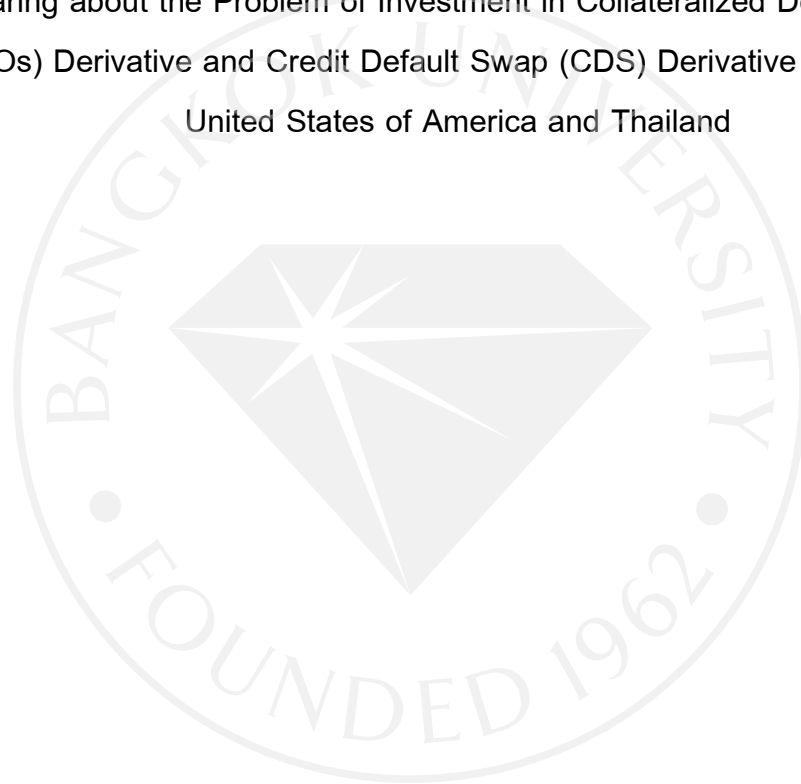


มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล : ศึกษาเปรียบเทียบ
ปัญหาการลงทุนในอนุพันธ์ CDOs และอนุพันธ์ CDS ระหว่างสหรัฐอเมริกาและไทย


Legal Measures in Controlling, Supervision and/or Taking Care : Study and
Comparing about the Problem of Investment in Collateralized Debt Obligations
(CDOs) Derivative and Credit Default Swap (CDS) Derivative between the
United States of America and Thailand



วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
นิติศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ปีการศึกษา 2553

มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล : ศึกษาเปรียบเทียบปัญหา
การลงทุนในอนุพันธ์ CDOs และอนุพันธ์ CDS ระหว่างสหรัฐอเมริกาและไทย

Legal Measures in Controlling, Supervision and/or Taking Care : Study and Comparing
about the Problem of Investment in Collateralized Debt Obligations (CDOs) Derivative
and Credit Default Swap (CDS) Derivative between the United States of America and
Thailand



ทิพวรรณ หนองใหญ่

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
นิติศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ปีการศึกษา 2553



© 2553

ทิพวรรณ หนองใหญ่
สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

วิทยานิพนธ์

โดย

นางสาวทิพวรรณ หนองใหญ่

เรื่อง

มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล : ศึกษาเปรียบเทียบปัญหาการ
ลงทุนในอนุพันธ์ CDOs และอนุพันธ์ CDS ระหว่างสหรัฐอเมริกาและไทย
ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
นิติศาสตรมหาบัณฑิต

อาจารย์ที่ปรึกษา

(รองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกร)

อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

(รองศาสตราจารย์ ดร. ภูมิ โชคเหมาะ)

กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ

(รองศาสตราจารย์ อุดมศักดิ์ สินธิพงษ์)

กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ

(อาจารย์ ทินวัฒน์ พุกกะมาน)

ชื่องานวิจัย : มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล
: ศึกษาเปรียบเทียบปัญหาการลงทุนในอนุพันธ์ CDOs และ
อนุพันธ์ CDS ระหว่างสหรัฐอเมริกาและไทย

ชื่อผู้วิจัย : นางสาวทิพวรรณ หนองใหญ่

ชื่อคณะและสถาบัน : คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

สาขา : กฎหมายธุรกิจระหว่างประเทศและธุรกรรมทางอิเล็กทรอนิกส์

รายชื่อที่ปรึกษา : รองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกร
รองศาสตราจารย์ ดร. ภูมิ โชคเหมาะ

ปีการศึกษา : 2553

คำสำคัญ : การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตราสารอนุพันธ์ CDOs
และ CDS

บทคัดย่อ

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นกระบวนการทางการเงินที่ถูกพัฒนาขึ้นเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา และมีการนำมาปรับใช้ในการออกตราสารอนุพันธ์เพื่อจำหน่ายแก่นักลงทุน โดยอาศัยการขยายตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงความหลากหลายในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน ทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินอันส่งผลกระทบต่อไปทั่วโลก รวมถึงประเทศไทย อันมีสาเหตุของปัญหามาจากประเทศสหรัฐอเมริกา ในการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ทางการเงินที่มีความซับซ้อน อย่างตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) และทำการขายหลักทรัพย์ให้แก่ นักลงทุนซึ่งมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะเป็นผู้วิเคราะห์คุณภาพของหลักทรัพย์ และสร้างความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ให้แก่ นักลงทุน

จากการศึกษาวิจัยพบว่า ปัญหาที่เกิดจากการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) นั้น เกิดจากการที่สถาบันการเงินอาศัยช่องว่างทางกฎหมาย รวมถึงมาตรการทางกฎหมายที่ใช้ในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลในหลักกฎหมายล้มละลาย และระเบียบเกี่ยวกับ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา การออกตราสารอนุพันธ์ และกฎระเบียบที่ใช้ในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งถือเป็นส่วนสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาการล้มละลายของวานิชธนกิจ และสถาบันการเงินที่ใหญ่ที่สุด ในประเทศ

สหรัฐอเมริกาที่ต้องเข้าสู่กระบวนการตามกฏหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกา ซึ่งเมื่อได้นำปัญหาการออกตราสารอนุพันธ์ของประเทศสหรัฐอเมริกามาศึกษาเปรียบเทียบกับพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ของประเทศไทย และเพื่อเป็นการพิจารณาถึงเหตุผล และความจำเป็นในการเสนอพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 รวมถึงการวิเคราะห์ถึงปัญหาในการควบคุม กำกับ ดูแลบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย เพื่อเป็นการวิเคราะห์ห้หาแนวทางของปัญหา และการแก้ไขเรื่องของการขาดทุนที่แท้จริง การฟื้นฟูกิจการตามกฏหมายล้มละลาย และการนำมาตรการทางภาษีและบัญชีมาใช้ในการหลีกเลี่ยงเพื่อออกตราสารอนุพันธ์ดังกล่าวได้ รวมถึงปัญหาของการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารการเงินที่ถือว่า เป็นปัญหาที่เกี่ยวข้อง และมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ เพื่อเป็นการหาความสมดุล และมาตรการทางกฎหมาย เพื่อนำมาปรับใช้ให้เหมาะสมต่อผู้ขายตราสาร และผู้ลงทุน จึงเห็นว่า ควรมีการแก้ไขกฎหมาย และเพิ่มเติมกฎระเบียบ เพื่อให้ดูเป็นสากล และสามารถป้องกันผลกระทบจากการลงทุนในตราสารที่มีการซื้อขายกันในตลาดรอง

Title : Legal Measures in Controlling, Supervision and/or Taking Care : Study and Comparing about the Problem of Investment in Collateralized Debt Obligations (CDOs) Derivative and Credit Default Swap (CDS) Derivative between the United States of America and Thailand

Author : Miss Thippawan Nongyai

School : Law, Bangkok University

Major : Law of International Business and Electronic Transactions

Advisors : Associate Professor Nares Kesaprakorn
Associate Professor Dr. Poom Chokmoh

Academic year : 2553

Keywords : Securitization Collateralized Debt Obligations (CDOs) derivative and Credit Default Swap (CDS) derivative

Abstract

Securitization was the Financial Process developed in the first time in The United States of America. It was adapted for issuing derivative for distributing to investor, by using the expansion of mutual immovable properties including the losing of releasing the credit of Financial institutes, so there was occurring of Financial Crisis affecting around the world as well as Thailand, having the cause of problems from The United States of America in developing Financial Derivative having complexity in Collateralized Debt Obligations (CDOs) derivative and Credit Default Swap (CDS) derivative and selling securities to investors having the institute for credit rating to be the analyst of securities quality of creating reliability of securities to investor.

From the study and research, the author found that the problem occurring from investing in Collateralized Debt Obligations (CDOs) derivative and Credit Default Swap (CDS) derivative occurred from the fact that Financial institutes used the legal space as well as legal measures used in controlling, supervising and/or taking care in The

Bankruptcy Law principle and regulation relating with securitization to be securities of The United States of America, issuing of derivatives and the regulations used in controlling, supervising and/or taking care, the institutes for credit rating that are considered as an important part creating problems of Bankruptcy of investment banking institutes and large Financial institutes in The United States of America that must enter into The Bankruptcy Law process of The United States of America. The author studied and compared the problem of issuing of derivative of The United States of America with the Royal Ordinance, Re: Specific juristic person for The Securitization Act, B.E. 2540, and for considering about the reasons and necessity in proposing the Bill law on the Royal Ordinance for The Securitization Act, B.E. 2540 including analyzing about the problems in controlling, supervising and taking care of the company for credit rating of the Security and Exchange Commission of The United States of America, in order to analyze and find guidelines of problems and solving of problems in actual selling, restructuring of the business under Bankruptcy Law and using of tax and accounting measures for avoiding in order to issue such derivative, including problems of credit rating of financial instruments, deeming that such problems are problems relating with and having importance towards economic system in order to find balance and legal measures in order to adapt appropriately with sellers of instrument and investors; the author has the opinion that there should be amendment of the law and add the regulations so that the law will be international and can prevent effect from investment in instruments having been bought or sold in secondary market.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความสามารถของ ท่านรองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกร และท่านรองศาสตราจารย์ ดร. ภูมิ โชคเหมาะ ที่ท่านทั้งสองมีความเมตตาว่าเป็นที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ รวมทั้งท่านรองศาสตราจารย์ อุดมศักดิ์ สินธิพงษ์ และท่านอาจารย์ ทินวัฒน์ พุกกะมาน ที่ท่านทั้งสองมีความเมตตาว่าเป็น กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ รวมถึงได้เสียสละเวลาอันมีค่าของท่านในการตรวจทานความถูกต้อง เพิ่มเติม และแก้ไขปรับปรุง ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้เขียนขอขอบพระคุณท่านอาจารย์ทั้งหมดเป็นอย่างสูง

ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ นายสุจินต์ และนางมะลิวัล หนองใหญ่ ผู้ซึ่งเป็นบิดา และมารดาของผู้เขียนที่คอยให้กำลังใจ ปลอบใจ และคอยติดตามถามถึงความก้าวหน้าในวิทยานิพนธ์มาโดยตลอด รวมถึงได้มอบโอกาสทางการศึกษาให้แก่ผู้เขียนมาโดยตลอด และคอยสนับสนุนไม่ว่าจะเป็นในเรื่องใด ๆ ก็ตาม

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ นางสาวอรุณช กิจวรเมธา นางสาวธัญนิชา ไชยรัชต์ นายสุนทร ตันมันทอง และเพื่อน ๆ น้อง ๆ ทุกคนที่ช่วยในการแปลเอกสาร และรวบรวมข้อมูล รวมทั้งคอยช่วยเหลือให้กำลังใจ ให้คำปรึกษา และคอยรับฟังปัญหา ช่วยหาแนวทางแก้ไขให้แก่ผู้เขียน ในระหว่างการทำวิทยานิพนธ์เสมอมา

รวมทั้ง อาจารย์วิไลพรรณ เจสวะ อาจารย์ที่เคารพที่คอยแนะนำสิ่งดี ๆ และคอยให้กำลังใจในการทำวิทยานิพนธ์ รวมถึงแนวทางวิธีการทำวิทยานิพนธ์

ท้ายที่สุดนี้หากมีข้อ ผิดพลาดในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แต่ประการใด ผู้เขียนกราบขออภัย และน้อมรับไว้เพียงผู้เดียว ส่วนใดที่เป็นข้อดีของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนขอขอบคุณความดีนั้นให้แก่ท่านอาจารย์ และผู้ทรงคุณวุฒิทุกท่านที่เป็นที่ปรึกษาที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมทั้งบิดามารดา และเพื่อน ๆ ของผู้เขียน

ทิพวรรณ หนองใหญ่

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ฉ
กิตติกรรมประกาศ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	6
1.3 สมมติฐานของการศึกษา	7
1.4 วิธีดำเนินการศึกษา	8
1.5 ขอบเขตของการศึกษา	8
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา	8
1.7 นิยามศัพท์	9
2 วิวัฒนาการและแนวคิดในการควบคุม กำกับ และหรือดูแลตราสารอนุพันธ์	12
2.1 วิวัฒนาการและแนวคิดในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตราสารอนุพันธ์ของสหรัฐอเมริกา	12
2.1.1 วิวัฒนาการในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล ตราสารอนุพันธ์	18
2.1.2 แนวคิดในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล ตราสารอนุพันธ์	20
2.1.3 องค์กรในการกำกับดูแลสถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกา	24
2.1.4 บทบาทในการควบคุมกำกับดูแล	28
2.2 ความหมายและความสัมพันธ์ของปัญหาที่เกิดจาก สินเชื่อด้อย (Subprime Loan) ในสหรัฐอเมริกา	30
2.2.1 ความหมายของซับไพร์มและกรณีที่เกิด ปัญหาของสินเชื่อด้อย	31

บทที่	หน้า
2.2.2 ปัญหาสินเชื่อซับไพรม์ที่เกี่ยวข้องกับ การพัฒนาตราสารทางการเงิน.....	36
2.3 วิวัฒนาการและแนวคิดในการควบคุม กำกับ และหรือดูแล ตราสารอนุพันธ์ของประเทศไทย.....	40
2.3.1 แนวคิดในการควบคุม กำกับ และหรือดูแล ตราสารอนุพันธ์.....	42
2.3.1.1 ตลาดการเงิน การจัดกลุ่มตลาดการเงิน.....	47
2.3.1.2 บทบาทและหน้าที่ของตลาดการเงิน.....	51
2.3.1.3 พัฒนาการของระบบการเงิน.....	55
3 มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับและ/หรือดูแล ปัญหาการออกตราสารอนุพันธ์.....	60
3.1 มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหา การออกตราสารอนุพันธ์ของสหรัฐอเมริกา.....	60
3.1.1 องค์ประกอบของการแปลงสินทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ (Securitization).....	61
3.1.1.1 หลักกฎหมายล้มละลายและระเบียบเกี่ยวกับการแปลง สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา.....	65
3.1.1.2 ตราสารอนุพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับการแปลง สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization).....	78
3.1.1.2.1 Collateralized Debt Obligations (CDOs).....	79
3.1.1.2.2 Credit Default Swap (CDS).....	91
3.2 มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหา การออกตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์ของประเทศไทย.....	95
3.2.1 แนวทางในการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ตาม พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535.....	95
3.2.2 พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540.....	99

บทที่	หน้า
3.2.3 เหตุผลและความจำเป็นในการเสนอร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540	108
4 วิเคราะห์เปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายในการควบคุมกำกับ และหรือดูแลการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ตามกฎหมายไทยและสหรัฐอเมริกา	113
4.1 ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ตามกฎหมายไทยและสหรัฐอเมริกา	113
4.1.1 ปัญหาการขายที่แท้จริง (True Sale)	114
4.1.2 ปัญหาการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลาย (Bankruptcy and Reorganization Risk)	121
4.1.3 ปัญหาทางภาษีและการบัญชี (Tax and Account)	125
4.1.4 ปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารการเงิน (Credit Enhancement)	130
4.2 วิเคราะห์ผลกระทบและแนวทางแก้ไขที่ประเทศไทยและสถาบันการเงินของต่างประเทศได้รับจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน	132
4.2.1 วิเคราะห์ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศ	133
5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	139
5.1 บทสรุป	139
5.2 ข้อเสนอแนะ	145
บรรณานุกรม	148
ภาคผนวก ก	154
ภาคผนวก ข	166
ประวัติผู้เขียน	172

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในช่วงกว่าสิบปีที่ผ่านมาหลายสิ่งได้เกิดการเปลี่ยนแปลง และเกิดการพัฒนา แม้กระทั่งระบบเศรษฐกิจของประเทศก็เกิดความเจริญก้าวหน้าขึ้นอย่างเป็นลำดับ ทำให้แม้แต่คนไทยเองเฉลี่ยแล้วมีรายได้เพิ่มสูงขึ้นทุกปี ความก้าวหน้าทางด้านคมนาคม และทางด้านโทรคมนาคมได้มีส่วนช่วยทำให้ระยะห่างระหว่างประเทศไทยกับประเทศที่พัฒนาแล้วเกิดความแคบลง และจากการพัฒนาจนก่อให้เกิดความก้าวหน้าในด้านต่าง ๆ ในต่างประเทศได้ถูกนำมาประยุกต์ใช้ในเวลาที่รวดเร็วแก่ประเทศที่ พัฒนาน้อยที่สุด และประเทศกำลังพัฒนาอย่างประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นทางด้านการผลิต การจัดการ การบริหาร ตลอดจนความก้าวหน้าทางด้านการเงิน ซึ่งถือเป็นประเด็นสำคัญที่ในทุกประเทศต่างให้ความสนใจต่อการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน ซึ่งตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกาถือเป็นตลาดการเงินที่ทุกประเทศให้ความสนใจ และมีความเกี่ยวข้องต่อระบบเศรษฐกิจ และระบบภายในของประเทศเป็นอย่างมาก

ตลาดการเงินนั้นถือได้ว่า เป็นกลไกหลักของระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ที่จะทำหน้าที่จัดสรรทรัพยากรทางการเงินจากผู้ที่มีเงินลงทุนไปสู่ผู้ที่ต้องการที่จะระดมเงินทุน ซึ่งตลาดการเงินถือเป็นเครื่องมือที่ภาครัฐใช้ในการบริหารจัดการภาวะเศรษฐกิจของประเทศ เพื่อให้เกิดเสถียรภาพ และเกิดความคล่องตัว ตั้งแต่ระดับรากหญ้าจนถึงระดับที่เป็นผู้มีเงินลงทุนในระดับสูง ตลอดจนเป็นศูนย์กลางในการระดมทุนให้กับหน่วยธุรกิจ และเป็นช่องทางในการออม และการลงทุนในฐานะผู้ออม และผู้ลงทุน โดยตลาดการเงินดังกล่าวนี้ได้มีการขยายตัวอย่างกว้างขวางออกไปสู่ระบบการเงินของประเทศ และระหว่างประเทศ เพื่อเป็นการเพิ่มโอกาสให้แก่นักลงทุน และเป็นการเพิ่มโอกาสความก้าวหน้าแก่เศรษฐกิจภายในของแต่ละประเทศ ซึ่งตลาดการเงินที่เป็นที่สนใจแก่นักลงทุนทั่วโลก หรือแม้กระทั่งนักลงทุนของไทยเองคงไม่พ้นตลาดการเงินที่มีสภาพคล่องตัว และมีความมั่นคง และถือเป็นตลาดที่นานาอารยประเทศมีความประสงค์ที่จะลงทุน และ

เปิดเสรีทางการค้าด้วยอย่างสหรัฐอเมริกาที่มีความเติบโตทางตลาดการเงินอย่างรวดเร็ว และเป็นที่น่าเชื่อถือของหลาย ๆ ประเทศทั่วโลก

ตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกาในปี ค.ศ. 2000 จนถึงปี ค.ศ. 2005 ในส่วนของตลาดอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาเกิดการขยายตัวอย่างสูงมาก ซึ่งจากการขยายตัวในด้านอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวเป็นต้นตอที่ก่อให้เกิดวิกฤติทางการเงินในตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกา จนวิกฤติดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจทั่วโลก กล่าวคือ วิกฤติการณ์ทางการเงินครั้งนี้เป็นวิกฤติการณ์ที่เกี่ยวข้องกับที่อยู่อาศัย เนื่องจากราคาบ้านในตลาดสหรัฐอเมริกาเติบโตเกินกว่าร้อยละ 50 และมีการสร้างบ้านใหม่เกิดขึ้นทั่วไปหมด ซึ่งการขยายตัวของตลาดการเงินในครึ่งแรกของปี ค.ศ. 2005 มาจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับบ้าน ทั้งที่เกี่ยวข้องโดยตรง เช่น การสร้างบ้าน และซื้ออุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับบ้าน เช่น เฟอร์นิเจอร์ใหม่ หรือธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องโดยตรง เช่น การใช้จ่ายเงินที่ได้จากการจำนองบ้าน ซึ่งคนอเมริกันส่วนใหญ่ไม่ทราบว่าราคาบ้านส่วนใหญ่อ้างอิงตามเงินเพื่อ ซึ่งการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อย่างการซื้อบ้านถือได้ว่าเป็นการลงทุนที่ก่อนหน้านี้ได้สูงสำหรับครัวเรือนส่วนใหญ่แล้วถือได้ว่าเป็นการลงทุนที่ถือว่าดี แต่เมื่อราคาบ้านได้เพิ่มขึ้นไปอีกถึงร้อยละ 50 ทำให้ทัศนคติของคนอเมริกันเปลี่ยนไปอย่างเช่น ถ้าหากซื้อบ้านในราคา 200,000 เหรียญด้วยเงินกู้อัตราร้อยละ 90 และหากอีก 5 ปีต่อมาได้ขายออกไปในราคา 300,000 เหรียญ เท่ากับได้กำไรถึง 5 เท่า และนำกำไรที่ได้ไปลงทุนด้วยการวางดาวบ้านหลังใหม่ และขายเพื่อเก็งกำไรในภายหลัง เพื่อให้ได้กำไรในส่วนต่าง แต่ฟองสบู่อสังหาริมทรัพย์จากปี ค.ศ. 2000 ถูกสร้างขึ้นโดยนักวิชาการการเงิน ซึ่งเหตุการณ์เช่นนี้ไม่ได้เกิด เฉพาะในสหรัฐอเมริกาเท่านั้น แต่ยังเกิดขึ้นที่ประเทศอังกฤษ ออสเตรเลีย สเปน และประเทศอื่น ๆ ที่มีการผ่อนปรนกฎระเบียบในการปล่อยสินเชื่อเพื่อซื้อบ้าน เนื่องจากที่อยู่อาศัยเป็นสินทรัพย์ที่ได้มาโดยการก่อกองสูง ราคาบ้านจึงมีความอ่อนไหวอย่างสูงต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ซึ่งในครั้งหลัง ดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลง ทำให้ธนาคาร และสถาบันการเงินที่ให้สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะที่มีกองทุนน้อย ต้องปรับเกณฑ์ประเมินการให้สินเชื่อ เพื่อให้ผู้กู้ได้รับอนุมัติเร็วขึ้น แม้ว่าจะเป็นผู้ที่มีเครดิตต่ำ ธนาคาร และสถาบันที่ให้ สินเชื่อยังปล่อยกู้ให้แก่ผู้กู้ ที่เรียกกันว่า “ฟลิปเปอร์” (flipper) คือ คนที่ซื้อบ้านเพื่อนำไปขายต่อ ซึ่งในปี ค.ศ. 2005 ในจำนวนผู้ซื้อบ้านทั้งหมด อัตราร้อยละ 40 เป็นนักลงทุน และซื้อบ้านหลังที่สองเพื่อเป็นการเก็งกำไร

หนึ่งเมื่อปลายปี ค.ศ. 2007 ธุรกิจสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ถึงจุดต่ำสุด ทำให้ราคาบ้านลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ช่วงที่ผ่านมาต่างก็หวั่น และเป็นกังวลเกี่ยวกับปัญหาวิกฤติการณ์ซับไพร์ม

(Subprime) ของสหรัฐอเมริกาว่าจะมีผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจโลก ซึ่งการเกิดปัญหาสินเชื่อซับไพร์ม ที่มีสาเหตุมาจากการปล่อยกู้ให้กับผู้ที่มีความน่าเชื่อถือต่ำ โดยใช้สังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกัน แต่เนื่องจากมีประวัติการเงินที่ไม่น่าเชื่อถือ มีโอกาสที่จะผิดนัดชำระหนี้สูง ทำให้ต้องเสียดอกเบี้ยสูงกว่าอัตรามาตรฐาน ซึ่งอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวนั้นยังถือว่าต่ำกว่า อัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิต เนื่องจากว่าสินเชื่อซับไพร์ม (Subprime Loan) นั้นเป็นสินเชื่อที่มีหลักประกันต่ำ ประกันซึ่งสาเหตุที่ก่อให้เกิดปัญหาซับไพร์ม ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์สินเชื่อซับไพร์มที่มีผลกระทบต่อระบบสถาบันการเงินทั่วโลก ซึ่งจากปัญหาดังกล่าวทำให้เกิด นวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ ที่เกิดขึ้น จากการที่ธนาคารสหรัฐอเมริกาปล่อยสินเชื่อซับไพร์มให้กับผู้ที่มีความน่าเชื่อถือต่ำ เพราะมีมุมมองว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐอเมริกากำลังอยู่ในช่วงขาขึ้น ทั้งนี้ เกิดจากการที่ธนาคารปล่อยสินเชื่อซับไพร์มในปริมาณที่มากย่อมก่อให้เกิดความเสี่ยงมากเช่นกัน (High Risk High Return) ธนาคารจึงต้องแบ่งความเสี่ยงโดยการใช้ขบวนการในการสร้างนวัตกรรมทางการเงินใหม่ขึ้นมา โดยนำหลักประกันประเภทซับไพร์มไปรวมกับสินเชื่อไพร์มที่มีคุณภาพ เพื่อออกตราสารที่หนุนหลังสินเชื่อสังหาริมทรัพย์ หรือสินทรัพย์ (Mortgage-Backed Securities : MBS¹ และ Asset-Backed Securities : ABS)

