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งมีสิทธิเลิกสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งตามกฎหมายประเทศไทย ศาลฎีกายอมรับการมีผลใช้บังคับของข้อสัญญาให้สัญญาเลิกกันด้วยเหตุการณ์ล้มละลาย (Ipsa facto)<sup>33</sup> ดังนั้น คู่สัญญาจึงสามารถเลิกสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยเหตุที่คู่สัญญาอีกฝ่ายเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการได้ โดยผลของการเลิกสัญญานี้ คู่สัญญาต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดการ Close-out Netting โดยให้ถือว่าธุรกรรมทั้งหลายภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีอยู่กับลูกหนี้ถึงกำหนดชำระทันทีและให้นำหนี้และสิทธิเรียกร้องที่มีอยู่ระหว่าง ทั้งหนี้เงินและหนี้ส่งมอบหลักทรัพย์ มาหักทอนกันจนเหลือยอดหนี้สุทธิ การ Close-out Netting จึงมีลักษณะเป็นการหักกลบลบหนี้ของหนี้ที่มีมูลแห่งหนี้ต่างกันและหนี้ยังไม่ถึงกำหนดชำระในวันที่ทำการหักกลบลบหนี้

การ Close-out Netting เป็นการหักกลบลบหนี้ที่มีสิทธิเรียกร้องในมูลแห่งหนี้ที่ต่างกันและหนี้ยังไม่ถึงกำหนดชำระ เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์การหักกลบลบหนี้ในกระบวนการล้มละลายตามมาตรา 102 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ให้สิทธิแก่เจ้าหนี้ในการหักกลบลบหนี้กับหนี้ที่ตนเองมีอยู่ต่อลูกหนี้ได้ แม้ว่ามูลแห่งหนี้จะไม่มีวัตถุประสงค์เป็นอย่างเดียวกัน หรือหนี้ยังไม่ถึงกำหนดชำระก็ตาม เช่นนี้ การ Close-out Netting จึงสามารถกระทำได้ในกระบวนการล้มละลาย อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์การหักกลบลบหนี้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 หนี้ที่เจ้าหนี้จะนำมาหักกลบลบหนี้ได้นั้น เจ้าหนี้ต้องเป็นหนี้ลูกหนี้ก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ แต่เจ้าหนี้จะนำสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไปหักกลบลบหนี้กับหนี้ที่ตนมีต่อลูกหนี้ซึ่งเกิดขึ้นหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไม่ได้ ดังนั้น การ Close-out Netting ในหนี้ที่ถึงกำหนดศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการจึงอาจไม่สามารถกระทำได้ที่ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ

การ Close-out Netting เพื่อปิดสถานะธุรกรรมระหว่างคู่สัญญาภายหลังจากการใช้สิทธิเลิกสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์แล้วนั้นจะเป็นเครื่องมือในการลดความเสี่ยงที่เกิดจากการไม่สามารถชำระหนี้ของสัญญา และความเสี่ยงจากการผันผวนของมูลค่าหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาด ทำให้การบริหารความเสี่ยงในระบบการเงินเป็นไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ และป้องกันการ

<sup>33</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 1224/2504.

เกิดความเสียหายต่อระบบ การ Close-out Netting จะจัดการกับความเสียหายของคู่สัญญาในกรณีที่ คู่สัญญาอีกฝ่ายล้มละลาย และจำกัดมูลค่าความเสียหายจากการไม่ได้รับชำระหนี้ให้อยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ ในประเด็นการ Close-out Netting ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นี้ ตาม Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions ของ UNIDROID ได้กำหนดว่า รัฐควรกำหนดต้องมีกฎหมายที่ทำให้เกิดความเชื่อมั่นว่าข้อสัญญาเกี่ยวกับการ Close-Out Netting จะมีผลใช้บังคับได้ตามกฎหมายและควรบัญญัติกฎหมายเพื่อรองรับการ Close-Out Netting ไว้เป็นการเฉพาะ นอกจากนี้ เมื่อมีการเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายต่อคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งในสัญญา การ Close-out Netting จะต้องไม่อยู่ภายใต้สภาวะพักการชำระหนี้ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์หรือศาลจะต้องไม่มีสิทธิเลือกรับหรือปฏิเสธหนี้ที่เกิดจากการปฏิบัติการ Close-out Netting การปฏิบัติการตามข้อกำหนด Close-out Netting ไม่ควรถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ และไม่ตกอยู่ภายใต้การเพิกถอนการโอน นอกจากนี้ ตาม Title 11 of U.S. Code ได้บัญญัติรับรองให้คู่สัญญาสามารถทำการ Close-out Netting ได้แม้ลูกหนี้จะอยู่ภายใต้สภาวะพักการชำระหนี้

เมื่อคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย หรือฟื้นฟูกิจการแล้ว หนี้ในการชำระราคาและโอนหลักทรัพย์อาจจะยังไม่ถึงกำหนด ซึ่งอาจถึงกำหนดในวันที่หลังจากคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ หากเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่สามารถดำเนินการ Close-out Netting ได้ จะทำให้เกิดภาวะและความไม่เป็นธรรมแก่เจ้าหนี้เนื่องจากเป็นระยะเวลาการชำระหนี้ถูกขยายออกไป เจ้าหนี้ต้องรับความเสี่ยงจากการไม่ได้รับชำระหนี้ และความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ และสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับสภาพคล่องทางการเงินในตลาด การไม่สามารถหักทอนภาระหนี้ได้ในสภาวะที่คู่สัญญาประสบปัญหาทางการเงินและเจ้าหนี้ไม่ได้รับชำระหนี้จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อระบบได้ ดังนั้น กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจึงจำเป็นต้องรองรับการ Close-out Netting ของเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์แม้ว่าหนี้นั้นจะยังไม่ถึงกำหนดชำระหนี้

ผู้เขียนมีความเห็นว่าการส่งเสริมการมีผลใช้บังคับและความมีผลใช้บังคับของการ Close-out Netting จะเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้เกิดแก่ผู้มีส่วนร่วมในตลาด และเกิดความคาดหมายได้ในตลาดการเงินซึ่งเป็นปัจจัยที่ทำให้คู่สัญญาและผู้มีส่วนร่วมในตลาดสามารถประเมินความเสี่ยงได้อย่างแน่นอน และไม่ก่อให้เกิดต้นทุนความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของกฎหมาย จึงควรมีบทบัญญัติตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการที่คุ้มครองและรองรับการชำระหนี้และการโอนทรัพย์สินใด ๆ ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจากการ Close-out Netting ในหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ แม้ว่ามูลแห่งหนี้ทั้งสองฝ่ายจะไม่มีวัตถุประสงค์เป็นอย่างเดียวกัน หรืออยู่ในเงื่อนไข

หรือเงื่อนไขเวลา ซึ่งดำเนินการหลังจากเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ ไม่ว่าจะคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ชั่วคราว หรือคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด และเวลาที่ศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ เฉพาะเพื่อประโยชน์ในการดำเนินการหรือเป็นผลจากการล้างฐานะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่คงค้าง ณ เวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือคำสั่งรับคำร้องขอให้ฟื้นฟูกิจการ

ดังนั้น มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการกรณีธุรกรรมเกิดขึ้นหลังเวลาเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ คือ การมีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่รับรองและยินยอมให้เจ้าหนี้สามารถดำเนินการ Close-out Netting ซึ่งเป็นการหักกลบลบหนี้ของหนี้ที่มีวัตถุประสงค์ต่างกันหรือเป็นหนี้ที่ยังไม่ถึงกำหนดชำระ ณ เวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ สามารถหักกลบลบหนี้ได้ทั้งภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ และกำหนดให้การโอนหลักทรัพย์ การชำระหนี้ การรับมา หรือมีไว้ซึ่งทรัพย์สินการตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การร่นระยะเวลาการชำระหนี้ การเลิกธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เฉพาะเพื่อประโยชน์หรือเป็นผลจากการล้างฐานะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่คงค้าง ณ เวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือคำสั่งรับคำร้องขอให้ฟื้นฟูกิจการ (แล้วแต่กรณี) ไม่ให้อยู่ภายใต้บังคับการเพิกถอนการโอนหรือการกระทำเกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ในกรณีการเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 และการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

#### 4.3.3 ขอบเขตของมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

การคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจากการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้มีเหตุผลและความจำเป็นเพื่อให้นิติสัมพันธ์ภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีความแน่นอนและคาดหมายได้ และป้องกันความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน ซึ่งเมื่อพิจารณาถึงวัตถุประสงค์ของการเพิกถอนการฉ้อฉลคือเพื่อรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้มีมูลค่ามากที่สุด ในขณะที่การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้เป็นไปเพื่อการสร้างความเป็นธรรมให้แก่บรรดาเจ้าหนี้มิให้ได้เปรียบเสียเปรียบกัน อันจะเป็นประโยชน์แก่บรรดาเจ้าหนี้ทั้งหลาย ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่า การคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงต้องทำให้เกิดความสมดุลต่อสิทธิของบุคคลที่ได้รับผลกระทบจากการที่ลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

จากการศึกษาหลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของต่างประเทศจะเห็นได้ว่ามีหลักเกณฑ์การปฏิบัติที่สอดคล้องกัน ในการให้ความคุ้มครอง กล่าวคือ การยกเว้นการใช้บังคับบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยมีขอบเขตการใช้บังคับที่แตกต่างกันดังนี้

สหรัฐอเมริกาให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ให้อาจเพิกถอนได้ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ โดยกำหนดขอบเขตของการใช้บังคับต่อ 1. ลักษณะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และ 2. คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ (Repo participant) ผู้มีส่วนร่วมทางการเงิน (Financial participant) ที่เกี่ยวข้องกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งมีขอบเขตความคุ้มครองที่กว้างและไม่เฉพาะเจาะจงเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการบังคับใช้เพื่อให้สอดคล้องกับสถานะตลาดการเงินและนวัตกรรมทางการเงินที่มีพัฒนาไปอย่างรวดเร็วและซับซ้อน

UNIDROIT ได้กำหนดขอบเขตของความคุ้มครองการ Close-out Netting สำหรับนิติสัมพันธ์ที่เป็นสัญญาทางการเงินที่มีความเกี่ยวพันและเชื่อมโยงกับความเสถียรต่อระบบ (Eligible obligation) ซึ่งรวมถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ โดยนิติสัมพันธ์นั้นต้องทำขึ้นระหว่างคู่สัญญาอย่างน้อยหนึ่งฝ่ายเป็นหน่วยงานรัฐ (Public authority) เช่น รัฐบาล องค์กรสาธารณะ ธนาคารกลาง ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ ธนาคารเพื่อการพัฒนาระหว่างประเทศ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ และองค์กรที่มีนโยบายทางการเงินในทำนองเดียวกัน หรือผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน (Qualifying financial market participant) ได้แก่ ธนาคาร บริษัทลงทุน ผู้ดูแลสภาพคล่องของตราสารการเงิน สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย หรือประกันภัยต่อ กองทุนรวม ตัวแทนคู่สัญญา ระบบการชำระหนี้ ระบบการประมวลผลการซื้อขายและหักบัญชี ระบบชำระดุล และผู้ดำเนินการในระบบดังกล่าว รวมถึงกิจการที่ถูกกำกับดูแลในฐานะที่เป็นผู้เกี่ยวข้องที่มีความสำคัญในตลาด

สหภาพยุโรป ตาม Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ให้การคุ้มครองความมีผลสิ้นสุดของการโอนเงินและการชำระดุล และความสามารถใช้บังคับได้ของคำสั่งโอนในระบบการชำระเงินและชำระดุล โดยกำหนดขอบเขตการคุ้มครองให้แก่ 1. บุคคลที่เป็นผู้มีส่วนร่วมในระบบ ได้แก่ สถาบันการเงิน บริษัทให้บริการเงินอิเล็กทรอนิกส์ และธนาคารกลาง บริษัทจัดการการลงทุน รวมถึงหน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานที่รับรองการดำเนินงานโดยรัฐ คู่สัญญากลาง ตัวแทนชำระดุล สำนักหักบัญชี หรือผู้จัดการ

ระบบ (System operator) และ 2. หลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน ซึ่งคำสั่งโอนในระบบการชำระเงิน และชำระดุลต้องอยู่ในระบบที่ได้รับความคุ้มครอง คือ ระบบสำหรับการหักบัญชี หรือการปฏิบัติการตามคำสั่งโอนระหว่างผู้มีส่วนร่วมในระบบ 3 ฝ่ายหรือกว่านั้นที่มีกฎหมายกำกับดูแล

หลักการล้มละลายของธนาคารโลกไม่ได้กำหนดให้ความคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต่อการเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ไว้เป็นการเฉพาะ จึงไม่ปรากฏรายละเอียดของการคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

ผู้เขียนได้พิจารณาถึงหลักการและวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลาย และเหตุผลในการคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการซึ่งเป็นการลดความเสี่ยงต่อระบบ จากกฎหมายและหลักการของต่างประเทศที่ได้ศึกษามาได้กำหนดขอบเขตความคุ้มครองแตกต่างกันตามมุมมอง ประการณ และแนวนโยบายที่มีต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์หรือธุรกรรมในระบบการเงิน ดังนั้น เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และ ผู้เขียนมีความเห็นว่าต้องกำหนดของเขตความคุ้มครองโดยพิจารณาจากลักษณะของคู่สัญญา และประเภทสัญญา ดังนี้

### 1. สัญญาที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

จากการศึกษาผู้เขียนพบว่าการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ต้องเข้าทำสัญญามาตรฐาน และจากลักษณะการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นรูปแบบ Single Agreement ที่ถือว่าธุรกรรมทุกธุรกรรมระหว่างคู่สัญญาอยู่ภายใต้สัญญาฉบับเดียว เพื่อลดความเสี่ยงด้านกฎหมายและความเสี่ยงจากการเลือกรับและปฏิเสธสัญญาในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ นอกจากนี้ การปฏิบัติการชำระหนี้เกี่ยวข้องกับองค์กรด้านหลักทรัพย์ การชำระดุล การหักบัญชี ข้อกำหนดและเงื่อนไขของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงมีความสำคัญในการสร้างแนวทางที่สอดคล้องของหลักเกณฑ์ของสัญญาในตลาด เมื่อพิจารณาถึงเหตุผลและความจำเป็นแล้ว ผู้เขียนเห็นว่าควรกำหนดสัญญาที่ใช้ในการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นองค์ประกอบหนึ่งของการได้รับการยกเว้นจากการบังคับบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ เนื่องจากสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นตัวกำหนดให้คู่สัญญาปฏิบัติตามเงื่อนไขและข้อตกลงของตลาดสากล และแสดงว่าคู่สัญญาได้ดำเนินตามแนวปฏิบัติปกติของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์



แม้ตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกา ข้อกำหนดของสหภาพยุโรปซึ่งเป็นหลักเกณฑ์ที่มีผลใช้บังคับจริงในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์สากลจะไม่ได้กำหนดลักษณะของสัญญาเป็นปัจจัยในการคุ้มครอง เนื่องจากในประเทศนั้น ๆ มีองค์กรสากลที่กำกับดูแลการทำธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ได้แก่ International Capital Market Association ของยุโรป และ Securities Industry and Financial Markets Association ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งกำหนดสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์และได้ใช้สัญญามาตรฐานนั้นเป็นการทั่วไปอยู่แล้ว แต่สำหรับประเทศไทย การทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยนอกจากจะต้องปฏิบัติตามสัญญาซึ่งสำหรับธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชนสัญญาที่ได้รับการยอมรับในตลาดซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ Global Master Repurchase Agreement ที่จัดทำขึ้นร่วมกันโดย International Capital Market Association และ Securities Industry and Financial Markets Association คู่สัญญาหลักเกณฑ์และเงื่อนไขการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังต้องเป็นไปตามที่หน่วยงานกำกับดูแลกิจการนั้น ๆ กำหนด ผู้ประกอบธุรกิจไม่สามารถทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยมีเงื่อนไขที่เป็นสาระสำคัญแตกต่างไปจากที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนดได้ เช่น บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม และบริษัทประกันภัย เป็นต้น สำหรับธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีของธนาคารแห่งประเทศไทย การทำสัญญาระหว่างธนาคารแห่งประเทศไทยกับไพรามารี ดีลเลอร์นั้น จะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดและเงื่อนไขจะเป็นไปตามประกาศธนาคารแห่งประเทศไทยโดยที่ไม่ต้องลงนามในสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ เช่นนี้ สัญญาที่หน่วยงานกำกับดูแลยอมรับ และและหลักเกณฑ์การทำสัญญาที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนด จึงเป็นสิ่งที่คู่สัญญาต้องปฏิบัติตาม และชี้ให้เห็นว่าสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นเป็นสัญญาที่อยู่ในระบบการเงินแบบทางการ

เมื่อพิจารณาประโยชน์และความสำคัญของสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และข้อกำหนดและเงื่อนไขการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่กำหนดโดยหน่วยงานกำกับดูแล ผู้เขียนมีความเห็นว่าสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับยกเว้นไม่อยู่ภายใต้บังคับใช้บทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลและเพิกถอนให้เปรียบนั้น ต้องเป็นสิทธิที่อยู่ภายใต้สัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับโดยสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึง Global Master Repurchase Agreement หรือสิทธิที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่มีกฎหมายเฉพาะกำกับและควบคุม เช่น หลักเกณฑ์ตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทย หลักเกณฑ์ตามประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

## 2. ประเภทของคู่สัญญา

องค์ประกอบของสัญญาที่จะได้รับความคุ้มครองนี้ที่เกี่ยวกับประเภทของคู่สัญญา  
 ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกาไม่ได้กำหนดลักษณะของคู่สัญญาไว้โดยเฉพาะเจาะจง โดยให้ความ  
 คุ้มครองเจ้าหน้าที่ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยทั่วไป เนื่องจากสหรัฐอเมริกาใช้สัญญาซื้อคืน  
 หลักทรัพย์จำนวนมากในการขับเคลื่อนสภาพคล่องในระบบการเงินจึงมีนโยบายที่สนับสนุนการทำ  
 สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์โดยกำหนดหลักเกณฑ์การคุ้มครองให้กว้างเพื่อรองรับการพัฒนาและ  
 นวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ แต่ตาม Directive 98/26/EC on Settlement Finality in  
 Payment and Securities Settlement Systems ของสหภาพยุโรป และ Principles on The  
 Operation of Close-Out Netting Provisions ของ UNIDROIT ได้กำหนดลักษณะของคู่สัญญา  
 เป็นองค์ประกอบในการให้ความคุ้มครองโดยพิจารณาเฉพาะองค์กรหรือกิจการที่มีความสำคัญต่อ  
 ระบบการเงินและหากสิทธิในการได้รับชำระหนี้ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการของ  
 องค์กรหรือกิจการนั้นถูกเพิกถอนจะก่อให้เกิดความเสียหายเป็นวงกว้างและกระทบเป็นลูกโซ่ได้ ซึ่ง  
 ตาม Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions ของ UNIDROIT ให้  
 ความคุ้มครองต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นระหว่างคู่สัญญาอย่างน้อยหนึ่งฝ่ายเป็นหน่วยงานรัฐ  
 เช่น รัฐบาล องค์กรสาธารณะ ธนาคารกลาง ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ ธนาคารเพื่อ  
 การพัฒนาระหว่างประเทศ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ และองค์กรที่มีนโยบายทางการเงินใน  
 ทำนองเดียวกัน และผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทลงทุน ผู้ดูแลสภาพคล่องของ  
 ตราสารการเงิน สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย หรือประกันภัยต่อ กองทุนรวม ตัวแทนคู่สัญญา  
 ระบบการชำระเงิน ระบบการประมวลผลการซื้อขายและหักบัญชี ระบบชำระดุล และผู้ดำเนินการใน  
 ระบบดังกล่าว รวมถึง กิจการที่ถูกกำกับดูแลในฐานะที่เป็นผู้เกี่ยวข้องที่มีความสำคัญในตลาด  
 ในขณะที่สหภาพยุโรป ตาม Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and  
 Securities Settlement Systems ให้การคุ้มครองคำสั่งโอนและการชำระดุลในระบบที่เกิดจาก  
 สัญญาของบุคคลที่เป็นผู้มีส่วนร่วมในระบบ ได้แก่ ธนาคารกลาง สถาบันการเงิน บริษัทให้บริการเงิน  
 อิเล็กทรอนิกส์ บริษัทจัดการการลงทุน รวมถึงหน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานที่รับรองการดำเนินงาน  
 โดยรัฐ คู่สัญญากลาง ตัวแทนชำระดุล สำนักหักบัญชี หรือผู้จัดการระบบ (System operator)

เมื่อพิจารณาถึงองค์กรและกิจการที่ทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยและ  
 แนวทางของสหภาพยุโรป และ UNIDROIT ที่กำหนดประเภทคู่สัญญาเป็นองค์ประกอบหนึ่งของ  
 สิทธิตามสัญญาที่ได้รับความคุ้มครอง ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางของสหภาพยุโรป และ UNIDROIT มีที่  
 ความเหมาะสมในการนำมาปรับใช้เนื่องจากมีวัตถุประสงค์ที่ชัดเจนและสอดคล้องกับเหตุผลในการ  
 คุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ในกรณีนี้ เมื่อพิจารณา  
 ถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเทศไทยมีการทำขึ้นทั้งในส่วนของภาครัฐ ได้แก่ ธนาคารแห่ง

ประเทศไทยซึ่งเป็นหน่วยงานสำคัญในการควบคุมและกำกับดูแลเสถียรภาพทางการเงินของประเทศ และองค์กรธุรกิจในตลาดการเงิน เช่น สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม และยังมีหน่วยงานอื่นในระบบการเงินที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติหน้าที่ตามสัญญา เช่น สำนักหักบัญชี และผู้ให้บริการระบบการชำระเงินหรือชำระดุลหลักทรัพย์ ซึ่งหน่วยงานและองค์กรธุรกิจเหล่านี้มีบทบาทความสำคัญในการเป็นกลไกหลักที่ทำให้เกิดการหมุนเวียนเงินทุน และมีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับภาคธุรกิจอื่น ๆ ในตลาดการเงิน หากเกิดปัญหาจากความเสถียรต่อระบบกับกิจการเหล่านั้น ความเสียหายจะลุกลามได้อย่างรวดเร็วและกระทบเป็นวงกว้าง

ดังนั้น เพื่อการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นไปตามวัตถุประสงค์ในการป้องกันความเสี่ยงต่อระบบ และการปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อย่างเป็นธรรม สหิตตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้รับการยกเว้นจากการบังคับบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ จึงต้องเป็นสหิตตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นโดยหรือเกี่ยวข้องกับหน่วยงาน องค์กร หรือนิติบุคคลที่มีความสำคัญและเกี่ยวข้องโดยตรงต่อสภาพคล่องทางการเงินของตลาดเงินและตลาดทุน ดังต่อไปนี้ อย่างน้อย 1 ฝ่าย

- 2.1 ธนาคารแห่งประเทศไทย
- 2.2 สถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจสถาบันการเงิน
- 2.3 บริษัทประกันภัย
- 2.4 บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม และทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน
- 2.5 สำนักหักบัญชี และผู้ให้บริการระบบการชำระเงิน หรือชำระดุลหลักทรัพย์ ที่มีกฎหมายกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ

ดังนั้น สหิตตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับความคุ้มครองไม่ให้ถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ คือ สหิตตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีองค์ประกอบดังนี้

- (1) สหิตเกิดขึ้นตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับโดยสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึง Global Master Repurchase Agreement หรือสหิตที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่มีกฎหมายเฉพาะกำกับดูแล
- (2) สหิตตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นโดยหรือเกี่ยวข้องกับหน่วยงาน องค์กร หรือนิติบุคคล อย่างน้อย 1 ฝ่าย เป็นธนาคารแห่งประเทศไทย สถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจสถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม และทรัสต์ที่จัดตั้ง

ขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน สำนักหักบัญชี และผู้ให้บริการระบบการชำระเงิน หรือชำระดุลหลักทรัพย์ที่มีกฎหมายกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ

โดยสิทธิดังกล่าวนั้นเกิดขึ้นเกิดขึ้นก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย หรือศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการในคดีฟื้นฟูกิจการ รวมถึงการ Close-out Netting ในนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ที่เกิดขึ้นหลังจากเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ ไม่ว่าจะคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ชั่วคราวหรือคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด และเวลาที่ศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ เฉพาะเพื่อประโยชน์ในการดำเนินการหรือเป็นผลจากการล้างฐานะของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่คั่งค้าง ณ เวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือคำสั่งรับคำร้องขอให้ฟื้นฟูกิจการ

ในการนี้ หากสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้เกิดจากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีลักษณะครบถ้วน 2 ประการ ได้แก่ รูปแบบของสัญญาและประเภทของคู่สัญญา สิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เช่นว่านั้นย่อมไม่ได้รับความคุ้มครอง ดังนั้น เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย หรือผู้ทำแผน ผู้บริหารแผนหรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในคดีฟื้นฟูกิจการ ย่อมมีสิทธิที่จะร้องขอให้เพิกถอนได้ตามเงื่อนไขของการเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล และเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ได้ (แล้วแต่กรณี)

#### 4.3.4 ข้อยกเว้นการคุ้มครองครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

การให้ความคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจากการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้มีจุดมุ่งหมายสำคัญเพื่อสร้างความแน่นอนและความสามารถคาดการณ์ได้ให้เกิดขึ้นแก่ในตลาด สนับสนุนให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นวิธีการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นได้ตามวัตถุประสงค์ของสัญญา และเพื่อการลดความเสี่ยงต่อระบบจากการเพิกถอนการโอน เพื่อให้เกิดความมีเสถียรภาพทางการเงิน แม้การคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์หรือการชำระเงินไปโดยไม่ต้องร่วมเฉลี่ยทรัพย์สินของลูกหนี้ย่อมถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในการมีสิทธิดีกว่าเจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้ แต่การคุ้มครองดังกล่าวกำหนดขอบเขตไว้เฉพาะเท่าที่จำเป็นเพื่อการบรรลุวัตถุประสงค์ที่เกี่ยวข้องกับเสถียรภาพทางการเงินโดยรวมเท่านั้น อย่างไรก็ตาม การให้ความคุ้มครองสิทธิของเจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ถูกเพิกถอนได้โดยเด็ดขาดอาจเป็นช่องทางของผู้ไม่สุจริตสร้างความเสียหายต่อเจ้าหนี้อื่นได้ เช่นนี้ จึงมีความจำเป็นต้องกำหนดข้อยกเว้นการให้ความคุ้มครอง เพื่อให้เกิดความสมดุลของการคุ้มครองความแน่นอนของตลาดและสิทธิของเจ้าหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

จากการศึกษากฎหมายของต่างประเทศ และหลักการขององค์ระหว่างประเทศ แม้จะให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ แต่ก็ยังคงมีข้อยกเว้นบางประการ กล่าวคือ กฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดข้อยกเว้นความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ หากสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดจากเจตนาฉ้อฉลที่แท้จริง ในขณะที่ UNIDROIT ตาม Principles on The Operation of Close-Out Netting Provisions ได้กำหนดข้อยกเว้นการให้ความคุ้มครองการซื้อกำหนด Close-out Netting ในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ในกรณีการ Close-out Netting เกิดขึ้นจากการฉ้อฉลหรือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ซึ่งมีข้อเท็จจริงอื่นนอกเหนือจากข้อเท็จจริงที่คู่สัญญาปฏิบัติตามข้อกำหนด Close-out Netting สำหรับสหภาพยุโรป ตามข้อบังคับสหภาพยุโรปว่าด้วยผลสิ้นสุดของการชำระดุลฯ ได้กำหนดได้กำหนดข้อยกเว้นการให้ความคุ้มครองการคำสั่งการโอนเงิน การ Netting และสิทธิในหลักทรัพย์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ตามเงื่อนไขการตกเป็นโมฆะหรือการสิ้นสุดบังคับใช้ของนิติกรรมตามความเหมาะสมของแต่ละรัฐสมาชิก และสำหรับธนาคารโลก ตามหลักการกฎหมายล้มละลายของธนาคารโลกไม่ได้กำหนดการคุ้มครองและข้อยกเว้นการเพิกถอนการโอนต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไว้เป็นการเฉพาะ เพียงแต่กำหนดกำหนดให้ธุรกรรมที่ลูกหนี้ขึ้นโดยมีเจตนาฉ้อโกงเจ้าหนี้ (Intent to defraud) หรือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ซึ่งได้ทำขึ้นในขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัวหรือส่งผลให้กิจการมีหนี้สินล้นพ้นตัวนั้นควรถูกเพิกถอน

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่านอกเหนือจากการให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์แล้ว กฎหมายยังต้องกำหนดข้อยกเว้นการให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ แม้ในแต่ละองค์กรและประเทศจะมีรายละเอียดที่แตกต่างกัน แต่มีหลักการสำคัญร่วมกัน คือ การไม่คุ้มครองแก่การกระทำที่เกิดจากการฉ้อฉล ในกรณีนี้ ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางที่เหมาะสมและสามารถนำมาเป็นแนวทางกับประเทศไทยได้ คือ ข้อยกเว้นตามกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกา เนื่องจากประเทศสหรัฐอเมริกามีการใช้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทั้งในภาครัฐและภาคธุรกิจเพื่อบริหารสภาพคล่องทางการเงินและสนับสนุนการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางซึ่งเป็นไปในลักษณะเดียวกันกับของประเทศไทย และกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาได้มีพัฒนาจากบทเรียนของปัญหาที่เกิดขึ้นจริงจากการปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กฎหมายล้มละลายที่กระทบต่อสภาพตลาดและความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จึงได้กำหนดความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพื่อป้องกันความเสี่ยงต่อระบบการเงิน แต่มีข้อยกเว้นการคุ้มครองในกรณีที่สิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดจากเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ ทั้งนี้ การยกเว้นความคุ้มครองในกรณีการฉ้อฉลที่มีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ นี้ เป็นไปในทางเดียวกันกับหลักการของธนาคารโลก

ต่างประเทศที่ให้เพิกถอนการโอนที่เป็นการฉ้อฉลที่เกิดจากเจตนาฉ้อโกงเจ้าหนี้ และหลักการของ UNIDROIT ที่ยกเว้นความคุ้มครองสำหรับการ Close-out Netting จากการฉ้อฉล

ทั้งนี้ แม้ประเทศไทยจะมีหลักกฎหมายเรื่องเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่หลักเกณฑ์และการปรับใช้หลักเกณฑ์ดังกล่าวนั้นพิจารณาว่านิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นนั้นทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบซึ่งพิจารณาจากฐานะทางการเงินลูกหนี้ว่าขณะที่ทำนิติกรรมนั้นตนเองมีทรัพย์สินน้อยลงและไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้อย่างครบถ้วนเต็มจำนวน โดยไม่ได้พิจารณาถึงเจตนาภายในจิตใจของลูกหนี้ว่ามีเจตนาทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบจริงหรือไม่ อย่างไรก็ดี หากพิจารณาในการประกอบธุรกิจการค้าและการลงทุนจำเป็นต้องเงินทุนเพื่อการใช้จ่ายและขยายกิจการ หากเงินทุนไม่เพียงพอหรือเกิดการขาดสภาพคล่องย่อมจำเป็นต้องกู้ยืมเงิน รวมถึงการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ อันเป็นผลให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง รวมถึงอาจทำให้สัดส่วนหนี้ของกิจการมากกว่าทรัพย์สินได้ อันอาจถือว่าเป็นการฉ้อฉลได้ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งในการเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในฐานะผู้ขายหลักทรัพย์ ซึ่งมีความต้องการสภาพคล่องที่ทราบ เพราะหากว่าลูกหนี้ยังคงมีสภาพคล่องและมีความสามารถในชำระหนี้ตามปกติ ลูกหนี้ย่อมไม่มีความจำเป็นต้องเข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์และรับภาระดอกเบี้ย ดังนั้น หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลจึงไม่อาจเหมาะที่จะให้บังคับกับสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

จากการศึกษาและวิเคราะห์คำพิพากษาศาลฎีกาเกี่ยวกับการเพิกถอนการฉ้อฉลสามารถสรุปได้ว่าศาลจะเพิกถอนนิติกรรมที่ลูกหนี้กระทำให้โดยที่ปรากฏข้อเท็จจริงที่แสดงถึงความไม่สุจริตของลูกหนี้กับผู้รับโอน เช่น การทำนิติกรรมที่มีมูลค่าตอบแทนที่น้อยเกินควรโดยไม่มีเหตุสมควรลูกหนี้ การทำนิติกรรมโดยที่ไม่มีเจตนาจะผูกพันตามนิติกรรมนั้นจริง และนิติกรรมที่ลูกหนี้มีเจตนาปกปิดทรัพย์สินหรือไม่ต้องการให้เจ้าหนี้บังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สิน นอกจากนี้ ในการพิจารณาว่าผู้รับโอนทราบถึงความเสียเปรียบของเจ้าหนี้ ศาลได้ใช้ปัจจัยความสัมพันธ์ระหว่างลูกหนี้และผู้รับโอนพิจารณาประกอบ เช่น สามีหรือภรรยา เคยเป็นสามีหรือภรรยาพี่น้องร่วมบิดามารดาเดียวกันผู้สืบสันดาน เป็นบุคคลที่ถูกรับมาเลี้ยงอย่างลูกและอยู่บ้านเดียวกัน เป็นน้องเขย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือกรรมการบริษัทลูกหนี้ เป็นต้น อย่างไรก็ดี ในบางกรณี ศาลพิจารณาความเสียเปรียบของเจ้าหนี้จากการที่ทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลงจนไม่พอชำระหนี้ได้อย่างครบถ้วนเท่านั้นโดยที่ไม่ได้พิจารณาถึงความสามารถในการชำระหนี้ หรือไม่ปรากฏข้อเท็จจริงประกอบที่แสดงถึงเจตนาทุจริตของผู้รับโอน เพียงแต่ปรากฏเพียงว่าผู้รับรู้ถึงการที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอชำระหนี้เจ้าหนี้รายอื่น ก็ถือเป็นการฉ้อฉลและเป็นเหตุให้เพิกถอนการโอนนั้นได้

จากการศึกษาและวิเคราะห์บทบาทและความสำคัญของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ สิทธิและหน้าที่ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์แล้ว และวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟู กิจการ ผู้เขียนจึงเห็นว่าควรกำหนดข้อยกเว้นต่อการคุ้มครองสิทธิของคู่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ หาก ปรากฏว่าการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ที่นั่นทำขึ้นโดยที่ลูกหนี้และผู้รับโอนมีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ อย่างไม่รู้ก็ดี เนื่องจากการพิสูจน์ถึงเจตนาที่แท้จริงนั้นเป็นสิ่งที่ต้องพิจารณาจากความนึกคิดภายในใจ ของแต่ละบุคคล แต่สามารถพิจารณาจากพฤติการณ์แวดล้อมการโอนหรือการชำระหนี้ที่นั่น ผู้เขียนจึง มีความเห็นว่าควรกำหนดข้อเท็จจริงของพฤติการณ์ที่แสดงถึงการเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ โดยการโอน ทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นโดยเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ คือ การโอน หรือการชำระหนี้ที่ประกอบด้วยข้อเท็จจริง 2 ลักษณะประกอบกัน ได้แก่

(1) ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของลูกหนี้และผู้รับโอน กล่าวคือ การโอน หลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ต่อบุคคลที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับลูกหนี้ ไม่ว่าจะด้วยความสัมพันธ์ทาง ครอบครัว หรือความสัมพันธ์ทางธุรกิจการค้า อาจมีความเป็นไปได้ที่ข้อตกลงนั้นจะมี เงื่อนไขที่ไม่เป็นไปตามทางการค้าปกติที่ของคู่สัญญาแต่ละฝ่าย และอาจทำขึ้นโดยมีเงื่อนไขที่เอื้อ ประโยชน์แก่ฝ่ายหนึ่งฝ่ายจนเกินกว่าที่คู่สัญญาในทางธุรกิจปกติจะตกลงกัน ซึ่งพิจารณาเปรียบเทียบกับ การฉ้อฉลโดยแท้ของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดปัจจัยที่ใช้ในการพิจารณาว่าการฉ้อฉลนั้นเป็นการฉ้อ ฉลโดยแท้ เช่น การโอนให้แก่บุคคลภายใน โดยให้แก่กิจการซึ่งตนเองเป็นผู้มีอำนาจควบคุมทั้งหมด

ข้อเท็จจริงที่ควรใช้เป็นเงื่อนไขพิจารณาเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ประการแรก ผู้เขียนเห็นว่าต้องพิจารณาจากข้อเท็จจริงเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของลูกหนี้และผู้รับโอน คือ การที่ ลูกหนี้โอนหลักทรัพย์หรือชำระหนี้ให้แก่บุคคลภายในตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 บุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางสายโลหิตที่ไม่ถือว่าเป็นบุคคลภายใน และบุคคลที่เคยมี ความสัมพันธ์ทางครอบครัว

(2) ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับค่าตอบแทน กล่าวคือ ค่าตอบแทนจากการชำระหนี้ในมูลค่า ค่าที่เหมาะสมหรือสมเหตุสมผลย่อมเป็นเครื่องที่แสดงถึงความสุจริต แต่ในบางกรณีการที่คู่สัญญา ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้รับชำระหนี้ตอบแทนมาน้อยกว่ามูลค่าตลาด หรืออาจไม่ได้รับ ค่าตอบแทน นั้นเป็นไปในแนวทางตลาดสากลซึ่งกำหนดในสัญญาที่คู่สัญญาตกลงร่วมกัน ซึ่งพิจารณา เปรียบเทียบกับการฉ้อฉลโดยแท้ของสหรัฐอเมริกาได้กำหนดปัจจัยที่ใช้ในการพิจารณาว่าการฉ้อฉล นั้นเป็นการฉ้อฉลโดยแท้ในลักษณะนี้ เช่น การที่มูลค่าของค่าตอบแทนที่ลูกหนี้ได้มีความสมเหตุสมผล เมื่อเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์ที่โอนหรือจำนวนภาระผูกพันที่เกิดขึ้น

ข้อเท็จจริงที่ควรใช้เป็นเงื่อนไขพิจารณาเจตนาฉ้อฉลที่แท้จริงประการแรก ผู้เขียนเห็นว่าต้องพิจารณาจากข้อเท็จจริงเกี่ยวกับค่าตอบแทน คือ การโอนทรัพย์สินโดยได้รับค่าตอบแทนมูลค่าน้อยกว่ามูลค่าที่คำนวณด้วยวิธีปฏิบัติของตลาด หรือไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการของตามประเพณีปฏิบัติของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ระหว่างคู่สัญญา