หลังจากนั้นจึงมีการแปลงตราสารดังกล่าวเป็น ตราสารอนุพันธ์ ที่เรียกว่า CDOs (Collateralized Debt Obligations) เป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักประกัน เพื่อให้ตราสารดังกล่าวมีความซับซ้อนมากขึ้น หรือเรียกว่า เป็นการทำ "Securitization" ซึ่ง CDOs เป็นตราสารอนุพันธ์อย่างหนึ่ง โดยจะจ่ายเงินให้แก่นักลงทุนในตราสารในรูปของกระแสเงินสดที่ได้มาจากการเก็บหนี้ที่นำมาค้ำประกันตราสารนั้น ซึ่ง CDOs เป็นการลงทุนในตราสารที่มีหลักประกัน วิธีการคือการนำหลักประกันค้ำประกัน สินทรัพย์ประเภท บ้าน ที่ดินมาจัดรวมกันกับหุ้นกู้ และสินเชื่ออื่น ๆ รวมเป็นกองคล้ายกองทุนรวม แล้วตั้งราคาขายออกไป ทำให้สถาบันการเงินจำนวนมากไปลงทุนซื้อตราสารที่มีหนี้เกรดสองเป็นหลักประกันจำนวนมากมาย

¹ MBS ย่อมาจาก Mortgage-Backed Securities เป็นตราสารการเงินที่ผู้ซื้อลงทุนในสินเชื่อที่อยู่อาศัย การเกิดของ MBS เริ่มจากสถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อให้ผู้กู้ไปซื้อที่อยู่อาศัย และผู้กู้จะต้องผ่อนชำระคืนเงินกู้ทุกเดือน สินเชื่อที่อยู่อาศัยรายนี้รวมกับรายอื่น ๆ จนอาจเป็นหลักหลายร้อยราย จะถูกขายให้กับสถาบันการเงินที่จะรวม และจัดกองสินเชื่อ (สถาบันตัวกลางที่รับซื้อสินเชื่อทำหน้าที่เป็นตลาดรอง) และออกตราสารทางการเงินให้นักลงทุน ที่มาของผลตอบแทนต่อนักลงทุนนี้มาจากดอกเบี้ย และเงินต้นที่ผู้กู้บ้านผ่อนชำระนั่นเอง ตราสารดังกล่าวที่มีกองสินเชื่อที่อยู่อาศัยหนุนหลังในแง่กระแสเงินที่เป็นผลตอบแทนก็คือ MBS

ตลอดจนเกิดการพัฒนาตราสารที่มีความซับซ้อนขึ้นมากกว่าเดิม โดยบัณฑิตสาว สาขาคณิตศาสตร์จากมหาวิทยาลัยเคมบริดจ์ คือ ไบลธ์ มาสเตอร์ส ซึ่งเป็นพนักงานในเจพี มอร์แกน เชส แแบงก์ สาขานิวยอร์ก เป็นผู้สร้างตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยกระบวนการ Synthetic Securitization หรือที่เรียกกันว่า CDS (Credit Default Swap) เป็นรูปแบบหนึ่งของ Credit Derivatives ที่อ้างอิงอยู่กับสินทรัพย์กลุ่มสินเชื่อ กล่าวคือ สัญญาสวอปเป็นความตกลงระหว่างสองฝ่าย ซึ่งเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ซับซ้อนมากยิ่งขึ้น เพื่อใช้ป้องกันการเปลี่ยนแปลง หรือความเสี่ยงในตราสารที่ตนถือครองอยู่ ไม่ว่าจะเกิดการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออก ตลอดจนการผิดนัดชำระดอกเบี้ยของตราสารนั้น ทั้งนี้ CDS (Credit Default Swap) จะประกอบไปด้วย 3 ส่วนใหญ่ ๆ คือ

1. ผู้ซื้อสัญญา (Protection Buyer)
2. ผู้ขายสัญญา (Protection Seller)
3. ผู้ออกตราสาร (Reference Entity)

กล่าวคือ ตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) นั้น ผู้ซื้อสัญญาจะต้องจ่ายเงินค่าธรรมเนียม (Premiums) ให้แก่ผู้ออกตราสารตลอดทั้งอายุของสัญญา ไม่ว่าผู้ออกตราสาร หรือตราสารนั้นจะเกิดการเปลี่ยนแปลง หรือเกิดการผิดนัดชำระหนี้ ผู้ซื้อสัญญาจะได้รับเงินจากผู้ขายตราสาร (ตามที่ได้ตกลงกันไว้ในสัญญา) ในขณะที่ผู้ขายสัญญาจะได้รับผลตอบแทนจากการรับประกันดังกล่าว CDS จึงกลายเป็นตราสารการเงินชนิดใหม่ที่เติบโตได้อย่างรวดเร็ว เป็นตราสารที่ไม่มีตลาดอย่างเป็นทางการ และนอกจากนี้ยังไม่มีกฎหมายที่ควบคุมการซื้อขายในตราสารดังกล่าว คงมีแต่ตลาดรอง Over The Counter (OTC) ที่ผู้ซื้อ และผู้ขายตกลงซื้อขายกันเอง โดยผ่านสถาบันการเงินที่เป็นนายหน้า หรือผู้ค้ำตราสารที่จะได้ค่าธรรมเนียมในการจัดการให้มีการซื้อขาย

ซึ่งจากนวัตกรรมทางการเงินที่พัฒนาอย่างรวดเร็ว ทำให้มีการปล่อยสินเชื่อประเภทซับไพร์มจำนวนมากโดยไม่มีเงินทุนสำรอง อีกทั้งการพัฒนาตราสารทางการเงินที่รวดเร็ว และมีความซับซ้อนจากการคิดค้นตราสารอนุพันธ์ทางการเงินของนักวิศวกรรมการเงิน ถือว่าเป็นสาเหตุสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาวิกฤตการณ์ในตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกา ทำให้วณิชธนกิจทางการเงิน

อันดับต้น ๆ ของสหรัฐอเมริกาได้รับผลกระทบจนต้องปิดตัวลง อย่างเช่น แบร์สเติร์นส์ และเลห์แมน บราเธอร์ส ซึ่งจากเหตุการณ์ดังกล่าวนี้ มีอดีตหัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ธนาคารโลก อย่าง โจเซฟ สติกลิตซ์ มองสาเหตุของวิกฤตการเงินในสหรัฐอเมริกาว่า มาจาก 4 ปัญหาใหญ่ ๆ ดังต่อไปนี้

1. การปล่อยให้มีการเก็งกำไรในอสังหาริมทรัพย์ จากการก่อหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงมากเกินไป (Subprime Loan)
2. ระบบการซื้อขายตราสารใหม่ที่ยังไม่มีระบบที่เป็นทางการ และเป็นกฎเกณฑ์
3. การก่อกำเนิด และการพัฒนาอย่างรวดเร็วของนวัตกรรมทางการเงินที่ออกมาเป็นตราสารทางการเงิน เพื่อตอบสนองความต้องการให้นักลงทุน
4. การขาดความโปร่งใส และการกำกับดูแลของรัฐบาล อีกทั้งยังไม่มีกฎหมายที่เป็นมาตรการที่ควบคุม และสามารถควบคุมการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ทางการเงินให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

ดังนั้นการที่ผู้ลงทุนจะเข้ามาพบกันในตลาดการเงิน จึงเป็นสิ่งสำคัญที่จะทำให้ระบบต่าง ๆ ในตลาดการเงินเป็นไปด้วยความยุติธรรม และโปร่งใส จึงต้องมีการจัดตั้งหน่วยงานขึ้นมาดูแลเป็นการเฉพาะ เพื่อเป็นการป้องกัน และปกป้องคุ้มครองผู้ที่ได้รับผลกระทบจากการกำกับดูแล หรือแม้กระทั่งการออกกฎหมาย เพื่อมาควบคุมตลาดการเงิน จึงเป็นหน้าที่ที่สำคัญของหน่วยงานของรัฐที่ต้องมีความรู้ความชำนาญในการออกกฎหมาย เพื่อควบคุมกลไก และกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทำให้มีประสิทธิภาพ และทำให้เกิดความน่าเชื่อถือแก่นักลงทุนต่างชาติ และเป็นการป้องกันการเกิดปัญหา หรือผลกระทบที่เกิดจากการลงทุนในตลาดการเงินที่ไม่โปร่งใส มีการกำหนดเป้าหมายในการกำกับดูแลเพื่อพัฒนาตลาดการเงิน เนื่องจากในปัจจุบันนั้นได้มีการพัฒนา และมีตราสารทางการเงินหลายรูปแบบที่สามารถตอบสนองต่อความต้องการ และให้ผู้ลงทุนที่มีส่วนร่วมในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น รวมทั้งการพัฒนา และความก้าวหน้าในการซื้อขาย เพื่อให้ผู้ซื้อ และผู้ขายเกิดการซื้อขายที่สะดวกมากขึ้น และจากการพัฒนาดังกล่าวเป็นผลทำให้การกำกับดูแลตลาดการเงิน และการออกกฎหมายควบคุมดูแลตลาดการเงินดังกล่าว ไม่ครอบคลุม และเกิดความล่าช้า ไม่ทันต่อการขยายตัวของตลาดที่มีความรวดเร็วจากแนวคิดของนักลงทุน

ทั้งหลาย ทำให้ประเด็นดังกล่าวกลายเป็นปัญหาลุกลามต่อเศรษฐกิจทั้งใน และต่างประเทศ ซึ่งปัญหาสำคัญที่เกี่ยวกับตลาดการเงิน ต้นตอของปัญหาที่เป็น เรื่องสำคัญในขณะนี้ คือ ปัญหาตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกาที่เกิดจากการพัฒนาตราสารทางการเงิน โดยผ่านกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) อย่างรวดเร็ว ทำให้ทุกประเทศทั่วโลกได้รับผลกระทบ ไม่ว่าจะเป็นภาคการเงิน ภายในประเทศ หรือแม้กระทั่งปัญหาภาคอุตสาหกรรม การส่งออก เนื่องจากสหรัฐอเมริกาถือเป็นประเทศคู่ค้าที่สำคัญของหลาย ๆ ประเทศ ซึ่งผลกระทบจากตลาดการเงินสหรัฐอเมริกาล่มสลายได้ส่งผลกระทบต่อประเทศไทย และอีกหลายประเทศทั่วโลก ไม่ว่าจะเป็นทางตรง หรือทางอ้อม

จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่จะวิเคราะห์ และศึกษาถึงตลาดการเงินของ สหรัฐอเมริกาที่ก่อให้เกิดปัญหาการเก็งกำไรในอสังหาริมทรัพย์ และการพัฒนาตราสารอย่างรวดเร็วจนทำให้เกิดตราสารหนี้ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ที่เกิดจากกระบวนการ Synthetic Securitization จนออกเป็นตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) ว่ามีวิวัฒนาการ และกระบวนการซื้อขาย อย่างไร จึงก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินไปทั่วโลก รวมทั้งศึกษา และวิเคราะห์ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับปัญหาที่ไม่มีการกำกับดูแลตลาดการเงิน และ/หรือการออกกฎหมาย เพื่อเป็นมาตรการในการควบคุมวณิชยกรรม และสถาบันการเงิน วิเคราะห์ผลกระทบที่ประเทศไทย และต่างประเทศที่ได้รับจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน รวมถึงแนวทางการแก้ไขปัญหาจากผลกระทบที่ได้รับ

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาให้เห็นถึงความสำคัญของ ปัญหาเกี่ยวกับตลาดตราสารทางการเงินของสหรัฐอเมริกาที่ก่อให้เกิด วิกฤตการณ์ทางการเงิน ว่ามีสาเหตุมาจากปัจจัยใดบ้าง และก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อตลาดการเงินอย่างไร

1.2.2 เพื่อศึกษาแนวคิด และวิวัฒนาการทางการเงินทั้งของไทย และสหรัฐอเมริกา และวิวัฒนาการ ของตราสาร อนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) ว่ามีแนวคิด และ มีความสำคัญอย่างไรต่อภาคตลาดการเงินในสหรัฐอเมริกา

1.2.3 เพื่อศึกษาปัญหา และมาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล ปัญหาการออก ตราสารอนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) และปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

1.2.4 เพื่อศึกษา และวิเคราะห์มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหาการออกตราสารอนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) ปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และผลกระทบในด้าน ของ เศรษฐกิจที่เกิดขึ้นต่อประเทศไทย

1.2.5 เพื่อศึกษาค้นคว้าหามาตรการที่เหมาะสมมาใช้เป็นแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิด จากการออกตราสารอนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) เพื่อใช้เป็นแนวทางในการป้องกันการเกิดปัญหาต่อตลาดการเงินในไทย

1.3 สมมติฐานของการวิจัย

ตลาดการเงินนั้นถือเป็นกลไกที่สำคัญไม่ว่าจะเป็นทั้งในประเทศ และระหว่างประเทศอย่างมาก ซึ่งจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกี่ยวกับการเก็งกำไรในอสังหาริมทรัพย์ ที่ก่อให้เกิดผลกระทบไปทั่วโลกรวมทั้งประเทศไทย ที่เกิดจากการพัฒนาอย่างรวดเร็วของตราสารอนุพันธ์ทางการเงิน ที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา และปล่อยสินเชื่อให้แก่ผู้ที่มีเครดิต หรือความน่าเชื่อถือในทางการเงินในระดับต่ำกว่ามาตรฐาน จนก่อให้เกิดปัญหาสินเชื่อซับไพร์ม รวมถึงการพัฒนาตราสารทางการเงินโดยกระบวนการ Securitization จนเกิดตราสารอนุพันธ์อย่าง CDOs (Collateralized Debt Obligations) และการพัฒนาตราสารที่ ซับซ้อนมากยิ่งขึ้นด้วยกระบวนการ Synthetic Securitization จนเกิดเป็นตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) ซึ่งในตลาดการเงินนั้นขาดความโปร่งใส และการกำกับดูแลจากภาครัฐบาล และการออกกฎหมายเพื่อควบคุมดูแล เพื่อเป็นการคุ้มครอง และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน เช่นนี้จึงต้องวิเคราะห์ว่า ปัญหาสินเชื่อซับไพร์มที่เกิดจากความหละหลวมของธนาคาร และสถาบันสินเชื่อ นั้น จะมีแนวทางแก้ไขได้หรือไม่ และหากว่ามีการพัฒนา และเคร่งครัดต่อภาคการกำกับดูแล และออกกฎหมาย เพื่อเป็นมาตรการควบคุม และสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนจะทำให้ปัญหาดังกล่าวมีความรุนแรงที่ลดลง และผลกระทบที่ได้รับจากวิกฤตการณ์ทางการเงินนั้นจะลดลงหรือไม่ และอย่างไร

1.4 วิธีดำเนินการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัยจะใช้การวิจัยเอกสาร (Documentary Research) โดยทำการศึกษาจากเอกสาร บทความ และหนังสือต่าง ๆ เช่น หนังสือทางกฎหมาย วารสารทางกฎหมาย ตลอดจนระบบกลไกในตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกา และกฎหมายที่ควบคุมตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกา ปัจจัยการก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจทั่วโลก ในฐานะประเทศคู่ค้าที่สำคัญ และในฐานะกฎหมายระหว่างประเทศ รวมทั้งการค้นหาข้อมูลในสื่ออิเล็กทรอนิกส์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง และหนังสือพิมพ์รายวันต่าง ๆ ที่รายงานความเคลื่อนไหวของการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับภาคอสังหาริมทรัพย์ และผลกระทบจากวิกฤตการณ์ที่เกิดจากการพัฒนาตราสารทางการเงินอย่างรวดเร็ว และซับซ้อนมากขึ้น จนก่อให้เกิดผลกระทบทั้งในประเทศ และต่างประเทศ รวมทั้งแนวคิดในทาง ต่างประเทศ และในประเทศ เพื่อแสดงให้เห็นถึงปัญหาที่เกิดขึ้น ตลอดจนแนวทางในการแก้ไขปรับเปลี่ยนกฎหมายให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

1.5 ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาระบบกลไกตลาดการเงินของสหรัฐอเมริกา ในประเด็นการก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกี่ยวข้อง กับการเก็งกำไรในอสังหาริมทรัพย์ ที่เกิดจากปัญหาสินเชื่อซับไพร์ม จากการที่ธนาคาร และสถาบันให้สินเชื่อทางการเงิน และการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ทางการเงิน ที่เกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อย่าง ตราสารหนี้ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) ว่าก่อให้เกิดผลกระทบ อย่างไร และจากวิกฤตการณ์ดังกล่าว ควรมีการออกกฎหมายเพื่อควบคุม กำกับ และ /หรือ ดูแล ของ ภาคการกำกับดูแลตลาด การเงินให้มีความครอบคลุมมากขึ้น

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

1.6.1 ทำให้ทราบถึงความสำคัญของปัญหาที่ เกี่ยวกับตลาดการเงิน และเศรษฐกิจ ของสหรัฐอเมริกา ที่เกิดวิกฤต การณ์ทางการเงิน มีสาเหตุมาจากปัจจัยใดบ้าง และก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างไร

1.6.2 ทำให้ทราบถึงแนวคิด และวิวัฒนาการในการพัฒนาตราสารอนุพันธ์อย่าง CDOs (Collateralized Debt Obligations) ที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) ว่ามีแนวคิด และมีความสำคัญอย่างไรต่อภาคตลาดการเงินในสหรัฐอเมริกา

1.6.3 ทำให้ทราบถึงปัญหา และมาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหา การออก ตราสารอนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) และปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

1.6.4 ทำให้ทราบถึงมาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหา การออก ตราสารอนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) และปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และผลกระทบในด้านของเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นต่อประเทศไทย

1.6.5 ทำให้ทราบถึงมาตรการที่เหมาะสมมาใช้เป็นแนวทาง ในการแก้ไขปัญหา ที่เกิดจากการออก ตราสารอนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และ CDS (Credit Default Swap) เพื่อใช้เป็นแนวทางการป้องกันการเกิดปัญหาต่อตลาดการเงินของไทย

1.7 นิยามศัพท์

1.7.1 CDOs (Collateralized Debt Obligations) หมายถึง ตราสารอนุพันธ์เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ที่นำเอาหนี้มากองรวมกัน และแปลง ออกมาเป็นหลักทรัพย์โดยกระบวนการ Securitization

1.7.2 CDS (Credit Default Swap) หมายถึง เครื่องมือทางการเงินเพื่อใช้ป้องกันการเปลี่ยนแปลง หรือความเสี่ยงในตราสารการเงินเป็น Credit Derivative ชนิดหนึ่งที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ Synthetic Securitization

1.7.3 ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives Securities) หมายถึง ตราสารที่ก่อกำเนิดจาก หรือแปรผันตามสิ่งอ้างอิง เป็นสัญญาทางการเงินระหว่างบุคคลตั้งแต่ 2 ฝ่ายขึ้นไป เพื่อตกลงกันที่จะ

ซื้อขายสินทรัพย์อ้างอิง (Underlying Assets) ในปัจจุบัน แต่จะทำการส่งมอบ และชำระราคากันในอนาคต ตราสารอนุพันธ์ถูกสร้าง และออกแบบมาเพื่อใช้เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทางการเงินที่เกี่ยวข้องกัน หรือสินทรัพย์อ้างอิง (Underlying Assets) โดยปกติแล้วการซื้อขายตราสารทางการเงิน เช่น หุ้นกู้ หุ้นสามัญ ฯลฯ นั้น ผู้ขายซึ่งเป็นผู้ที่ต้องการเงินทุนจะเป็นผู้ออกตราสารมาขายให้แก่ผู้ซื้อ (Investors) ซึ่งเป็นผู้ที่มีเงินลงทุน

1.7.4 Subprime Loan หมายถึง การปล่อยสินเชื่อให้แก่ผู้ที่มีความน่าเชื่อถือต่ำ เป็นสินเชื่อที่มีคุณภาพเป็นรอง

1.7.5 Securitization หมายถึง การนำสินทรัพย์ของผู้ระดมทุน ซึ่งอาจมีสภาพคล่องในการซื้อขายต่ำมากกองรวมกัน และโอนให้กับบริษัทตัวกลางที่จัดตั้งขึ้น เพื่อออกหลักทรัพย์ที่มีกองทรัพย์สินหนุนหลัง ซึ่งผู้ลงทุนสามารถนำหลักทรัพย์ดังกล่าวไปขายต่อได้โดยมีสภาพคล่องสูงขึ้น

1.7.6 สินทรัพย์ (Assets) หมายถึง สิ่งที่มีตัวตน หรือไม่มีตัวตนอันมีมูลค่า ซึ่งบุคคลหรือกิจการเป็นเจ้าของ หรือมีสิทธิครอบครองถูกต้องตามกฎหมาย

1.7.7 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) หมายถึง สินทรัพย์ที่สัมผัสได้ มองเห็น และมีตัวตน ได้แก่ เงินสด เงินฝากธนาคาร ตัวเงินรับ ลูกหนี้ สินค้าคงเหลือ ฯลฯ

1.7.8 สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน (Intangible Assets) หมายถึง สินทรัพย์ที่ไม่อาจสัมผัสได้ ไม่อาจแลเห็น แต่ให้ประโยชน์ต่อการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วจะมีลักษณะเป็นสิทธิต่าง ๆ ตาม ที่กฎหมาย กำหนด เช่น สัมปทาน สิทธิบัตร ลิขสิทธิ์ ค่าความนิยม เครื่องหมายการค้า สัญญาเช่า ค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งกิจการ และค่าใช้จ่ายรายการตัดบัญชี ฯลฯ

1.7.9 Originator หมายถึง เจ้าของกองทรัพย์สิน ซึ่งอาจจะบริษัท สถาบันการเงิน นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้ง รวมทั้งผู้ประกอบการสาขาภูมิภาค

1.7.10 Special Purpose Vehicle (SPV) หมายถึง ผู้ที่รับซื้อสินทรัพย์จากเจ้าของสินทรัพย์เดิม (Originator) แล้วนำสินทรัพย์เหล่านั้นรวมเข้าด้วยกันเป็นกอง ดังกล่าวข้างต้น

หรือหนี้หลังตราสารนั้นอยู่ ซึ่งปกติ มักใช้สินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ ในอนาคต (Future Cash Flow)

1.7.11 Servicer หมายถึง ผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้ ที่เข้ามาทำหน้าที่ในการเรียกเก็บหนี้ หรือเรียกว่า Servicer ซึ่งเป็นหนี้ที่ลูกหนี้เงินกู้ที่ถูกขายออกไปจากเจ้าของเดิมแต่ยังมีภาระผูกพันที่ต้องชำระหนี้ทั้งเงินต้น และดอกเบี้ยอยู่ เมื่อ Servicer เก็บหนี้ได้แล้วหลังจากหักค่าบริการแล้วก็ จะนำส่งให้แก่ SPV



บทที่ 2

วิวัฒนาการ และแนวคิดในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์

ในบทที่ 2 นี้ ผู้เขียนได้นำเสนอแนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีทางการเงิน ความหมาย และความเป็นมาของแนวคิด และทฤษฎีทางการเงิน รวมถึงบทบาท และหน้าที่ในการควบคุมตลาดการเงิน เพื่อให้ทราบถึงหลักการ และแนวคิดพื้นฐาน เพื่อชี้ให้เห็นว่าการพัฒนาแนวความคิดและทฤษฎีทางการเงินเป็นส่วนที่สำคัญอีกส่วนหนึ่ง ซึ่งถือว่าเป็นปัจจัยที่สามารถก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับภาคตลาดการเงิน รวมทั้งชี้ให้เห็นช่องโหว่ และข้อบกพร่องของแนวความคิด และบทบาทของการควบคุมดูแลตลาดการเงินว่าเป็นอย่างไร อันส่งผลให้เกิดการพัฒนาตราสารทางการเงินจนเป็นสาเหตุทำให้ส่งผลกระทบต่อ การควบคุมดูแล ระบบเศรษฐกิจ และการค้าของประเทศ เพื่อจะเป็นประโยชน์ในการนำไปใช้เป็นความรู้ และข้อมูลในการวิเคราะห์ในบทต่อไป

2.1 วิวัฒนาการ และแนวคิดในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตราสารอนุพันธ์ของสหรัฐอเมริกา

ความเชื่อในระบบทุนนิยมเสรี ที่ว่าเป็นระบบที่สามารถแก้ไขปัญหาได้ และเป็นการนำพาสังคมโลกไปสู่การพัฒนาที่แท้จริงและยั่งยืน ที่พิสูจน์ได้จากผลสำเร็จต่าง ๆ ที่นานาประเทศทั่วโลกได้รับจากระบบทุนนิยมเสรีทั้งในอดีตและปัจจุบัน อาจถือได้ว่า ระบบทุนนิยมเสรีเป็นเพียงข้ออ้างของการเอารัดเอาเปรียบ และกดขี่ประชาชน และภาครัฐออกจากกระบวนการทางเศรษฐกิจและสังคม และมอบอำนาจสิทธิขาดเหนือผลประโยชน์ทั้งหมดให้กับบริษัทข้ามชาติให้เข้ามามีบทบาทจนถึงปัจจุบัน ซึ่งหากกล่าวตามหลักของความเป็นจริงแล้ว หลักการค้าเสรีมิได้มีความเป็นธรรม และมีการปฏิบัติอย่างเคร่งครัด หากแต่เป็นการเลือกปฏิบัติของกลุ่มผู้ที่มีอำนาจเท่านั้น หลังสงครามโลกครั้งที่สอง สหรัฐอเมริกาได้กลายเป็นผู้นำในการนำระบบทุนนิยม เสรี และเริ่มมีการผลักดันแนวคิดเสรีนิยมใหม่ (Neoliberalism) เพื่อเป็นการสร้างระเบียบโลกใหม่ภายใต้ การนำของสหรัฐอเมริกา

นายเจอร์รี เอนส์ นักประวัติศาสตร์ระดับอาวุโสของซีไอเอได้กล่าวไว้ว่า “ภายหลังสงครามโลกครั้งที่สอง สหรัฐอเมริกามีความหวังในผลประโยชน์ของประเทศตน จึงได้ก้าวขึ้นทำหน้าที่ดูแลประโยชน์ ของระบบทุนนิยมโลก ผู้สร้างแนวคิดเสรีนิยมใหม่ ก็คือ บรรษัทข้ามชาติ ระดับโลก ซึ่งผ่านการสร้างแนวคิด และค่านิยมของสังคม รวมไปถึง การผลักดันนโยบายต่าง ๆ แนวคิดเสรีนิยมใหม่แบ่งออกได้เป็นสองส่วน คือ ส่วนแรก ว่าด้วยโครงสร้างการเมืองโลกภายใต้ระบอบประชาธิปไตยแบบตัวแทน ส่วนที่สอง ว่าด้วยโครงสร้างเศรษฐกิจโลกภายใต้ระบบทุนนิยมเสรี แนวคิดทุนนิยมเสรีซึ่งแบ่งออกได้เป็น 4 ทาง ตามที่มาของฉันทามติวอชิงตัน¹ คือ

1. การเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน (Liberalization)
2. การสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ (Stabilization)
3. การยกเลิกกฎเกณฑ์การควบคุมกำกับของรัฐ (Deregulation)
4. การโอนกิจการของรัฐให้ธุรกิจเอกชน (Privatization)

แต่จากวิวัฒนาการของระบบทุนนิยมเสรีใหม่ก่อนการพัฒนาแนวความคิดต่าง ๆ ทั้งหลาย ขึ้นอยู่กับสภาพ และการดำรงอยู่ของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งในแต่ละยุคได้มีการพัฒนาที่แตกต่างกัน ผู้เขียนจึงขอเสนอตั้งแต่รูปแบบของระบบลัทธิ รวมถึงแนวคิดที่เกิดขึ้นก่อนมาเป็นแนวคิดทฤษฎีแบบทุนนิยมเสรีนิยมใหม่

ในช่วงปลายยุคกลาง การค้าระหว่างประเทศถือว่า มีความสำคัญ และมีบทบาทต่อพวกพ่อค้าอย่างกว้างขวาง ประกอบกับแนวความคิดทุนนิยม เสรี โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับ “การแสวงหาประโยชน์” และความเจริญก้าวหน้าในการแสวงหาเทคโนโลยีใหม่ ๆ ซึ่งเป็นที่มาของนโยบายทางเศรษฐกิจใหม่ที่แตกต่างไปจากยุคกลางอย่างสิ้นเชิง กระบวนการทางเศรษฐกิจจากยุคโบราณจนถึงยุคกลางนั้น ยังไม่ค่อยก้าวหน้า และยังไม่มีความสลับซับซ้อนมากนักยังมีการดำเนินการ และจำกัดให้อยู่ในขอบเขตกฎเกณฑ์ ที่ถือว่า มนุษย์ดำรงอยู่ในศีลธรรม ประกอบกับการใช้หลักของการปฏิบัติกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เช่น ยังมีหลักของราคาที่ยุติธรรมไม่แสวงหา

¹ Chakravathi Raghavan, “Globalization Has unleashed extraordinary inequality and insecurity-ILO, ” Third World resurgence 118/119(June-July 2000): 37.