ดังนั้น มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวกับข้อยกเว้นในการคุ้มครอง คือ โอนทรัพย์สินหรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นโดยเจตนาฉ้อฉลอย่างแท้จริง คือ การโอนหรือการชำระเงินที่ประกอบด้วยข้อเท็จจริง 2 ลักษณะประกอบกันได้แก่ ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของลูกหนี้และผู้รับโอน คือ การที่ลูกหนี้โอนหลักทรัพย์หรือชำระหนี้ให้แก่บุคคลภายในตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 บุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางสายโลหิตที่ไม่ถือว่าเป็นบุคคลภายใน และบุคคลที่เคยมีความสัมพันธ์ทางครอบครัว และข้อเท็จจริงเกี่ยวกับค่าตอบแทน คือ การโอนทรัพย์สินโดยได้รับค่าตอบแทนมูลค่าน้อยกว่าที่คำนวณด้วยวิธีปฏิบัติของตลาด หรือไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์และวิธีการของตามประเพณีปฏิบัติของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ระหว่างคู่สัญญา

#### 4.3.5 การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ให้ความคุ้มครองไปโดยสำคัญผิด

กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการเป็นมาตรการจัดการกับหนี้สินของลูกหนี้เพื่อให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้จากทรัพย์สินของลูกหนี้อย่างเท่าเทียมกัน และลูกหนี้ที่สุจริตสามารถหลุดพ้นจากหนี้สินได้ เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในระบบเศรษฐกิจ แต่หากเจ้าหนี้หรือลูกหนี้อาศัยช่องทางการคุ้มครองตามกฎหมายเพื่อให้ได้รับสิทธิโดยมีเจตนาไม่สุจริต ย่อมก่อให้เกิดความเสียหายต่อกองทรัพย์สินของลูกหนี้ เจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้จากการได้รับชำระหนี้ที่น้อยกว่าที่ควรจะได้รับ ก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม (Moral hazard) ทำให้กฎหมายล้มละลายไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ และส่งผลต่อความน่าเชื่อถือและความเชื่อมั่นต่อระบบกฎหมายล้มละลาย

ดังนั้น หากการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระเงินตามสัญญาสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดขึ้นจากการฉ้อฉลที่มีเจตนาแสวงหาประโยชน์โดยมิชอบ หรือแม้ว่าสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นได้รับประโยชน์จากการคุ้มครองไปแล้ว แต่ได้ปรากฏภายหลังว่าการได้รับความคุ้มครองนั้นเกิดขึ้นเนื่องจากการสำคัญผิด เช่นนี้ เจ้าหนี้ที่ได้รับทรัพย์สินหรือเงินไว้จึงควรถูกเพิกถอน



สิทธิและส่งคืนทรัพย์สินหรือเงินนั้นให้แก่กองทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อจัดแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ต่อไป และกำหนดข้อจำกัดสิทธิในการยื่นขอรับชำระหนี้ในคดีล้มละลายและฟื้นฟูกิจการสำหรับทรัพย์สินหรือเงินถูกเพิกถอน

### (1) การคืนทรัพย์สิน

เพื่อเป็นแนวทางในการวิเคราะห์ ผู้เขียนเห็นสมควรศึกษาหลักการและแนวความคิดเกี่ยวกับคืนทรัพย์สินตามกฎหมายไทย เพื่อวิเคราะห์แนวทางที่เหมาะสมในการคืนทรัพย์สิน โดยการส่งคืนทรัพย์สินระหว่างคู่สัญญาในระบบกฎหมายไทย สามารถแบ่งเป็น 2 รูปแบบ คือ การคืนทรัพย์สินในฐานะลาภมิควรได้ และการกลับคืนสู่ฐานะเดิม

การคืนทรัพย์สินในฐานะลาภมิควรได้เป็นการคืนทรัพย์สินที่บุคคลได้มาโดยปราศจากมูลอันจะอ้างกฎหมายได้และเป็นทางให้บุคคลอีกคนหนึ่งเสียเปรียบ การคืนทรัพย์สินในฐานะลาภมิควรได้สามารถพิจารณาได้ใน 3 กรณี ได้แก่ กรณีที่ 1 การคืนลาภมิควรได้ที่เป็นเงิน<sup>34</sup> หากได้รับเงินไว้โดยไม่สุจริตให้ผู้ที่ได้รับเงินไว้คือเงินเต็มจำนวน แต่ถ้าได้รับเงินไว้โดยสุจริตก็คืนเท่าที่เหลืออยู่ในขณะเรียกคืน กรณีที่ 2 คือ การคืนลาภมิควรได้ที่ไม่เป็นตัวเงิน ถ้ารับไว้โดยสุจริตต้องคืนทรัพย์สินที่ได้รับไว้ตามสภาพที่เป็นอยู่ และไม่ต้องรับผิดชอบต่อการที่ทรัพย์สินสูญหายหรือบุบสลาย แต่ถ้าได้เอะไรมาเป็นค่าสินไหมทดแทนเพื่อการสูญหายหรือบุบสลายก็ต้องคืนให้ไป แต่ถ้ารับไว้โดยไม่สุจริตก็ต้องรับผิดชอบถึงการสูญหายหรือบุบสลายนั้นด้วย เว้นแต่พิสูจน์ได้ว่าถึงอย่างไรทรัพย์สินนั้นคงสูญหายหรือบุบสลายอยู่ตนเอง<sup>35</sup> และกรณีที่ 3 คือ การคืนดอกผล ไม่ว่าจะป็นดอกผลธรรมดาหรือดอกผลนิตินัย ถ้ารับไว้โดยสุจริตก็จะได้รับดอกผลนั้นตราบเท่าที่สุจริต แต่เมื่อรู้ว่าไม่สุจริตแล้วก็ต้องคืน<sup>36</sup> นอกจากนี้ การได้รับทรัพย์สินในฐานะลาภมิควรได้นี้ ในบางกรณีผู้ที่ได้ชำระหนี้อาจไม่สามารถเรียกคืนได้ ได้แก่ กรณีที่บุคคลผู้โอนทรัพย์สินนั้นชำระหนี้โดยอำเภอใจโดยรู้อยู่ว่าตนไม่มีความผูกพันที่จะต้องชำระ<sup>37</sup> การชำระหนี้โดยมุ่งต่อผลซึ่งรู้อยู่แล้วว่าเป็นการพนันวิสัย<sup>38</sup> หรือการชำระหนี้โดยฝ่าฝืนข้อห้าม

<sup>34</sup> มาตรา 421 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

<sup>35</sup> มาตรา 413 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

<sup>36</sup> มาตรา 415 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

<sup>37</sup> มาตรา 407 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

<sup>38</sup> มาตรา 410 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

ตามกฎหมายหรือศีลธรรมอันดี<sup>39</sup> ซึ่งการคืนทรัพย์สินแบบลาภมิควรได้ เอามาใช้ในการคืนทรัพย์สินอันเกิดจากโมฆะกรรม และส่งทรัพย์สินคืนแก่บุคคลผู้มีสิทธิเอาคืน

การกลับคืนสู่ฐานะเดิม คือ การกลับไปสู่ฐานะเดิมของคู่สัญญาก่อนที่จะได้ทำนิติกรรมกัน นำมาใช้กับกรณีที่คู่กรณีได้ทำนิติกรรมกันอย่างสมบูรณ์และมีผลผูกพันตามกฎหมาย และได้รับทรัพย์สินไว้จากนิติสัมพันธ์ที่อ้างได้โดยชอบด้วยกฎหมาย หากต่อมามีเหตุทำให้ความสมบูรณ์ของนิติกรรมสิ้นสุดลง คู่สัญญาแต่ละฝ่ายจึงต้องดำเนินการเพื่อให้อีกฝ่ายหนึ่งได้กลับคืนสู่ฐานะดังที่เป็นอยู่เดิม ด้วยการคืนทรัพย์สินที่แต่ละฝ่ายได้รับไว้ให้แก่อีกฝ่ายทั้งหมด หากการกลับคืนสู่ฐานะเดิมเป็นการพ้นวิสัยที่จะคืนทรัพย์สินนั้นได้ทั้งหมดหรือบางส่วน เช่น ทรัพย์สินนั้นสูญหาย บุปสลาย ทรัพย์สินนั้นโอนเปลี่ยนมือไปยังบุคคลที่สามแล้ว คู่สัญญานั้นต้องชดใช้ค่าเสียหายแทน หากการคืนทรัพย์สินนั้นเป็นเงิน คู่สัญญาฝ่ายที่มีหนี้คั้นเงินนั้นต้องคำนวณรวมดอกเบี้ยเข้าโดยคิดดอกเบี้ยตั้งแต่วันที่ที่ได้รับไว้ ในการนี้ การกลับคืนสู่ฐานะเดิมนำมาใช้ในการคืนทรัพย์สินจากการเลิกสัญญา และการบอกล้างโมฆียกรรม

ผลทางทรัพย์สินของการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ นั้นไม่ได้ทำให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ทำขึ้นตกเป็นโมฆะหรือเสียเปล่าไม่มีผลทางกฎหมาย แต่มีผลทำให้คู่สัญญาที่ได้รับโอนทรัพย์สินหรือรับชำระหนี้ไปจะเอาสิทธินั้นมาใช้บังคับโดยทำให้เจ้าหนี้อื่นของลูกหนี้เสียเปรียบไม่ได้เท่านั้น และผู้ที่ได้รับทรัพย์สินหรือรับชำระเงินต้องคืนบรรดาทรัพย์สินหรือเงินที่ได้ไว้กลับคืนสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อแบ่งชำระให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ทั้งหลายต่อไป ซึ่งผลของการเพิกถอนการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้มีลักษณะเหมือนผลของการบอกล้างโมฆียกรรมและการบอกเลิกสัญญา เนื่องจากนิติกรรมที่เป็นโมฆียะหรือสัญญาสิ้นสุดลงนั้นถือว่ามีความสมบูรณ์ตั้งแต่เข้าทำนิติกรรม และสิ้นผลผูกพันเมื่อมีการบอกเลิก คู่สัญญาต้องทรัพย์สินที่ได้รับจากนิติกรรมนั้นด้วยการกลับคืนสู่ฐานะเดิม นอกจากนี้ ศาลยังใช้หลักการกลับคืนสู่ฐานะเดิมกับผลของการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้

จากการศึกษาและวิเคราะห์วัตถุประสงค์ของการเพิกถอนการโอนซึ่งต้องการรักษาและรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้ได้มากที่สุดเพื่อแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้อย่างเป็นทางการส่งคืนทรัพย์สินจึงจำเป็นต้องให้บุคคลที่ถูกเพิกถอนการโอนส่งคืนทรัพย์สินทั้งหมดที่ได้มา ผู้เขียน

<sup>39</sup> มาตรา 411 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.

เห็นว่าควรกำหนดให้นำหลักการคืนทรัพย์สินด้วยวิธีกลับคืนสู่ฐานะเดิมมาใช้บังคับกับการคืนทรัพย์สินจากการเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับ ความคุ้มครองไปโดยสำคัญผิด เนื่องจากเป็นเจ้าของหนี้ได้รับทรัพย์สินไปโดยที่ไม่สุจริตหรือไม่ได้รับความ คุ้มครองตามกฎหมาย ทรัพย์สินนั้นหากไม่มีการจำหน่ายจ่ายโอนออกไปย่อมจะเป็นส่วนหนึ่งของกอง ทรัพย์สินที่จะแบ่งชำระให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ตามสัดส่วน นอกจากนี้ ยังเป็นการส่งคืนทรัพย์สินที่ สอดคล้องกับแนวทางการส่งคืนทรัพย์สินที่ถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ ซึ่งใช้วิธีการกลับคืนสู่ฐานะเดิม ในการนี้ ผู้เขียนจะเสนอแนวทางในการส่งคืนทรัพย์สินโดยมี รายละเอียด ดังนี้

(1) ให้เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับการโอนหลักทรัพย์ หรือรับชำระหนี้ไปต้องคืนทรัพย์สินหรือเงินที่ได้รับไว้ด้วยวิธีการกลับสู่ฐานะเดิม หากเงินที่ได้รับไป เป็นเงินสกุลเงินต่างประเทศ ให้คำนวณเป็นเงินสกุลเงินบาท ณ เวลาที่ได้รับเงินนั้น

กรณีทรัพย์สินที่ต้องคืนเป็นเงิน ให้คำนวณรวมดอกเบี้ยในอัตรา ร้อยละ 7.5 ต่อปี นับแต่วันที่ได้รับเงินนั้นจนกว่าจะได้ส่งเงินคืนแก่กองทรัพย์สินจนครบถ้วน

กรณีทรัพย์สินที่ต้องคืนเป็นทรัพย์สินอย่างอื่นนอกเหนือจากเงิน ให้คืนพร้อมดอกเบี้ยที่เกิดจากทรัพย์สินนับแต่วันที่ได้รับทรัพย์สินนั้น

(2) หากการส่งคืนทรัพย์สินไม่สามารถกระทำได้นี้เนื่องจาก ทรัพย์สินได้เปลี่ยนแปลงไป เปลี่ยนมือ หรือสูญหายไปแล้ว คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จะต้องคืนเป็นเงินในมูลค่าเทียบเท่ากับทรัพย์สินที่ต้องส่งคืน โดยให้คำนวณมูลค่าเป็นเงินตามมูลค่า ตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ได้รับทรัพย์สินไป

## (2) สิทธิในการยื่นคำขอรับชำระหนี้

สิทธิในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ของเจ้าหนี้ที่ถูกเพิกถอนเนื่องจาก เป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ให้สิทธิแก่ เจ้าหนี้ที่ถูกเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ทั้งภายใต้กระบวนการล้มละลาย<sup>40</sup> และฟื้นฟูกิจการมีสิทธิ

<sup>40</sup> มาตรา 92 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483.

ขอรับชำระหนี้ได้<sup>41</sup> แต่หากเป็นการถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล กฎหมายไม่ได้กำหนดให้สิทธิเจ้าหนี้ในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ไว้ เพราะการฉ้อฉลนั้นปกติจะเกิดจากความไม่สุจริต

ในประเด็นนี้ ตามข้อเสนอของผู้เขียนที่ให้คุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ให้อยู่ภายใต้บังคับหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉล และการให้เปรียบเจ้าหนี้ โดยมีข้อยกเว้นการให้ความคุ้มครอง 2 ประการ ซึ่งเหตุผลของการไม่ได้รับความคุ้มครองแตกต่างกัน กล่าวคือ ข้อยกเว้นเนื่องจากลักษณะของสัญญาประการหนึ่ง และข้อยกเว้นเนื่องจากเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ประการหนึ่ง ดังนั้น ผู้เขียนจึงจะเสนอแนวทางการให้สิทธิแก่เจ้าหนี้ในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ในกรณีที่ถูกเพิกถอนดังนี้

(1) การถูกเพิกถอนเนื่องจากลักษณะของสัญญา กล่าวคือ การโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้รับความคุ้มครองเนื่องจากไม่ได้เกิดขึ้นจากสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับโดยสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึง Global Master Repurchase Agreement หรือสิทธิที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่มีกฎหมายเฉพาะกำกับและควบคุม และสัญญาต้องมีคู่สัญญาอย่างน้อยหนึ่งฝ่ายเป็นธนาคารแห่งประเทศไทย สถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจสถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม และทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน สำนักหักบัญชี และผู้ให้บริการระบบการชำระเงิน หรือชำระดุลหลักทรัพย์ที่มีกฎหมายกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ ในกรณีนี้ เหตุผลของการไม่ได้รับความคุ้มครองเนื่องด้วยลักษณะของสัญญาและคู่สัญญานอกเหนือจากที่กล่าวข้างต้นอาจไม่ส่งผลกระทบต่อเป็นความเสียหายอย่างมีนัยยะสำคัญต่อตลาดการเงินหากสิทธิตามสัญญาซื้อคืนถูกเพิกถอน ซึ่งเป็นการพิจารณาให้ความคุ้มครองในลักษณะภาวะวิสัย แต่ไม่พิจารณาข้อเท็จจริงในเชิงอัตวิสัย หากการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระเงินถูกเพิกถอน ผู้เขียนเห็นควรให้ปรับใช้หลักเกณฑ์ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ซึ่งขึ้นอยู่กับว่าเป็นกรณีเพิกถอนตามหลักเกณฑ์การฉ้อฉล หรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ หากเป็นการเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ เจ้าหนี้ย่อมมีสิทธิยื่นคำขอรับชำระหนี้ได้ แต่หากถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล เจ้าหนี้ย่อมไม่มีสิทธิยื่นคำขอรับชำระหนี้

<sup>41</sup> มาตรา 90/26 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483.

(2) การถูกเพิกถอนเนื่องจากเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ กล่าวคือ การโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้รับความคุ้มครองเนื่องจากคู่สัญญามีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ ย่อมถือเป็นการกระทำโดยไม่สุจริต ในกรณีนี้ เหตุผลของการไม่ได้รับความคุ้มครองเนื่องด้วยเจตนาของคู่สัญญาซึ่งเป็นพิจารณาข้อเท็จจริงในเชิงอัตวิสัย ด้วยเหตุที่หากการโอนหรือการชำระหนี้เกิดจากเจตนาไม่สุจริต และเพื่อให้สอดคล้องกับหลักกฎหมายเกี่ยวกับสิทธิในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ที่ไม่ให้คุ้มครองผู้ไม่สุจริต เช่นนี้ จึงไม่ควรกำหนดให้สิทธิแก่เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เข้าทำสัญญาโดยมีเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ยื่นคำขอรับชำระหนี้ ทั้งในกระบวนการล้มละลายและกระบวนการฟื้นฟูกิจการ



## บทที่ 5

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 บทสรุป

การดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจของภาคธุรกิจภายใต้ระบบเศรษฐกิจแบบตลาดเสรีต้องอาศัยเงินทุนและสภาพคล่องผ่านกลไกการจัดสรรในระบบการเงินจากผู้มีเงินออมหรือนักลงทุนไปยังภาคธุรกิจหรือผู้ที่ต้องการเงินทุน โดยมีตลาดการเงินเป็นสถานที่ซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินและเข้าทำธุรกรรมทางการเงิน ทำให้เกิดการลงทุน การผลิต และการจ้างงาน อันเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจของประเทศเจริญเติบโตและมีเสถียรภาพ และโดยที่ธุรกรรมทางการเงินที่ใช้ในการระดมทุนและบริหารสภาพคล่องทางการเงินนั้นมีต้นทุนทางการเงินและภาระดอกเบี้ยและเป็นต้นทุนในการดำเนินกิจการของภาคธุรกิจ หากธุรกรรมทางการเงินมีต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงสูง ภาคธุรกิจย่อมต้องรับภาระต้นทุนทางการเงินที่สูงและผลักต้นทุนทางการเงินนั้นไปยังผู้บริโภคผ่านราคาสินค้าและบริการ ดังนั้น การสนับสนุนธุรกรรมทางการเงินที่เป็นช่องทางการบริหารสภาพคล่องทางการเงินในตลาดการเงินที่มีต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงที่ต่ำจึงมีความสำคัญและจำเป็นต่อประสิทธิภาพของระบบการเงินและเศรษฐกิจ

ระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจในปัจจุบันก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในหลายด้านและนำไปสู่สถานะที่มีความผันผวนสูง มีความซับซ้อนมากขึ้น มีความไม่แน่นอนและความไม่ชัดเจนของผลลัพธ์ต่าง ๆ และมีความเสี่ยงทางการเงินในรูปแบบต่าง ๆ และหากเกิดความเสียหายขึ้นย่อมกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนร่วมในตลาดซึ่งเป็นปัจจัยมีผลกระทบต่อพฤติกรรมของผู้ที่มีส่วนร่วมในการตลาด ผลของการขาดความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงินส่งผลให้เกิดการชะลอตัวต่อการออม การลงทุน การจ้างงาน และการบริโภค และกระทบต่อประสิทธิภาพของการดำเนินงานของระบบการเงิน และระบบเศรษฐกิจของประเทศ เช่นนี้ จึงจำเป็นต้องสร้างกลไกเพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน และสร้างความเชื่อมั่นและค้ำประกันได้ต่อระบบการเงิน