กำไรที่เกินควร หรือไม่เป็นธรรม นโยบายทางเศรษฐกิจใหม่ หรือนโยบายลัทธิพาณิชย์นิยม (mercantilism) ในสมัยศตวรรษที่ 15 มีวิวัฒนาการ และอุดมการณ์ที่แตกต่างกันออกไปตามสภาพ และเงื่อนไขของแต่ละประเทศ

ลัทธิพาณิชย์นิยม (mercantilism) หรือนโยบายทางเศรษฐกิจใหม่ของประเทศในทวีปยุโรปในช่วงปี ค.ศ. 1450-1750 A, Smith เป็นผู้ใช้คำว่า “mercantilist” เป็นคนแรก เพื่อชี้ให้เห็นถึงแนวโน้มนโยบายเหล่านี้ในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งคำว่า “mercantilist” ในภาษาลาตินแปลว่า “การค้า” ดังนั้นลัทธินี้หมายถึง “การมุ่งหากำไรจากการค้า” ซึ่งสรุปได้ว่า แนวความคิดพื้นฐานก็คือ “ความมั่นคงของรัฐย่อมเกิดจากการค้าพาณิชย์ของเอกชน”²

ซึ่งในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจใหม่ หรือลัทธิพาณิชย์นิยมในช่วงศตวรรษที่ 15 ซึ่งในแต่ละประเทศนั้นเริ่มมีการพัฒนา และมีวิวัฒนาการเพิ่มมากขึ้น รวมทั้งมีวิธีการใช้ที่แตกต่างกัน แม้ว่าจะมีแนวทางทั่วไป คือ การแสวงหาผลประโยชน์ให้กับชุมชน และประเทศของตนเอง ในช่วงแนวความคิดทางเศรษฐกิจเริ่มมีบทบาทสูงขึ้น ทำให้เกิดการขยายตัวของการค้าเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วยจนมีการสะสมเงินทอง จนก่อให้เกิดภาวะเงินเฟ้อจนทำให้ราคาสินค้าเกิดสูงขึ้น เงินหมุนเวียนที่มากเกินไปทำให้เกิดภาพสะท้อนของความซับซ้อนมากขึ้น ในศตวรรษที่ 16 จึงมีการแก้ปัญหาเงินเฟ้อในการเพิ่มปริมาณสินค้า เพื่อแก้ไขปัญหาในการบริโภค และมีปริมาณที่เพียงพอต่อความต้องการ และเพื่อเป็นการส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ จึงมีแนวคิดที่ว่า “ประเทศจะมั่นคงเท่ากับผลผลิตที่เพิ่มขึ้น” และ “รัฐบาลต้องส่งเสริมและกระตุ้นการส่งออกด้วยวิธีที่เหมาะสม”

แนวความคิดเกี่ยวกับเสรีภาพทางการค้าเริ่มมีการพัฒนา และนำไปใช้ในหมู่ของพ่อค้ามากขึ้น และเริ่มมีการขยายเป็นวงกว้างออกไปสู่บุคคลกลุ่มต่าง ๆ มากขึ้น และได้รับการยอมรับจากแนวคิดที่มีเสรีภาพ และมีการส่งเสริมให้มีการคิดค้น และพัฒนาแนวคิดดังกล่าว ต่อมา Francois Quesnay ได้ชี้ให้เห็นว่า กฎธรรมชาติต้องการให้บุคคลมีเสรีภาพเต็มที่ในการซื้อขาย และไม่ต้องทำให้รัฐเข้าแทรกแซงเอกชน ปล่อยให้เสรีภาพทางเศรษฐกิจอย่างเต็มที่ ความคิดของสำนัก mercantilism นี้ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มนโยบายทางเศรษฐกิจที่มีความยุ่งยาก และ

² จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย สภาวิจัยสังคม กลุ่มเศรษฐศาสตร์การเมือง, เศรษฐกิจไทย : โครงสร้างกับการเปลี่ยนแปลง, พิมพ์ครั้งที่ 3 (กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2526).

สลัซซ์ช้อนมากขึ้น โดยเฉพาะปัญหาเรื่องเงินตรา เสรีภาพทางตุลการค่า และความมั่นคง การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในขณะนั้น

ในช่วงศตวรรษที่ 18 นั้นประเทศอังกฤษ และฝรั่งเศสมีความมั่งคั่งจากการใช้นโยบายลัทธิพาณิชย์นิยม พ่อค้าเองก็มีการครอบครองเงินทุนจำนวนมหาศาล รวมทั้งความเจริญก้าวหน้าทางด้านวิทยาการและเทคโนโลยี พร้อมทั้งเมื่อเสรีภาพทางการค้ามีมากขึ้น ทำให้โครงสร้างทางสังคม และความสัมพันธ์ทางสังคมเกิดการเปลี่ยนแปลงไป และปรากฏนายทุนและคนงานเป็นจำนวนมาก ซึ่งในช่วงต่อมาทำให้นายทุนมีอำนาจในการต่อรองในระบบของเศรษฐกิจเพิ่มมากขึ้น และเข้ามาบีบบทบาททำให้สังคมดำเนินไปตามความต้องการ แนวคิดทางเศรษฐกิจในช่วงนี้จะแสดงให้เห็นโดยนักคิดจำนวนมากที่เห็นด้วยกับหลักเสรีภาพส่วนบุคคล เช่น J.Jacque Rousseau ได้กล่าวว่า “สังคมต้องให้เสรีภาพแก่มนุษย์เท่าที่สามารถทำได้” และ “ประชาชนต้องเสมอภาคกันต่อหลักกฎหมาย”³ ในช่วงศตวรรษที่ 18 เศรษฐกิจในยุโรปยังมีความซับซ้อนมากขึ้นกับปัญหาต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจ จึงทำให้มีนักคิดพยายามที่จะเสนอแนวความคิดทฤษฎี เพื่อแก้ไขปัญหาในช่วงศตวรรษที่ 18 เป็นต้นมา

ลัทธิเสรีนิยมคลาสสิก หรือสำนัก **Classic** เป็นสำนักที่ครอบงำความคิดทางเศรษฐกิจโลกเสรีนิยมมาจนถึงปัจจุบัน ซึ่งเสรีภาพทางการเมืองของประชาชนถูกจำกัด ทำให้สำนักเสรีนิยมคลาสสิกเกิดขึ้น เพื่อปฏิเสธการจำกัดเสรีภาพ และเรียกร้องสิทธิ และความรับผิดชอบของปัจเจกชน ซึ่งตามแนวความคิดของกลุ่มเสรีนิยมคลาสสิกที่นำโดย จอห์น ลอค เห็นว่า “สิทธิและเสรีภาพถูกอ้างอิงอยู่กับหลักสิทธิธรรมชาติ จึงถือสิทธิและเสรีภาพเป็นเป้าหมายสูงสุด” นอกจากนี้มนุษย์มีสิทธิพื้นฐานในการเป็นเจ้าของทรัพย์สิน เพราะมนุษย์เป็นเจ้าของแรงงาน ตามความเชื่อของลอค สิทธิที่เรียกได้ว่า “กรรมสิทธิ์” นี้จึงไม่ได้เกิดจากรัฐ (ถือว่ามีลักษณะปฏิกริยากับระบอบศักดินา ซึ่งขุนนางและชนชั้นสูงเท่านั้นสามารถเป็นเจ้าของทรัพย์สิน) หลักการเรื่องกรรมสิทธิ์ส่วนบุคคลจึงถือได้ว่า เป็นส่วนสำคัญที่ถูกนำมาปรับปรุง และพัฒนาในภายหลัง⁴

³ Pieter Frantzen, **Histoire de la pensée économique: Une analyse marxiste**, translation by George de Greef (Bruxelles: Éditions de l'Université de Bruxelles, 1978), 25.

⁴ ฉัตรทิพย์ นาถสุภา, **ลัทธิเศรษฐกิจการเมือง**, พิมพ์ครั้งที่ 8 (กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2550), 68-69.

โดยในปี ค.ศ. 1930 ได้เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ นักเศรษฐศาสตร์ อัดัม สมิท ได้สร้างทฤษฎีโดยอาศัยแนวคิดเสรีนิยม และเขียนหนังสือ “The Wealth of Nations” ออกมา ได้มีการยอมรับสิทธิขั้นพื้นฐาน และเสนอ เป็นคำขวัญว่า “ชีวิต (Life) เสรีภาพ (Liberty) และความสุข (the pursuit of happiness)” ซึ่งได้รับอิทธิพลทางความคิดจากนักคิดรุ่นก่อน และนักคิดร่วมสมัยไม่ว่าเรื่องความมีกฎเกณฑ์และระเบียบของธรรมชาติ รวมทั้งมนุษย์และศีลธรรม ซึ่งอัดัม สมิท ได้กล่าวว่า “มือที่มองไม่เห็น” (Invisible Hand) เป็นตัวกำหนดความสัมพันธ์ต่าง ๆ ทางสังคม”

1. รัฐต้องประกันเสรีภาพทางเศรษฐกิจ และไม่เข้าไปแทรกแซงใด ๆ ยกเว้นเพื่อเป็นการคุ้มครองคำสั่ง ระเบียบ – ข้อบังคับของสังคม
2. กลไกที่ผลักดันให้เกิดกิจกรรมของมนุษย์ คือ “ประโยชน์ส่วนบุคคล” มนุษย์เป็น Homo Oeconomicus
3. ความเห็นแก่ตัวของเอกชนเป็นพื้นฐานของการกินดีอยู่ดีทางวัตถุโดยทั่วไป
4. สถาบันทรัพย์สินเอกชนเป็นเงื่อนไขหลักของเสรีภาพส่วนบุคคล
5. กฎธรรมชาติที่มนุษย์ไม่อาจเลี่ยงได้ว่า “ผลพวงจากการงานของผู้ใดย่อมตกเป็นของบุคคลผู้นั้น” แต่ความแตกต่างทางด้านความรู้ ประสิทธิภาพแห่งการทำงาน และพลังแห่งการทำงานเป็นตัวกำหนดความไม่เสมอภาคกันในทรัพย์สินซึ่งกำเนิดขึ้นเป็นปกติ”

ซึ่งที่กล่าวมานี้ เป็นแนวความคิดพื้นฐานของสำนัก Classic ซึ่งแนวคิดของแต่ละนักคิดในสำนัก Classic ที่มีลักษณะที่แตกต่างกันออกไป โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีต่าง ๆ ที่เป็นคำตอบของปัญหาต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจที่สร้างความซับซ้อนมาก และเมื่อเกิดความซับซ้อนต่อวงจรเศรษฐกิจโลกเสรี ทำให้สำนัก Neo-Classic ก็มีการพัฒนาแนวคิดต่าง ๆ ขึ้นอีกมากมาย เพื่อเป็นแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้น เช่น ทฤษฎีว่าด้วยความสมดุลทางเงินตรา Gunnar Myrdal, J.M.Keyner Milton Friedman ทฤษฎีการแข่งขันสมบูรณ์มี Roy Harrod, Heinrich von Stackelberg, John Richard Hick เป็นต้น⁵

⁵ ทิวา เงินยวง, เศรษฐศาสตร์การเมืองสำหรับนักกฎหมาย, พิมพ์ครั้งที่ 4 (กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2541), 17.

ระบบทุนนิยมดำเนินมาด้วยดีจนกระทั่งถึงปี ค.ศ. 1930 เริ่มเป็นปีที่เศรษฐกิจเกิดการตกต่ำ แนวความคิดทางเศรษฐกิจแห่งสำนักคลาสสิก (Classic School) ที่ครอบงำโลกเสรีมาจนถึง ค.ศ. 1929 ที่เชื่อว่า “ระบบเศรษฐกิจทุนนิยมนั้น สามารถแก้ปัญหาต่าง ๆ ได้ โดยรัฐไม่ต้องเข้าไปแทรกแซง”⁶ ต้องได้รับการทบทวนว่า เป็นความคิดที่ถูกต้อง และยังสามารถใช้ได้อยู่ในสภาวะการณ์ที่เศรษฐกิจเกิดปัญหา และเกิดการเปลี่ยนแปลง เพราะทุกฝ่ายไม่ว่าเอกชน หรือรัฐ ต้องพยายามช่วยกันแก้ไข และป้องกันไม่ให้เกิดวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงปี ค.ศ. 1930-1938 ขึ้นอีก

แม้ว่าระบบทุนนิยมจะสามารถผ่านพ้นอุปสรรค และผ่านช่วงวิกฤติดังกล่าวมาได้ อีกระยะก็ต้องเผชิญกับภัยที่เกิดจากสงครามโลกครั้งที่สอง ทำให้เกิดปัญหาต่าง ๆ ขึ้น จนเป็นแรงกระตุ้นให้รัฐต้องเข้ามามีบทบาทในการแก้ไข และกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยอาศัยการควบคุมอย่างเคร่งครัด หรือโดยผ่านการวางแผน เป็นต้น ดังนั้นทำให้ระบบทุนนิยมในระยะหลังนี้จึงเกิดความเปลี่ยนแปลง และความแตกต่างจากแนวคิด และทฤษฎีในยุคแรก ๆ ซึ่งสามารถแบ่งจุดก่อเกี่ยวที่เกิดการเปลี่ยนแปลงในระบบทุนนิยมเสรีได้ 3 ประการ⁷ ดังต่อไปนี้

1. เศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่แห่งศตวรรษที่ 30 (The Great Depression of 1930)
2. ความคิดทางเศรษฐกิจที่พยายามหาทางแก้ไขปัญหาการว่างงานในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ ค.ศ. 1930-1938
3. สงครามโลกครั้งที่สอง (World War II)

ซึ่งสาเหตุต่าง ๆ ที่กล่าวมาในข้างต้นนั้น ส่งผลกระทบให้เกิดการเปลี่ยนแปลง และการปรับตัวของระบบทุนนิยมในอังกฤษ สหรัฐอเมริกา และฝรั่งเศสโดยตรง และมีผลทำให้ความคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิก (Classic) ต้องมีการทบทวน และมีการพยายามแสวงหาแนวทางใหม่ ๆ เพิ่มขึ้นในการแก้ไขปัญหาวิกฤตการณ์ในศตวรรษที่ 30 และแนวทางในการปรับตัว

⁶ อัมพร วิจิตรพันธ์, **คู่มือเศรษฐศาสตร์ทั่วไป (EC 103 (H))**, (กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2530), 22-43.

⁷ ทิวา เงินยวง, **เศรษฐศาสตร์การเมืองสำหรับนักกฎหมาย**, 33-35.

ของระบบทุนนิยม ซึ่งมีนักวิทยาศาสตร์ชาวอังกฤษ คือ John Maynard Keynes (1883-1946) ได้มีความพยายามในการเสนอความคิดในการแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ดังกล่าว

2.1.1 วิวัฒนาการในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตราสารอนุพันธ์

หลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในศตวรรษที่ 30 และภัยของสงครามโลกครั้งที่สอง ระบบทุนนิยมอเมริกาจึงมีลักษณะที่แตกต่างออกไปจากระบบทุนนิยมเสรีในแบบเดิม ลักษณะของความแตกต่างของระบบทุนนิยมอเมริกาในศตวรรษที่ 30 มีความเชื่อว่า “ระบบทุนนิยม” จะมีพลังธรรมชาติในการขับเคลื่อน และสามารถดำรงอยู่ และเศรษฐกิจ จังยังสามารถรักษาดุลยภาพเสมอ กลไกตลาดจะทำหน้าที่ให้ระบบทุนนิยมดำเนินต่อไปได้โดยอัตโนมัติได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางและมีเสรี ระบบเศรษฐกิจในศตวรรษที่ 20 ต้องประสบกับปัญหาต่าง ๆ ซึ่งรัฐบาลของสหรัฐอเมริกา ภายใต้การนำของรัฐบาล Hoover ยังเชื่อมั่นในแนวความคิดของสำนักคลาสสิก โดยเฉพาะปรัชญาเสรี นิยมที่ว่า “รัฐบาลไม่ควรเข้าไปยุ่งเกี่ยว หรือแทรกแซงกิจกรรมทางเศรษฐกิจ มีหน้าที่เพียงสร้างบรรยากาศที่ดีให้แก่เอกชนเท่านั้น ” เมื่อถึงรัฐบาลของ D. Roosevelt เริ่มมีการนำนโยบายแนวใหม่ขึ้นมาใช้ โดยมีการเน้นที่ “บทบาทของรัฐบาลกลางในการแก้ปัญหาวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ” ซึ่งจากการเผชิญหน้ากับวิกฤตการณ์ในช่วงศตวรรษที่ 30 ทำให้บทบาทของรัฐบาลกลางมีความเด่นชัดมากขึ้นในการเข้าไปแทรกแซงเศรษฐกิจของชาติ ซึ่งเป็นการปฏิเสธความเชื่อของลัทธิระบบเสรีนิยมที่ว่า รัฐไม่ควรเข้าไปเกี่ยวข้องกับอาณาจักรเศรษฐกิจโดยสิ้นเชิง และต่อ จากนี้ไปบทบาทของรัฐก็จะมีเข้ามาเกี่ยวข้องในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น

ในทางทฤษฎีหรือหลักการของระบบทุนนิยม “รัฐมีหน้าที่เป็นเพียงคนกลาง คอยแก้ปัญหาความขัดแย้ง หรือข้อพิพาทของเอกชน”⁸ หรือมีหน้าที่ในการรักษาค่านิยมทางสังคม เช่น ควบคุมการผูกขาด ควบคุมรักษาสีทธิในทรัพย์สินส่วนบุคคล แต่ในทางปฏิบัติรัฐจะ ต้องเข้าไปควบคุม โดยจะปล่อยให้ระบบทุนนิยมเสรีดำเนินไปเองไม่ได้ต้องเข้าไปควบคุมระบบเศรษฐกิจ ซึ่งจากระบบดังกล่าวนี้ทำให้ทรศนะ ในการมองระบบเศรษฐกิจ มีทั้งข้อดี และข้อเสียในการมองระบบเศรษฐกิจทุนนิยมอเมริกา

⁸ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์, ประวัติและลัทธิเศรษฐกิจ หน่วยที่ 1-8, (กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, 2539), 297-310.

ข้อดีของระบบเศรษฐกิจทุนนิยมอเมริกา

1. ระบบเศรษฐกิจทุนอเมริกามีความคล่องตัว หรือปรับตัวได้ดี (Flexibility) รัฐมีความคล่องตัวสูง ทำอะไรได้รวดเร็ว แต่ในปัจจุบันเอกชนมองว่า การดำเนินการของรัฐไม่มีความคล่องตัวยืดหยุ่นไม่ได้ เพราะมีกฎเกณฑ์มากผิดกับเอกชนที่มีความคล่องตัวสูงกว่า ทำให้ความหมายของความคล่องตัวในระบบเศรษฐกิจของอเมริกาสามารถปรับตัวได้ดีทั้งที่เศรษฐกิจเกิดการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา และสามารถปรับตัวให้ทันต่อสถานการณ์ต่าง ๆ ได้ ไม่ว่าจะเป็นการเปลี่ยนแปลงทางอุตสาหกรรม ภาวะเศรษฐกิจโลก การขยายตัวของเขตเมือง หรือเขตอุตสาหกรรมใหม่ใน สหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นในระยะหลัง ระบบเศรษฐกิจทุนนิยมอเมริกามีความคล่องตัวสูง และความสามารถปรับตัวเข้าได้กับการเปลี่ยนแปลงหลาย ๆ อย่าง

2. ระบบเศรษฐกิจทุนนิยมอเมริกาทำให้ระดับการครองชีพสูงขึ้น (Rising Levels of Living) คำว่า “ระดับ” กับ “มาตรฐาน” นี้มีความหมายแตกต่างกัน คือ ระดับการครองชีพสูงหมายถึง ตามสภาพของความเป็นจริง แต่อย่างไรก็ตาม แม้ว่ารายได้ของประชาชนในอเมริกาจะมีรายได้ที่สูงขึ้น แต่เช่นนั้นก็ได้หมายความว่า ประชาชนทุกคนจะมีรายได้สูงทุกคน เพราะเนื่องจากการกระจายรายได้นั้นยังมีความไม่เป็นธรรม โดยรายได้ส่วนใหญ่ยังอยู่ในเมือง และในมือของคนจำนวนน้อย

นอกจากนั้น ความเจริญก้าวหน้าทางเทคโนโลยีถือได้ว่าเป็นตัวแปรที่สำคัญอีกประการหนึ่งในระบบทุนนิยมอเมริกา ถึงแม้ว่าความก้าวหน้าดังกล่าวจะมีอยู่มาก ก็มิได้ทำให้ประชาชนชาวอเมริกันมีความสุขสบาย เพราะจะเห็นได้ว่าในสังคมอเมริกันนั้น ความสุขถือว่าเป็นเรื่องที่สามารถหาได้ยาก⁹

3. ระบบเศรษฐกิจทุนนิยมอเมริกาเปิดโอกาสให้บุคคลพัฒนาตนเอง (Individual Opportunity) หมายความว่า คนอเมริกันทุกคนสามารถพัฒนาตนเองได้ อย่างสมบูรณ์ และเท่าเทียมกัน เพราะระบบทุนนิยมอเมริกามีสถาบันทรัพย์สินเอกชนเป็นพลังขับเคลื่อนให้มีการประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และรับมรดกตกทอด ในการส่งเสริมการออมทรัพย์ ทำให้คนอเมริกันพยายามที่จะปรับปรุง และเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา นอกจากนี้คนอเมริกันยังมีความ

⁹ สมคิด ศรีสังคม, ประวัติศาสตร์เศรษฐกิจทวีปยุโรปจากยุคดึกดำบรรพ์ถึง ค.ศ. 1750, (กรุงเทพฯ: มูลนิธิโครงการตำราสังคมศาสตร์ และมนุษยศาสตร์, 2526), 58.