สัญญาซื้อขายสินทรัพย์เป็นเครื่องมือทางการเงินในตลาดการเงินที่ใช้ในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นโดยอาศัยกลไกการทำสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์และมีข้อตกลงซื้อขายสินทรัพย์ และมีข้อกำหนดในการบริหารความเสี่ยงต่าง ๆ เช่น การคำนวณและชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมตลอดระยะเวลาของสัญญาและการเรียกมาร์จิ้น เพื่อลดความเสี่ยงของคู่สัญญาจากความ

ผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ การใช้วิธีการชำระหนี้แบบ Netting เพื่อลดความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ของคู่สัญญาและความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง การใช้สัญญามาตรฐาน (Master Agreement) และลักษณะสัญญา Single Agreement เพื่อลดความเสี่ยงทางด้านกฎหมายและความเสี่ยงจากการเลือกรับสิทธิตามสัญญาในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ และกำหนดให้การชำระหนี้ตามสัญญาดำเนินการผ่านหน่วยงานต่าง ๆ ในตลาดการเงิน ซึ่งทำให้คู่สัญญาและผู้ส่วนร่วมในตลาดที่เกี่ยวข้องเชื่อมั่นได้ว่าสิทธิและหน้าที่ภายใต้สัญญาจะได้รับการปฏิบัติอย่างครบถ้วนและถูกต้อง ส่งผลให้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์มีต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงที่จะเกิดการผิดนัดตามสัญญาที่ต่ำกว่าสัญญากู้ยืมเงินในรูปแบบอื่น นอกจากนี้ สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังเป็นเครื่องมือของธนาคารแห่งประเทศไทยในการดำเนินนโยบายทางการเงินผ่านตลาดการเงิน (Open market operation) เพื่อดูแลสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินให้อยู่ในสถานะสมดุลเหมาะสมกับทิศทางเศรษฐกิจ อันจะส่งผลให้ระบบการเงินของประเทศไทยมีเสถียรภาพ และส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้น สิทธิและหน้าที่ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงต้องมีความแน่นอนและคาดหมายได้ และมีผลความสามารถใช้บังคับได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการมีผลใช้บังคับได้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ เพื่อให้การส่งผ่านสภาพคล่องทางการเงินเป็นไปอย่างราบรื่นและมีประสิทธิภาพ

หากพิจารณาถึงความแน่นอนและคาดหมายได้ในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงินนั้น ความแน่นอนและคาดหมายเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กลไกการจัดสรรสภาพคล่องและเงินทุนสามารถสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดสามารถประเมินความเสี่ยงในการเข้าทำสัญญาและความเป็นไปได้ของผลตอบแทน และสามารถตัดสินใจบนพื้นฐานข้อมูลที่ครบถ้วน นอกจากนี้ ความแน่นอนและคาดหมายจะช่วยลดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางกฎหมายและส่งเสริมความมีเสถียรภาพของระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การที่คู่สัญญาทางการเงินหรือผู้มีส่วนร่วมในตลาดเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการและไม่สามารถชำระหนี้ได้อย่างครบถ้วน การใช้มาตรการควบคุมและจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อความแน่นอนและคาดหมายได้ในนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงินในตลาดการเงินได้ ความไม่แน่นอนและความไม่สามารถคาดหมายได้ของกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการนี้จะสร้างแรงกระตุ้นให้เจ้าหนี้มีพฤติกรรมที่ปกป้องส่วนได้เสียของตนเองโดยการรีบใช้สิทธิฟ้องร้องบังคับคดี ทำให้ความสามารถในการเพิ่มมูลค่าของทรัพย์สินลดลง และเกิดความเสียหายและไม่เป็นธรรมต่อเจ้าหนี้โดยรวม นอกจากนี้ การเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ตามสัญญาสัญญาทางการเงินในสถานะที่คู่สัญญาทางการเงินประสบปัญหาทางการเงินและเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ จะก่อให้เกิดความเสี่ยงจากการสภาพคล่อง ความเสี่ยง

จากการผิมนัดชำระหนี้ และสร้างเสียหายความลุกลามไปยังบุคคลที่สามที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องใน รูปแบบของความเสียหายต่อระบบ หากเกิดความเสียหายต่อระบบขึ้น ผลกระทบที่เกิดขึ้นจะกระทบต่อ ระบบการเงินในวงกว้าง และก่อให้เกิดปัญหาต่อเสถียรภาพทางการเงินและระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง ได้ และในท้ายที่สุด กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการอาจไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ในการสร้าง ความแน่นอนให้เกิดขึ้นในตลาดเพื่อส่งเสริมเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

ดังนั้น การปฏิบัติต่อสัญญาทางการเงิน รวมถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จึงอยู่ภายใต้ แนวความคิดของแน่นอนและความคาดของนิติสัมพันธ์ และการป้องกันความเสียหายต่อระบบที่จะ เกิดขึ้นต่อระบบการเงิน เช่นนี้ ภายใต้สัญญาทางการเงินจึงได้มีนำหลักการที่เกี่ยวข้องกับการสร้าง ความแน่นอนและคาดหมายได้ และการลดความเสียหายต่อระบบมาใช้ในสัญญาทางการเงิน ได้แก่

## 1. การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงิน (Payment Finality)

ระบบการชำระเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจดำเนินไปได้อย่าง ต่อเนื่องและมีประสิทธิภาพเนื่องจากเป็นช่องทางในการแลกเปลี่ยนและจำหน่ายจ่ายโอนตราสารทาง การเงินและเป็นช่องทางในการปลดปล่อยภาระหน้าที่ทางการเงินที่เกิดขึ้นในตลาดการเงิน การชำระเงิน มีความสำคัญต่อความสมบูรณ์ของการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และ เป็นตัวกำหนดการเคลื่อนย้ายทุนและสภาพคล่องทางการเงิน ดังนั้น ระบบการชำระเงินที่มี ประสิทธิภาพจะทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นไปอย่างรวดเร็วและสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทาง เศรษฐกิจในระบบการเงิน หากระบบชำระเงินประสบปัญหาจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการ ใช้ทรัพยากรทางการเงินและการกระจายความเสี่ยงระหว่างผู้มีส่วนร่วม และยังก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้มีส่วนร่วมในระบบการเงิน รวมถึงการสูญเสียความเชื่อมั่นต่อระบบการเงิน

อย่างไรก็ดี ภายใต้ระบบการเงินมีปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบการชำระเงิน ได้ สาเหตุประการสำคัญ คือ ความไม่สมบูรณ์ของการชำระหนี้ซึ่งทำให้เกิดการขาดสภาพคล่องและ การผิมนัดชำระหนี้ของคู่สัญญา และความเสียหายจากการดำเนินการภายใต้กระบวนการล้มละลายและ ฟื้นฟูกิจการ คือ การเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ภายใต้กฎหมาย ล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ทำให้ผลของการชำระเงินหรือการชำระดุลหลักทรัพย์ที่เสร็จสิ้นไปแล้วถูก เพิกถอน ซึ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบในระบบการชำระเงิน โดยที่ระบบการเงินมีความซับซ้อน เกี่ยวข้องกับบุคคลหลายฝ่าย ความเสียหายของกิจการหนึ่ง ๆ จึงอาจเกิดขึ้นต่อเนื่องเป็นลูกโซ่ไปยัง กิจการอื่น ๆ ได้ระบบการชำระเงินได้ หากปราศจากการบริหารจัดการด้วยความระมัดระวังและ



โครงสร้างของระบบการชำระเงินที่มีความมั่นคงจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบในระบบการเงินและส่งผลให้เกิดการหยุดชะงักของกลไกและการพัฒนาของเศรษฐกิจ

ดังนั้น เพื่อจัดการกับความเสี่ยงในระบบการชำระเงินจึงมีการพัฒนากลไกในการลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในระบบการชำระเงิน คือ การรองรับผลสิ้นสุดของการโอนเงิน ซึ่งให้ถือว่าเมื่อคำสั่งโอนเงินหรือคำสั่งชำระดุลหักบัญชีได้ดำเนินการผ่านระบบการชำระเงินแล้ว จะถือว่าการโอนเงินหรือชำระดุลนั้นมีผลสมบูรณ์เป็นอันสิ้นสุดและไม่สามารถเพิกถอนได้ ความสิ้นสุดของการโอนเงินนี้มีความสำคัญต่อการบริหารความเสี่ยงของผู้มีส่วนร่วมในระบบการเงิน และส่งเสริมเสถียรภาพทางการเงินและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

## 2. การชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี (Netting)

การชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ของสัญญาทางการเงินที่มีประสิทธิภาพเป็นปัจจัยสำคัญที่จะป้องกันความเสี่ยงต่อระบบ แต่ในการดำเนินกิจกรรมทางการเงินมีความเกี่ยวข้องและมีความเสี่ยงในรูปแบบต่าง ๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อความครบถ้วนและสมบูรณ์ของการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์ ดังนั้น เพื่อลดความเสี่ยงดังกล่าว กลไกการการชำระหนี้ด้วยวิธีการหักบัญชี หรือ Netting จึงถูกนำมาใช้เพื่อลดความเสี่ยงต่อจากการชำระเงิน โดยการ Netting เป็นวิธีการชำระหนี้ด้วยการนำภาระหนี้และสิทธิเรียกร้องของคู่สัญญามาคำนวณหักล้างกันให้เหลือภาระหนี้สุทธิเพียงจำนวนเดียวที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดต้องชำระให้อีกฝ่ายหนึ่ง ซึ่งสัญญามาตรฐานสำหรับธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ (Global Master Repurchase Agreement) กำหนดให้ใช้การชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting กับการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ทั้งการชำระหนี้ในกรณีปกติด้วยวิธีการ Settlement Netting และการชำระหนี้เพื่อเลิกสัญญาด้วยวิธีการ Close-out Netting

การชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting มีวัตถุประสงค์เพื่อลดความเสี่ยงจากการที่คู่สัญญาแต่ละฝ่ายในธุรกรรมทางการเงินมีหน้าที่ต้องชำระหนี้เต็มจำนวนให้แก่กัน และคุ้มครองความสมบูรณ์ธุรกรรมทางการเงินของตลาดการเงิน ทำให้ความเสียหายที่เกิดจากความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญาและความเสี่ยงจากความไม่สมบูรณ์ของการชำระดุลลดน้อยลง เนื่องจากการชำระหนี้ด้วยวิธีการ Netting จะทำให้จำนวนหนี้เงินที่ต้องชำระหนี้ของคู่สัญญาแต่ละฝ่ายลดน้อยลง ด้วยการนำหนี้และสิทธิเรียกร้องที่แต่ละฝ่ายมีอยู่ระหว่างกันมาหักทอนกันจนเหลือยอดหนี้สุทธิเพียงยอดหนี้เดียวที่จะต้องชำระให้แก่กัน ทำให้จำนวนหนี้ที่แต่ละฝ่ายต้องชำระให้แก่กันน้อยลง ลดภาระและค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินมาชำระให้แก่กัน

### 3. การคุ้มกันจากกฎหมายการล้มละลาย (Safe Harbour)

การให้ความคุ้มกันจากการบังคับใช้มาตรการตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการสำหรับสัญญาทางการเงินนี้มีวัตถุประสงค์การรักษาเสถียรภาพของตลาดการเงินและระบบการชำระเงิน และมีความสำคัญต่อการลดความเสี่ยงต่อระบบในระบบการเงิน และประสิทธิภาพของตลาดการเงินโดยรวม หากคู่สัญญาเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย และมีการใช้บังคับมาตรการเพิกถอนการโอนหรือการพักการชำระหนี้ตามกฎหมายล้มละลาย ย่อมกระทบต่อกลไกในการบริหารความเสี่ยงและประสิทธิภาพของตลาด เนื่องจากมาตรการตามกฎหมายล้มละลายนั้นจะเป็นตัวกระตุ้นให้ปัญหาทางการเงินของกิจการที่ล้มละลายส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของกิจการอื่น ๆ ในตลาดการเงิน และโดยที่สัญญาทางการเงินอยู่ภาคการเงินซึ่งมีส่วนเชื่อมโยงใกล้ชิดกับภาคส่วนอื่น ๆ จึงมีความเป็นไปได้ที่จะเป็นช่องทางส่งผ่านปัญหาการขาดสภาพคล่องและผลกระทบเชิงลบทางการเงินไปยังระบบเศรษฐกิจทั้งหมดได้

สัญญาทางการเงินบางประเภทจึงมีความจำเป็นต้องได้รับความคุ้มกันเป็นพิเศษจากการใช้มาตรการเพิกถอนการโอนและการจำกัดสิทธิภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากระบบเศรษฐกิจสมัยใหม่ที่มีความซับซ้อนและพัฒนาการของระบบเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับสัญญาทางการเงินจำนวนมาก กลไกของสัญญาทางการเงินจึงออกแบบให้เกิดความเชื่อมั่นและความมั่นคงของตลาด หากปราศจากความคุ้มกันนี้ เมื่อลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย ตลาดการเงินอาจต้องประสบปัญหาการขาดสภาพคล่องแบบระบบ และอาจเป็นสาเหตุให้เกิดความล้มเหลวของตลาดได้ เนื่องจากการที่คู่สัญญาทางการเงินอยู่ภายใต้ข้อจำกัดสิทธิของกฎหมายล้มละลายจะทำให้ไม่สามารถใช้สิทธิในการเลิกสัญญาและล้างฐานะธุรกรรมซึ่งมีความผันผวนและไม่สามารถจำกัดความเสี่ยงที่เกิดจากการเคลื่อนไหวของตลาดได้

โดยทั่วไป การคุ้มครองสิทธิตามสัญญาทางการเงินนี้จะใช้บังคับกับสัญญาในตลาดการเงิน ได้แก่ ธุรกรรมออฟชั่น ธุรกรรมสวอป ธุรกรรมฟอร์เวิร์ด สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ สัญญาอนุพันธ์ และสัญญาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การชำระเงินในตลาดการเงิน การชำระดุล และการประมวลผลการซื้อขายของสำนักหักบัญชีที่สร้างขึ้นโดยผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน เนื่องจากเป็นสัญญาและธุรกรรมที่มีความสำคัญต่อสภาพคล่องและการบริหารความเสี่ยงในตลาดการเงิน โดยการคุ้มครอง ได้แก่ การไม่อยู่ภายใต้ข้อจำกัดการใช้สิทธิเลิกสัญญาด้วยเหตุแห่งการล้มละลาย (Ipso facto clause) ทำให้คู่สัญญาสามารถใช้สิทธิบอกเลิกสัญญาได้หากคู่สัญญาอีกฝ่ายเข้าสู่กระบวนการ

ล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ การไม่อยู่ภายใต้สภาวะพักชำระหนี้ ทำให้คู่สัญญาไม่ถูกจำกัดสิทธิที่จะบังคับชำระหนี้ตามสัญญา โดยสามารถบอกเลิกสัญญา ร่นกำหนดระยะเวลาการชำระหนี้ ล้างฐานะสัญญา และหักกลบลบหนี้บรรดาหนี้ตามสัญญา และการไม่อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การเพิกถอนการโอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล และการให้เปรียบเจ้าหนี้

จากการศึกษาแนวความคิดและวัตถุประสงค์ของกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนพบว่ากฎหมายล้มละลายมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดความคาดหมายได้ในตลาดการเงิน และสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจให้เกิดความเชื่อมั่นในการลงทุนหรือประกอบธุรกิจ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการประเมินความเสี่ยง การตัดสินใจในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และการกำหนดต้นทุน ทำให้เกิดความมั่นคงในระบบการเงินและเศรษฐกิจ เพื่อประโยชน์แก่เจ้าหนี้ โดยมีมาตรการในการรวบรวมทรัพย์สินของลูกหนี้ให้มีมูลค่ามากที่สุดและแบ่งชำระให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะมากได้ตามสัดส่วนแห่งหนี้ ป้องกันไม่ให้บรรดาเจ้าหนี้ได้เปรียบเสียเปรียบกันโดยไม่มีเหตุอันสมควร และได้รับชำระหนี้คืนด้วยความรวดเร็ว และเพื่อประโยชน์ของลูกหนี้ที่สุจริตจะได้รับความคุ้มครองจากการบังคับชำระหนี้ที่ไม่เป็นธรรม และสามารถหลุดพ้นจากภาระหนี้สินของตน และมีโอกาสไปเริ่มต้นประกอบธุรกิจใหม่ได้

อย่างไรก็ดี เมื่อบุคคลเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย หรือฟื้นฟูกิจการ บุคคลเช่นนั้นถูกจำกัดสิทธิในการจัดการทรัพย์สินของตนเอง ตามบทบัญญัติของพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 และที่แก้ไขเพิ่มเติม ได้กำหนดมาตรการในการรวบรวมและควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้ เพื่อประโยชน์ในการจัดสรรให้เจ้าหนี้ทั้งหลายได้รับชำระหนี้จากทรัพย์สินของลูกหนี้อย่างเป็นธรรมตามสัดส่วน ได้แก่ การเพิกถอนการฉ้อฉล การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ ซึ่งให้อำนาจเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ผู้ทำแผน และผู้บริหารแผน (แล้วแต่กรณี) ร้องขอต่อศาลให้เพิกถอนนิติกรรมหรือการกระทำที่เกี่ยวกับสิทธิในทรัพย์สินของลูกหนี้ได้ รวมถึงการเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวสามารถใช้บังคับต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้ ทำให้การโอนหลักทรัพย์และการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ดำเนินการเสร็จสมบูรณ์ไปแล้วอาจถูกเพิกถอนได้ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ

ผู้เขียนได้วิเคราะห์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ในกรณีที่คู่สัญญาได้การโอนหลักทรัพย์หรือชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ได้แก่ การโอนหลักทรัพย์และชำระราคาซื้อขาย ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์และวันซื้อคืนหลักทรัพย์ การโอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย การชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ และการ

Close-out Netting ตามบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ในกรณีการเพิกถอนการฉ้อฉล และการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ ดังนี้

### (1) กรณีเพิกถอนการฉ้อฉล

การเพิกถอนการฉ้อฉลเป็นมาตรการควบคุมกองทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อไม่ให้ลูกหนี้อยู่ย่ำถ่วงทรัพย์สินของตนเองให้แก่บุคคลภายนอกในฐานะคู่สัญญาผู้เข้าทำนิติกรรมกับลูกหนี้ อันทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้น้อยถอยลง และทำให้เจ้าหนี้อื่นเสียเปรียบเนื่องจากไม่ได้รับชำระหนี้หรือได้รับชำระหนี้ในสัดส่วนที่ลดน้อยลง เพื่อให้ทรัพย์สินของลูกหนี้กลับเข้าสู่กองทรัพย์สินของลูกหนี้ อันจะเป็นประโยชน์ต่อเจ้าหนี้ทุกคนที่จะขอบังคับชำระหนี้ได้ต่อไป

การฉ้อฉลตาม คือ นิติกรรมเกี่ยวกับสิทธิในทรัพย์สินที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางเสียเปรียบแก่เจ้าหนี้ กล่าวคือ ผลของนิติกรรมที่ลูกหนี้กระทำให้ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่เพียงพอใช้แก่เจ้าหนี้ทั้งหลายและลูกหนี้รู้ถึงความเสียเปรียบนั้น ความเสียเปรียบอาจเป็นนิติกรรมที่ทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้น้อยลง เสมือนค่า เกิดภาระแก่กองทรัพย์สิน

การเพิกถอนการฉ้อฉลพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ภายใต้กระบวนการล้มละลาย ปรากฏตามมาตรา 113 และมาตรา 114 และภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ปรากฏตามตามมาตรา 90/40 โดยหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลนั้นเป็นไปตามหลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ คือ ลูกหนี้ทำนิติกรรมที่เป็นสิทธิในทรัพย์สิน นิติกรรมที่ลูกหนี้ทำขึ้นเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ และลูกหนี้รู้ถึงความเสียเปรียบดังกล่าว จากการวิเคราะห์การที่ลูกหนี้ในกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการได้โอนหลักทรัพย์หรือชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ในขณะที่ตนเองรู้ว่ามีทรัพย์สินน้อยกว่าหนี้สินซึ่งทำให้เจ้าหนี้ของตนเสียเปรียบจากการที่ได้รับชำระหนี้ลดลง การโอนหลักทรัพย์หรือชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะถูกพิจารณาว่าเป็นการฉ้อฉลได้ ได้แก่ในกรณีที่ ผู้ขายหลักทรัพย์ โอนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้ขายหลักทรัพย์ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย และผู้ซื้อหลักทรัพย์หรือผู้ขายหลักทรัพย์ ขาดเซยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์

นอกจากนี้ การ Close-out Netting ภายใต้กระบวนการล้มละลาย ตามมาตรา 102 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 เจ้าหนี้สามารถหักกลบลบหนี้ได้หากเป็นหนี้

หรือสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนวันที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ แม้หนี้นั้นจะมีมูลแห่งหนี้ต่างกันหรือยังไม่ถึงกำหนดชำระหนี้ และไม่ถือเป็นการฉ้อฉลเนื่องจากการใช้สิทธิตามกฎหมายของเจ้าหนี้ แต่สำหรับการ Close-out Netting ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/33 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 กำหนดให้หนี้ที่เจ้าหนี้จะนำมาหักกลบลบหนี้ได้นั้น เจ้าหนี้ต้องเป็นหนี้ลูกหนี้ก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ แต่เจ้าหนี้จะนำสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นก่อนศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไปหักกลบลบหนี้กับหนี้ที่ตนมีต่อลูกหนี้ซึ่งเกิดขึ้นหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการไม่ได้ ดังนั้น การ Close-out Netting ในหนี้ที่ถึงกำหนดชำระหลังจากศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการจึงอาจไม่สามารถกระทำใ้ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการในชั้นยื่นคำขอรับชำระหนี้ได้

## (2) การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้

การเพิกถอนการโอนหรือการกระทำที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการปฏิบัติที่ไม่เป็นธรรมต่อเจ้าหนี้ การโอนทรัพย์สินที่เป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้จำเป็นต้องเป็นการโอนให้แก่เจ้าหนี้ซึ่งเป็นเจ้าหนี้อยู่ก่อนแล้ว และการโอนเช่นนั้นทำให้เจ้าหนี้อื่น ๆ ของลูกหนี้เสียเปรียบ เพราะจากสภาพที่มีหนี้สินล้นพ้นตัวซึ่งบรรดาเจ้าหนี้ต่างได้รับความเสียหายจากการที่ลูกหนี้มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินซึ่งจะทำให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้เพียงส่วนเฉลี่ยในทรัพย์สินของลูกหนี้เท่านั้น ด้วยเหตุที่ว่าทรัพย์สินของลูกหนี้ที่มีอยู่ในเวลานั้นอาจไม่เพียงพอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ทุกคนได้เต็มจำนวน การที่เจ้าหนี้บางรายได้รับการชำระหนี้ไปย่อมกระทบต่อสัดส่วนของเจ้าหนี้คนอื่นที่พึงจะได้รับ

การให้เปรียบเจ้าหนี้จะพิจารณาว่าลูกหนี้รู้ว่าตนเองมีทรัพย์สินไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้ให้แก่บรรดาเจ้าหนี้ทั้งหมดจนครบถ้วนในขณะที่ลูกหนี้โอนหลักทรัพย์หรือชำระเงินหรือไม่ ซึ่งโดยทั่วไปสามารถพิจารณาจากทรัพย์สินเทียบกับหนี้สิน โดยหากลูกหนี้โอนหลักทรัพย์หรือชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ในขณะที่ตนเองมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินหรือมีหนี้สินล้นพ้นตัว ย่อมถือเป็นการกระทำโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ได้เปรียบเจ้าหนี้คนอื่นได้ แต่อย่างไรก็ดี การที่ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้จำเป็นต้องได้ความว่าบรรดาเจ้าหนี้คนอื่นของลูกหนี้จะได้รับส่วนแบ่งในทรัพย์สินของลูกหนี้น้อยลง โดยไม่ต้องพิจารณาว่าเจ้าหนี้ผู้รับโอนนั้นได้รับโอนโดยสุจริตหรือไม่

การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ปรากฏตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ภายใต้กระบวนการล้มละลาย ตามมาตรา 115 และภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ตามมาตรา 90/41 โดยหลักเกณฑ์การเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้ นั้น ได้แก่ ลูกหนี้กระทำการหรือ

ยินยอมให้โอนทรัพย์สินหรือกระทำการ ลูกหนี้มีจุดมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้อื่น และการกระทำหรือยินยอมให้กระทำของลูกหนี้เกิดขึ้นในระยะเวลาระหว่างระยะเวลา 3 เดือน หรือ 1 ปี (กรณีผู้รับโอนเป็นบุคคลภายในของลูกหนี้) ก่อนมีการขอให้ล้มละลายหรือก่อนมีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการ จากการวิเคราะห์พบว่า การโอนหลักทรัพย์หรือการชำระเงินตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จะถูกพิจารณาได้ว่าเป็นการให้เปรียบได้ ได้แก่ กรณีที่ ผู้ขายหลักทรัพย์ชำระราคาซื้อคืนหลักทรัพย์ ณ วันซื้อคืนหลักทรัพย์ ผู้ซื้อหลักทรัพย์โอนคืนผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย ผู้ซื้อหลักทรัพย์ หรือผู้ขายหลักทรัพย์ ชดเชยความเสี่ยงของธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ นอกจากนี้ สำหรับการ Close-out Netting ภายใต้กระบวนการล้มละลายนั้น เจ้าหนี้สามารถดำเนินการหักกลบลบหนี้ได้ ไม่ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้เนื่องจากเป็นการใช้สิทธิตามกฎหมาย แต่การ Close-out Netting ภายใต้กระบวนการฟื้นฟูกิจการสามารถกระทำได้เฉพาะในกรณีเจ้าหนี้และลูกหนี้ต่างเป็นหนี้ซึ่งกันและกัน ในเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการแล้ว ถ้าหากเป็นกรณีหนึ่งถึงกำหนดหลังจากในเวลาที่ศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการแล้ว เจ้าหนี้นี้ย่อมไม่อาจทำการ Close-out Netting

นอกจากนี้ ตามที่คณะรัฐมนตรีได้อนุมัติร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... เมื่อวันที่ 28 ธันวาคม พ.ศ. 2559 โดยปรากฏบทบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติเกี่ยวกับการเพิกถอน การฉ้อฉลและการเพิกถอนการให้เปรียบเจ้าหนี้หลายประการ ซึ่งในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติต่อ สัญญาซื้อหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ คือ ข้อยกเว้นของการเพิกถอน การให้เปรียบเจ้าหนี้ โดยให้ถือว่าการโอนทรัพย์สินหรือการกระทำของลูกหนี้ที่เป็นการชำระหนี้ ตามปกติทางการค้า และการโอนทรัพย์สินหรือชำระหนี้ตามสัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกันซึ่ง ลูกหนี้ได้มาและใช้ประโยชน์จากหลักประกันดังกล่าวด้วยตนเอง ไม่ถือว่าเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ จากการศึกษาและวิเคราะห์หลักเกณฑ์ตามร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ผู้เขียนมีความเห็นว่าการแก้ไขเพิ่มเติมนี้จะเป็นประโยชน์ต่อเจ้าหนี้และลูกหนี้ เนื่องจากมีการกำหนด ข้อยกเว้นการโอนทรัพย์สินที่มีให้ถือเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ เช่น การชำระหนี้ตามปกติทางการค้า อันเป็นการส่งเสริมและสนับสนุนการประกอบธุรกิจการค้าตามปกติของลูกหนี้และคุ้มครองเจ้าหนี้ ผู้เข้าทำสัญญาโดยสุจริต รวมถึงข้อยกเว้นที่ให้ความคุ้มครองแก่สิทธิของเจ้าหนี้ที่ให้ความช่วยเหลือทางการเงิน เช่น สัญญากู้ยืมเงินโดยให้หลักประกัน และการโอนตามสัญญาหลักประกันตามกฎหมาย หลักประกันทางธุรกิจ ซึ่งจะสร้างความมั่นใจและทำให้เจ้าหนี้อมีแรงจูงใจในการเข้าทำสัญญาเพื่อช่วยเหลือทางการเงินแก่ลูกหนี้ อย่างไรก็ตาม การให้ความคุ้มครองตาม ร่างพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ ..) พ.ศ. .... ยังไม่ครอบคลุมถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสัญญาที่ให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ลูกหนี้ซึ่งลักษณะทางเศรษฐกิจและวัตถุประสงค์เช่นเดียวกับสัญญากู้ยืมเงินที่มีหลักประกัน และมีประโยชน์ต่อการสนับสนุนสภาพคล่องทางการเงินในตลาดการเงิน

จากการวิเคราะห์การปฏิบัติต่อการโอนทรัพย์สินและสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการในกรณีการเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ ผู้เขียนมีความเห็นว่า การที่สิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในบางกรณีสามารถถูกเพิกถอนได้อาจก่อให้เกิดปัญหา ได้แก่ ปัญหาต่อวัตถุประสงค์ของการทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ จุดมุ่งหมายของกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ปัญหาต่อเสถียรภาพทางการเงินและความเสี่ยงต่อระบบ กล่าวคือ โดยที่ความแน่นอนและความคาดหมายได้ของนิติสัมพันธ์ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินและลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นต่อคู่สัญญาและระบบการเงิน สร้างความเชื่อมั่นแก่เจ้าหน้าที่และผู้มีส่วนร่วมในตลาด และป้องกันความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการจึงจำเป็นต้องคำนึงถึงความแน่นอนและความคาดหมายได้เป็นประการสำคัญ แต่อย่างไรก็ดี การเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหน้าที่แม้จะเป็นประโยชน์แก่กองทรัพย์สินของลูกค้าหนึ่ง แต่การเพิกถอนนั้นจะทำให้เกิดความไม่แน่นอนและความไม่สามารถคาดหมายได้ของสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ การเพิกถอนการโอนนั้นจะส่งผลทำให้เกิดความเสี่ยงและต้นทุนทางการเงินในการทำสัญญามากขึ้น และลดแรงจูงใจในการให้สินเชื่อแก่ลูกค้าหนึ่ง เป็นอุปสรรคต่อการแก้ไขปัญหาสภาพคล่องทางการเงินและการระหนี้สินของลูกค้าหนึ่งด้วยตนเอง เนื่องจากทำให้ผู้มีสภาพคล่องไม่ประสงค์เข้าทำสัญญาที่มีความเสี่ยงต่อการถูกเพิกถอน และเป็นตัวเร่งลูกค้าหนึ่งที่มีปัญหาทางการเงินปิดกิจการก่อนเวลาอันควรซึ่งมีความเป็นไปได้ที่จะสร้างความเสียหายโดยทั่วไป การเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ยังจะทำให้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการสร้างความแน่นอนในตลาดการเงิน เพื่อเสริมสร้างเสถียรภาพและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ การที่สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เป็นธุรกรรมทางการเงินที่มีมูลค่าสูง มีความสัมพันธ์และเกี่ยวข้องโดยตรงกับสภาพคล่องในระบบการเงิน การปฏิบัติการชำระหนี้เกี่ยวข้องกับองค์กรอื่น ๆ ในระบบการเงิน และคู่สัญญาที่เข้าทำสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นกิจการที่มีความสำคัญต่อความมีประสิทธิภาพในการดำเนินการของตลาดการเงิน การเพิกถอนการโอนทรัพย์สินหรือการชำระเงินของคู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูจะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบในระบบการเงินและกระทบต่อความมีเสถียรภาพทางการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศได้

จากการศึกษาหลักเกณฑ์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการของต่างประเทศจะเห็นได้ว่ามีหลักเกณฑ์การปฏิบัติที่สอดคล้องกันในเรื่องของ

วัตถุประสงค์ของการให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ คือ เพื่อลดความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นต่อระบบการเงิน แต่มีรายละเอียดและขอบเขตการใช้บังคับที่แตกต่างตามแนวนโยบายของแต่ละประเทศหรือองค์กรนั้น ๆ ดังนี้

สหรัฐอเมริกา ตาม Title 11 of U.S. Code ได้บัญญัติให้ความคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึงสิทธิในการรับชำระจากการโอนมาร์จิ้นและชำระดุล สิทธิในการเลิกธุรกรรมและล้างฐานะธุรกรรมซื้อคืนหลักทรัพย์ ไม่ให้อยู่ภายใต้บังคับของบทบัญญัติว่าด้วยการเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบที่จะเกิดขึ้นต่อตลาดการเงินและก่อให้เกิดการลุกลามของปัญหาทางการเงินทั่วทั้งระบบการเงิน และเพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารสหรัฐอเมริกา โดยกำหนดขอบเขตของการใช้บังคับต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์บางประเภท และให้ความคุ้มครองกับคู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และผู้มีส่วนร่วมทางการเงิน (Financial participant) เท่านั้น และกำหนดข้อยกเว้นในกรณีที่มีการโอนตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดจากการฉ้อฉลโดยแท้

UNIDROIT ตาม Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions ได้ให้ความคุ้มครองการ Close-out Netting โดยกำหนดว่ากฎหมายภายในของประเทศคุ้มครองการมีผลใช้บังคับของข้อกำหนด Close-out Netting ในกระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ เพื่อลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของคู่สัญญาและความเสี่ยงต่อระบบ โดย UNIDROIT กำหนดขอบเขตของความคุ้มครองข้อกำหนดการ Close-out Netting เฉพาะนิติสัมพันธ์ที่เป็นสัญญาทางการเงินที่มีความเกี่ยวพันและเชื่อมโยงกับความเสี่ยงต่อระบบ (Eligible obligation) ซึ่งรวมถึงสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นระหว่างคู่สัญญาอย่างน้อยหนึ่งฝ่ายเป็นหน่วยงานรัฐ (Public authority) หรือผู้มีส่วนร่วมในตลาดการเงิน (Qualifying financial market participant) โดยมีข้อยกเว้นสำหรับการโอนที่เป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ซึ่งต้องมีข้อเท็จจริงที่เป็นองค์ประกอบของการเพิกถอนมากกว่าข้อเท็จจริงที่ว่าคู่สัญญาได้ปฏิบัติตามการ Close-out Netting ตามข้อกำหนดและเงื่อนไขในสัญญา

สหภาพยุโรป ตาม Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems ได้กำหนดรัฐสมาชิกให้คุ้มครองความมีผลสิ้นสุดและการมีผลใช้บังคับของการชำระเงินและการชำระดุลที่ดำเนินการผ่านระบบการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการชำระเงินหรือชำระดุลเช่นว่านั้นเข้าสู่กระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับผู้มีส่วนร่วมในระบบชำระดุลหลักทรัพย์ ส่งเสริม



ประสิทธิภาพและต้นทุนการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของการชำระหนี้และชำระดุลหลักทรัพย์ และลดความเสี่ยงต่อระบบ โดยกำหนดขอบเขตการคุ้มครองเฉพาะคำสั่งโอนในระบบการชำระหนี้ และชำระดุลของที่ดำเนินการในระบบตามที่กำหนด บุคคลที่เป็นผู้มีส่วนร่วมในระบบ (Participant in system) หรือหลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน (Collateral security)

ธนาคารโลก ตาม Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems ไม่ได้มีข้อเสนอแนะต่อการยกเว้นสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไว้เป็นการเฉพาะ โดยกำหนดให้ หลักเกณฑ์การเพิกถอนการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้สามารถใช้บังคับได้โดยทั่วไป แต่ทั้งนี้ การฉ้อฉลนั้นต้องเกิดจากเจตนาที่แท้จริง ทั้งนี้ ธนาคารโลกได้กำหนดให้ประเทศต่าง ๆ ต้องคำนึงถึงความแน่นอนชัดเจนและความคาดหมายได้ของกฎหมายล้มละลายเพราะการเพิกถอนการโอนนั้นก่อให้เกิด ความขัดแย้งต่อนโยบายของกฎหมายล้มละลายซึ่งกฎหมายล้มละลายต้องมีความสามารถคาดหมายได้ เนื่องจากธุรกรรมที่ทำระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ต้องการความสามารถคาดหมายได้และความแน่นอน เพื่อให้บุคคลภายนอกเกิดความมั่นใจในการเจรจาต่อรองและเข้าทำธุรกรรมด้วยความ สุจริตและมูลค่าเหมาะสม หากธุรกรรมสามารถถูกเพิกถอนได้ จะก่อให้เกิดความไม่มั่นคงและ สร้างความเสียหายต่อธุรกรรมทางการค้าและการเงิน นอกจากนี้ การเพิกถอนการโอนของลูกหนี้ที่มี หนี้สินล้นพ้นตัวจะทำให้ลูกหนี้ไม่มีโอกาสที่จะแก้ไขปัญหาหนี้สินของตนเอง เช่นนี้ การบังคับใช้ หลักเกณฑ์การเพิกถอนการโอนอาจเป็นตัวเร่งให้กิจการลูกหนี้ปิดกิจการก่อนเวลาอันควร ซึ่งมีความ เป็นไปได้ที่จะสร้างความเสียหายโดยทั่วไป

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาแนวความคิด หลักการ และประโยชน์ของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การปฏิบัติ ต่อสัญญาทางการเงิน กฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ความสัมพันธ์ของสัญญาทางการเงินกับ กระบวนการล้มละลาย รวมถึงการวิเคราะห์การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการ ล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนพบว่า การโอนหลักทรัพย์และการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืน หลักทรัพย์สามารถถูกเพิกถอนได้ด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลและการให้เปรียบเจ้าหนี้ ตามหลักเกณฑ์แห่ง พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 และประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งจะทำให้ ความเชื่อมั่นและแรงจูงใจของผู้มีส่วนร่วมในการใช้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เพื่อบริหารสภาพคล่อง ทางการเงินระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำในตลาดการเงินลดลง กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการไม่ สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการสร้างความแน่นอนในตลาดการเงินเพื่อเสริมสร้างเสถียรภาพและ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบในระบบการเงินและกระทบต่อความ

มีเสถียรภาพทางการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศได้ ดังนั้น เมื่อพิจารณาถึงประโยชน์ของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีความสำคัญต่อระบบการเงิน ความสำคัญของความแน่นอนและคาดการณ์ได้ของสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ รวมถึงกฎหมายและหลักการของต่างประเทศที่ให้ความสำคัญกับความแน่นอนและคาดการณ์ได้ของนิติสัมพันธ์ตามสัญญาทางการเงิน และส่งเสริมการมีผลใช้บังคับของกลไกการลดความเสี่ยงต่อระบบผู้เขียนจึงขอเสนอมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ โดยเสนอให้มีการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ในประเด็น ดังต่อไปนี้

## 1. การปฏิบัติต่อธุรกรรมที่ทำการขึ้นก่อนเวลาเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ก่อนเวลาเริ่มต้นกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนขอเสนอให้ ธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การโอนหลักทรัพย์และทรัพย์สิน การชำระหนี้ การรับมาหรือมีไว้ซึ่งทรัพย์สินเพื่อเป็นประกันการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การร่นระยะเวลาการชำระหนี้ การเลิกธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ และการใช้สิทธิ Close-out Netting ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลาย ไม่ว่าจะเป็นคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ชั่วคราวหรือคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด หรือก่อนเวลาที่ศาลมีคำสั่งรับคำร้องขอฟื้นฟูกิจการในคดีฟื้นฟูกิจการ (แล้วแต่กรณี) ไม่ให้อยู่ภายใต้บังคับการเพิกถอนการโอนหรือการกระทำเกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ในกรณีดังต่อไปนี้