เชื่อมั่นในเรื่องของเสรีภาพค่อนข้างสูง และในทางเดียวกันเสรีภาพทางเศรษฐกิจก็ได้รับการยอมรับสูงเช่นเดียวกันด้วย ซึ่งความเชื่อในเสรีภาพนี้เองทำให้โอกาสและเสรีภาพในการเลือกที่จะประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจจึงเป็นสิทธิที่คนอเมริกันสามารถที่จะเลือกประกอบกิจกรรมตามที่ตนสมัครใจ

อีกทั้งสิ่งที่เกิดขึ้นในระบบทุนนิยมอเมริกายังก่อให้เกิดการพัฒนาทางด้านเทคโนโลยีและเทคนิคเพิ่มสูงขึ้น โดยมีการลงทุน เรียกว่า การวิจัยและพัฒนา (Research and Development) ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีเกิดจากการศึกษา อันเป็นผลมาจากการที่ได้รับการศึกษาที่ดี การลงทุนวิจัยค้นคว้ามีมาก ซึ่งจะ เห็นได้จากการลงทุนของบริษัทใหญ่ ๆ ของสหรัฐอเมริกา

2.1.2 แนวคิดในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตราสารอนุพันธ์

แนวนโยบายหลักของรัฐแบบเสรีนิยมใหม่ ประกอบด้วย การแปรรูปบริการของรัฐ เป็นเอกชน (Privatisation) การเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน (Trade and Financial Liberalization) การผ่อนคลายและลดกฎระเบียบ (Deregulation) เพราะหลักการของเสรีใหม่ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของความเชื่อว่า ความจำเป็นของการอยู่ดีมีสุขของมนุษย์นั้น คือ เสรีภาพของปัจเจกบุคคล (ในการประกอบการ) ดังนั้นโครงสร้างเชิงสถาบันที่เอื้อต่อการพัฒนาเศรษฐกิจตามแนวทางเสรีนิยมใหม่ คือ การคุ้มครองกรรมสิทธิ์ส่วนบุคคลอย่างเข้มงวด และระบบตลาดแข่งขันเสรี

ลัทธิเสรีนิยมมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นในศตวรรษ ที่ 1970 ภายหลังจากผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจในประเทศผู้นำทางอุตสาหกรรมอย่างสหรัฐอเมริกา และอังกฤษเสื่อมความเชื่อมั่นในลัทธิเศรษฐกิจการเมืองแบบเคนส์เซียน (Keynesianism) ที่ไม่สามารถควบคุม และแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำ ซึ่งมีปัญหาว่างงานควบคู่กับภาวะเงินเฟ้อสูง (Stagflation) กระบวนการของระบบเสรีนิยมใหม่ (Neo-liberalisation) เป็นวัฒนธรรมแบบเสรีนิยมอย่างมั่นคงในสังคมตะวันตก โดยการนำแนวความคิดเสรีนิยม คือ “อิสรภาพและเสรีภาพส่วนบุคคล”¹⁰

¹⁰ David Harvey, *Brief History of Neoliberalism*, (New York: Oxford University Press, 2005),

ปัญหาการดูแลตลาดการเงินในประเทศที่กำลังพัฒนา และประเทศที่ด้อยพัฒนา อาจเกิดความล้มเหลวได้ หากว่าไม่ได้รับการช่วยเหลือจากภาครัฐบาล ทำให้กระแสแนวคิดในการพัฒนาเศรษฐกิจโลกในยุคโลกาภิวัตน์ในช่วงทศวรรษที่ 1960 คือ การส่งเสริมให้รัฐบาลเข้ามามีบทบาทในการช่วยเหลือภาคเอกชนในประเทศที่กำลังพัฒนา ในขณะที่ตลาดการเงินกำลังอยู่ในช่วงพัฒนา เช่น การควบคุมสถาบันการเงิน การควบคุมการเคลื่อนไหว และการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย การควบคุมตลาดให้มีกระบวนการ ดำเนินการในตลาดให้เกิดสมดุลในตลาดการเงินของประเทศ ซึ่งต่อมาในช่วงทศวรรษที่ 1970 ได้มีนักเศรษฐศาสตร์อย่าง Mckinnon (1973) และ Shaw (1973) ที่เป็นผู้เสนอความล้มเหลวของภาครัฐบาลในการควบคุมระบบการเงิน และมีความเห็นว่า การควบคุมระบบการเงิน และจากแนวความคิดใหม่ที่มีการช่วยเหลือ และเข้าแทรกแซงของรัฐบาลก่อให้เกิดความบิดเบือน และการไร้ประสิทธิภาพของระบบและตลาดการเงิน ทำให้เกิดการหดตัวของระบบการเงิน (Disintermediation) อัตราดอกเบี้ยที่ติดลบทำให้นักธุรกิจ และคนส่วนใหญ่ไม่ยอมที่จะถือครองสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Assets) ทำให้ Mckinnon (1973) และ Shaw (1973) ได้เสนอแนวความคิดใหม่ โดยได้เรียกแนวความคิดนี้ว่า “การเปิดเสรีทางการเงิน” (Financial liberalization) ซึ่งสำนักการเงินเชื่อว่า การที่ระบบการเงินมีกฎเกณฑ์มากเกินไป ทำให้เกิดการควบคุมที่ไร้ประสิทธิภาพตามสมควร จึงเห็นว่า หากมีการขจัดกฎเกณฑ์ และการควบคุมทางการเงินจะช่วยให้ระบบของการเงินมีประสิทธิภาพ และเป็นวิธีการแก้ไขปัญหาในการควบคุมที่ล้มเหลวของรัฐบาลได้ดีที่สุด (Government Failure) การเปิดเสรีทางการเงิน (Financial liberalization) ได้นิยามว่า ระบบการเงินควรปล่อยให้ไปไปตามกลไกของตลาด และให้ตลาดเป็นตัวกำหนดปริมาณราคา และราคาสินเชื่อ โดยยกเลิกการควบคุมสินเชื่อ (Elimination of Credit Controls) และปล่อยให้ดอกเบี้ยเป็นไปอย่างเสรี (Deregulation of interest rates)

ทฤษฎีเริ่มของสำนักการเงินเสรีของ Mckinnon-Shaw ที่เชื่อว่า การกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และการเข้าแทรกแซงในเรื่องของการปล่อยสินเชื่อของรัฐบาล เป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้การกระตุ้นการฝากเงินของธนาคารพาณิชย์นั้นอยู่ในระดับที่ต่ำ ซึ่งผลก็คือ การทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ การกำหนดดังกล่าวไม่สร้างแรงจูงใจที่จะนำเงินมาฝากกับธนาคาร และทำให้อุปทานของเงินทุนที่มีอยู่ไม่เพียงพอที่จะปล่อยเงินสินเชื่อต่อภาคธุรกิจ ทำให้เศรษฐกิจไม่เจริญเติบโตเท่าที่ควร นักคิดมีความเชื่อว่า การยกเลิกทฤษฎีการควบคุมการแทรกแซงดอกเบี้ย และมีการจัดการเงินสินเชื่อที่ดีจะทำให้คุณภาพ และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะมีปริมาณที่เพิ่มขึ้น และมีคุณภาพที่ดี และเป็นอีกทางหนึ่งที่จะสามารถทำให้เศรษฐกิจนั้นเกิดการพัฒนา จากแนวคิดดังกล่าวทำให้มีการพัฒนา และนำไปใช้กันอย่างกว้างขวาง ซึ่งการเปิดเสรีทางการเงินได้ถูก

นำมาใช้กันอย่างแพร่หลาย และมีอิทธิพลต่อกองทุน การเงินระหว่างประเทศ และธนาคารโลกได้ เปิดเสรีทางการเงินในประเทศกำลังพัฒนา (World Bank 1989) รวมถึงการขยายออกไปยังภาค ต่างประเทศ (External Sector) ตั้งแต่ทศวรรษที่ 1970 เป็นต้นมา¹¹ ซึ่งหากกล่าวโดยสรุป คือ สำนักการเงินเห็นว่า ภาคการเงินมีความสำคัญต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจ ซึ่งหากมีการกำจัด กฎเกณฑ์ และยกเลิกการควบคุมอย่างรวดเร็ว ก็จะสามารถทำให้เกิดการพัฒนา และทำให้เกิด ความรวดเร็ว และการเปิดเสรีทางการเงิน เกิดผลดีมากขึ้น โดยสำนักการเงินเห็นว่า การ แทรกแซงของรัฐบาลในกำหนดรูปแบบ กฎเกณฑ์ การบังคับ และการปล่อยให้การดำเนินการ เป็นไปตามกลไกของ ตลาด ทำให้ส่งผลเสียต่อการลงทุน และการพัฒนาระบบเศรษฐกิจ สำนัก การเงินเสรีจึงเห็นว่า ควรที่จะกำจัดการบิดเบือน (Distortions) ของระบบการเงิน และยกเลิกการ ควบคุมต่าง ๆ และปล่อยให้กลไกของตลาดทำหน้าที่ในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินอย่าง เต็มที่ ซึ่งจากความเชื่อดังกล่าวของนักการเงินเสรีถูกคัดค้าน และวิจารณ์จากนักเศรษฐศาสตร์ที่ ไม่ใช่กระแสหลัก (Non-Mainstream Economists) โดยมีข้อวิจารณ์ที่สำคัญอยู่ 3 ประการ ดังนี้

กระแสแรก คือ กระแสของสำนัก New-Keynesian กล่าวว่า การเปิดเสรีทางการเงิน จะทำให้อัตราดอกเบี้ยซึ่งการใช้คุณภาพของการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร เพราะการปล่อย อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูง ผู้กู้ยืมอาจมีความเสี่ยงสูง และยินดีที่จะจ่ายดอกเบี้ยในปริมาณที่สูงขึ้น ทำให้ประเทศที่กำลังพัฒนาไม่มีระบบการวิเคราะห์สินเชื่อที่มีคุณภาพ และการวิเคราะห์ข้อมูลที่ดี และเพียงพอ (Stiglitz และ Weiss, 1981) ซึ่งจะสามารถนำไปสู่หนี้เสีย รวมทั้งการจัดสรรการจัด อันดับสินเชื่อภาคเอกชนที่จะเชื่อถือได้ เช่น นี้จะทำให้ธนาคารประสบปัญหาจากการไร้เสถียรภาพ ทางเศรษฐกิจของระบบการเงิน¹²

กระแสที่สอง คือ กระแสของสำนัก Post-Keynesian สำนักคิดการเปิดเสรี การเงินว่า จะก่อให้เกิดปัญหาจากการเกิดความไม่สมดุลทางการตลาด และเหตุจากการคาดหวัง เชื่อว่า การเปิดเสรีทางการเงิน นั้นมีความเข้าใจผิดต่อระบบ เศรษฐกิจ และการปล่อยสินเชื่อ เพราะหากว่าปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยขึ้นอยู่กับการลงทุน และความต้องการของการปล่อยสินเชื่อ ซึ่งจะมีความแตกต่างจากแนวคิดของการเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งมองว่าการออมเป็นตัวการกำหนด

¹¹ Burkett, Paul and Amitava Krishna Dutt, "Interest Rate Policy, Effective Demand and Growth in LDCs," *International Review of Applied Economics* 5, 2 (May 1991): 127-154.

¹² Bank of Thailand, "Financial Institutions and Markets in Thailand," *Economic Research Department* (1998).

ทุน และการเพิ่มอัตรากาไร ขยายเงินออมนั้นจะทำให้รายจ่ายมีน้อยลง ถือว่าเป็นการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Unproductive Investment) ซึ่งปัญหาดังกล่าวเกิดจากการเปิดเสรีทางการเงิน อาจกล่าวได้ว่า การเปิดเสรีทางการเงินนั้นจะนำไปสู่การเก็งกำไร เนื่องจากการเปิดเสรีทางการเงินจะนำไปสู่กิจกรรมในการเก็งกำไรที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Unproductive Profit-Seeking activities) และนำไปสู่วิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งทำให้การพัฒนา และการเติบโตทางธุรกิจที่มีอัตราค่าซ้ำมีการเติบโตที่ลดลง ต่างก็คาดหวังว่าจะมีการเก็งกำไร และการลงทุนต่อกิจกรรมที่มีความเสี่ยง มีกำไรมาก ผลก็คือ ระบบการเงินมีความเสี่ยงมากขึ้นเรื่อย ๆ และอาจจะนำไปสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้

กระแสที่สาม คือ กระแสของสำนัก Neo-Structuralist เป็นสำนักที่คิดเกี่ยวกับตลาดการเงินนอกระบบ (Informal Market) ในประเทศที่กำลังพัฒนา โดยมองว่าแนวคิดของ Mckinnon-Shaw ไม่ถูกต้องด้วยเหตุผล 2 ประการด้วยกัน คือ

1. การเพิ่มเงินออมจะนำไปสู่การหดตัวของอุปสงค์ และจะทำให้เกิดการหดตัวของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากกว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจ
2. การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝากให้ธนาคารนั้น ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของสินเชื่อกู้เงินฝากที่เพิ่มขึ้นของระบบธนาคาร จากสินทรัพย์ที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Unproductive Assets) การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลทางบวกต่อการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อโดยรวม

กล่าวคือ การเปิดเสรีทางการเงินก่อให้เกิดภาวะเงินเฟ้อ และเศรษฐกิจถดถอย (Stagflationary) กระแสการคัดค้านของนักเศรษฐศาสตร์ต่าง ๆ เกี่ยวกับผลดีของการเปิดเสรีทางการเงินแสดงให้เห็นว่า การเปิดเสรีทางการเงินมีความซับซ้อน และไม่ได้มีความง่ายเสมอไป การเปิดเสรีต่าง ๆ ไม่เหมือนกัน¹³

¹³ เทียนทิพ สุพานิช และเรจินา วรอุไร , สัมมนาวิชาการประจำปี 2544 นโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน : สู่แนวคิดใหม่, (กรุงเทพฯ: ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2544)

2.1.3 องค์กรในการกำกับดูแลสถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกา

กฎหมายว่าด้วยกา รกำกับดูแลสถาบันการเงินของ สหรัฐอเมริกา นับได้ว่ามีความสำคัญต่อองค์กร และระบบสถาบันการเงิน แต่เนื่องจากการจะสามารถทำความเข้าใจในส่วนที่เกี่ยวกับระบบการดูแลสถาบันการเงินของ สหรัฐอเมริกานั้น เป็นเรื่องที่สามารถทำได้ยาก เนื่องจากระบบของสหรัฐอเมริกาค่อนข้างมีความซับซ้อน และมีกฎเกณฑ์ในการดูแล และควบคุมที่มีความละเอียดมาก และเป็นความละเอียดที่ไม่ธรรมดาสำหรับประเทศที่ใช้ระบบกฎหมายแบบคอมมอนลอว์ ซึ่งความซับซ้อนนี้เป็นผลมาจากโครงสร้างของการปกครองแบบสหพันธรัฐ และปริมาณกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลสถาบันการเงินของ สหรัฐอเมริกา สามารถแบ่งออกได้อย่างชัดเจน และมีวิวัฒนาการออกเป็น 3 ยุค ดังต่อไปนี้

1. ช่วงสัมปทาน (ค.ศ. 1781-1839)
2. ช่วงธนาคารเสรี (ค.ศ. 1837-1933)
3. ช่วงธนาคารภายใต้การกำกับดูแล (ตั้งแต่ ค.ศ. 1933)

ซึ่งในการอธิบายเกี่ยวกับกฎเกณฑ์ที่ว่าด้วยการ ควบคุมดูแลสถาบันการเงินของ สหรัฐอเมริกานั้นค่อนข้างที่ จะมีความซับซ้อน เนื่องจาก สหรัฐอเมริกาใช้ระบบกฎหมายคอมมอนลอว์ และถือคำพิพากษาของศาลเป็นสิ่งที่สำคัญอันดับแรก แต่ในการวางกฎเกณฑ์ทางเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ในช่วงแนวโน้มน่ากว่าสิบปีที่ผ่านมาจะคล้อยตามไปในทิศทางที่มีการจัดทำประมวลกฎหมายขึ้นมาจนอาจกล่าวได้ว่า ในทางปฏิบัตินั้นคำพิพากษาของศาลอเมริกันมีฐานะมาจากกฎหมายตามแบบพิธีมากกว่าที่จะมาจากแนวคำพิพากษาเดิม¹⁴ ดังอดีตที่เคยเป็นมา ทำให้

¹⁴ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1947 ผู้พิพากษาแห่งศาลสูงสุด คือ Felix Frankfurter เคยตั้งเป็นข้อสังเกตไว้ว่า “ในราวปี ค.ศ. 1875 ความขัดแย้งทั้งหลายที่ขึ้นสู่ศาลนั้นมีมากกว่า 40% ที่มาจากฐานคอมมอนลอว์ แต่ราวห้าสิบปีต่อมากลับมีจำนวนคดีที่อาศัยฐานดังกล่าวเพียงไม่ถึง 5% ในขณะที่ในปัจจุบันตัวเลขดังกล่าวลดลงจนแทบจะเป็นศูนย์ ดังนั้นจึงเป็นการถูกต้องที่จะกล่าวว่า ศาลได้ยุติบทบาทของการเป็นผู้กำหนดกฎหมายเป็นลำดับแรก หากจะพิจารณาตามแนวคำสอนเดิมที่อาจกล่าวได้ว่า กฎหมายควรเป็นเช่นไร หรือศาล คือ ผู้ “บัญญัติ” กฎหมายคอมมอนลอว์นั่นเอง

แนวคิด และแนวปฏิบัติดังกล่าวมีความโดดเด่น และยิ่งมีความชัดเจนมากขึ้นในกฎหมายว่าด้วยการกำกับดูแลสถาบันการเงินของสหรัฐอเมริกา

1. ช่วงสัมปทาน (ค.ศ. 1781-1839)

การประชุมแห่งทวีป (Continental Congress) ถือเป็นจุดเริ่มต้นของระบบธนาคารของสหรัฐอเมริกา และการควบคุมธนาคาร ได้ให้สัมปทานกิจการธนาคารแก่ “ธนาคารแห่งอเมริกาเหนือ” (Bank of North America) และจากปี ค.ศ. 1784 เป็นต้นมา นับเป็นจุดเริ่มของการให้สัมปทานสำหรับการประกอบกิจกรรมทางธนาคารจากมลรัฐต่าง ๆ มากมาย ซึ่งจากการให้สัมปทานแก่ธนาคารนั้นมีลักษณะที่เป็นการเฉพาะ กล่าวคือ กฎหมายที่มีลักษณะเป็นการเฉพาะราย โดยตราขึ้นจากฝ่ายนิติบัญญัติของแต่ละมลรัฐ และลักษณะดังกล่าวก็มีการระบุถึงหน้าที่ และมีการระบุอำนาจของผู้รับสัมปทานไว้ในกฎหมายว่าด้วยอำนาจต่าง ๆ อย่างเช่น มีอำนาจในการออกธนบัตร (Circulating notes) ซึ่งสามารถใช้ชำระหนี้ได้ในทางกฎหมาย ซึ่งหากเอกชนต้องการประกอบกิจการธนาคาร โดยที่ไม่มีการออกธนบัตรด้วย ก็ไม่มีความจำเป็นที่ต้องขอสัมปทานดังกล่าวแต่อย่างใด¹⁵

จากประวัติศาสตร์ของการออกใบอนุญาตสำหรับกิจการธนาคาร มีลักษณะที่แตกต่างกัน คือ มลรัฐ และสัมพันธรัฐต่าง ๆ ซึ่งในการให้สัมปทานจาก congress ในขณะที่กิจการธนาคารอื่นได้รับสัมปทานจากมลรัฐ แต่ธนาคารที่ได้รับอำนาจหน้าที่จากการได้รับสัมปทานดังกล่าวตั้งตัวอย่างจาก First Bank of The United States (1791-1811) และ Second Bank of The United States (1816-1836) ธนาคารทั้งสองมีอำนาจหน้าที่บางประการซึ่งเป็นอำนาจหน้าที่ของธนาคารกลาง¹⁶ แต่ตามกลุ่มของผลประโยชน์ต่าง ๆ รวมทั้งฝ่ายเกษตรกรซึ่งไม่พอใจในอำนาจหน้าที่ของธนาคารกลาง ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า อำนาจดังกล่าวนี้ปราศจากฐานอำนาจในรัฐธรรมนูญ การต่อต้านของธนาคารยังมีอยู่จนกระทั่งระบบของธนาคารกลาง คือ Andrew Jackson ได้รับเลือกเป็นประธานาธิบดีในปี ค.ศ. 1829 และมาในปี ค.ศ. 1836 ก็ไม่มีการต่ออายุสัมปทาน จึงถือว่าเป็นการยกเลิกไปโดยปริยาย

¹⁵ Edward L. Symons & James J. White, **Banking Law: Teaching Materials**, (Minnesota: West Publishing Company, 1991), 11.

¹⁶ Richard H. Timberlakem, **The Origins of Central Banking in the United States**, (Massachusetts and London: Harvard University Press, 1978), 1.

2. ช่วงธนาคารเสรี (ค.ศ. 1837-1933)

ในยุคแห่งระบบธนาคารเสรี ได้เริ่มจากการที่มีกฎหมายว่าด้วยการเปิดเสรีกิจการธนาคารตามมลรัฐต่าง ๆ ทำให้เกิดธนาคารตามมลรัฐต่าง ๆ ขึ้นมามากมาย และเป็นการแสดงออกถึงสิทธิ และอิทธิพลในแบบของ *Laissaz faire* ตามที่ได้รับสัมปทานในนโยบายทางเศรษฐกิจ ซึ่งแนวคิดลักษณะสำคัญในยุคแห่งธนาคารเสรีนั้นไม่ต้องการให้มีการออกกฎหมาย และกฎเกณฑ์ใดที่เป็นการเฉพาะของแต่ละมลรัฐ เป็นเพียงแต่เงื่อนไขบางประการเท่านั้น เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติให้เป็นแบบแผนในการแสดงออกถึงสิทธิ และหน้าที่ของผู้ประกอบกิจการธนาคารต่อหน่วยงานของมลรัฐเท่านั้น เป็นในเรื่องของการกำหนดทุนดำเนินการขั้นต่ำ เป็นต้น

ซึ่งในปี ค.ศ. 1863 ได้มีการตรากฎหมายว่าด้วยการธนาคารแห่งชาติในระดับสหพันธรัฐ เป็นการยอมรับระบบของยุคธนาคารเสรีคู่ขนานไปกับการออกใบอนุญาต ในการก่อตั้งธนาคารโดยมลรัฐต่าง ๆ เป็นการเปิดโอกาสให้มีเงินตราแห่งชาติ และมีการ ออกพันธบัตรในระดับสหพันธรัฐได้ โดยได้มีหน่วยงานใหม่ คือ กระทรวงการคลังแห่งสหพันธ์ (Department of the Treasury) ที่มีชื่อเรียกว่า *The Comptroller of the Currency* ซึ่งในการขออนุญาตในการประกอบกิจการธนาคารนั้นยังมีจำนวนน้อยราย เนื่องจากเงื่อนไข และกฎเกณฑ์ในการขออนุญาตตามกฎหมายมีวิธีที่ค่อนข้างที่จะยุ่งยาก และเข้มงวด จึงเป็นการเปิดช่องเพื่อถือโอกาสในการเพิ่มอัตราภาษีเอากับผู้ประกอบกิจการธนาคารในระดับมลรัฐอย่างมากมาย¹⁷ ซึ่งเมื่อประชาชนเริ่มมีการให้ความสำคัญกับบัญชีเดินสะพัด และการใช้เช็คกันอย่างแพร่หลาย ทำให้การแข่งขันของมลรัฐ และสหพันธรัฐมีความเข้มข้นมากยิ่งขึ้น การออกสัมปทานจึงมีการดำเนินการต่อไป เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้การควบคุมดูแลกิจการธนาคารนั้นเป็นไปอย่าง ล้าช้า และไร้ประสิทธิภาพ หลังเกิดวิกฤตการณ์ธนาคารในปี ค.ศ. 1907 ทำให้เกิดความพยายามในการเพิ่มความเข้มงวดการกำกับ และดูแลกิจการธนาคารได้รับการสนับสนุนมาก ขึ้น และผลที่เกิดขึ้นโดยตรงจากวิกฤตการณ์ดังกล่าว คือ มีการจัดตั้งระบบธนาคารกลาง (*Federal Reserve System*) ในปี ค.ศ. 1913 ถึงแม้ว่าจะมีการวาง กฎเกณฑ์ในการให้อำนาจ การควบคุมดูแลกิจการธนาคารให้แก่ *Federal Reserve System* ในช่วงปี ค.ศ. 1929 ได้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ จนก่อให้เกิดปัญหาที่กิจการต้องมีการปิดตัวลงกันอย่างมากมาย ทำให้ประธานาธิบดี Roosevelt ได้นำโครงการ *New Deal* เข้ามาใช้ ทำให้ยุคธนาคารเสรีปิดตัวลง

¹⁷ ปรากฏว่าการออกกฎหมายเพิ่มภาษีดังกล่าวนี้ ได้รับการยอมรับจากศาลสูงสุดว่าชอบด้วยรัฐธรรมนูญ ในคดี *Veazie Bank v. Fenno*, 75 U.S. (8wall.) 533, 19 L. Ed. 482 (1869).

3. ช่วงธนาคารภายใต้การกำกับดูแล (ตั้งแต่ ค.ศ. 1933)

ในปี ค.ศ. 1933 ได้มีการตรากฎหมายของธนาคาร หรือที่รู้จักและเรียกกันว่า Glass-Steagall Act ซึ่งเป็นตัวกำหนดแนวทางการควบคุมดูแลกิจการธนาคาร และการกำกับดูแลกิจการ โดยกฎหมายการจำกัดการแข่งขันในแง่ของภูมิศาสตร์ แ่งของราคา และผลิตภัณฑ์ ซึ่งเกิดจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ตกต่ำที่ผ่านมา ทำให้เกิดการแยกธุรกิจ ที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Investment Banking) ออกจากกิจการอื่น ๆ ของธนาคาร และพาณิชย์ ธนาคาร (Commercial Banking) ทำให้มีการกำหนดกรอบ และแนวทางในการประกอบกิจการของธนาคารในการประกอบกิจการพาณิชย์นี้ให้มีกรอบกำหนดให้ทำได้เพียงแต่การฝากเงิน และการปล่อยสินเชื่อ เท่านั้น ในขณะที่หากเป็นกิจการที่เกี่ยวกับธุรกิจหลักทรัพย์นั้น กฎหมายดังกล่าวไม่อนุญาตให้ธนาคารสามารถประกอบกิจการ และดำเนินกิจการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ได้ ยังมีการกำหนดสถาบันที่สามที่ทำหน้าที่ดูแลธนาคารพาณิชย์ หรือ The Comptroller of the Currency และ Federal Reserve System เนื่องจากมีการกำหนด และตรากฎหมายที่มีความเข้มงวด ความสำคัญกว่ามาตรการเดิมที่ได้กล่าวมาแล้ว ในการสร้างระบบของการประกันเงินฝากในระดับสหพันธรัฐ ซึ่งมีชื่อเรียกว่า The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ในช่วงปี ค.ศ. 1927 ได้มีการตั้งข้อกำหนดเพื่อเป็นการก่อให้เกิดความเท่าเทียมกันระหว่างธนาคารมลรัฐ และธนาคารแห่งชาติ โดยการอนุญาตให้มีการจัดตั้งสาขา โดยการอนุญาตให้มีเพียงบางมลรัฐเท่านั้นที่จะสามารถกระทำการดังกล่าวได้ โดยการตั้งข้อจำกัดทางภูมิศาสตร์ เช่น การห้ามไม่ให้มีการตั้งสาขาข้ามมลรัฐ (Interstate Banking) และบางมลรัฐนั้นห้ามมิให้มีสาขาเลยเช่นกัน (Until Banking) ประกอบกับมีการตรากฎหมาย Mc Fadden Act ขึ้นด้วย

กฎหมายที่เป็นตัวกำหนดทิศทาง และวิวัฒนาการของกฎหมายธนาคารอเมริกัน คือ กฎหมาย The Bank Holding Company Act of 1956 ซึ่งมีการตราขึ้นในปี ค.ศ. 1956 การตรากฎหมายขึ้นมาเช่นนี้ เป็นการตราขึ้นเพื่อเป็นการยุติ และเป็นทางเลือกเลี่ยงกฎหมาย และข้อกำหนดทางภูมิศาสตร์ในการก่อตั้งสาขาในมลรัฐขึ้นมา และเพื่อเป็นการแก้ปัญหาไม่ให้เกิดการกระจุกตัวของอำนาจภายใต้ผู้มีอำนาจเพียงคนเดียว ซึ่งตามกฎหมายนี้การรับช่วงกิจการธนาคาร โดยบริษัทโฮลดิ้งจะต้องได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการผู้ว่าการ (Board of Governors) ของ Federal Reserve System จะเป็นสิ่งต้องห้ามมิให้มลรัฐดำเนินการดังกล่าวไว้ อย่างชัดเจน แต่อย่างไรก็ตาม ได้มีการอาศัยช่องว่างทางกฎหมาย The Bank Holding Company Act of 1956 ในการสร้างระบบนี้เรียกว่า Nonbank Banks ขึ้นมา จากการที่กฎหมายกำหนดคำ

จำกัดความสำหรับกิจการธนาคารว่า เป็นกิจการที่มีการจัดตั้งเพื่อรับฝากเงินแบบสะสม และให้กู้ในเชิงพาณิชย์ ซึ่งจากการกำหนดบทบาท และกิจการดังกล่าว ทำให้มีผู้ประกอบการใหญ่ ๆ อย่าง Genera Electric, General Motor และ American Express ล้วนเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการแย่งส่วนแบ่งของธุรกิจซึ่งเป็นกิจการดั้งเดิมของธนาคาร โดยไม่ต้องอยู่ภายใต้กฎหมายของ The Bank Holding Company Act of 1956 ทำให้ธนาคารที่ไม่ใช่ธนาคารสามารถหลีกเลี่ยงข้อกำหนด และกฎเกณฑ์ทางภูมิศาสตร์ไปด้วย

จากปัญหาดังกล่าว ทำให้ฝ่ายนิติบัญญัติได้ตรากฎหมายขึ้นมาอีกหลายฉบับ และมีการแก้ไขกฎหมายอยู่หลายครั้ง โดยการตรากฎหมายหลายฉบับตั้งแต่ The Federal Financial Institutions Examination Council Act of 1978, The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, The Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 และ The Competitive Equality Banking Act of 1987 รวมทั้งการอนุญาต และการเปลี่ยนแปลงกฎหมายในระ ดับสหพันธรัฐตามที่กล่าวมา และการผ่อนปรนข้อกำหนดต่าง ๆ เกี่ยวกับรัฐธนาคารของสหรัฐอเมริกาที่ได้ยึดถือ และปฏิบัติกันมานาน

2.1.4 บทบาทขององค์กรในการควบคุมกำกับดูแล

ในการกำกับดูแลตลาดทุนของประเทศสหรัฐอเมริกา ได้มีการจัดตั้ง U.S. Securities and Exchange Commission หรือ SEC ซึ่งเป็นการจัดตั้งโดยอาศัยกฎหมาย The Securities Exchange Act of 1934 มีลักษณะที่เป็นองค์กรอิสระ และมีได้อยู่ภายใต้บังคับบัญชาของประธานาธิบดีเหมือนองค์กรอื่นที่อยู่ในกระทรวง SEC¹⁸ มีกฎหมายที่เกี่ยวข้องในเรื่องของการเสนอขายหลักทรัพย์ และเกี่ยวกับการที่สามารถประกอบกิจการทางหลักทรัพย์ได้ดังต่อไปนี้

1. The Securities Act of 1933
2. The Securities Exchange Act of 1934
3. The Investment Company Act of 1940

¹⁸ SEC ต่อจากนี้ให้หมายถึง U.S. Securities and Exchange Commission

4. The Investment Advisers Act of 1940

5. The Sarbanes-Oxley Act of 2002

ซึ่งอำนาจ บทบาท และหน้าที่ของ SEC นั้นมีอยู่หลายส่วนด้วยกัน ไม่ว่าจะเป็นการออกกฎระเบียบต่าง ๆ รวมถึงการรับผิดชอบในหน้าที่ของส่วนต่าง ๆ ที่มีบทบาทแตกต่างกันออกไป ซึ่งสามารถแยกบทบาทความรับผิดชอบได้ดังต่อไปนี้

1. อำนาจที่เกี่ยวข้องกับการออกกฎระเบียบ และออกกฎเกณฑ์

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (U.S. Securities and Exchange Commission หรือ SEC) มีอำนาจในการตรากฎเกณฑ์ หรือกฎระเบียบต่าง ๆ และอำนาจบทบาทในการดูแลควบคุมบังคับให้ปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายที่จะต้องได้รับโทษในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตาม ซึ่งจากกฎระเบียบนี้ หากว่ามีกรณีจวันหรือไม่ปฏิบัติตามเพียงเพื่อเป็นการไม่ให้เกิดต่อกฎเกณฑ์ และกฎระเบียบหรือคำสั่งของคณะกรรมการกลาง (Board of the Governors of the Federal Reserve System) หรือกฎหมายอื่นตามที่กฎหมายหลักทรัพย์ได้กำหนดไว้

2. อำนาจในการตรวจสอบ และการสอบสวนข้อเท็จจริง

หากพบว่ามีบุคคลใดได้กระทำความผิด หรือประพฤติผิดจากที่ได้กำหนดไว้ในกฎหมายหลักทรัพย์ และกฎระเบียบ เช่นนี้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (U.S. Securities and Exchange Commission หรือ SEC) ซึ่งในที่นี้จะมอบหน้าที่ในการสอบสวนข้อเท็จจริงให้แก่หน่วยงานหนึ่งที่เรียกว่า Division of Enforcement และสามารถสั่งให้หน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่งเห็นว่ามีความเกี่ยวข้องกับกรกระทำผิดนั้นส่งข้อมูลมาให้ตรวจสอบได้ หรือมีการเรียกสอบนอกสถานที่ก็ได้ และหากว่ามีองค์กรของต่างประเทศร้องขอ นั้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก็สามารถที่จะเข้าร่วมในการสอบข้อเท็จจริงได้เช่นกัน

3. อำนาจในการดำเนินคดีตามกฎหมายต่อผู้กระทำผิด

อำนาจหน้าที่ ในกรณีนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 มาตรการด้วยกัน คือ มาตรการแรก เป็นการดำเนินคดีในทางแพ่ง ในกรณีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตรวจพบว่า มีผู้กระทำผิดที่เป็นการละเมิดกฎหมายหลักทรัพย์ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องอื่นใด เพื่อให้ศาลมีคำสั่งปรับในทางแพ่ง หรือมาตรการป้องกันอื่นใด ส่วนมาตรการที่สองนั้น เป็นการดำเนินคดีอาญาในเรื่องการกระทำที่ถือว่าเป็นความผิดในทางอาญา ซึ่งการกระทำความผิดในทางอาญานี้จะส่งให้อัยการทำการฟ้องร้องต่อศาลต่อไปตามขั้นตอนในการพิจารณา

4. อำนาจในการดำเนินมาตรการทางการปกครอง

หากว่ามีผู้กระทำความผิดต่อกฎหมายหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจในการกำหนดมาตรการทางกฎหมาย ปกครองได้ ซึ่งกฎระเบียบนั้นต้องอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ กฎระเบียบที่อยู่ในอำนาจของ SEC ได้ โดยที่ได้มอบหมายให้เจ้าหน้าที่ Administrative Law Judge (ALJ) ส่วนของมาตรการในทางปกครองนี้ ALJ นั้นจะเป็นผู้ทำการวิจัยในการกระทำความผิด และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะเป็นผู้ที่พิจารณา นอกจากนี้ที่กล่าวมานั้น ในการดำเนินกระบวนการพิจารณาเพื่อออกมาตรการทางปกครองนั้น ซึ่งตามมาตรา 557 ของกฎหมาย The Administrative Procedure Act of 1946 นั้นกำหนดให้กรรมการ SEC และพนักงานสอบสวนที่เกี่ยวข้องกับการพิจารณานั้นไม่สามารถที่จะเข้าประชุม หรือเข้าร่วมกับการพิจารณาได้

2.2 ความหมาย และความสัมพันธ์ของปัญหาที่เกิดจากสินเชื่อซับไพร์ม (Subprime Loan)

ก่อนจะกล่าวถึงสาเหตุที่ก่อให้เกิดปัญหาสินเชื่อซับไพร์ม ผู้วิจัยต้องขออธิบายถึงกลไกการทำงานที่ก่อให้เกิดปัญหาวิกฤตการณ์สินเชื่อซับไพร์มที่ก่อให้เกิดผลกระทบต่อสถาบันการเงินทั่วโลก ด้วยสาเหตุที่เกิดจากการเติบโตของตลาดที่อยู่อาศัย และอสังหาริมทรัพย์ สหรัฐอเมริการวมถึงการเกี่ยวโยงกับการพัฒนานวัตกรรมตราสารการเงินใหม่ ๆ ซึ่งวิกฤตการณ์การเงินที่สำคัญที่เกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกา และขยายวงกว้างของปัญหาไปสู่ยุโรป รวมถึงประเทศไทยซึ่งเป็นระบบเศรษฐกิจขนาดเล็กที่พึ่งพาการส่งออก และการบริการคิดเป็นร้อยละ 70 ทำให้ประเทศไทย

ได้รับผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้เช่นกัน ซึ่ง วิกฤตการณ์ดังกล่าวมีขนาดความรุนแรงอาจกล่าวได้ว่า วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจเช่นนี้เป็นการก่อตัวของวิกฤตเศรษฐกิจที่ตกต่ำไปทั่วโลกในช่วงทศวรรษที่ 1930 ซึ่งที่ผ่านมารัฐบาลของ สหรัฐอเมริกา และกลุ่มสหภาพยุโรปได้ร่วมมือกันกับธนาคารชาติของแต่ละประเทศได้มีการระดมความคิด และมาตรการต่าง ๆ เพื่อนำมาใช้แก้ปัญหา เพื่อหาแนวทางในการพยุงสถาบันการเงินไม่ให้ล้มละลาย แต่เนื่องจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน และเศรษฐกิจดังกล่าวมีความรุนแรง และส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงิน จึงจำเป็นต้องใช้เวลาในการหามาตรการในการแก้ไข

2.2.1 ความหมายของซับไพร์ม และกรณีที่เกิดปัญหาของสินเชื่อซับไพร์ม

สินเชื่อซับไพร์ม (Subprime Loan) หมายถึง สินเชื่อที่ปล่อยให้กับผู้ที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากเป็นผู้ที่ไม่มีคุณสมบัติพอที่จะขอสินเชื่อปกติ (Prime Market) เช่น มีคะแนนเครดิต (Credit Score) ต่ำกว่า 620 และมีประวัติการผิดนัดชำระหนี้ อาจเคยถูกฟ้องล้มละลาย รวมทั้งมีประวัติกู้ยืมที่ไม่สมบูรณ์ ซึ่งผู้กู้ประเภทนี้มีขีดความสามารถในการชำระหนี้ที่ต่ำ โดยทั่วไปสินเชื่อประเภทนี้จะมีอัตราการผิดนัดชำระหนี้ (Delinquency Rates) สูงกว่าสินเชื่อปกติมาก คือ ประมาณร้อยละ 15 ขณะที่สินเชื่อปกติจะมีอัตราการผิดนัดชำระหนี้เพียงประมาณร้อยละ 3 ด้วยเหตุนี้เอง สินเชื่อซับไพร์มจึงมีระยะเวลาในการให้กู้ยืมสั้นกว่า และอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่า สินเชื่อปกติ แต่อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยก็ยังคงมีอัตราที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของบัตรเครดิต

กรณีที่เกิดปัญหาของสินเชื่อซับไพร์ม

สิ่งที่ถือว่าเป็นปัจจัย และมีบทบาทต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศที่ก่อให้เกิดปัญหาสินเชื่อซับไพร์มที่สำคัญกล่าวได้ว่า อุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกาถือว่ามีบทบาทสำคัญตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 เป็นต้นมา ยิ่งก่อให้เกิดการจ้างงาน และการขยายตัวของอุตสาหกรรมอย่างต่อเนื่องมากมาย ซึ่งใน สหรัฐอเมริกาเองได้มี การออกกฎหมายให้ผู้ก่อสร้างที่อยู่อาศัย ต้องรายงาน และเก็บสถิติการเริ่มก่อสร้างที่อยู่อาศัย (Housing Start) ดัชนีนี้เป็นการชี้วัดถึงการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สำคัญ ซึ่งมีความสัมพันธ์กับภาวะของความเสี่ยง หรือ ความตกต่ำของเศรษฐกิจของประเทศ ภาครัฐได้ปล่อยให้มีการพัฒนาที่อยู่อาศัยของคนอเมริกันให้เป็นไปตามกลไกของตลาด และมีการเข้าแทรกแซงน้อยมาก การมีกรรมสิทธิ์ในที่อยู่อาศัยของคนอเมริกันถือเป็นความใฝ่ฝันของทุกคน ดังนั้นรัฐบาลจึงถือเป็นส่วนที่สำคัญในการที่จะส่งเสริมให้คนชาติได้เป็น

เจ้าของที่อยู่อาศัย¹⁹ ในช่วงนั้นวัฏจักรที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกามีความผันผวนมาก รัฐบาลปล่อยให้มีการพัฒนาที่อยู่อาศัยให้เป็นไปตามกลไกของตลาด ซึ่งสถิติของการก่อสร้างที่อาศัยมีสูงที่สุดในปี ค.ศ. 1972 ซึ่งมีมากขึ้นถึง 2.4 ล้านหน่วย ในอีก 3 ปีถัดมา คือ ปี ค.ศ. 1975 ลดลงเหลือเพียง 1.2 ล้านหน่วย (ลดลงครึ่งหนึ่ง) ในปี ค.ศ. 1986 มีการก่อสร้างเพิ่มขึ้นเป็น 1.8 ล้านหน่วย หลังจากนั้นการก่อสร้างเริ่มชะลอตัวลงในปี ค.ศ. 1991 มีการก่อสร้างเพียง 1 ล้านหน่วย แต่ในช่วงปี ค.ศ. 1992-1999 การก่อสร้างได้มีจำนวนเพิ่มมากขึ้นเฉลี่ย 1.3 ล้านหน่วยต่อปี โดยเริ่มจาก 1.1 ล้านหน่วยในปี ค.ศ. 1992 เป็น 1.6 ล้านหน่วยในปี ค.ศ. 1999 สาเหตุที่ทำให้ราคาบ้านในสหรัฐอเมริกาสูงขึ้น เป็นผลมาจากสถาบันการเงินใน สหรัฐอเมริกา ได้มีการขยายสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ในปริมาณมากขึ้น ทำให้เกิดการแข่งขันการให้สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ เป็นผลทำให้จำนวนของผู้กู้ที่อยู่บนกลุ่มของ “ผู้กู้ซัพไพรม์”²⁰ ในภาคอสังหาริมทรัพย์มีจำนวนมากขึ้น ทำให้ผู้ประกอบการเร่งผลิตบ้านเพื่อตอบสนองต่อสถาบันทางการเงินปล่อยสินเชื่อทั้งผู้ซื้อบ้าน และผู้ก่อสร้างเพื่อเก็งกำไรซึ่งเป็นผลให้ราคาที่อยู่อาศัยมีแนวโน้มสูงขึ้นเรื่อย ๆ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990-1999 ซึ่งเป็นผลมาจากอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น ในช่วงปี ค.ศ. 1990-1993 ราคาบ้านอยู่ที่ประมาณ 140,000 ดอลลาร์สหรัฐ และเพิ่มเป็น 150,000 ดอลลาร์สหรัฐในช่วงปี ค.ศ. 1995-1996 ในปี ค.ศ. 1999 ราคาบ้านเพิ่มขึ้นเป็น 190,000 ดอลลาร์สหรัฐ เมื่อเทียบราคาบ้านในช่วง 10 ปี (ค.ศ. 1990-1999) ราคาบ้านเพิ่มสูงขึ้นถึงร้อยละ 35²¹ เมื่อสิ้นปี ค.ศ. 2003 ราคาเฉลี่ยบ้านเดี่ยวเพิ่มเป็น 243,400 ดอลลาร์สหรัฐ และขณะนั้นมีการคาดการณ์ว่า ราคาบ้านในสหรัฐอเมริกาจะสูงขึ้นร้อยละ 13 ในไตรมาสที่ 3 ของปี ค.ศ. 2004 ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมาก การเพิ่มของดัชนีราคาที่อยู่อาศัย รวมถึงการซื้อขายที่เป็นผลมาจากการขยายตัวของอัตราที่อยู่อาศัยดังกล่าว เป็นต้นเหตุของการเกิดปัญหาการเก็งกำไร และเกิดปัญหาภาวะฟองสบู่ในที่อยู่อาศัย (Housing Bubble) โดยปกติแล้วสหรัฐอเมริกา ผู้กู้จะต้องได้รับการประเมินสัดส่วนเงินกู้กับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ค้ำ

¹⁹ กิตติ พัฒนพงศ์พิบูล และบุษรา ศรีพานิชย์, ระบบการเงินที่อยู่อาศัย : กรณีระบบในสหรัฐอเมริกา กับ Subprime CDO (Online), 10 เมษายน 2553. แหล่งที่มา <http://www.sarasatr.info/files/s50-35.pdf>.

²⁰ ตลาดสินเชื่อบ้านในสหรัฐอเมริกามีการปล่อยสินเชื่ออยู่ 3 ระดับ คือ ลูกหนี้ชั้นดี (prime) ที่ประวัติการชำระหนี้ดี มีที่ทำงานเป็นหลักแหล่ง กลุ่มที่สอง เป็นกลุ่มที่ประวัติการชำระหนี้ดี แต่รายได้ไม่เป็นหลักแหล่ง สำหรับกลุ่มสุดท้าย subprime คือ มีประวัติการชำระหนี้ทั้งสองอย่างในแบบที่ไม่น่าเชื่อถือ ซึ่งในกลุ่ม subprime นี้อาจมีชื่อเรียกอีกหลาย ๆ ชื่อ เช่น Ninja loans หรือ Liar loans เป็นต้น

²¹ Michael J. Lea & Steven A. Bernstein, **International housing finance sourcebook 1995**, (3rd ed), (Chicago: International Union of Housing Finance Institutions, (1995), 302.

ประกัน หรือ LTV (Loan to Value) ไม่เกิน 80% ผู้กู้ต้องซื้อประกันเงินกู้ ซึ่งโดยทั่วไปแล้วจะประกันจำกัดไม่เกิน 90% ผู้กู้ต้องเป็นผู้ที่มีประวัติดี และมีรายได้เพียงพอต่อการผ่อนชำระ ดังนั้น “ซับไพร์ม” จึงเป็นสถานะของลูกหนี้ที่มีคุณภาพต่ำกว่ามาตรฐาน หรือจะเรียกอีกอย่างว่า “ผู้กู้ซับไพร์ม”²² จากการปล่อยกู้ของ “ผู้ให้กู้ซับไพร์ม”²³ ดังกล่าว ทำให้เห็นได้ว่าสถาบันการเงินนั้น ละเลยแนวทางที่เคยปฏิบัติมา ทำให้สหรัฐอเมริกาที่มีผู้กู้กว่า 1 แสนรายที่ผิดนัดชำระหนี้ เช่นนี้การผลิตที่อยู่อาศัยนั้นเป็นบทบาทของเอกชนในการดำเนินงาน โดยภาครัฐมีหน้าที่ในการพัฒนาที่อยู่อาศัยสำหรับคนยากจนประเภทสวัสดิการสงเคราะห์ แต่อย่างไรก็ตาม ภาครัฐมีบทบาทในการสนับสนุนเอกชนในการดำเนินงาน เช่น การมีหน่วยงานค้ำประกันเงินกู้ที่อยู่อาศัยสำหรับผู้ที่มีรายได้ปานกลางและรายได้น้อย มีการเก็บภาษีทรัพย์สินรายปีที่อยู่อาศัยค่อนข้างสูงจากรัฐบาลท้องถิ่น (Local Government) และเป็นส่วนสำคัญของระบบเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้รัฐยังส่งเสริมให้เกิดระบบตลาดรองสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Secondary Mortgage Market) โดยมีหน่วยงานของรัฐ และหน่วยงานที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐ (Government Sponsored Agencies-GSEs) ซึ่งทำให้มีปริมาณเงินเพื่อใช้ในเรื่องสินเชื่อที่อยู่อาศัย²⁴

ลักษณะของผู้กู้ซับไพร์ม โดยทั่วไปแล้วมีลักษณะดังต่อไปนี้

1. มีการจ่ายหนี้ล่าช้ากว่ากำหนด 60 วัน จำนวน 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้น ในช่วง 12 เดือนสุดท้ายของช่วงหนี้ที่ครบกำหนด หรือมีการจ่ายหนี้ล่าช้ากว่ากำหนด 90 วัน จำนวน 1 ครั้ง หรือมากกว่านั้นในช่วง 36 เดือนสุดท้ายของช่วงหนี้ที่ครบกำหนด
2. ถูกยึดหลักทรัพย์ หรือหลักประกัน หรือไม่ชำระหนี้ในช่วง 48 เดือนแรกของการกู้
3. ล้มละลายในช่วง 7 ปีที่แล้ว

²² ผู้กู้ซับไพร์ม (Subprime borrowers) การปล่อยกู้ซับไพร์มเป็นการเปิดโอกาสให้กับผู้ที่มีประวัติไม่ดี และไม่สามารถกู้ในระบบปกติเข้าสู่การขอสินเชื่อได้ เนื่องจากลูกหนี้กลุ่มนี้มีความเสี่ยงสูง จึงต้องรับภาระดอกเบี้ยสูงกว่าปกติ แต่ก็ถือว่ายังเป็นส่วนน้อยกว่าดอกเบี้ยบัตรเครดิต

²³ ผู้ให้กู้ซับไพร์ม (Subprime Lender) ผู้ให้กู้ (Lenders) ที่ปล่อยกู้ให้กับผู้ที่มีเครดิตต่ำเป็นผู้รับความเสี่ยงสูง อย่างไรก็ตาม ผู้ให้กู้จะใช้วิธีการที่หลากหลายในการชดเชยความเสี่ยงนี้ ในกรณีของเงินกู้ซับไพร์ม (Subprime Loan) ความเสี่ยงจะถูกชดเชยด้วยการเรียกอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น (A higher interest rate)

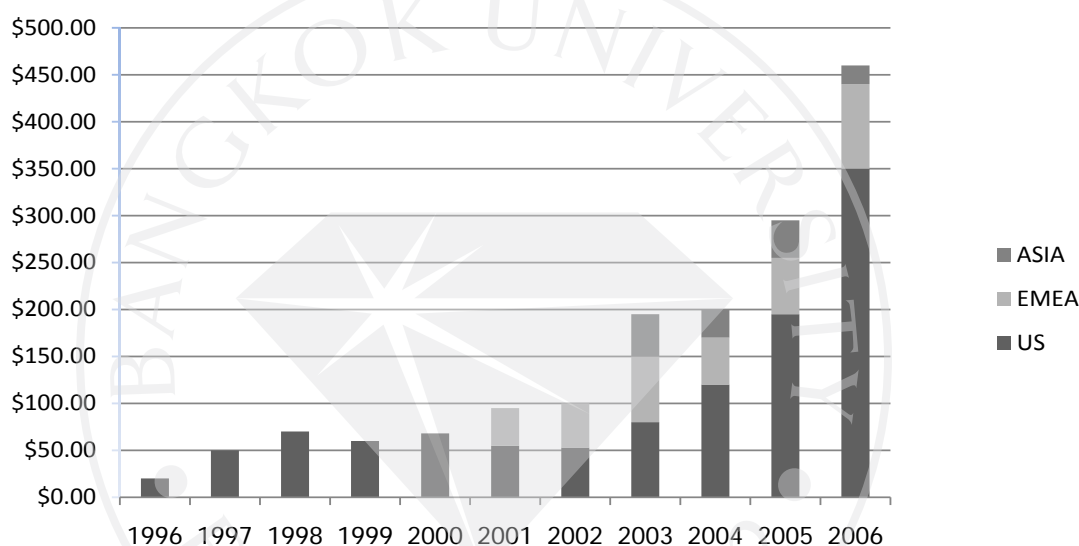
²⁴ อ้างแล้ว,51

4. มีแนวโน้มการผิดนัดชำระหนี้สูง เช่น การมีคะแนนความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำกว่า 620 (ขึ้นอยู่กับหลักทรัพย์)

ภาพที่ 1 : ขนาดและอัตราการขยายตัวสินเชื่อ Subprime ในสหรัฐอเมริกา

Subprime Originations

Dollars in billions



ที่มา : สุธี เหลืองอร่ามกุล. 3 เครื่องมือทางการเงินที่เขย่าโลก. วารสารการเงินการคลัง, 62(2552), 33-42.