1.1 การเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลตามส่วนที่ 4 ว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉล หมวด 2 บรรพ 2 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

1.2 การเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลตามมาตรา 90/40 มาตรา 113 และมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ประกอบมาตรา 237 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

1.3 การเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ในกระบวนการฟื้นฟูกิจการตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

## 2. การปฏิบัติต่อธุรกรรมที่ทำการขึ้นหลังจากเวลาที่เริ่มต้นกระบวนการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ก่อนเวลาเริ่มต้นกระบวนการล้มละลาย หรือฟื้นฟูกิจการ ผู้เขียนขอเสนอให้มีบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่รับรองและยินยอมให้เจ้าหน้าที่สามารถดำเนินการ Close-out Netting ซึ่งเป็นการหักกลบลบหนี้ของหนี้ที่มีวัตถุประสงค์ต่างกันหรือเป็นหนี้ที่ยังไม่ถึงกำหนดชำระ ณ เวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือเวลาที่มีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ ให้สามารถหักกลบลบหนี้ได้ทั้งภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ และกำหนดให้การโอนหลักทรัพย์ การชำระหนี้ การรับมาหรือมีไว้ซึ่งทรัพย์สินการตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ การร่นระยะเวลาการชำระหนี้ การเลิกธุรกรรมภายใต้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ เฉพาะเพื่อประโยชน์หรือเป็นผลจากการล้างฐานะสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่คงค้าง ณ เวลาที่ศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ หรือคำสั่งรับคำร้องขอให้ฟื้นฟูกิจการ (แล้วแต่กรณี) ไม่ให้อยู่ภายใต้บังคับการเพิกถอนการโอนหรือการกระทำเกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ในกรณีดังต่อไปนี้

- 2.1 การเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลตามส่วนที่ 4 ว่าด้วยการเพิกถอนการฉ้อฉล หมวด 2 บรรพ 2 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์
- 2.2 การเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล ตามมาตรา 90/40 มาตรา 113 และมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483
- 2.3 การเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ ตามมาตรา 90/41 และมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

### 3. ขอบเขตของมาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

มาตรการคุ้มครองสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในข้อพิจารณาเกี่ยวกับขอบเขตของความคุ้มครองต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นี้ ผู้เขียนขอเสนอให้กำหนดขอบเขตการคุ้มครองตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับความคุ้มครองไม่ให้ถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉลหรือการให้เปรียบเจ้าหน้าที่ ภายใต้กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ คือ สิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่มีองค์ประกอบ 2 ประการ ดังนี้

- 3.1 สิทธิเกิดขึ้นตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึง Global Master Repurchase Agreement หรือสิทธิที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่มีกฎหมายเฉพาะกำกับดูแล และ
- 3.2 สิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นโดยหรือเกี่ยวข้องกับหน่วยงานองค์กร หรือนิติบุคคล อย่างน้อย 1 ฝ่าย เป็นธนาคารแห่งประเทศไทย สถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจสถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม และทรัสต์

ที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน สำนักหักบัญชี และผู้ให้บริการระบบการชำระเงิน หรือชำระดุลหลักทรัพย์ที่มีกฎหมายกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ

#### 4. ข้อยกเว้นการคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์

ผู้เขียนเสนอให้กำหนดข้อยกเว้นการคุ้มครองสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ หากสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์นั้นเกิดจากเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ของเจ้าหนี้และลูกหนี้ ในการนี้ผู้เขียนเสนอข้อเท็จจริงที่เป็นข้อสันนิษฐานว่าสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดขึ้นโดยเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ โดยพิจารณาจากข้อเท็จจริง 2 ประการ ประกอบกัน ดังนี้

4.1 ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของลูกหนี้และผู้รับโอน ได้แก่ การที่ลูกหนี้หลักทรัพย์หรือชำระหนี้ให้แก่บุคคลภายในตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 บุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางสายโลหิตที่ไม่ถือว่าเป็นบุคคลภายใน ความสัมพันธ์ลักษณะญาติ และบุคคลที่เคยมีความสัมพันธ์ทางครอบครัว

4.2 ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับค่าตอบแทน ได้แก่ การโอนทรัพย์สินโดยได้รับค่าตอบแทนมูลค่าน้อยมูลค่าที่คำนวณด้วยวิธีปฏิบัติของตลาด หรือไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์และวิธีการของตามประเพณีปฏิบัติของสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ตามที่กำหนดในสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ระหว่างคู่สัญญา

#### 5. การปฏิบัติต่อสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ให้ความคุ้มครองไปโดยสำคัญผิด

ผู้เขียนเสนอให้กำหนดมาตรการการส่งคืนทรัพย์สินที่ถูกเพิกถอนเนื่องจากสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้รับความคุ้มครองหรือได้รับความคุ้มครองไปโดยสำคัญผิด 2 ประการ ได้แก่ การส่งคืนทรัพย์สิน และสิทธิในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ ดังนี้

5.1 กำหนดให้นำหลักการคืนทรัพย์สินด้วยวิธีกลับคืนสู่ฐานะเดิมมาใช้บังคับกับการคืนทรัพย์สินจากการเพิกถอนการโอนหลักทรัพย์หรือการชำระหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับความคุ้มครองหรือได้รับความคุ้มครองไปโดยสำคัญผิด โดยมีรายละเอียด ดังนี้

(1) ให้เจ้าหนี้ตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ได้รับการโอนหลักทรัพย์หรือรับชำระหนี้ไปต้องคืนทรัพย์สินหรือเงินที่ได้รับไว้ด้วยวิธีการกลับสู่ฐานะเดิม หากเงินที่ได้รับไปเป็นเงินสกุลเงินต่างประเทศ ให้คำนวณเป็นเงินสกุลเงินบาท ณ เวลาที่ได้รับเงินนั้น

(2) กรณีทรัพย์สินที่ต้องคืนเป็นเงิน ให้คำนวณรวมดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ

7.5 ต่อไป นับแต่วันที่ได้รับเงินนั้นจนกว่าจะได้ส่งเงินคืนแก่กองทรัพย์สินจนครบถ้วน

(3) กรณีทรัพย์สินที่ต้องคืนเป็นทรัพย์สินอย่างอื่นนอกเหนือจากเงิน ให้คืนพร้อมดอกผลที่เกิดจากทรัพย์สินนับแต่วันที่ได้รับทรัพย์สินนั้น

(4) หากการส่งคืนทรัพย์สินที่ได้รับไปไม่สามารถกระทำได้นี้เนื่องจากทรัพย์สินได้เปลี่ยนสภาพไป เปลี่ยนมือ หรือสูญหายไปแล้ว คู่สัญญาตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะต้องคืนเป็นเงินในมูลค่าเทียบเท่ากับทรัพย์สินที่ได้รับไป โดยให้คำนวณมูลค่าเป็นเงินตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ได้รับทรัพย์สินไป

## 5.2 สิทธิในการยื่นคำขอรับชำระหนี้

กำหนดสิทธิในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ของเจ้าหนี้ตามสัญญาสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับความคุ้มครอง ดังนี้

(1) กรณีสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ไม่ได้รับความคุ้มครองเนื่องจากเป็นสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ในประเภทที่ไม่ได้รับความคุ้มครอง สิทธิในการยื่นคำขอรับชำระหนี้ของเจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์ ให้เป็นไปผลแห่งการเพิกถอนตามหลักเกณฑ์การฉ้อฉล หรือการให้เปรียบเจ้าหนี้ (แล้วแต่กรณี) ที่จะใช้บังคับกับกรณีที่ถูกเพิกถอน กล่าวคือ หากเป็นการเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการให้เปรียบเจ้าหนี้ เจ้าหนี้นี้ย่อมมีสิทธิยื่นคำขอรับชำระหนี้ได้ แต่หากถูกเพิกถอนด้วยเหตุเป็นการฉ้อฉล เจ้าหนี้นี้ย่อมไม่มีสิทธิยื่นคำขอรับชำระหนี้

(2) กรณีไม่ได้รับความคุ้มครองเนื่องจากสิทธิตามสัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์เกิดจากเจตนาฉ้อฉลโดยแท้ เจ้าหนี้สัญญาซื้อคืนหลักทรัพย์จะไม่มีสิทธิยื่นคำขอรับชำระหนี้ได้ ทั้งในกระบวนการล้มละลายและกระบวนการฟื้นฟูกิจการ

## รายการอ้างอิง

- Adam Copeland, Darrell Duffie, Antoine Martin, and Susan McLaughlin. Key Mechanics of the U.S. Tri-Party Repo Market. the Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 18, 3 (2012).
- Ahmad Al Rushoud and Mansour Al Saeed. Repurchase Agreements in Financial Markets: Financial and Legal Prospective. Arab Law Quarterly 22, 2 (2008).
- Ann Marie Whyte. The Impact of Dealer Failures on Primary Dealers and on the Market for Repurchase Agreements. Review of Financial Economics 7, 1 (1988).
- Bank for International Settlements, Implications of Repo Markets for Central Banks, Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, 9 March 1999, Available from: <http://www.bis.org/publ/cgfs10.pdf>
- , Insolvency Arrangements and Contract Enforceability, Report of the Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System, September 2002, Available from: <https://www.bis.org/publ/gten06c.pdf>
- Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005, Report of the Committee on the Judiciary House of Representatives 109th Congress 1st Session, House Report 109–31 Part 1, (Washington: U.S. Government Printing Office, 2005), .
- Bankruptcy Law and Repurchase Agreement, Hearing before the Subcommittee on Monopolies and Commercial Law of the Committee on the Judiciary House of Representatives, 98th Congress, 2nd Session on H.R. 2852 and H.R. 3418, (Washington: U.S. Government Printing Office, 1984).
- Charles Jordan Tabb. History of Bankruptcy Law in the United States. American Bankruptcy Institute Law Review 3, 1 (Spring 1995).
- . The Law of Bankruptcy. 2 ed. New York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2009.

- Choudhry, Moorad. The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis. 1st ed. Oxford: Butterworth-Heinemann, 2001.
- . The Repo Handbook. 2nd ed. Oxford: Butterworth-Heinemann, 2010.
- Committee on Payment and Settlement Systems. A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems [Online]. 2003. Available from: [http://www.bis.org/cpmi/glossary\\_030301.pdf](http://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf) [December 20, 2016].
- . A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems [Online]. 2016. Available from: [www.bis.org/dcms/glossary/glossary.pdf?scope=CPMI&base=term](http://www.bis.org/dcms/glossary/glossary.pdf?scope=CPMI&base=term) [2016, November 15].
- Committee on Payment and Settlement Systems Technical and Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for Financial Market Infrastructures, Bank for International Settlements, Available from: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- David A. Skeel Jr. and Thomas Jackson. Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy. Columbia Law Review 112 (2012).
- David L. Barrack, The Safe Harbors for Swaps and Repurchase Agreements in Bankruptcy, International Insolvency Institute Berlin, 2008, June 10, Available from: <https://www.iiiglobal.org/sites/default/files/evelynbiery.pdf>
- Directive 98/26/Ec on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems.
- Edward R. Morrison and Joerg Riegel. Financial Contracts and the New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges. American Bankruptcy Institute Law Review 13, 2 (Winter 2005) (2005).
- EUR-Lex. Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems [Online]. Available from: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV%3A124039> [2016, December 12].
- Euroclear. Understanding Repos and the Repo Markets [Online]. 2009. Available from: <http://www.theotcspace.com/sites/default/files/2011/11/003-the-repo-market.pdf> [2016, April 12].

- European Central Bank. Glossary [Online]. Available from:  
<https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/gloss.en.html> [2016,  
 November 20].
- Federal Reserve System. Open Market Operations [Online]. 2017. Available from:  
[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm)  
 [2017, May 15].
- Frank J. Fabozzi. Securities Lending and Repurchase Agreement. Pennsylvania: Frank  
 J. Fabozzi Associates, 1997.
- Garry J. Schinasi. Safeguarding Financial Stability : Theory and Practice. Washington,  
 D.C.: International Monetary Fund, 2005.
- Gary Walters. Repurchase Agreement and the Bankruptcy Code: The Need for  
 Legislative Action. Fordham Law Review 52, 5 (April 1985).
- George G. Kaufman, Banking and Currency Crises and Systemic Risk: A Taxonomy and  
 Review, Loyola University Chicago and Federal Reserve Bank of Chicago,  
 Working Paper No. 1999-12, 1999, Available from:  
<https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/1999/1999-12>
- Group of Ten, Report on Consolidation in the Financial Sector, 2001, January 25,  
 Available from:  
<https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/pdf/file3.pdf>
- International Capital Market Association. European Repo Market Survey Number 24 -  
 Conducted December 2012 [Online]. 2013. Available from:  
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-24-Dec-2012/ICMA%20ERC%20European%20Repo%20Survey%20December%202012.pdf> [2017, June 24].
- . European Repo Market Survey Number 26 - Conducted December 2013  
 [Online]. 2014. Available from: Available from :  
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-26-December-2013/ICMA%20European%20Repo%20Market%20Survey%20December%202013.pdf> [2017, June 24].



- . European Repo Market Survey Number 28 Conducted December 2014 [Online]. 2015. Available from: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-28-December-2014/ICMA-ERC-European-Repo-Survey-December-2014.pdf> [2017, June 24].
- . European Repo Market Survey Number 30 Conducted December 2015 [Online]. 2016. Available from: <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No-30-December-2015/ICMA-ERCC-European-Repo-Survey-December-2015.pdf> [2017, June 24].
- . European Repo Market Survey Number 32 Conducted December 2016 [Online]. 2017. Available from: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217> [2017, June 24].
- . Frequently Asked Questions on Repo [Online]. 2015. Available from: <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Repo/Frequently-Asked-Questions-on-repo-2013.pdf> [ 2016, April 12].
- International Institute for the Unification of Private Law, Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions, Available from: <http://www.unidroit.org/english/principles/netting/netting-principles2013-e.pdf>
- Jay Cullen. The Repo Market, Collateral and Systemic Risk: In Search of Regulatory Coherence. Edward Elgar, 2016.
- Jean-Claude Trichet. "Systemic Risk." Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy Jean-Claude Trichet, the Clare College, University of Cambridge Cambridge, 2009.
- Jeanne L. Schroeder. A Repo Opera: How Criimi Mae Got Repos Backwardnal. American Bankruptcy Law Journal 76, 4 (Fall 2002).
- Jeanne L. Schroedert. Repo Madness: The Characterization of Repurchase Agreements under the Bankruptcy Code and the U.C.C. Syracuse Law Review 46, 3 (1995).

- Joseph M. Mulvihill. The Ordinary Course of Business Defense in Bankruptcy Preference Actions: Methods of Comparison. Delaware Journal of Corporate Law 38, 2 (2013).
- Kai Barvell. "Risks and Developments in Payment Systems." Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., 2002.
- Kenneth D. Garbade. The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 12, 1 (2006).
- Kleopatra Nikolaou, Liquidity (Risk) Concepts Definitions and Interactions, European Central Bank, Working Paper Series No. 1008, February 2009, Available from: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1008.pdf?e87aba3a52137adea91048bf54801968>
- Legal Department, International Monetary Fund. Orderly & Effective Insolvency Procedures: Key Issues [Online]. 1999. Available from: [www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/index.htm) [2017, April 14].
- Manmohan Singh and James Aitken, Deleveraging after Lehman—Evidence from Reduced Rehypothecation, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, IMF Working Paper No. 09/42, Available from: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0942.pdf>
- Marcia L. Stigum. The Money Market. Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1983.
- Mark D. Sherrill. In Defense of the Bankruptcy Code's Safe Harbors. The Business Lawyer 70, 4 (Fall 2015) (2015).
- Massimo Cirasino and Jose Antonio Garcia, Measuring Payment System Development, Financial infrastructure series, Payment Systems Policy and Research, the World Bank, Washington, DC, 2008, Available from: <http://documents.worldbank.org/curated/en/790981468147564125/pdf/490030WP0Measu10Box338937B01PUBLIC1.pdf>
- Michael D. Bolton. Repurchase Agreement Transactions in Securities Investor Protection Act Proceedings. Fordham Urban Law Journal 15, 2 (1987).
- Michael H. Strub, Jr. and Jeffrey M. Reisner. The Expansion of the Triggering Creditor Doctrine in an Action to Avoid Fraudulent Transfers. American Bankruptcy Institute Law Review 24, 1 (2016).

- Michael J. Fleming and Kenneth D. Garbade. The Repurchase Agreement Refined: Gcf Repo®. Current Issues in Economics and Finance 9, 6 (2003).
- Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade.
- Ole Boger. Close-out Netting Provisions in Private International Law and International Insolvency Law (Part 1). Uniform Law Review 18, 2 (2013).
- Philip R. Wood. Law and Practice of International Finance. London: Sweet & Maxwell, 2007.
- . Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set-Off and Netting. London: Sweet & Maxwell, 1998.
- Philipp Paech, The Value of Insolvency Safe Harbours, the London School of Economics and Political Science, Final version in the Oxford Journal of Legal Studies, LSE Legal Studies Working Paper No. 9/2015, 2015, March 25  
Available from: [https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2015-09\\_Paech.pdf](https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2015-09_Paech.pdf)
- Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Rights Systems.
- Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions.
- R. Glenn Hubbard and Anthony Patrick O'Brien. Money, Banking, and the Financial System. 2nd ed.: Edition Pearson Education Limited, 2014.
- Raghuram G. Rajan, Has Financial Development Made the World Riskier?, National Bureau Of Economic Research, Working Paper 11728, Cambridge, November 2005, Available from: <http://www.nber.org/papers/w11728.pdf>
- Regulation (Eu) 2015/848 on Insolvency Proceedings.
- Rizwaan Jameel Mokal. Liquidity, Systemic Risk, and the Bankruptcy Treatment of Financial Contracts. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 10, 1 (Fall 2015).
- Roy Goode. Principles of Corporate Insolvency Law. 4th ed. London: Sweet & Maxwell, 2011.
- Securities Industry and Financial Markets Association. Us Repo Market Fact Sheet 2016 [Online]. 2017. Available from: <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589961607> [2017, June 24].

Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board, Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Available from:

<http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf>

Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, Financial Sector Assessment Program-Experience with the Assessment of Systemically Important Payment Systems, the International Monetary Fund and the World Bank, April 19, 2002, Available from:

<https://www.imf.org/external/np/mae/pay/2002/eng/041902.pdf>

Steven L. Schwarcz. Systemic Risk. The Georgetown Law Journal 97, 1 (November 2008 2008).

The Group of Experts on Payment Systems of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Report on Netting Schemes, Bank for International Settlements, February 1989, Available from: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d02.pdf>

The International Institute for the Unification of Private Law. The International Institute for the Unification of Private Law History and Overview [Online]. 2016. Available from: <http://www.unidroit.org/about-unidroit/overview> [2016, November 13].

Title 11 U.S. Code.

Tobias Adrian, Brian Begalle, Adam Copeland and Antoine Martin, Repo and Securities Lending, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 529, December 2011 (revised February 2013), Available from: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr529.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr529.pdf)

The Uniform Fraudulent Transfer Act.

United Nations Commission on International Trade Law. Uncitral Legal Guide on Electronic Funds Transfer. New York: United Nations, 1987.

———. Uncitral Legislative Guide on Insolvency Law. New York: United Nations, 2004.

Viktoria Baklanova, Adam Copeland and Rebecca McCaughrin, Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 740 (revised December 2015), Available from:  
[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr740.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr740.pdf)

William D. Warren and Daniel J. Bussel. Bankruptcy. 8 ed.: Foundation Press, 2009.  
 World Bank, Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems, (Revised 2015), Available from:  
<http://pubdocs.worldbank.org/en/919511468425523509/ICR-Principles-Insolvency-Creditor-Debtor-Regimes-2016.pdf>

———. Repo Markets : Background Note [Online]. 2010. Available from:  
<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/24100> [5 December 2016 ].

———, The World Bank Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems, Available from:  
<http://documents.worldbank.org/curated/en/936851468152703005/The-World-Bank-principles-and-guidelines-for-effective-insolvency-and-creditor-rights-systems>

กรมร่างกฎหมาย. ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์พหุศักราช 2468 บรรพ 1 และ 2 กับอุทธรณ์ ฉบับ กรมร่างกฎหมาย ตรวจแก้ไขและร่างเพิ่มเติมอุทธรณ์ขึ้นใหม่ เป็นภาษาอังกฤษ โดย ร. กียอง เรมี่ เดอปลังเตอโรส และ เรเน กาโซ แปลเป็นไทย โดย พระพิริยพจนานารถ. พระนคร: เนติบัณฑิตยสภา, 2502.

กำธร พันธูลภ. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้. พิมพ์ครั้งที่ 9. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มิตรนราการพิมพ์, 2529.

คณะผู้วิจัยฝ่ายศาลล้มละลายกลางและคณะผู้วิจัยฝ่ายจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. รายงานฉบับสมบูรณ์ เรื่อง บทบาทของกฎหมายล้มละลายและศาลล้มละลายต่อระบบเศรษฐกิจไทย. กรุงเทพฯ: อทตยา มิเส้นเนียม, 2545.

จิต เศรษฐบุตร แก้ไขเพิ่มเติมโดย ดาราพร ธีระวัฒน์. หลักกฎหมายแพ่ง ลักษณะหนี้. พิมพ์ครั้งที่ 21. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์เดือนตุลา โครงการตำราและเอกสารประกอบการสอน คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2556.

- ชาญชัย ลีววัฒนะโชตินันท์. ความเสี่ยงต่อระบบและการคุกคามของวิกฤตการณ์การเงิน [ออนไลน์]. 2558. แหล่งที่มา: [https://www.pier.or.th/wp-content/uploads/2015/10/aBRIDGEd\\_2015\\_008.pdf](https://www.pier.or.th/wp-content/uploads/2015/10/aBRIDGEd_2015_008.pdf) [เข้าถึงเมื่อ 12 ธันวาคม 2559]
- ชีพ จุลมนต์. คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: บริษัท กรุงเทพมหานคร พิมพ์เชิงจำกัด, 2556.
- ดาราทพร ถิระวัฒน์. กฎหมายหนี้ : หลักทั่วไป. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพฯ: โครงการตำราและเอกสารประกอบการสอน คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2558.
- ทวี กสิยพงศ์. คำอธิบายพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 พร้อมด้วย ประมวลระเบียบปฏิบัติเกี่ยวกับการบังคับคดีล้มละลาย. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2536.
- ทีมนโยบายการเงินเคลื่อนย้าย ธนาคารแห่งประเทศไทย. นโยบายการเงินกับพันธกิจรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ เพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืนและทั่วถึง. พระสยาม ฉบับที่ 1, มกราคม - กุมภาพันธ์ 2557.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. ความเสี่ยงในระบบการชำระเงิน [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <https://www.bot.or.th/Thai/PaymentSystems/Others/PaymentRisk/Pages/default.aspx> [เข้าถึงเมื่อ 20 พฤศจิกายน 2559]
- . รายงานระบบการชำระเงิน 2553 [ออนไลน์]. 2554 แหล่งที่มา: [www.bot.or.th/Thai/PaymentSystems/Publication/ps\\_annually\\_report/AnnualReport/Payment\\_2010\\_T.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/PaymentSystems/Publication/ps_annually_report/AnnualReport/Payment_2010_T.pdf) [เข้าถึงเมื่อ 20 ธันวาคม 2559]
- . 20 เรื่องน่ารู้เกี่ยวกับธปท. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: [www.bot.or.th/Thai/Documents/BOTBooklet\\_250413.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/Documents/BOTBooklet_250413.pdf) [เข้าถึงเมื่อ 10 ธันวาคม 2559]
- . ธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคีของ ธปท. (Bilateral Repurchase Transactions) [ออนไลน์]. 2560. แหล่งที่มา: [https://www.bot.or.th/app/FinMarkets/bot\\_omo/BRP\\_TH.aspx](https://www.bot.or.th/app/FinMarkets/bot_omo/BRP_TH.aspx) [เข้าถึงเมื่อ 22 พฤษภาคม 2560]
- . เครื่องมือการดำเนินนโยบายการเงิน [ออนไลน์]. 2560. แหล่งที่มา: [https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/MonetaryOperations/Documents/BOT%E2%80%99s%20Liquidity%20Management%20Framework%20Manual\\_TH\(Apr%2017\).pdf](https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/MonetaryOperations/Documents/BOT%E2%80%99s%20Liquidity%20Management%20Framework%20Manual_TH(Apr%2017).pdf) [เข้าถึงเมื่อ 30 เมษายน 2560]

- . การกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงิน [ออนไลน์]. 2560. แหล่งที่มา:  
<https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/Target.aspx> [เข้าถึงเมื่อ 20 พฤษภาคม 2560]
- . บทบาทของ ธปท. ในการพัฒนาตลาดการเงิน : ตลาดซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repurchase Market) [ออนไลน์]. แหล่งที่มา:  
[www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/RoleOfBOTInFinancialMarketDevelopment/Documents/Private%20Repo.pdf](http://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/RoleOfBOTInFinancialMarketDevelopment/Documents/Private%20Repo.pdf) [เข้าถึงเมื่อ 25 เมษายน 2559]
- . การดูแลเสถียรภาพระบบการเงินและพัฒนากิจการกำกับดูแลที่สำคัญในปี 2559. รายงานการประเมินเสถียรภาพระบบการเงินไทย 2559(2560).  
 ธรรมรักษ์ หมั่นจักร. นโยบายการเงิน : ทฤษฎีและหลักปฏิบัติ. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2555.
- นันทพล พงษ์ไพบูลย์ และ ปริญญา ตีระเตตติวัฒน์. กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย. อัญญา ชันธวิทย์, บรรณาธิการ. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2549.
- ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ สนส.18/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์การคำนวณสินทรัพย์เสี่ยงด้านเครดิต สำหรับการผิदनัดชำระราคาและการส่งมอบและธุรกรรม Non-Delivery Versus Payment (Non-Dvp) สำหรับธนาคารพาณิชย์ ลงวันที่ 8 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555.
- ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ สนส. 8/2559 เรื่อง การอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน (Private Repo).
- ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์.
- ปรีชา พานิชวงศ์. คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย กฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งศาลล้มละลายและวิธีพิจารณาคดีล้มละลายและกฎหมายล้มละลายว่าด้วยการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2546.
- . คู่มือกฎหมายล้มละลาย. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2518.
- ฝ่ายระบบการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย. ระบบการชำระเงินในประเทศไทย. กรุงเทพฯ: บริษัท คาร์ลีโอเน่ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด, 2542.
- ฝ่ายวิจัย ธนาคารกรุงเทพ. รายงานภายในประเทศ: ตลาดตราสารทุน และตลาดตราสารหนี้ [ออนไลน์]. 2560. แหล่งที่มา:  
<http://www.bangkokbank.com/BangkokBankThai/BusinessBanking/RatesAndRe>

ports/Reports/EconomicNewsAndResearch/Local/Pages/Finance.aspx [เข้าถึงเมื่อ 20 พฤษภาคม 2560]

พระยาจินดาภิรมย์ราชสภาพดี (จิตร ณ สงขลา) และพระนาถมณฑาตุลสุนทรวาที (ชม ศุขะวณิช). คำอธิบายกฎหมายลักษณะล้มละลาย. พิมพ์ครั้งที่ 1. โรงพิมพ์พิศาลบรรณนิต, 2465.

พระยาเทพวิฑูร, (บุญช่วย วณิกกุล) และยล ธีรกุล. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรียงมาตรา ว่าด้วยหนี้ บรรพ 2 มาตรา 194-353. กรุงเทพฯ: กองทุนศาสตราจารย์จิตติ ตังศภัทย์ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2554.

พระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483.

ไพโรจน์ วายุภาพ. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหนี้. พิมพ์ครั้งที่ 11. กรุงเทพฯ: สำนักอบรมศึกษากฎหมายแห่งเนติบัณฑิตสภา, 2559.

มองซิเออร์ เอ. ซี. เลเดเกอร์. คำอธิบายพระราชบัญญัติล้มละลาย. พระนคร: กรุงเทพฯ เติลเมล์, 2459.

วรรณรัตน์ จันทรแสงทอง. ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจซื้อคืนหลักทรัพย์ นิติศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาวิชานิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. 2546.

วเรศ อุปปาดิก. เศรษฐศาสตร์การเงินและการธนาคาร. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2544.

วศิน ศิวสฤทธ์. รายงานการวิจัย เรื่อง การปฏิรูประบบธนาคารพาณิชย์หลังวิกฤตการณ์การเงินไทย 2540: บทวิเคราะห์ในมุมมองเศรษฐศาสตร์. คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, มีนาคม: 2553.

วิชา มหาคุณ. คำอธิบายกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้. พิมพ์ครั้งที่ 15. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณาการ, 2559.

วินัย แทนประเสริฐกุล. ความสมบูรณ์ของระบบการชำระเงิน : ศึกษากรณีผลกระทบที่เกิดขึ้นจากหลักการนับเวลาที่ศูนย์นาฬิกา. สารนิพนธ์ นิติศาสตรมหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. 2547.

วิโรท สันติประภาพ. "ปาฐกถาพิเศษ เรื่อง บทบาทธนาคารแห่งประเทศไทยในสภาวะปกติใหม่ (New Normal)." ห้องคอนเวนชัน 2-3 โรงแรมอวานี ขอนแก่น โฮเทล แอนด์ คอนเวนชัน เซ็นเตอร์ จังหวัดขอนแก่น.

วิศิษฐ์ วิศิษฐ์สรอรรถ. กฎหมายฟื้นฟูกิจการ. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: วิศิษฐ์สรอรรถฝ่ายการพิมพ์, 2547.

ศนันท์ภรณ์ โสทธิพันธ์. คำอธิบายกฎหมายลักษณะซื้อขาย แลกเปลี่ยน ให้. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2559.



- . คำอธิบายกฎหมายลักษณะหนี้ (ผลแห่งหนี้). พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2557.
- ศิริสิทธิ์ จิตรสุวรรณ. เพิกถอนการฉ้อฉล. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, สาขากฎหมายเอกชน คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. 2556.
- ศุภชัย ศรีสุชาติ. ตลาดหุ้นในประเทศไทย. กรุงเทพฯ: บุญศิริการพิมพ์, 2547.
- สถาบันนโยบายสังคมและเศรษฐกิจ. กฎหมายฟื้นฟูเศรษฐกิจกับอนาคตของประเทศไทย. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์ภัคธรรมศ, 2542.
- สมบุญ รุ่งกิจการพาณิชย์. ปัญหาและอุปสรรคการบังคับใช้กฎหมายมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. 2538.
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. แนวทางการปฏิบัติสำหรับการทำธุรกรรมซื้อคืนภาคเอกชน. 8 มีนาคม 2549.
- สมาคมตลาดตราสารหนี้แห่งประเทศไทย. ThaiBMA Trading and Outstanding value 2001-2017 [ออนไลน์]. 2560. แหล่งที่มา: <http://www.thaibma.or.th/EN/Market/SummaryStatistics.aspx> [เข้าถึงเมื่อ 20 พฤษภาคม 2560]
- สหธน รัตน์ไพจิตร. คำอธิบายกฎหมายลักษณะห้างหุ้นส่วนบริษัท. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2558.
- . รายงานวิจัยฉบับสมบูรณ์ เรื่อง บทบาทของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในการจัดกิจการและทรัพย์สินของลูกค้าหนี้. สถาบันวิจัยและให้คำปรึกษาแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2554.
- สุธีร์ ศุภนิตย์. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ วิชาเอกเทศสัญญา 2 ยืมและฝากทรัพย์. พิมพ์ครั้งที่ 5. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2554.
- . หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ. พิมพ์ครั้งที่ 9. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2556.
- เสนีย์ ปราโมช. ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 2 (ภาคจบบริบูรณ์) พุทธศักราช 2478 แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2505. กรุงเทพฯ: บริษัท โรงพิมพ์ไทยวัฒนาพานิช จำกัด, 2527.
- เสริม วินิจฉัยกุล. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะนิติกรรม และหนี้. นครหลวง: โรงพิมพ์กรมสรรพสามิต, 2515.

- แสวง บุญเฉลิมวิภาส. ประวัติศาสตร์กฎหมายไทย. พิมพ์ครั้งที่ 10. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2554.
- โสภณ รัตนกร. คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้. พิมพ์ครั้งที่ 11. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2556.
- หยุด แสงอุทัย. กฎหมายแพ่งและพาณิชย์รวบรวมหมายเหตุท้ายคำพิพากษากฎีกา. กรุงเทพฯ: กองบรรณาธิการวารสารนิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2511.
- หลวงจักรปาณีศรีศิลาวิสุทธ์. คำสอนชั้นปริญญาตรี พุทธศักราช 2478 กฎหมายล้มละลาย. มหาวิทยาลัยวิชาธรรมศาสตร์และการเมือง.
- อโณชา ซีวิตโสภณ. การเพิกถอนนิติกรรมซึ่งฉ้อฉลเจ้าหนี้. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, ภาควิชานิติศาสตร์, บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. 2527.
- อภิญา เลื่อนฉวี. กฎหมายสหภาพยุโรป. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน, 2548.
- อภิรักษ์ จินศิริวานิชย์. ธุรกรรมการซื้อขายภาคเอกชน (Private Repo). สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย.
- อัญญา ชันธวิทย์. กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, 2549.
- เอื้อน ขุนแก้ว. กฎหมายฟื้นฟูกิจการ. พิมพ์ครั้งที่ 9. กรุงเทพฯ: บริษัท กรุงสยาม พับลิชชิ่ง จำกัด, 2558.
- . กฎหมายล้มละลาย. พิมพ์ครั้งที่ 13. กรุงเทพฯ: บริษัท กรุงสยาม พับลิชชิ่ง จำกัด, 2559.



# 2011 Global Master Repurchase Agreement



Securities Industry and Financial Markets Association  
New York • Washington  
[www.sifma.org](http://www.sifma.org)



International Capital Market Association  
Talacker 29, 8001 Zurich, Switzerland  
[www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)

2011 version

## 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 or other 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 and any annex specified in Annex I, 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.

## 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, or entering into a reorganisation, arrangement, or composition with, creditors; or
  - (ii) a secured party taking possession of, or carrying out other enforcement measures in relation to, all or substantially all assets of such party, provided the relevant process is not dismissed, discharged, stayed or restrained within 15 days; or
  - (iii) its becoming insolvent or becoming unable to pay its debts as they become due or failing or admitting in writing its inability generally to pay its debts as they become due; or
  - (iv) 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
  - (v) the presentation or filing of a petition in respect of it (other than by the other party to this Agreement in respect of any obligation under this Agreement) in any court or before any agency or the commencement of any proceeding by any Competent Authority 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 not having been stayed or dismissed within 15 days of its filing (except in the case of a petition presented by a Competent Authority or for winding-up or any analogous proceeding, in respect of which no such 15 day period shall apply); or
  - (vi) the appointment of a receiver, administrator, liquidator, conservator, custodian or trustee or analogous officer of such party or over all or any material part of such party's property; or
  - (vii) the convening of any meeting of its creditors for the purpose 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 to this Agreement as published by ICMA;
- (c) "Applicable Rate", in relation to any sum in any currency:



- (i) for the purposes of paragraph 10, the rate selected in a commercially reasonable manner by the non-Defaulting Party;
- (ii) for any other purpose, the rate agreed by the parties acting in a commercially reasonable manner;
- (d) “Appropriate Market”, the meaning specified in paragraph 10;
- (e) “Base Currency”, the currency indicated in Annex I;
- (f) “Business Day” means -
  - (i) in relation to the settlement of a Transaction or delivery of Securities under this Agreement through a settlement system, a day on which that settlement system is open for business;
  - (ii) in relation to the settlement of a Transaction or delivery of Securities under this Agreement otherwise than through a settlement system, a day on which banks are open for business in the place where the relevant Securities are to be delivered and, if different, the place in which the relevant payment is to be made; and
  - (iii) in relation to the payment of any amount under this Agreement 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 TARGET2 operates).
- (g) “Cash Equivalent Amount” has the meaning given in paragraph 4(h);
- (h) “Cash Margin”, a cash sum paid or to be paid to Buyer or Seller in accordance with paragraph 4;
- (i) “Competent Authority”, a regulator, supervisor or any similar official with primary insolvency, rehabilitative or regulatory jurisdiction over a party in the jurisdiction of its incorporation or establishment or the jurisdiction of its head office;
- (j) “Confirmation”, the meaning specified in paragraph 3(b);
- (k) “Contractual Currency”, the meaning specified in paragraph 7(a);
- (l) “Defaulting Party”, the meaning specified in paragraph 10;
- (m) “Default Market Value”, the meaning specified in paragraph 10;
- (n) “Default Notice”, a written notice served by the non-Defaulting Party on the Defaulting Party under paragraph 10(b) designating a day as an Early Termination Date;



- (o) “Deliverable Securities”, the meaning specified in paragraph 10;
- (p) “Designated Office”, a branch or office which is specified as such in Annex I or such other branch or office as may be agreed in writing by the parties;
- (q) “Distribution(s)”, the meaning specified in sub-paragraph (y) below;
- (r) “Early Termination Date”, the date designated as such in a Default Notice or as otherwise determined in accordance with paragraph 10(b);
- (s) “Electronic Messaging System”, an electronic system for communication capable of reproducing communication in hard copy form, including email;
- (t) “Equivalent Margin Securities”, Securities equivalent to Securities previously transferred as Margin Securities;
- (u) “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 (other than Distributions);
- (v) 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 other than a Distribution, 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;
- (w) “Event of Default”, the meaning specified in paragraph 10;
- (x) “Forward Transaction”, the meaning specified in paragraph 2(c)(i) of Annex I;
- (y) “Income”, with respect to any Security at any time, all interest, dividends or other distributions thereon, including distributions which are a payment or repayment of principal in respect of the relevant securities (“Distribution(s)”);
- (z) “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;

- (aa) "Margin Percentage", with respect to any Margin Securities or Equivalent Margin Securities, the percentage, if any, agreed by the parties acting in a commercially reasonable manner;
- (bb) "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;
- (cc) "Margin Securities", in relation to a Margin Transfer, Securities of the type and value (having applied Margin Percentage, if any) reasonably acceptable to the party calling for such Margin Transfer;
- (dd) "Margin Transfer", any, or any combination of, the payment or repayment of Cash Margin and the transfer of Margin Securities or Equivalent Margin Securities;
- (ee) "Market Value", with respect to any Securities as of any time on any date, the price for such Securities (after having applied the Margin Percentage, if any, in the case of Margin Securities) at such time on such date obtained from a generally recognised source agreed by the parties or as otherwise agreed by the parties (and where different prices are obtained for different delivery dates, the price so obtainable for the earliest available such delivery date) having regard to market practice for valuing Securities of the type in question plus the aggregate amount of Income which, as at 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 time of the determination;
- (ff) "Net Exposure", the meaning specified in paragraph 4(c);
- (gg) 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 or a Cash Equivalent Amount has been paid 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 or a Cash Equivalent Amount has been paid 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 time of the determination;

- (hh) “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;
- (ii) “Net Value”, the meaning specified in paragraph 10;
- (jj) “New Purchased Securities”, the meaning specified in paragraph 8(a);
- (kk) “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, 365 day or other day basis in accordance with the applicable market 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;
- (ll) “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;
- (mm) “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;
- (nn) “Purchase Price”, on the Purchase Date, the price at which Purchased Securities are sold or are to be sold by Seller to Buyer;
- (oo) “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;
- (pp) “Receivable Securities”, the meaning specified in paragraph 10;
- (qq) “Repurchase Date”, with respect to any Transaction, the date on which Buyer is to sell Equivalent Securities to Seller in relation to that Transaction;
- (rr) “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;



- (ss) “Spot Rate”, where an amount in one currency is to be converted into a second currency on any date, unless the parties otherwise agree
- (i) for the purposes of paragraph 10, the spot rate of exchange obtained by reference to a pricing source or quoted by a bank, in each case specified by the non-Defaulting Party, in the London inter-bank market for the purchase of the second currency with the first currency at such dates and times determined by the non-Defaulting Party; and
  - (ii) for any other purpose, the latest available spot rate of exchange obtained by reference to a pricing source or quoted by a bank, in each case agreed by the parties (or in the absence of such agreement, specified by Buyer), in the London inter-bank market for the purchase of the second currency with the first currency on the day on which the calculation is to be made or, if that day is not a day on which banks are open for business in London, the spot rate of exchange quoted at close of business in London on the immediately preceding day in London on which such a quotation was available;
- (tt) “TARGET2”, the Second Generation Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System, or any other system that replaces it;
- (uu) “Term”, with respect to any Transaction, the interval of time commencing with the Purchase Date and ending with the Repurchase Date;
- (vv) “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;
- (ww) “Transaction Costs”, the meaning specified in paragraph 10;
- (xx) “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(h) or 10(i)) the amount “E” determined in accordance with (A) or (B) below as specified in Annex I (or as agreed by the parties with respect to particular transactions):
- (A) the result of formula  $E = (R \times MR) - MV$ , where:
    - R = the Repurchase Price at such time
    - MR = the applicable Margin Ratio
    - MV = the Market Value of Equivalent Securities at such time
- and so that where the Transaction relates to Securities of more than one description or to which different Margin Ratios apply, E shall be determined by



multiplying the Repurchase Price attributable to Equivalent Securities of each such description by the applicable Margin Ratio and aggregating the results and for this purpose the Repurchase Price shall be 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.