สหรัฐอเมริกามีการพัฒนาการเงินที่อยู่อาศัยระบบ “ตลาดรอง” (Secondary Market) ตั้งแต่วิกฤตการณ์เศรษฐกิจการเงินปี ค.ศ. 1968-1970 เป็นต้นมา ซึ่งสาเหตุของการพัฒนาระบบตลาดรองเกิดจากในอดีตที่สหรัฐอเมริกาไม่ให้นำธนาคารเปิดสาขาข้ามมลรัฐ จึงเกิดแรงกดดันให้ธนาคารขายสัญญาเงินกู้ที่อยู่อาศัยในท้องถิ่นที่มีเงินฝากไม่เพียงพอ จากนั้นก็มีการขายสัญญาเงินกู้เป็นทอด ๆ ไปยังศูนย์ทางการเงิน ในการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยของประชาชน สถาบันการเงินที่ให้กับผู้ต้องพิจารณาสินเชื่ออย่างเข้มงวดตามมาตรฐานที่ระเบียบกำหนดไว้โดยผู้ซื้อสัญญาเงินกู้ ทั้งนี้ เพราะผู้ซื้อเงินกู้ต้องการได้ลูกหนี้ที่มีคุณภาพ ซึ่งเป็นการส่งผลให้

สามารถนำไปออกตราสารการเงินที่มีคุณภาพ และเพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกให้ระบบการเงิน เพื่อที่อยู่อาศัยสหรัฐอเมริกาดำเนินการในตลาดรอง ไปได้ รัฐบาลได้ตั้งหน่วยงานต่าง ๆ เข้ามาสนับสนุนซื้อขายสัญญาเงินกู้ ดำเนินการค้ำประกันเงินกู้ รวมถึงการออกตราสารหนี้ จากที่กล่าวมาข้างต้นนั้น ระบบการเงินที่อยู่อาศัยของสหรัฐอเมริกามีพื้นฐานในระบบ “ตลาดรอง” (Secondary Market)²⁵ เป็นหลัก โดยมีสถาบันหลายประเภทเป็นผู้ปล่อยสินเชื่อให้ผู้ต้องการซื้อบ้าน เช่น Mortgage companies, Savings and Loan Association, ธนาคารพาณิชย์, เครดิตยูเนียน (Credit Loan) ซึ่งเรียกผู้ปล่อยสินเชื่อเช่นว่านี้รวมกันว่า “ตลาดแรก” (Primary Market)²⁶ สำหรับสถาบันที่มีบทบาทในการออกตราสารหนี้ที่สำคัญในตลาดรอง คือ Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) และ Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) ซึ่งเป็นหน่วยงานที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐบาล (Government Sponsored Agencies-GSEs) สถาบันทั้งสองมีการแบ่งส่วนของตลาดสูงถึงร้อยละ 40 มีบทบาทในการซื้อสินเชื่อจากสถาบันการเงินในตลาดแรก และเก็บเป็นพอร์ตในการลงทุน (Investment Portfolio) หรือการนำสินเชื่อดังกล่าวไปแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) เมื่อสิ้นปี ค.ศ. 2003 ปริมาณของสินเชื่อของหน่วยงานดังกล่าวมีปริมาณเพิ่มขึ้นประมาณ 3.6 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 47 ของ “สินเชื่อที่อยู่อาศัย” คงค้างรวม 7.8 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ²⁷ ซึ่งจากปัญหาซับไพร์ดังกล่าวนี้จะถูกแปลงสภาพจากสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในรูปแบบที่เรียกว่า Mortgage-Backed Securitization (MBS) และจากการแปลงตราสารนี้เอง ทำให้ตราสารดังกล่าวถูกนำไปจัดลำดับและแปลงต่อไปเป็นตราสารทางการเงินที่มีความซับซ้อนมากขึ้นที่เรียกว่า CDOs (Collateralized Debt Obligations) จากการพัฒนาตราสารเช่นว่านี้ เป็นสาเหตุสำคัญของปัญหาทางเศรษฐกิจและตลาดทางการเงินที่มีการผูกโยงเข้ากับวิกฤตการณ์สินเชื่อซับไพร์

²⁵ ตลาดรอง (Secondary Market) การระดมทุนในตลาดรองซึ่งเป็นตลาดที่ซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงิน ภายหลังการซื้อขายครั้งแรกในตลาดแรกแล้วไม่ได้มีการสร้างสินทรัพย์ทางการเงินขึ้นใหม่ที่ได้แสดงความเป็นเจ้าหนี้ หรือเจ้าของเงินทุน ดังนั้นการซื้อขายในตลาดรองจึงถือเป็นการเปลี่ยนมือระหว่างผู้ถือสินทรัพย์ทางการเงิน และช่วยในการเพิ่มสภาพคล่องทางการเงินให้กับผู้ลงทุนในตลาดแรก ให้มีช่องทางในการขายสินทรัพย์ที่ถือครองนั้นเปลี่ยนเป็นเงินทุนเมื่อมีความต้องการใช้จ่ายในอนาคต

²⁶ ตลาดแรก (Primary Market) การระดมทุนในตลาดแรก คือ การที่ผู้ระดมทุนสร้างสินทรัพย์ทางการเงินออกขายสู่ตลาดการเงินเป็นครั้งแรกให้กับผู้มีเงินทุนโดยตรง กล่าวคือ โดยไม่ได้ผ่านบุคคลอื่นใด ดังนั้นในทางเศรษฐศาสตร์จึงถือว่า การซื้อขายในตลาดแรกเป็นการลงทุนที่แท้จริง เพราะผู้ระดมทุนเป็นผู้ได้รับเงินและใช้ในการลงทุนทำธุรกรรมทางเศรษฐกิจจริง เช่น การเสนอขายหุ้นใหม่ (Initial Public Offering : IPO)

²⁷ <http://www.housingfinance.org/pdfstorage/USA.pdf>

ผลจากการขยายตัวของปัญหาซับไพร์มต่อระบบการเงิน

1. ทำให้เกิดสภาวะการผันผวนของสภาพคล่อง มูลค่าสินทรัพย์ที่ลดลง และการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ทำให้สถาบันการเงินต้องระดมทุนเพิ่มขึ้น
2. การขาดความน่าเชื่อถือของนักลงทุน ทำให้การระดมทุนโดยการเพิ่มทุนไม่เพียงพอ
3. ทำให้การพึ่งพิงทุนจากตลาดเงิน สภาพคล่องในตลาดเกิดการตึงตัว และความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น ระดับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารจึงปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก
4. สถาบันการเงินหลายแห่งต้องลดขนาดของสินทรัพย์ จนระดมเงินทุนอย่างหนัก ถูกควมรวม หรือซื้อกิจการไปจนถึงขั้นอยู่ในภาวะล้มละลาย

2.2.2 ปัญหาสินเชื่อซับไพร์มที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตราสารทางการเงิน

จากปัญหาในของการเติบโตของ ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับที่อยู่อาศัยของคนอเมริกัน และการปล่อยสินเชื่อให้แก่ผู้กู้ซับไพร์ม รวมถึงบทบาทของสถาบันการเงิน และเครื่องมือทางการเงินประเภทอนุพันธ์ (Derivatives) เป็นสาเหตุหลักของการทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งผู้วิจัยขอทำความเข้าใจ และนำกลไกการทำงานของสถาบันการเงินดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นเชื่อมโยงกับการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ เพื่อให้มีความเข้าใจถึงสาเหตุของปัญหา และเข้าใจถึงเหตุผลในการหาแนวทางในการควบคุม กำกับ และ /หรือดูแลการพัฒนาตราสารทางการเงิน กล่าวคือ กระบวนการเกิดซับไพร์มในตลาดการเงินเริ่มจากการที่ผู้กู้ที่มีคุณภาพต่ำกว่ามาตรฐานมีคุณสมบัติไม่ตรงตามกำหนดมาขอสินเชื่อ ซึ่งผู้ปล่อยกู้จะเรียกอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าปกติ เรียกว่า การปล่อยกู้ซับไพร์ม (Subprime lending) นอกจากการขยายสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ จากผลของอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำแล้ว ยังเป็น ผลมาจากนวัตกรรมทางการเงินที่เรียกว่า Securitization ที่ช่วยให้ธนาคารพาณิชย์สามารถระดมทุนเพื่อนำมาเป็นทุนในการปล่อยกู้ได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถผลัดภาระความเสี่ยงไปให้กับนักลงทุนได้ โดยมีสถาบันตลาดรองหลัก เช่น Fannie Mae และ Freddie Mac ที่กล่าวมาแล้วข้างต้น โดยผู้ปล่อยกู้จะปล่อยสินเชื่อที่เป็นซับไพร์มในตลาดรอง และขายให้แก่

สถาบันที่เรียกว่า “วณิชธนกิจ” (Investment Banks)²⁸ เพื่อนำตราสารดังกล่าวนั้นไปแปลงเป็นตราสารทางการเงิน เพื่อออกขายให้แก่นักลงทุน เช่น ตราสารที่มีสินเชื่อกู้ยืมที่อยู่อาศัยหนุนหลัง (MBS) ตราสารที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง (ABS) และเพื่อเป็นการเพิ่มความสนใจให้กับตราสารดังกล่าวจึงมีการนำตราสารต่าง ๆ เช่น MBS, ABS, CMO และ Bond เป็นต้น มารวมเข้าด้วยกันและออกเป็นตราสาร และผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ พร้อมทั้งมีการจัดอันดับเครดิต (Credit Rating) โดยเรียกผลิตภัณฑ์หรือตราสารดังกล่าวว่า “Collateralized Debt Obligations : CDOs” และ “Credit Default Swap : CDS” ซึ่งเป็นตราสารอนุพันธ์ที่ได้จากขบวนการ Synthetic Securitization²⁹ ซึ่งนับตั้งแต่ปี ค.ศ. 2003-2006 เป็นต้นมา ตราสารทางการเงินที่มีสินทรัพย์หนุนหลัง (ABS) และสินเชื่อกู้ยืมที่อยู่อาศัยหนุนหลัง (MBS) มีเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วคิดเป็นร้อยละ 70 ของตราสารที่เป็นซับไพร์ม เมื่ออัตราดอกเบี้ยการผิดนัดชำระในกลุ่มของซับไพร์มมีมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมูลค่าของหลักประกันของสินเชื่อกู้ยืมที่ถูกแปลงเป็นตราสาร และอยู่ในกลุ่มของ CDOs ลดลง ทำให้การซื้อขายมีปริมาณที่ลดลงไปด้วย รวมถึงมีการผิดนัดการชำระหนี้ ซึ่งนำไปสู่การขาดทุนในการลงทุนใน CDOs³⁰ และตราสารอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยงอย่าง CDS ในขณะที่รูปแบบใหม่นั้น ธนาคารพาณิชย์ที่ขายสัญญาออกไปไม่ปรากฏในงบดุล และไม่ต้องรับภาระความเสี่ยง แต่ผู้ที่ลงทุนในตราสารหนี้ CDOs และตราสารอนุพันธ์ CDS เป็นผู้รับภาระแทน ดังนั้นการดำเนินการภายใต้รูปแบบใหม่นี้ ธนาคารพาณิชย์จึงไม่จำเป็นต้องพิถีพิถันในการคัดเลือกลูกค้า พฤติกรรมเช่นนี้เรียกว่า Moral Hazard³¹ จากผลดังกล่าวทำให้ปัญหาการขยายตัวของสินเชื่อกู้ยืมซับไพร์มมีส่วนเกี่ยวข้องกับพัฒนาตราสารทางการเงินอย่างชัดเจน และเป็นไปได้ว่า

²⁸ วณิชธนกิจ (Investment Banking) คือ สถาบันทางการเงินซึ่งทำหน้าที่ระดมเงินทุน ซื้อขายหลักทรัพย์ บริหารการควบรวม และซื้อกิจการ รวมถึงให้คำปรึกษาในธุรกรรมข้างต้น และธุรกรรมทางการเงินประเภทอื่น เช่น การปรับโครงสร้างหนี้ การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ทำรายงานวิจัย ออกแบบผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เป็นต้น

²⁹ ขบวนการแปลงสินทรัพย์ (Asset) เป็นหลักทรัพย์ หรือตราสารอนุพันธ์ (Derivative) เรียกว่า “Securitization” ถูกสร้างขึ้นในทศวรรษที่ 1970 เป็นเครื่องมือทางการเงินที่นิยมนำมาใช้อย่างแพร่หลาย ผู้ซื้อตราสารนี้จะได้รับดอกเบี้ยตลอดอายุของตราสารหนี้ และเมื่อครบกำหนดก็จะได้รับเงินต้นเท่ากับมูลค่าที่ซื้อขาย ทั้งนี้ รายได้ที่จะนำมาจ่ายให้ผู้ลงทุนได้มาจากสินทรัพย์ที่อยู่เบื้องหลัง หรือค่าประกันตราสารอนุพันธ์ สำหรับประเทศไทยได้มีการออกพระราชกำหนดเพื่อรองรับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535

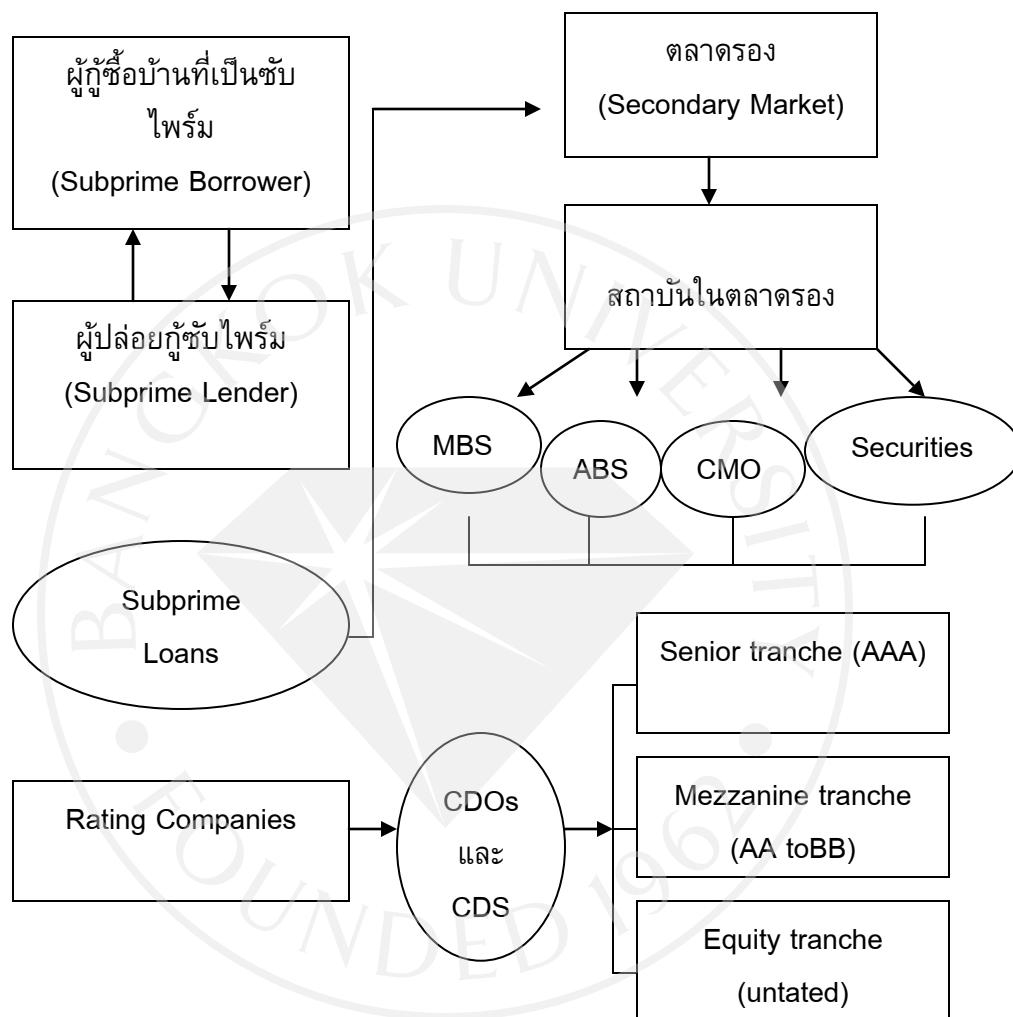
³⁰ http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_debt_obligation

³¹ เรื่อง Moral Hazard เป็นผลมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric information) ซึ่งเป็นเรื่องที่นักเศรษฐศาสตร์ให้ความสำคัญ และได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ด้านนี้ในปี ค.ศ. 1996 และ ค.ศ. 2001

แนวโน้มของการพัฒนาตราสารดังกล่าวจะมีอัตราขยายตัวเพิ่มขึ้น ทำให้การพัฒนาวัตกรรมการทางการเงินอย่าง CDOs และ CDS นั้นเป็นที่นิยมมากจากนักลงทุนที่นำเงินทุนของตนมาลงทุนในตราสารดังกล่าว แต่จากการลงทุนในตราสารทางการเงินที่มีการพัฒนาอย่างรวดเร็ว นั้น สาเหตุที่เป็นต้นกำเนิดที่ก่อให้เกิดปัญหาจากปัจจัยหลาย ๆ ส่วนดังต่อไปนี้

1. เกิดจากการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผิดพลาด
2. การกำกับดูแลทางการเงินที่หละหลวมจากภาครัฐที่ไม่มีการควบคุมดูแล และไม่เข้าแทรกแซงจากภาครัฐ
3. การพัฒนาวัตกรรมการและตราสารทางการเงินที่รวดเร็ว และมีความซับซ้อนมากขึ้น
4. ความไม่โปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลในการลงทุนในตราสารทางการเงินอย่าง CDOs (Collateralized Debt Obligations) และ CDS (Credit Default Swap)

ภาพที่ 2 : แผนผังแสดงความเชื่อมโยงระหว่างการปล่อยสินเชื่อซับไพร์มกับการพัฒนาตราสารทางการเงิน



ที่มา : กิตติ พัฒนพงศ์พิบูล และบุษรา ศรีพานิชย์. (2553). ระบบการเงินที่อยู่อาศัย : กรณีระบบในสหรัฐอเมริกา กับ Sub prime CDO. ค้นเมื่อ 10 เมษายน 2553: จาก <http://www.sarasatr.info/files/s50-35.pdf>.

จากแผนผังในการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างสินเชื่อซับไพร์ม และการพัฒนาตราสารทางการเงินอย่างตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations : CDOs และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap : CDS เป็นการแสดงให้เห็นว่า นอกจากแนวคิด และทฤษฎี

ทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกาในระบบทุนนิยมโลกาภิวัตน์ รวมทั้งการเปิดเสรีทางการเงิน ล้วนแล้วแต่มีความเกี่ยวข้องกัน และเป็นส่วนสำคัญที่อาจก่อให้เกิดปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงิน หากว่าไม่มีระบบ และกฎหมายในการควบคุมกำกับดูแลอย่างเป็นระบบ

2.3 วิวัฒนาการ และแนวคิดในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตราสารอนุพันธ์ของ ประเทศไทย

จากพัฒนาการ และการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจของไทยนั้น เป็นไปตามแบบของ ประเทศที่กำลังพัฒนาโดยทั่วไป คือ การพัฒนาของระบบเศรษฐกิจ และระบบทางการเงินของ ประเทศไทยนั้นเป็นแบบการพอยังชีพ และเป็นแบบปิด เพื่อนำไปสู่เศรษฐกิจระบบแบบเปิด หรือ ระบบปริวรรตกรรม (Exchange Economy)³² ทำให้การดำเนินนโยบายในการเปิดเสรีทางการเงิน เป็นไปอย่างกว้างขวางมากในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ซึ่งในการเปิดเสรีทางการเงินนั้นมักมีกันอยู่ หลายรูปแบบ และแตกต่างกันออกไป อย่างไรก็ตาม ประเด็นที่ถือว่าสำคัญในการใช้เปิดเสรี ทางการเงินอีกประการหนึ่ง ก็คือ การเข้าสู่ กลไกตลาดการจัดสรรสินเชื่อด้านทางการเงินผ่านปรน หลักเกณฑ์ในการถือครองสินทรัพย์ (Portfolio requirements) การจัดสรรสินเชื่อ การยกเลิก เพดานการกำหนดอัตราดอกเบี้ย และข้อจำกัดในการเคลื่อนย้ายเงินทุน

ในช่วงทศวรรษที่ 1990 ประเทศไทยเริ่มมีการเปิดเสรีโดยการเริ่มปฏิรูปภาคการเงิน โดยการเปิดเสรีทางการเงินของไทยดังกล่าว เป็นการขยายระบบการเงิน และเป็นการเพิ่มช่องทางใน การแข่งขันให้เป็นสากลมากยิ่งขึ้น โดยการปฏิรูปภาคการเงินนี้ไทยได้แบ่งออกเป็น 3 ส่วนที่สำคัญ ดังต่อไปนี้³³

1. การปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ย
2. การผ่อนคลายกฎเกณฑ์ควบคุมสถาบันการเงิน
3. การผ่อนคลายการควบคุม และการเคลื่อนย้ายเงินทุน

³² ทิวา เงินยวง, เศรษฐศาสตร์การเมืองสำหรับนักกฎหมาย, 10.

³³ Barry Eichengreen, **Toward a New International Financial Architecture : A Practical Post-Asia Agenda**, (Washington, DC: Institute for International Economics, 1999), 124-128.

การปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ยนั้น เริ่มจากการปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ และตามมด้วยการปล่อยเสรีอัตราดอกเบี้ยออมทรัพย์ และในการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ซึ่งอีกส่วนคือ การปล่อยเสรีในการผ่อนคลายกฎเกณฑ์การควบคุมสถาบันการเงิน ซึ่งถือเป็นการเปิดเสรีทางการเงินที่สำคัญอีกประการหนึ่งดังกล่าวนี้ ทำให้พิจารณาได้ว่า หากมีการผ่อนปรนในการจำกัดความของสินเชื่อที่บังคับที่ให้กับภาคเกษตร การผ่อนคลายคำจำกัดความของสัดส่วนการถือสินทรัพย์สภาพคล่อง และอีกประการ หากว่า ได้รับการผ่อนคลายอาจเป็นการส่งผลดีต่อระบบการเงินของประเทศไทย นั่นคือ การผ่อนคลายกฎเกณฑ์การจัดการทรัพย์สินของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะสามารถทำให้สถาบันการเงินต่าง ๆ สามารถขยายขอบเขตในการประกอบธุรกิจได้ หลากหลายมีกว้าง มากขึ้น และการผ่อนคลายในส่วนของการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนในทศวรรษที่ 1990 โดยประเทศไทยได้ยอมรับพันธะข้อ 8³⁴ ของกองทุน การเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund : IMF)³⁵ และมีการประกาศผ่อนคลายการควบคุมปริวรรตเงินตรา ให้ภาคเอกชนสามารถซื้อขาย และแลกเปลี่ยนเงินตราได้โดยไม่ต้องทำการขออนุญาตจากรัฐบาล ยกเว้นแต่การที่จะนำเงินไปลงทุนในทางตรง และลงทุนในต่างประเทศที่จะต้องปฏิบัติตามที่มีกฎหมายกำหนดไว้ รวมทั้งขอให้มีการเปิดเสรีในการคืนกำไรเงินปันผลของชาวต่างชาติ นอกจากนี้เพื่อความสะดวก และเป็นการเปิดเสรีของประเทศไทยเองจึงควรมีการจัดตั้งกิจการ

³⁴ ความสำคัญของพันธะข้อ 8

การที่ประเทศสมาชิก IMF ประกาศยอมรับพันธะข้อ 8 Section 2-4 ของ IMF จะทำให้ประเทศคู่ค้า รวมทั้งนักลงทุนจากต่างชาติมีความเชื่อมั่นในการที่จะเข้ามาติดต่อค้าขาย รวมทั้งเข้ามาขยายฐานการลงทุน เนื่องจากการยอมรับพันธะข้อ 8 Section 2-4 แสดงว่า ประเทศนั้นจะไม่กำหนดมาตรการใด ๆ เพื่อจำกัดการเคลื่อนย้ายเงินตราระหว่างประเทศในการซื้อขายสินค้าและบริการ ซึ่งรวมถึงค่าขนส่ง (ค่าระวาง และประกันภัยสินค้า รวมทั้งค่าขนส่งผู้โดยสาร) ค่าเดินทาง ค่าธรรมเนียมการส่งรายได้กลับประเทศของแรงงานที่ไปทำงานต่างประเทศ การส่งกำไร และผลตอบแทนจากการลงทุนกลับประเทศ ตลอดจนการส่งรายได้จากการปล่อยกู้หรือดอกเบี้ยเงินกู้กลับประเทศด้วย เป็นที่น่าสังเกตว่า การยอมรับพันธะข้อ 8 Section 2-4 ครอบคลุมถึงการเปิดเสรีด้านการเคลื่อนย้ายเงินตราต่างประเทศ เพื่อชำระค่าสินค้า และบริการระหว่างประเทศ (Current payments) ตลอดจนการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศกับเงินสกุลท้องถิ่นโดยปราศจากการเลือกปฏิบัติ (discrimination) แต่ไม่ได้ครอบคลุมถึงการเปิดเสรีด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุน (capital movement) ทั้งทางตรงและทางอ้อม และไม่ครอบคลุมถึงการเคลื่อนย้ายเงินต้นจากการปล่อยกู้ซึ่งอยู่ในบัญชีทุน

³⁵ Robert G. King & Ross Levine, "Finance, entrepreneurship and growth Theory and evidence," *Journal of Monetary Economics* 32, 3, (1993): 513-542.

วิเทศนกิจ (BIBF) เพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกให้แก่นักลงทุนในการกู้เงินจากต่างประเทศเพื่อนำมาปล่อยกู้ในประเทศ

2.3.1 แนวคิดในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตราสารอนุพันธ์

จากประเด็นดังกล่าว ผู้วิจัยขอทำความเข้าใจเกี่ยวกับความหมายของระบบการเงิน โครงสร้างของระบบการเงิน และความสำคัญของระบบการเงินที่มีความสำคัญ และเป็นปัจจัยที่ก่อให้เกิดปัญหาในระบบของตลาดการเงินได้อย่างไรต่อไป

ในอดีตที่ผ่านมานี้อาจกล่าวได้ว่า ประเทศไทยถือเป็นประเทศที่เคยมีการพัฒนาและมีความเจริญก้าวหน้าทางเศรษฐกิจที่สูงสุดระดับโลกอีกประเทศหนึ่ง และในภูมิภาคของโลกจนเกิดวิกฤตการณ์ทำให้เศรษฐกิจเกิดการตกต่ำ จนเป็นเหตุให้ระบบเศรษฐกิจเกิดการชะลอตัวจากที่เคยมีการเติบโตทางเศรษฐกิจ และมีความก้าวหน้าเป็นอย่างมาก แต่จากปัญหาดังกล่าวทั้งภาครัฐ ภาคธุรกิจ และประชาชนที่ต่างให้ความร่วมมือกันในการหาแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจดังกล่าว ทำให้เศรษฐกิจที่ชะลอตัวนั้นกลับมาเฟื่องฟูอีกครั้ง และมีการขยายตัวเพิ่มมากขึ้น และเข้าสู่ภาวะการที่เป็นปกติ และก้าวสู่การเป็นผู้นำทางเศรษฐกิจอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งจากวิกฤตการณ์ดังกล่าวจะเห็นได้ว่าการมีเงินทุนถือว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญ และเป็นปัจจัยหลักที่จะเป็นตัวกำหนดถึงความสำเร็จของระบบเศรษฐกิจ และการบริหารของระบบเศรษฐกิจ แต่การขาดซึ่งเงินทุนนั้นก็เป็นการสะท้อนให้เห็นถึงความล้มเหลวของระบบเศรษฐกิจ และการบริหารระบบเศรษฐกิจของประเทศเช่นกัน

ทั้งนี้ ภาครัฐ และภาคเอกชนต่างก็ต้องการเงินทุน เพื่อใช้ในการประกอบกิจการ และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ภาคเอกชนนั้นต้องการเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในการประกอบกิจการเพื่อขาย อย่างเช่น การสร้างโรงงาน การตั้งโรงงาน การนำไปซื้อวัตถุดิบจ่ายเป็นค่าแรงงาน จัดหาเทคโนโลยีในกิจการนั้น ซึ่งใช้ในการประกอบอาชีพตามที่ตนมีความเชี่ยวชาญ ส่วนในด้านของรัฐบาลก็มีความต้องการเงินทุนในการนำไปใช้เพื่อสาธารณูปโภค และการจ้างแรงงาน รวมทั้งเพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกให้แก่ประชาชนเพื่อการกินดีอยู่ดีของประชาชน รวมทั้งการเก็บภาษี และค่าธรรมเนียมให้เป็นไปตามที่กฎหมายกำหนดไว้ ตามปกตินั้นไม่ว่าจะเป็นทั้งทางภาครัฐ ภาคเอกชน หรือประชาชนเองต่างมีความต้องการในการใช้เงินทุน ซึ่งบ่อยครั้งที่เอกชนเองก็ต้องการเงินทุนในการลงทุนจำนวนมากกว่าในการลงทุน เพื่อเป็นการเก็บ

เกี่ยวผลประโยชน์ของธุรกิจ ซึ่งเมื่อพิจารณาทางภาครัฐ ในบางปีอาจเก็บภาษีได้ไม่ มากพอกับ รายจ่ายที่มีจำนวนมาก ส่วน ประชาชนก็มีความจำเป็นที่ต้องการเงินทุนให้มากกว่ารายได้ เพื่อนำมาใช้จ่ายในส่วนอื่น นอกจากการใช้จ่ายในทางปกติ อย่างเช่น การนำเงินทุนไปซื้อรถยนต์ ไปสร้างบ้าน หรือใช้เป็นเงินทุนสำรองในเวลาที่ยเจ็บป่วย ใช้ในการรักษาพยาบาล เป็นต้น ซึ่งเมื่อไม่มีเงินทุนเพียงพอต่อความต้องการไม่ว่าจะเป็นต่อภาครัฐ เอกชน และประชาชน ทำให้โอกาสในการขยายตัว และการลงทุนในธุรกิจของภาคเอกชน ไม่สามารถที่จะประกอบกิจการต่อไปได้ และอีกเช่นเดียวกัน ภาครัฐก็ไม่มีเงินทุนที่จะนำมาสร้างสาธารณูปโภค เพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกให้แก่ประชาชน ทำให้การพัฒนาประเทศเป็นไปในทิศทางที่ลดลง อีกทั้งประชาชนส่วนใหญ่ของประเทศก็ต้องอยู่ในภาวะที่ตกต่ำ ผลกระทบที่ตามมาจากการไม่มีอัตราการจ้าง แรงงานก็คือ ประชาชนว่างงาน ทำให้ประชาชนส่วนใหญ่ ประสบปัญหา ยากจน และไม่มีรายได้ เพียงพอที่จะใช้จ่าย และบริโภค ทำให้การดำเนินการ และการขยายตัวของธุรกรรมทางเศรษฐกิจชะลอลง ส่วนผู้มีเงินทุนเกินที่ได้ให้ผู้อื่นนำไปใช้ ก่อน และได้รับผลกลับมาเป็นรายได้ เพื่อการสร้างทุน และเป็นการสะสมทุนไว้ในอนาคต

ระบบการเงิน หมายถึง ความสัมพันธ์ของการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากผู้ที่มีเงินทุนส่วนเกิน (Surplus Spending Unit : SSUs)³⁶ ไปสู่ผู้ที่ขาดแคลนเงินทุน (Deficit Spending Unit : DSUs)³⁷

ผู้มีเงินทุนส่วนเกิน (Surplus Spending Unit : SSUs) ประกอบด้วยส่วนสำคัญดังต่อไปนี้

1. ครัวเรือน (Households) เป็นผู้มีเงินทุนส่วนเกินรายย่อย แต่มีความสำคัญมากในระบบการเงิน เนื่องจากมีจำนวนหลายราย ทำให้เงินทุนส่วนใหญ่ที่อยู่ในระบบการเงินมาจากครัวเรือน

³⁶ ผู้มีเงินทุนส่วนเกิน (Surplus Spending Unit : SSUs) คือ ผู้ที่มีการจ่ายเงินเพื่อการบริโภค หรือการลงทุนน้อยกว่ารายได้ที่ได้รับ

³⁷ ผู้ขาดแคลนเงินทุน (Deficit Spending Unit : DSUs) คือ ผู้ที่มีความต้องการใช้จ่ายเงิน เพื่อการบริโภค หรือการลงทุนมากกว่ารายได้ที่ได้รับ

2. ธุรกิจ (Business Firms) เป็นผู้มีเงินทุนส่วนเกิน เมื่อดำเนินงานได้กำไรแต่ยังไม่มีโอกาสลงทุนในโครงการที่น่าสนใจ

3. รัฐบาล (Government) เป็นผู้มีเงินทุนส่วนเกิน เมื่อมีความต้องการลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อพัฒนาประเทศน้อยกว่ารายได้ที่ได้รับ ซึ่งส่วนใหญ่มาจากการเก็บภาษีจากประชาชน

4. ต่างประเทศ (Foreigner) ประชาชน หรือธุรกิจจากต่างประเทศที่มีเงินทุนส่วนเกินสามารถนำเงินมาลงทุนผ่านตลาดการเงิน หรือสถาบันการเงินในประเทศได้

ผู้ขาดแคลนเงินทุน (Deficit Spending Unit : DSUs) ประกอบด้วยส่วนสำคัญดังต่อไปนี้

1. ธุรกิจ (Business Firms) เป็นผู้ขาดแคลนเงินทุนที่สำคัญมากที่สุดในระบบการเงิน เนื่องจากเป็นผู้ที่มีโอกาสนำเงินไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ ซึ่งก่อให้เกิดประสิทธิภาพในการใช้เงิน และประสิทธิภาพในระบบเศรษฐกิจ

2. รัฐบาล (Government) เป็นผู้ขาดแคลนเงินทุน เมื่อมีความต้องการลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อพัฒนาประเทศมากกว่ารายได้ที่จัดเก็บมาได้

3.ครัวเรือน (Households) เป็นผู้ขาดแคลนเงินทุนเพื่อใช้ในการอุปโภค หรือเพื่อการลงทุนทำธุรกิจ

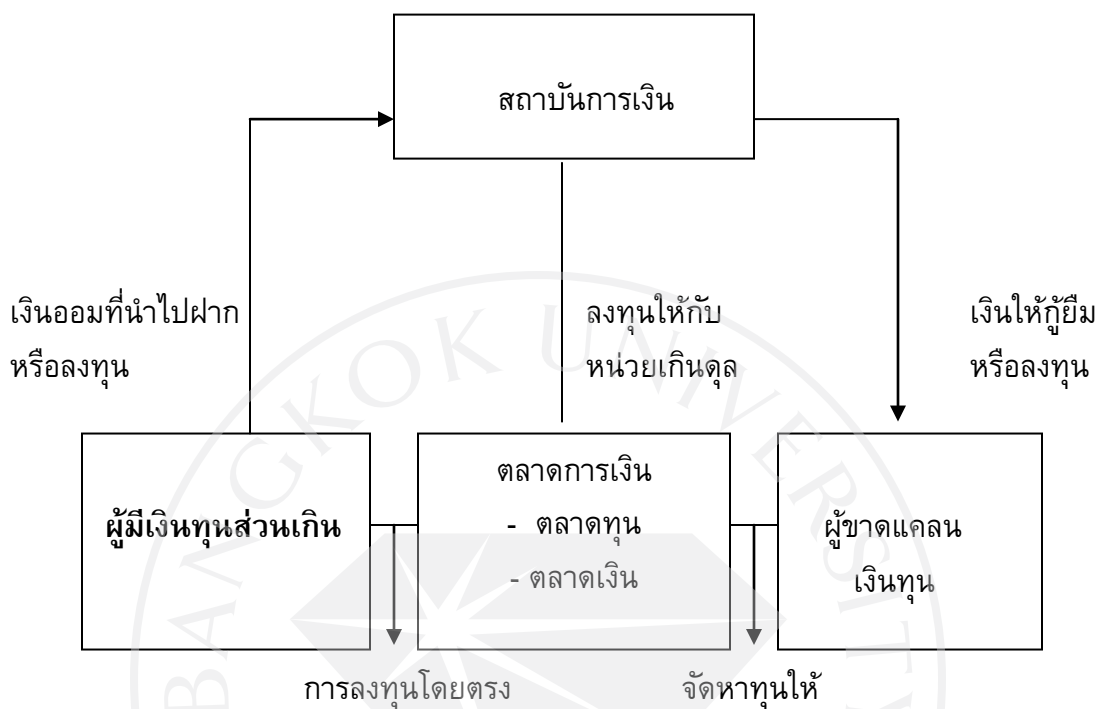
4. ต่างประเทศ (Foreigner) ผู้ขาดแคลนเงินทุนจากต่างประเทศ ส่วนใหญ่เป็นธุรกิจที่ต้องการนำเงินไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อการผลิตสินค้าและบริการ

ระบบการเงิน³⁸ ประกอบด้วย ตลาดการเงิน (Financial Market)³⁹ สถาบันการเงิน ธุรกิจ ครุภัณฑ์ และรัฐบาล ซึ่งนอกจากจะเป็นส่วนหนึ่งของระบบการเงินแล้ว ตลาดการเงินยังเป็นส่วนที่สำคัญในการกำกับดูแลการดำเนินการ และการเคลื่อนไหว ระบบการเงินนี้ถือว่ามีผลสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากว่าผู้มีเงินทุนส่วนเกินมีการถ่ายเท และการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่ผู้ที่ขาดแคลนเงินทุน จะเป็นการสร้างประสิทธิภาพ และการพัฒนาในความมั่นคงของเศรษฐกิจ เพื่อให้ระบบเศรษฐกิจเกิดเสถียรภาพ และความสมดุลมากขึ้น ทั้งนี้ ผู้มีเงินทุนส่วนเกินก็สามารถเพิ่มทุนของตนเองได้ โดยการนำเงินทุนไปลงทุนในตลาดเงิน หรือสถาบันการเงิน เพื่อเป็นการเพิ่มรายได้ และเป็นการเพิ่มผลตอบแทนให้กลับคืนมา ซึ่งในขณะเดียวกัน ผู้ลงทุนที่ขาดแคลนเงินทุนก็สามารถนำเงินทุนที่ได้ไปลงทุน เพื่อให้เกิดประโยชน์อย่างเช่น การนำเงินไปลงทุนซื้อเสื้อผ้ามาจำหน่าย ซึ่งหากว่ามีเงินทุนไม่เพียงพอก็สามารถจัดหาเงินทุนได้จากตลาดเงิน หรือสถาบันการเงินเพื่อนำเงินมาลงทุน เนื่องจากการลงทุนดังกล่าว จะเป็นการก่อให้เกิดการสร้างรายได้ สร้างงานได้ทั้งประชาชนและธุรกิจ เพื่อเป็นการเพิ่มรายได้ ทำให้รัฐสามารถเก็บภาษีมากขึ้น ทำให้สามารถนำเงินภาษีเพื่อไปลงทุนเพื่อพัฒนาประเทศต่อไปได้ สามารถอธิบายโครงสร้างของระบบการเงินได้ดังต่อไปนี้

³⁸ ระบบการเงิน (Financial System) มีความหมายถึง ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ระดมทุน ผู้ให้ใช้เงินทุน ตัวกลางทางการเงิน และบทบาทหน้าที่ที่พึ่งมีต่อกัน เพื่อส่งเงินทุนให้ผู้ใช้กันก่อน และสามารถส่งคืนเงินทุนพร้อมผลตอบแทนนั้นได้อย่างเป็นระบบ

³⁹ กฤษฎา สังขมณี, การเงินและการธนาคาร = **Money and Banking**, (กรุงเทพฯ: เรื่องแสงการพิมพ์ (2002), 2550), 19-20.

ภาพที่ 3 : โครงสร้างของระบบการเงิน



ที่มา : สุชาติดา กิระกุล และวชิรา อารมย์ดี. (2536). ตลาดการเงินและสถาบันการเงิน.
กรุงเทพฯ: ธนาคารแห่งประเทศไทย.

ตามโครงสร้างของระบบการเงินสามารถ ทำให้เห็นได้ว่ามีผู้ที่เกี่ยวข้องกับระบบการเงิน ดังต่อไปนี้

1. ผู้มีเงินทุนส่วนเกิน (Surplus Spending Unit : SSUs)
2. ผู้ขาดแคลนเงินทุน (Deficit Spending Unit : DSUs)
3. ตลาดการเงิน (Financial Markets)
4. สถาบันการเงิน หรือตัวกลางทางการเงิน (Financial Institution หรือ Financial Intermediaries)

2.3.1.1 ตลาดการเงิน (Financial Markets)

ตลาดการเงิน ถือว่ามีส่วนสำคัญ⁴⁰ ในระบบการเงิน ซึ่งผู้ซื้อได้นำสินทรัพย์ทางการเงินมาเพื่อขาย โดยอาจเป็นสินทรัพย์ทางการเงินที่ผู้ขายเป็นผู้ “สร้าง” หรือ “ผลิต” เพื่อนำออกขายให้แก่ผู้ที่สนใจที่จะซื้อในสินทรัพย์ที่ผู้ขายได้สร้างขึ้นดังกล่าว โดยผู้ซื้อจะนำเงินมาให้แก่ผู้ขาย เพื่อเป็นการแลกเปลี่ยนกับสินทรัพย์ที่ตนเป็นผู้สร้างขึ้น ในการที่ผู้ซื้อได้ลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินนั้นถือเป็นการระดมทุนจากการขายของผู้ขายสินทรัพย์ เพื่อนำเงินส่วนที่ขายได้นั้นไปใช้เพื่อเป็นการลงทุนในการประกอบการในส่วนที่ยังขาดแคลน อยู่ เป็นการนำเงินสะสมมาใช้เพื่อซื้อสินทรัพย์ทางการเงิน เพื่อเป็นการนำเงินในส่วนที่สะสมไว้ออกมาใช้ในการลงทุนไปก่อน

อนึ่ง การขายสินทรัพย์ทางการเงินเพื่อระดมทุนนั้น มีความแตกต่างจากการขายสินทรัพย์อื่น ๆ อย่างเช่น การซื้อขายที่ดิน การซื้อขายบ้าน และเครื่องประดับอื่น ๆ เป็นต้น ซึ่งการขายสินทรัพย์เพื่อการระดมทุนนั้น เป็นการขายสินทรัพย์ที่ผู้ขายได้สร้าง หรือผลิตขึ้นตามวิธีทางการเงิน และวิธีปฏิบัติที่ได้มีการ กำหนดไว้ แต่การขายสินทรัพย์ชนิดอื่นถือเป็นการขายสินทรัพย์ที่ตนมีอยู่ก่อนแล้ว จึงไม่ถือว่าการขายสินทรัพย์ดังกล่าวเป็นการขายสินทรัพย์เพื่อการระดมทุน แต่เป็นการขายสินทรัพย์เพื่อการเปลี่ยนจากสินทรัพย์เป็นเงิน เช่นนี้ถือว่าเป็นเพียงการเพิ่ม หรือเสริมทุนที่ยังขาดแคลนเพียงเท่านั้น จึงทำให้การขายสินทรัพย์เพื่อระดมทุนมีความแตกต่างจากการขายสินทรัพย์ชนิดอื่น ซึ่งในการซื้อสินทรัพย์เพื่อการระดมทุนเป็นการซื้อขายที่สามารถเป็นสื่อให้ผู้ที่ขาดแคลนเงินทุนสามารถระดมทุนได้ โดยทุนนั้นอาจมาจากแหล่งของบุคคลภายนอกซึ่งอาจมิได้มีความสัมพันธ์และรู้จักกันมาก่อนหน้านี้ แต่หากว่ามีความต้องการที่จะครอบครอง หรือเข้าเป็นเจ้าของซื้อขายในสินทรัพย์เช่นว่านั้นก็ย่อมทำได้ โดยการซื้อขายจะต้องมี

⁴⁰ อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการอธิบาย และง่ายต่อการทำความเข้าใจ ผู้เขียนจึงขอแบ่งความสำคัญของตลาดการเงินเป็นข้อ ๆ ดังต่อไปนี้

1. ตลาดการเงินทำให้เกิดประสิทธิ ภาพในการใช้เงินทุน เนื่องจากเงินทุนจะเคลื่อนย้ายจากผู้ที่มีเงินทุนส่วนเกิน ซึ่งส่วนใหญ่ไม่ได้เป็นผู้ ประกอบการที่มีโอกาส นำเงินลงทุนไปลงทุนให้เกิดประโยชน์ไปสู่ผู้ขาดแคลนเงินทุน ซึ่งเป็นผู้ที่มีความสามารถในการนำเงินไปลงทุน
2. ผู้ขาดแคลนเงินทุนซึ่งส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการ เมื่อได้รับเงินทุนจากการตลาดการเงินสามารถนำเงินไปลงทุนผลิตสินค้า และบริการต่าง ๆ ทำให้มีสินค้า และบริการหลากหลาย เกิดการจ้างงาน ส่งผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ

การซื้อขายโดยทั้งสองฝ่ายจะทำการซื้อขายกันในตลาด การเงิน ทำให้เงินทุนไหลจากผู้ที่มีเงินทุนส่วนเกินไปสู่ผู้ขาดแคลนเงินทุนโดยวิธีที่ผ่านตลาดการเงิน ซึ่งถือว่าเป็นตัวกลางในการทำการซื้อขาย การลงทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินไม่ว่าจะโดยตรง หรือโดยอ้อมผ่านตัวกลางการเงินไปยังผู้ขาดแคลนเงินทุนก่อนนั้น ถือเป็นความสัมพันธ์เริ่มต้นระหว่างผู้ระดมทุน ตัวกลางทางการเงิน และผู้ให้ใช้เงินทุน ทั้งนี้ เมื่อผู้ระดมทุนได้นำทุนไปใช้ย่อมมีหน้าที่ที่ต้องจัดหาเงินทุนที่ตนได้ใช้ไปกลับมาคืนให้แก่ผู้ให้ใช้เงินทุนตามรูปแบบที่ตกลงกัน หรือที่ ฟังต้องปฏิบัติต่อกัน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขรายละเอียดที่ตกลงทำความเข้าใจ หรือสัญญากันไว้ในตอนระดมทุน

ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ระดมทุน ผู้ให้ใช้ทุน ตัวกลางทางการเงิน และบทบาทหน้าที่ที่มีต่อกัน เพื่อส่งเสริมเงินทุนให้ใช้กันก่อนสามารถส่งคืนทุนพร้อมผลตอบแทนได้อย่างเป็นระบบ เรียกว่า “ระบบการเงิน” (Financial System) ซึ่งเป็นตัวกำหนดให้แต่ละฝ่ายนั้นต้องมีหน้าที่ต่อกัน ซึ่งระบบการเงินของประเทศไทยถือว่ามีความใหญ่และซับซ้อนมาก หากเกี่ยวข้องกับธุรกิจเอกชนทุกแห่ง ประชาชน และรวมถึงองค์กรของรัฐทุกองค์กร ทำให้การไหลเวียนของเงินทุนของแต่ละหน่วยงาน และสถาบันต่าง ๆ ที่ระดมทุนนั้นต่างได้รับผลกระทบอย่างยิ่งต่อการทำธุรกรรมทางเศรษฐกิจต่อกันอย่างมาก เนื่องจากองค์กรทุกองค์กรตามที่ได้กล่าวมานั้นล้วนแล้วแต่มีความสัมพันธ์ และเกี่ยวข้องกันในทางเศรษฐกิจโดยตรง ไม่ว่าจะเป็นด้านการผลิต การบริโภค และความสามารถในการแข่งขัน รวมไปถึงการพัฒนาประเทศทั้งระดับมหภาค และจุลภาค ซึ่งระบบการเงินที่ดีมีประสิทธิภาพทั้งประเทศไทย และทุกประเทศทั่วโลกต้องการ คือระบบที่สามารถจัดสรรเงินทุนส่วนเกินไปสู่แหล่งที่ขาดแคลนเงินทุน พร้อมกับสามารถนำเงินทุนไปใช้เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด โดยทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องจะต้องปฏิบัติหน้าที่ที่พึงกระทำให้เป็นไปอย่างสุจริต

เมื่อระบบการเงินได้ขยายใหญ่ขึ้น และมีความซับซ้อนเกี่ยวข้องกับหลาย ๆ ฝ่าย ซึ่งจากการขยายดังกล่าวทำให้ขยายไปถึงถิ่นฐานภายนอกประเทศ เช่นนี้ทำให้รัฐบาลจึงจำเป็นต้องเพิ่มบทบาท เพื่อเป็นประกันให้ระบบการเงินของประเทศทำงานดีขึ้น และมีประสิทธิภาพตรงตามความประสงค์ที่ต้องการ ทั้งนี้ ภาครัฐจำเป็นต้องขยายรวมถึงบทบาทของการเป็นผู้ส่งเสริมการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพของระบบ เพื่อเป็นการพัฒนาระบบให้ก้าวไปในทิศทางที่เอื้ออำนวยต่อประโยชน์ และการลงทุน และกำกับตรวจสอบให้ ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องให้ปฏิบัติตามสัญญาอย่างเคร่งครัดครบถ้วนตามสัญญา ซึ่งบทบาทภาครัฐที่ต้องควบคุมดูแลอย่างใกล้ชิด

การจัดกลุ่มของตลาดการเงิน⁴¹

การจัดกลุ่มการเงินมีวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันของผู้ขายในตลาดต่างมีลักษณะของการซื้อขายที่เฉพาะตัวของแต่ละกลุ่ม รวมทั้งลักษณะของการซื้อขายโดยการจัดกลุ่มตลาดการเงินไว้เป็นตลาดแรก ก็เพื่อการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินที่มีการระดมทุนขึ้นใหม่จากผู้ขาย แต่หากเป็นตลาดรองเป็นสินทรัพย์ที่เคยมีการซื้อขายมาก่อนหน้านี้แล้ว จากที่กล่าวมาข้างต้นจึงจำเป็นต้องมีการจัดกลุ่มของตลาดการเงินในการแบ่งประเภทของการขายสินทรัพย์ซึ่งนอกจากที่กล่าวมาแล้ว การจัดกลุ่มของสินทรัพย์ยังสามารถจัดกลุ่มโดยใช้หลักเกณฑ์ของอายุสินทรัพย์เป็นเกณฑ์กำหนดในการนำสินทรัพย์ออกขายเป็นตลาดเงิน (Money Market) ส่วนใหญ่ในตลาดนี้จะเป็นการซื้อขายสินทรัพย์ที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี เช่น ตั๋วเงิน ตั๋วเงินคลัง ส่วนใหญ่แล้วผู้ที่นิยมลงทุนในสินทรัพย์ประเภทนี้ จะเป็นผู้ขาดแคลนเงินทุนที่ต้องการนำเงินลงทุนดังกล่าวมาใช้ในการหมุนเวียนในกิจการของตนเป็นปกติประจำวัน ซึ่งหากเป็นการระดมทุนที่มีช่วงระยะเวลา นานกว่านี้มักจะเป็นการระดมทุนสำหรับโครงการที่มีอายุยาวนาน สินทรัพย์ที่มีอายุในการลงทุนยาวนาน เช่น หุ้นกู้ พันธบัตร หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งสินทรัพย์เช่นนี้จะมีการเปลี่ยนมือกันใน “ตลาดทุน” (Capital Market)