If E is greater than zero, Buyer has a Transaction Exposure equal to E and if E is less than zero, Seller has a Transaction Exposure equal to the absolute value of E; provided that E shall not be greater than the amount of the Repurchase Price on the date of the determination; or

(B) the result of the formula  $E = R - V$ , where:

R = the Repurchase Price at such time

V = the Adjusted Value of Equivalent Securities at such time or, where a Transaction relates to Securities of more than one description or to which different haircuts apply, the sum of the Adjusted Values of the Securities of each such description.

For this purpose the "Adjusted Value" of any Securities is their value determined on the basis of the formula,  $(MV(1 - H))$ , where:

MV = the Market Value of Equivalent Securities at such time

H = the "haircut" for the relevant Securities, if any, as agreed by the parties from time to time, being a discount from the Market Value of the Securities.

If E is greater than zero, Buyer has a Transaction Exposure equal to E and if E is less than zero, Seller has a Transaction Exposure equal to the absolute value of E; and

(yy) 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 Messaging System agreed between the parties.

### 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 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 in accordance with paragraph 6(c).
- (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 or a Cash Equivalent Amount has not been paid, 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 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 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) Where a party (the "Transferor") becomes obliged to transfer Equivalent Margin Securities and, having made all reasonable efforts to do so, is, for any reason relating to the Securities or the clearing system through which the Securities are to be transferred, unable to transfer Equivalent Margin Securities then
  - (i) the Transferor shall immediately pay to the other party Cash Margin at least



equal to the Market Value of such Equivalent Margin Securities (and, unless the parties otherwise agree, such Cash Margin shall not bear interest in accordance with paragraph 4(f)); and

- (ii) if the failure is continuing for two Business Days or more the other party may by notice to the Transferor require the Transferor to pay an amount (the “Cash Equivalent Amount”) equal to the Default Market Value of the Equivalent Margin Securities determined by the other party in accordance with paragraph 10(f) which shall apply on the basis that references to the non-Defaulting Party were to the other party and references to the Early Termination Date were to the date on which notice under this paragraph is effective.
- (i) The parties may agree that, with respect to any Transaction, the provisions of sub-paragraphs (a) to (h) 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 (h) above.
  - (j) 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 (k) below, the adjustment of Transactions under sub-paragraph (l) below or a combination of both these methods.
  - (k) 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 minimum period specified in sub-paragraph (g) above.
- (l) 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 -

- (a) where: (i) the Term of a particular Transaction extends over an Income Payment Date in respect of any Securities subject to that Transaction; or (ii) an Income Payment Date in respect of any such Securities occurs after the Repurchase Date but before Equivalent Securities have been delivered to Seller or, if earlier, the occurrence of an Early Termination Date or the termination of the Transaction under paragraph 10(i)



then 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;

- (b) 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 or a Cash Equivalent Amount is paid 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 any agreed book entry or other securities clearance system or (iii) 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 (other than a lien granted to the operator of the clearance system through which the Securities are transferred), 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 that this paragraph 6(j) shall apply, each obligation of a party under this Agreement (the “first party”) (other than an obligation arising under paragraph 10) is subject to the condition precedent that none of the events specified in paragraph 10(a) (Events of Default) 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(d)(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 at which the exchange is agreed 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 (other than a lien granted to the operator of the clearance system through which the Securities are transferred), 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; or
  - (ii) if the parties have specified in Annex I 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, in either case within the standard settlement time for delivery of the Securities concerned; or
  - (iii) Seller or Buyer fails to pay when due any sum payable under sub-paragraph (h) or (i) below; or
  - (iv) Seller or Buyer fails to:
    - (A) make a Margin Transfer within the minimum period in accordance with paragraph 4(g) or, in the case of an obligation to deliver Equivalent Margin Securities, either to deliver the relevant Equivalent Margin Securities or to pay Cash Margin in accordance with paragraph 4(h)(i) or to pay the Cash Equivalent Amount in accordance with paragraph 4(h)(ii);
    - (B) where paragraph 4(i) applies, to provide margin in accordance with that paragraph; or
    - (C) to pay any amount or to transfer any Securities in accordance with paragraphs 4(k) or (l); or
  - (v) Seller or Buyer fails to comply with paragraph 5; or
  - (vi) an Act of Insolvency occurs with respect to Seller or Buyer; 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; or
- (viii) Seller or Buyer admits to the other that it is unable to, or intends not to, perform any of its obligations hereunder or in respect of any Transaction; or
- (ix) Seller or Buyer being declared in default or being suspended or expelled from membership of or participation in, any securities exchange or suspended or prohibited from dealing in securities by any Competent Authority, in each case on the grounds that it has failed to meet any requirements relating to financial resources or credit rating; 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,

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

- (b) If at any time an Event of Default has occurred and is continuing the non-Defaulting Party may, by not more than 20 days' notice to the Defaulting Party specifying the relevant Event of Default, designate a day not earlier than the day such notice is effective as an Early Termination Date in respect of all outstanding Transactions. If, however, "Automatic Early Termination" is specified in Annex I with respect to the Defaulting Party, then an Early Termination Date in respect of all outstanding Transactions will occur at the time immediately preceding the occurrence with respect to the Defaulting Party 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.
- (c) If an Early Termination Date occurs, the Repurchase Date for each Transaction hereunder shall be deemed to occur on the Early Termination Date and, subject to the following provisions, all Cash Margin (including interest accrued) shall be repayable and Equivalent Margin Securities shall be deliverable and Cash Equivalent Amounts shall be payable, in each case on the Early Termination Date (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, the repayment of any Cash Margin and the payment of Cash Equivalent Amounts shall be effected only in accordance with the provisions of sub-paragraph (d) below).
- (d) (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 and Cash Equivalent Amounts to be paid by each party shall be established by the non-Defaulting Party for all Transactions as at the Early Termination Date;



- (ii) on the basis of the sums so established, an account shall be taken (as at the Early Termination 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 including amounts payable under paragraphs 10(g) and 12) 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). For the purposes of this calculation, all sums not denominated in the Base Currency shall be converted into the Base Currency at the Spot Rate; and
  - (iii) as soon as reasonably practicable after effecting the calculation above, the non-Defaulting Party shall provide to the Defaulting Party a statement showing in reasonable detail such calculations and specifying the balance payable by one party to the other and such balance shall be due and payable on the Business Day following the date of such statement provided that, to the extent permitted by applicable law, interest shall accrue on such amount on a 360 day, 365 day or other day basis in accordance with the applicable market convention (or as otherwise agreed by the parties), for the actual number of days during the period from and including the Early Termination Date to, but excluding, the date of payment.
- (e) For the purposes of this Agreement, the "Default Market Value" of any Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities shall be determined by the non-Defaulting Party on or as soon as reasonably practicable after the Early Termination Date in accordance with sub-paragraph (f) 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) "Deliverable Securities" means Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities to be delivered by the Defaulting Party;
  - (iii) "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 (including trading prices) 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 or reasonably anticipated in connection with the purchase or sale of such Securities;



- (iv) "Receivable Securities" means Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities to be delivered to the Defaulting Party; and
  - (v) "Transaction Costs" in relation to any transaction contemplated in paragraph 10(e) or (f) means the reasonable costs, commissions, fees and expenses (including any mark-up or mark-down or premium paid for guaranteed delivery) incurred or reasonably anticipated 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.
- (f) If -
- (i) on or about the Early Termination Date 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 (regardless as to whether or not such sales or purchases have settled), the non-Defaulting Party may elect to treat as the Default Market Value -
    - (A) in the case of Receivable Securities, the net proceeds of such sale after deducting all reasonable costs, commissions, 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, acting in good faith, 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(f)); or
    - (B) in the case of Deliverable Securities, the aggregate cost of such purchase, including all reasonable costs, commissions, 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, acting in good faith, 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(f));

- (ii) on or about the Early Termination Date 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, using pricing methodology which is customary for the relevant type of security (as determined by the non-Defaulting Party) the non-Defaulting Party may elect to treat as the Default Market Value of such Securities -
  - (A) the price quoted (or where a price is quoted by two or more market makers, the arithmetic mean of such prices) 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 provided that such price or prices quoted may be adjusted in a commercially reasonable manner by the non-Defaulting Party (x) to reflect accrued but unpaid coupons not reflected in the price or prices quoted in respect of such securities and (y) in respect of any Pool Factor Affected Security, to reflect the realisable value of such Security, taking into consideration the Pool Factor Distortion (and for this purpose, "Pool Factor Affected Security" means a security other than an equity security in respect of which the decimal value of the outstanding principal divided by the original principal balance of such Security is less than one (as indicated by any pool factor applicable to such security), such circumstance a "Pool Factor Distortion");
  - (B) after deducting, in the case of Receivable Securities, or adding, in the case of Deliverable Securities the Transaction Costs which would be incurred or reasonably anticipated in connection with such a transaction; or
- (iii) if, acting in good faith the non-Defaulting Party either -
  - (A) has endeavoured but been unable to sell or purchase Securities in accordance with sub-paragraph (i) above or to obtain quotations in accordance with sub-paragraph (ii) above (or both); or
  - (B) has determined that it would not be commercially reasonable to sell or purchase Securities at the prices bid or offered or to obtain such quotations, or that it would not be commercially reasonable to use any quotations which it has obtained under sub-paragraph (ii) above,





the non-Defaulting Party may determine the Net Value of the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities (which shall be specified) and may treat such Net Value as the Default Market Value of the relevant Equivalent Securities or Equivalent Margin Securities.

- (g) The Defaulting Party shall be liable to the non-Defaulting Party for the amount of all reasonable and 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 the Applicable Rate 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 the Applicable Rate.
- (h) 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.
- (i) If Buyer fails to deliver some or all 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 or part of that Transaction corresponding to the Equivalent Securities that have not been delivered (but only that Transaction or part of 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, delivery of Equivalent Margin Securities and payment of Cash Equivalent Amount and as if references to the Repurchase Date were to the date on which notice was given under this sub-paragraph).
- (j) The provisions of this Agreement constitute a complete statement of the remedies



available to each party in respect of any Event of Default.

- (k) Subject to paragraph 10(l), 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.
- (l) (i) Subject to sub-paragraph (ii) below, if as a result of a Transaction terminating before its agreed Repurchase Date or a Forward Transaction terminating before its Purchase Date under paragraphs 10(b), 10(h)(iii) or 10(i)(iii), the non-Defaulting Party, in the case of paragraph 10(b), Buyer, in the case of paragraph 10(h)(iii), or Seller, in the case of paragraph 10(i)(iii), (in each case the “first party”) incurs any loss or expense in entering into replacement transactions or in otherwise hedging its exposure arising in connection with a Transaction so terminating, the other party shall be required to pay to the first party the amount determined by the first party in good faith and without double counting to be equal to the loss or expense incurred in connection with such replacement transactions or hedging (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 or hedging; 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.
- (m) Each party shall immediately notify the other if an Event of Default, or an event which, upon the service of a notice or the lapse of time, or both, would be an Event of Default, occurs in relation to it.
- (n) Any amount payable to one party (the Payee) by the other party (the Payer) under paragraph 10(d) may, at the option of the non-Defaulting Party, be reduced by its set off against any amount payable (whether at such time or in the future or upon the occurrence of a contingency) by the Payee to the Payer (irrespective of the currency, place of payment or booking office of the obligation) under any other agreement between the Payee and the Payer or instrument or undertaking issued or executed by one party to, or in favour of, the other party. If an obligation is unascertained, the non-Defaulting Party may in good faith estimate that obligation and set off in respect of the



estimate, subject to accounting to the other party when the obligation is ascertained. Nothing in this paragraph shall be effective to create a charge or other security interest. This paragraph shall be without prejudice and in addition to any right of set off, combination of accounts, lien or other right to which any party is at any time otherwise entitled (whether by operation of law, contract or otherwise).

#### 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 Applicable Rate on a 360 day basis or 365 day basis in accordance with the applicable market convention (or as otherwise agreed by the parties), 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.
- (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, on the date when it is delivered;
  - (ii) if sent by facsimile transmission, on the date 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);
  - (iii) if sent by certified or registered mail (airmail, if overseas) or the equivalent (return receipt requested), on the date that mail is delivered or its delivery is attempted; or



- (iv) if sent by Electronic Messaging System, on the date 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 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 (iv) above, 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 -

- (A) specifies the relevant event referred to in paragraph 10(a) which has occurred in relation to the Defaulting Party;
- (B) specifies the Early Termination Date designated in the Default Notice;
- (C) 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 (iv) above, 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); and
- (D) specifies the date on which, and the time at which, the Special Default Notice is signed by the non-Defaulting Party.

On the signature of a Special Default Notice the Early Termination Date shall occur as designated in the 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 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 (g) 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 and any non-contractual obligations arising out of or in connection with this Agreement shall be governed by, and interpreted in accordance with, the laws of England.

The English courts shall have exclusive jurisdiction in relation to all disputes (including claims for set-off and counterclaims) arising out of or in connection with this Agreement including, without limitation disputes arising out of or in connection with: (i) the creation, validity, effect, interpretation, performance or non-performance of, or the legal relationships established by, this Agreement; and (ii) any non-contractual obligations arising out of or in connection with this Agreement. For such purposes, Buyer and Seller hereby irrevocably submit to the jurisdiction of the English courts and waive any objection to the exercise of such jurisdiction.

Party A hereby appoints the person identified in Annex I 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. If



Party A fails to appoint such an agent, Party A agrees that Party B shall be entitled to appoint one on behalf of Party A at the expense of Party A.

Party B hereby appoints the person identified in Annex I 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. If Party B fails to appoint such an agent, Party B agrees that Party A shall be entitled to appoint one on behalf of Party B at the expense of Party B.

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.

**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 \_\_\_\_\_







## 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 following provisions [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) Agency Transactions [may/may not] be effected under this Agreement, and accordingly the Agency Annex [shall/shall not] apply.]\*
  - [(d) The following Annex(es) shall apply in respect of specified Transactions -
 

for \_\_\_\_\_ Transactions, the \_\_\_\_\_ annex shall apply,

for \_\_\_\_\_ Transactions, the \_\_\_\_\_ annex shall apply.]\*
  - (e) paragraph 2(e). The Base Currency shall be: \_\_\_\_\_.
  - (f) paragraph 2(p). [list Buyer's and Seller's Designated Offices]
 

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_
  - (g) paragraph 2(xx): Transaction Exposure method [A]\* [B]\*
  - (h) paragraph 3(b). [Seller/Buyer/both Seller and Buyer]\* to deliver Confirmation.

---

\* Delete as appropriate



- (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: \_\_\_\_\_.
- [(k) paragraph 6(j). Paragraph 6(j) shall apply.]\*
- [(l) paragraph 10(a)(ii). Paragraph 10(a)(ii) shall apply.]\*
- [(m) paragraph 10(b). Automatic Early Termination shall apply with respect to  
 [Party A] [Party B] ]\*
- (n) 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: \_\_\_\_\_  
 Electronic Messaging System: \_\_\_\_\_  
 Answerback: \_\_\_\_\_  
 Other: \_\_\_\_\_
- (ii) Address for notices and other communications for Party B -
- Address: \_\_\_\_\_  
 Attention: \_\_\_\_\_  
 Telephone: \_\_\_\_\_  
 Facsimile: \_\_\_\_\_  
 Electronic Messaging System: \_\_\_\_\_  
 Answerback: \_\_\_\_\_  
 Other: \_\_\_\_\_

---

\* Delete as appropriate



[(o) 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.]\*

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 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.]\*

[Negative rate transactions

- (b) In the case of Transactions in which the Pricing Rate will be negative, the parties agree that if Seller fails to deliver the Purchased Securities on the Purchase Date then -
  - (i) Buyer may by notice to Seller terminate the Transaction (and may continue to do so for every day that Seller fails to deliver the Purchased Securities); and
  - (ii) for every day that Seller fails to deliver the Purchased Securities the Pricing Rate shall be zero.]\*

[Forward Transactions

- (c) 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

---

\* Delete as appropriate



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.
- (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.
- (d) Where the parties agree that this paragraph shall apply, paragraphs 2 and 4 of the Agreement are amended as follows.
  - (i) Paragraph 2(xx) is deleted and replaced by the following -
    - “(xx) “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(h), 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(h)) 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(i)), 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”.]\*

---

\* 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], 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]:\* \_\_\_\_\_

\* Delete as appropriate



11. Pricing Rate: \_\_\_\_\_

[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,

---

\* Delete as appropriate

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายจุฑาทศกดิ์ ภาณุประพันธ์ เกิดเมื่อวันที่ 28 กันยายน 2531 ที่กรุงเทพมหานคร จบการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนทวีธาภิเศก สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีนิติศาสตรบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ (เกียรตินิยมอันดับ 2) ปีการศึกษา 2553 สอบผ่านหลักสูตรวิชาว่าความของสำนักฝึกอบรมวิชาว่าความแห่งสภานายความ รุ่นที่ 36 ปี พ.ศ. 2553 และสอบไล่ได้เนติบัณฑิตไทย สมัย 66 ปีการศึกษา 2556 และเข้าศึกษาต่อระดับนิติศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชากฎหมายการเงินและภาษีอากร คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2558 ปัจจุบันทำงานเป็นหัวหน้าฝ่ายกฎหมาย บริษัท อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)