นอกจากการจัดกลุ่มสินทรัพย์ทางการเงินที่กล่าวมาข้างต้น ยังมีการจัดสินทรัพย์ทางการเงินในลักษณะอื่นที่มีเกณฑ์ตามลักษณะอื่นที่แตกต่างกันออกไปอีก ซึ่งสินทรัพย์ทางการเงินที่ประกอบด้วยกลุ่มของหนี้สินซึ่งแสดงความเป็นเจ้าของหนี้ของผู้สร้างสินทรัพย์ ทำให้ผู้ลงทุนหรือซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวมีหน้าที่ที่จะต้องชำระเงินให้แก่ผู้เป็นเจ้าของสินทรัพย์ทางการเงิน เรียกว่า “ตลาดตราสารหนี้” (Debt Market) ซึ่งประเทศไทยได้มีการจัดตั้งตลาดของการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินกลุ่มนี้อย่างเป็นทางการให้มีการซื้อขายที่ถูกต้อง ได้แก่ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สินทรัพย์ทางการเงินที่ซื้อขายใน “ตลาดตราสารทุน” (Equity Market) เป็นสินทรัพย์ทางการเงิน กลุ่มทุนที่มีความสำคัญต่อระบบการเงินผู้สร้างสินทรัพย์กลุ่มนี้เป็นนิติบุคคลผู้ประกอบการธุรกิจ ซึ่งสินทรัพย์ทางการเงินกลุ่มนี้ เป็น

⁴¹ เพิ่มเติม การแบ่งประเภทของตลาดการเงินสามารถแบ่งได้ตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

- ตลาดการเงินแบ่งตามประเภทหลักทรัพย์ คือ ตลาดตราสารหนี้ ตลาดตราสารทุน
- ตลาดการเงินแบ่งตามอายุครบกำหนดของหลักทรัพย์ คือ ตลาดการเงิน ตลาดทุน
- ตลาดแบ่งตามเกณฑ์เวลาส่งมอบและการชำระราคา คือ ตลาดทันที ตลาดล่วงหน้า

กลุ่มทุนที่แสดงความเป็นเจ้าของนิติบุคคลซึ่งเป็นผู้สร้างสินทรัพย์นั้นขึ้น ซึ่งในการซื้อขายสินทรัพย์ กลุ่มนี้จะทำการซื้อขายในตลาดรองในการซื้อขายตราสารทุนที่มีการจัดตั้งขึ้นเป็นตลาด

อนุพันธ์ (Derivative)⁴² ถือเป็นสินทรัพย์ทางการเงินอีกกลุ่มหนึ่ง ซึ่งอนุพันธ์นี้สามารถพิจารณาได้ว่าเป็นกลุ่มเดียวกับตราสารหนี้ เพราะต้องมีการกำหนดภาระผูกพันและเงื่อนไขในการชำระเงินให้ต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขในการจ่ายเงิน ดังที่มีการกำหนดและระบุกันไว้ในสัญญา แต่การชำระเกินราคาของสินทรัพย์ประเภทอนุพันธ์นี้ไม่ได้ขึ้นอยู่กับราคาตามที่กำหนดการจ่ายในจำนวนที่คงที่ในแต่ ละจุดเวลาให้แก่เจ้าของผู้ลงทุนในสินทรัพย์ แต่กำหนดให้ต้องจ่ายเงินขึ้นกับระดับของราคาของสินทรัพย์ กลุ่มทุน หรือกลุ่มหนึ่งตามที่อนุพันธ์ได้อ้างอิงอยู่ ซึ่งในการเปลี่ยนแปลงราคาสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับสินทรัพย์ที่อนุพันธ์นั้นอ้างอิงอยู่ ประเทศไทยได้มีวอร์เรนท⁴³ ในหุ้นสามัญเป็นสินทรัพย์มาได้ระยะหนึ่งแล้ว ซึ่งในปัจจุบันได้มีการตื่นตัว และการพัฒนาอนุพันธ์ หรือกลุ่มอื่นเพื่อการบริหารความเสี่ยง และการลงทุน ในการจัดกลุ่มตลาดการเงินนั้นยังมีได้อีกหลายวิธีด้วยกัน ไม่ว่าจะเป็นการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินอย่างการซื้อ อสินทรัพย์ในตลาดประมูล และตลาดซื้อขายตรง ในการซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงิน “ตลาดประมูล” (Open Market) คือ การกำหนดวิธีการซื้อขายโดยเปิดให้ผู้ซื้อ และผู้ขายเข้ามาเสนอราคาแก่สินทรัพย์ จนได้ข้อสรุปของราคาที่แน่นอน และเป็นที่ยอมรับของทุกฝ่าย โดยที่ผู้ซื้อ และผู้ขายสินทรัพย์ไม่ได้มีการต่อรองราคากันมาก่อนหน้านี้ ตลาดการเงินในประเทศไทยสามารถจัดกลุ่มให้เป็นตลาดการประมูลได้ ซึ่งได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ใหม่ เป็นต้น และมีตลาดที่รองรับการซื้อขายสินทรัพย์อีกประเภทหนึ่งที่เรียกว่า “ตลาดซื้อขายรอง” (Negotiated Market) ในตลาดนี้ผู้ซื้อ และผู้ขายจะมีการตกลงราคาของสินทรัพย์ และจำนวนกันโดยตรงตามที่ผู้สนใจจะซื้อขายกัน ซึ่งราคาตามที่ได้ตกลงกันนั้นไม่ถือเป็นราคาทั่วไปตามตลาด อีกประการคือ ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ใหม่นั้นกำลังศึกษาถึงความเป็นไปได้ของการนำระบบตลาดซื้อขายตรงมาใช้สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งมีคุณลักษณะเฉพาะบางกลุ่มเพื่อเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขาย

⁴² อนุพันธ์ในภาษาอังกฤษใช้คำว่า “Derivative” ซึ่งรากศัพท์คือ คำว่า Derivative แปลว่า มาจากหรือขึ้นอยู่กับ ดังนั้นทั้งตราสารอนุพันธ์ และ Derivative มีความหมายว่า ตราสารที่ก่อกำเนิด หรือแปรผันตามสิ่งอ้างอิง หรือตัวแปรอ้างอิง

⁴³ วอเรนท หมายถึง โบสถ์สำคัญในการแสดงสิทธิในการซื้อขายหุ้นที่ตนถืออยู่

สุดท้ายการจัดกลุ่มในตลาดการเงินสามารถทำได้ตามเกณฑ์เวลาที่ส่งมอบ และชำระราคาสินค้าตามที่ตกลงซื้อขายกัน ซึ่งตามเกณฑ์นี้ตลาดการเงินสามารถแบ่งเป็นกลุ่ม “ตลาดแบบส่งมอบทันที” (Spot Market หรือ Cash Market) ซึ่งการซื้อขายในตลาดนี้ผู้ซื้อและผู้ขายเมื่อมีการตกลงกันจนเกิดสัญญาแล้ว ผู้ซื้อและผู้ขายมีภาระผูกพันกันที่ต้องส่งมอบสินค้าและชำระเงินในทันที ซึ่งหลักของการส่งมอบและชำระราคากันทันทีนั้น เป็นหลักการที่ถือปฏิบัติกันในตลาด เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ใหม่ และศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ทั้งนี้ ในการซื้อขายระหว่างกันในทุกวันนี้ไม่จำเป็นที่จะต้องส่งมอบ และชำระราคากันในทันที ซึ่งสามารถที่จะตกลงเรื่องของสินค้า และราคากันไว้ก่อนตามสัญญา และสัญญาต่อกันว่าจะมีการรับสินค้า และชำระราคาสินค้ากันภายในอนาคต ตามวัน เวลา สถานที่ที่ได้มีการกำหนด และตกลงกันไว้ การตกลงในตลาดที่ซื้อขายกันเพื่อส่งมอบและชำระราคาในอนาคตนี้ เรียกว่า “ตลาดซื้อขายสินค้าล่วงหน้า” ซึ่งตลาดซื้อขายสินค้าล่วงหน้าในประเทศไทยมีการใช้ และซื้อขายกันอย่างแพร่หลาย คือ ตลาดการซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น ทำให้การแบ่งประเภท และการจัดกลุ่มของตลาดการเงินมีความสำคัญเป็นอย่างยิ่ง และเป็นการถ่ายทอดนักลงทุนในการเรียนรู้ และเข้าใจเกี่ยวกับกลุ่มของตลาดเงิน

2.3.1.2 บทบาทและหน้าที่ของระบบการเงิน

ในระบบการเงินจากที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ทำให้ทราบถึงบทบาท และหน้าที่ของผู้มีเงินทุนส่วนเกิน และผู้ขาดแคลนเงินทุนอันมีบทบาท และหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติต่อกันสามารถแบ่ง และครอบคลุมด้านต่าง ๆ ได้ ดังต่อไปนี้⁴⁴

1. การส่งเสริมการออม (Saving Function)

การออมถือว่าเป็นการสะสมเงินเพื่อให้เกิดความพอพูน และเพื่อประโยชน์ในอนาคต และการออมเป็นการสะสมเงินจากการใช้จ่าย และเหลือเป็นเงินได้สุทธิ ซึ่งการออมด้วยตนเองนั้นไม่ค่อยเป็นที่นิยมมากนัก เนื่องจากการออมด้วยตนเองเป็นการออมที่มีการพอกพูนเพียงเงินที่ตนเองเป็นผู้ออมเท่านั้น การออมที่เป็นที่นิยมอีกวิธีหนึ่ง และก่อให้เกิดการพอกพูนจากเงินที่เก็บออมและสะสม คือ การออมโดยการนำเงินไปฝากกับสถาบันการเงินอย่าง

⁴⁴ Bernard Dumas, **A Test of the International CAPM Using Business Cycles Indicators as Instrumental Variables** (Online), 10 April 2010. Available from <http://www.nber.org/papers/w4657.pdf>.

ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งการออมอีกประเภทที่ได้รับความนิยมเช่นกัน คือ การออมกับบริษัทเงินทุน เพราะการออมเช่นนี้นอกจากจะพอกพูน และมีการงอกของดอกผลแล้ว การลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินนั้นสามารถพิจารณาได้ว่าการออมเป็นระบบการเงิน เพราะถือว่าเป็นการพอกพูน และการสะสมจากการออมผ่านสินทรัพย์ทางการเงินดังกล่าว หากว่าต้องการใช้เงินในการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินนั้น ผู้ออมย่อมขายสินทรัพย์ทางการเงินไปเพื่อเปลี่ยนเงินทุนใหม่ได้

2. การสนับสนุนการระดมทุน (Liquidity Function)

การระดมทุนของผู้ขาดแคลนเงินทุนที่ต้องการใช้จ่าย จากแหล่งเงินทุนทั้งภายใน และภายนอก อาจไม่พอต่อความต้องการ และมีข้อจำกัดของแหล่งเงินทุน เช่นนี้ ทำให้การระดมทุนเกิดความกว้างขวาง เกิดการขยายตัวออกไปสู่ระบบการเงินของประเทศ และต่างประเทศ เพื่อเป็นการเพิ่มโอกาสในการระดมทุนเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจากการระดมทุนดังกล่าวนี้ อาจทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลงกว่าแหล่งทุนที่มีจำกัดอยู่ในวงแคบ ๆ กว้างนั้น และยังเป็นกำลังเสริมกิจกรรมที่ต้องใช้การระดมทุนไปสนับสนุน และมีความคุ้มครอง ก่อให้เกิดความน่าสนใจมากขึ้น เนื่องจากผู้ระดมทุนต้องมีการเสนอผลตอบแทนให้แก่ผู้ใช้เงินทุน ซึ่งอาจไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวัง เมื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงเดียวกัน การระดมทุนของผู้ที่ขาดแคลนเงินทุนในระบบการเงินจึงสามารถจัดสรรทรัพยากรเงินทุนที่ขาดแคลนให้แก่ผู้ที่สามารถนำเงินทุนไปใช้เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดเป็นผู้ได้รับเงินทุนนั้นไปใช้ได้

3. การเป็นคลังเพื่อรักษาความมั่นคง (Wealth Function)

บทบาทหน้าที่ในระบบการเงินนี้ เป็นการเสริมบทบาทหน้าที่การออมอีกทางหนึ่ง เนื่องจากการออมเป็นการสะสมทรัพย์เพื่อให้เกิดการพอกพูน และเพื่อให้เกิดประโยชน์ในการออมสูงสุด เช่นนี้ การออมเป็นการสะสมที่น่าสนใจของระบบการเงินมากกว่าการสะสมแบบอื่น เพราะโอกาสที่ส่วนที่ออมจะสามารถ ถดถอยคุณค่า และสามารถดำรงรักษาความมั่นคงไว้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะการออมในลักษณะนี้ทำให้ไม่เสียมูลค่าจากสินทรัพย์ทางการเงินที่ถือไว้เพื่อออมได้อย่างเช่น การออมทองคำแท่งไว้ในตู้เหล็ก แม้ทองคำไม่เสื่อมสภาพมีมูลค่าขึ้นหรือลงนั้นตามราคาของตลาดทองคำ และอาจทำกำไรได้เมื่อราคาทองคำมีการปรับตัวสูงขึ้น การออมในรูปแบบนี้ทำให้เสียทางเศรษฐกิจ เพราะสิ่งที่ออมนั้นไม่สามารถนำไปใช้ต่อ และก่อให้เกิดประโยชน์ได้ในอนาคต

4. การบริการด้านการชำระราคา (Payment Function)

สถาบันการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์ที่เป็นองค์กร และเป็นตัวกลางในการรวบรวมเงินทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินที่ต้องการออม แล้วมีการส่งเงินทุนนั้นแก่ผู้ที่ขาดแคลนเงินทุนสามารถนำเงินนั้นไปใช้ได้ก่อนในทันที และมีความสามารถที่จะจ่ายเงินทุนนั้นคืน พร้อมทั้งผลตอบแทนในอนาคต ซึ่งธนาคารพาณิชย์จะเป็นผู้ระดมทุน ในด้านการระดมทุนของธนาคารพาณิชย์นั้น จะเป็นการเสนอบริการในการฝากเงินในรูปแบบของ บัญชีกระแสรายวัน และเพื่อความสะดวกธนาคารก็มีการเปิดบริการให้สามารถชำระราคา หรือบริการด้วยการใช้เช็ค ซึ่งเป็นการอำนวยความสะดวก และเป็นระบบการเงินที่ดีอีกวิธีหนึ่ง และปัจจุบันได้มีผู้ชำระเงินด้วยการโอนเงินจากบัญชีหนึ่งไปยังอีกบัญชีหนึ่ง หรือมีการชำระผ่านบัตรเครดิต โดยสถาบันของผู้ออกบัตรสำรองที่จะออกเงินค่าสินค้า และค่าบริการไปก่อน โดยผู้ใช้ต้องเซ็นชื่อว่าได้มีการจ่ายค่าสินค้า หรือค่าบริการผ่านบัตรนั้นจริง การสำรองจ่ายไปก่อนนั้นคล้ายกับการที่สถาบันการเงินผู้ออกบัตรได้ให้ผู้ชำระบัตรได้ระดมทุน หรือเก็บรวบรวมเงิน เพื่อนำมาชำระและจ่ายค่าบริการนั้น แล้วต่อมาค่อยเรียกคืนพร้อมทั้งค่าตอบแทนที่เป็นดอกเบี้ย จากการสำรองจ่ายไปก่อนของสถาบันการเงินในทุก ๆ เดือน เป็นต้น

5. การประเมินเครดิต (Credit Function)

การให้ยืม และการขอยืมเป็นวิธีการระดมทุนอีกรูปแบบหนึ่งจากแหล่งเงินทุนภายนอก โดยที่ผู้ยืมร้องขอการใช้เงินจากผู้ที่ยืม โดยสัญญาว่าจะมีการนำเงินที่ยืมนั้นคืน มาตามจำนวน และตามราคาที่ได้ตกลงกันไว้ พร้อมทั้งมีการเสนอผลตอบแทน เพื่อเป็นแรงจูงใจของผู้ให้กู้ยืมอย่างดอกเบี้ยในระดับที่สูงจนผู้ให้ยืมพอใจ เงื่อนไขที่สำคัญของการให้ยืมอยู่ที่ความเชื่อมั่น และความมั่นใจว่า ผู้ยืมสามารถที่จะปฏิบัติตามที่ได้มีการตกลงกันไว้ในสัญญา และสามารถชำระราคาพร้อมทั้งดอกเบี้ยครบตามจำนวนจริงที่ได้ตกลงไว้⁴⁵ และจะไม่มีผิดสัญญา ซึ่งถือเป็นเหตุการณ์ในอนาคต และมีสุจริตของผู้ยืม ซึ่งในการกู้ยืมเงินกันนั้นมักกันอย่าง หลากหลายด้วยกัน ซึ่งผู้ให้ยืม และผู้ขอยืมอาจจะไม่มีการรู้จักกันมาก่อนหน้า จึงไม่สามารถที่

⁴⁵ อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงการมีเครดิตดีใช้เพียงโอกาสที่ผู้ขอกู้จะไม่ปฏิบัติตามสัญญาไม่มาก แต่ไม่ใช่ไม่มีโอกาสเสียเลย แม้ผู้ขอกู้เป็นผู้สุจริต แต่โครงการที่ผู้กู้นำเงินไปลงทุนอาจล้มเหลว ทำให้ผู้กู้ซึ่งสุจริต รายนี้ผิดสัญญาเพราะความจำเป็นได้

จะประเมินได้ว่า จะสามารถปฏิบัติได้จริงตามสัญญาหรือไม่ การที่ผู้ให้กู้จะตัดสินใจว่าจะให้ผู้ใดกู้หรือไม่นั้น ผู้ขอกู้ควรมีความน่าเชื่อถือ และเงินทุนที่สามารถระดมได้ย่อมมีจำนวนมากขึ้นด้วย

6. การเสนอช่องทางบริหารความเสี่ยง (Risk Function)

การประกอบธุรกิจนั้นมีโอกาสทั้งที่จะประสบความสำเร็จ และไม่ประสบความสำเร็จได้ โดยอาจได้รับความเสียหาย และเกิดผลขาดทุน ส่วนในด้านของการลงทุนในสินทรัพย์ก็อาจประสบปัญหาจากการลดลงของสินทรัพย์ที่ลงทุนนั้นมีราคาลดลง ทำให้สูญเสียเงินต้นจากการลงทุน ส่วนประเทศเองก็มีความเสี่ยงจากค่าเงินที่อ่อนตัวลง ซึ่งการอ่อนตัวลงของค่าเงินจะก่อให้เกิดความเสียหายทางเศรษฐกิจตามมา ซึ่งในการทำธุรกรรมเพื่อรับเงินทุนมาบริหาร หรือเพื่อเป็นการชดเชยในความเสี่ยงจากความเสียหายทั้งหมด และความเสี่ยงแต่บางส่วน แต่ความเสียหายนั้นต้องเป็นความเสียหายที่เกิดขึ้นจริง ผู้ลงทุนในสินทรัพย์แล้วเกิดความเสียหายแก่สินทรัพย์ที่ตนได้ลงทุนไปนั้น อาจเข้าไปในตลาดการเงินเพื่อพิจารณาว่า ในตลาดการเงินมีสินทรัพย์ทางการเงินอื่นที่มีพฤติกรรมของราคาเป็นการสวนทางกับสินทรัพย์ที่ตนถือครองอยู่อีกหรือไม่

การบริหารความเสี่ยงอีกทางหนึ่งที่เป็นการระดมทุน อย่างเช่น การทำประกันภัยในทางตลาดการเงินนั้นถือว่า การทำประกันเป็นการระดมทุนอีกทางหนึ่ง เพราะมีสถาบันทางการเงินที่ทำหน้าที่ในการส่งเงินทุนไปสู่ผู้ที่ขาดแคลนเงินทุน ซึ่งระบบการเงินยังเสนอบริการ และสินทรัพย์ทางการเงินเพื่อบริหารความเสี่ยงโดยเฉพาะอีกด้วย อย่างเช่น การให้บริการการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งนับว่าเป็นสินทรัพย์ทางการเงินกลุ่มสำคัญให้ซื้อขายได้ในตลาดการเงิน ทั้งนี้ เพื่อผู้ลงทุนจะได้ซื้อขายอนุพันธ์เหล่านี้ ประกอบกับการลงทุนที่มีอยู่เดิมในจำนวน และฐานะที่เหมาะสม สามารถนำกำไรที่ได้จากอนุพันธ์เหล่านี้ไปใช้เพื่อชดเชยกับการขาดทุนนั้นได้

7. การเป็นส่วนหนึ่งของเครื่องมือให้รัฐได้ดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ จ (Policy Function)

ระบบการเงินเป็นช่องทางหนึ่ง ซึ่งภาครัฐใช้เป็นนโยบายในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจให้บรรลุถึงเป้าหมาย และวัตถุประสงค์ เพื่อดำเนินนโยบายทาง

เศรษฐกิจ ภาครัฐอาจเข้าไปในระบบการเงินในฐานะรัฐ ซึ่งเป็นผู้กำกับระบบการเงินของประเทศ ตัวอย่างที่สำคัญที่ภาครัฐเข้าไปในระบบการเงินในฐานะนี้ ตัวอย่างเช่น การเปิดเสรีทางการเงินที่เริ่มต้นในปี ค.ศ. 1994 ซึ่งการเปิดเสรีทางการเงินนั้นเป็นการอนุญาตให้มีการประกอบกิจกรรมทางการเงิน และสามารถทำได้อย่างกว้างขวางมากขึ้น ซึ่งการขยาย และการเปิดเสรีทางการเงินดังกล่าว เป็นขยายช่องทางลงทุนให้กับชาวต่างชาติ และเป็น การเพิ่มช่องทาง และทางเลือกให้กับประชาชน และมีการพัฒนาให้ดีขึ้นอย่างสม่ำเสมอ บทบาทหน้าที่ของระบบการเงินที่กล่าวมาข้างต้นนั้น เป็นบทบาทหน้าที่ซึ่งเกิดจากการทำธุรกรรมทางการเงิน มีส่วนที่สำคัญในการจัดสรรเงินทุนจากฝ่ายที่มีเงินทุนส่วนเกิน ในอดีตยังมีบทบาทที่สำคัญอย่างยิ่งในระบบการเงินไทย ซึ่งความสำคัญที่ผ่านมาในอดีตส่งผลให้ธุรกรรมสถาบันการเงิน และตัวสถาบันการเงินในระบบเศรษฐกิจไทยเติบโตไปไกลมากแล้ว

แม้ว่าตลาดการเงินของประเทศไทยจะเกิดขึ้น และเป็นที่ยอมรับในฐานะของช่องทางสำคัญในการระดมทุน และการจัดสรรเงิน ทุนเพียงจะโดดเด่นและเห็นได้ชัด และแม้ว่าธุรกรรมที่ผ่านทางตลาดการเงินจะมีความซับซ้อน และมีขนาดใหญ่เกี่ยวข้องกับบุคคล และนิติบุคคลจำนวนมากทั้งใน และต่างประเทศ ทั้งนี้ เป็นเพราะเหตุผลมาจากการที่ตลาดการเงินซึ่งมีความสำคัญ และได้รับการยอมรับเพิ่มขึ้นทุกวัน

2.3.1.3 พัฒนาการของระบบการเงิน

ระบบการเงินของไทยมีการพัฒนามาเรื่อย ๆ จากการระดมทุน และการลงทุนเพื่อการบริโภค โดยการชักชวนคนใกล้ชิดมาร่วมกันลงทุน จนเริ่มมีการขยาย และมีระบบการเงินในการควบคุมดูแลมากขึ้น ตั้งแต่ เมื่อเริ่มมีธนาคารพาณิชย์เข้ามา มีบทบาทในการจัดสรรเงินทุน และเป็นตัวกลางในการระดมทุนเป็นระยะเวลาที่ยาวนาน เมื่อเวลาผ่านไปเริ่มมีการพัฒนาเศรษฐกิจ ทำให้ความต้องการในส่วนของเงินทุนทั้งทางภาครัฐ และเอกชนเริ่มมีมากขึ้น รวมทั้งความก้าวหน้าทางด้านเทคโนโลยีที่มีความทันสมัยมากขึ้นจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้การบริหาร และดูแลระบบการเงินนั้นมีความกว้าง และเกิดการแพร่หลายในหมู่ของผู้ที่ต้องการลงทุน การออม และการระดมทุน ประกอบกับการที่รัฐบาลพยายามที่จะส่งเสริมการลงทุน การออม และการระดมทุน เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพ และมีการกำหนดกฎเกณฑ์เพื่อให้ระบบการเงินเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งทำให้กิจกรรมทางการเงินดังกล่าวมีการไหลผ่านในตลาดการเงินมากขึ้น และสามารถสร้างการเปลี่ยนมือให้แก่สินทรัพย์ทางการเงินที่สร้างขึ้นอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการลำดับ เหตุการณ์ และเหตุผลในการพัฒนาระบบ บ และตลาดการเงินของไทย เพื่อเป็นการชี้ให้เห็นถึง ปัจจัย และแนวโน้มที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

การพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศ เป็นการพัฒนาอีกทางหนึ่ง que เริ่มมี การเปลี่ยนแปลงมาตั้งแต่ ปี ค.ศ. 1987 เมื่อเศรษฐกิจภายในของประเทศเกิดการขยายตัวสูงขึ้น (Gross Domestic Product : GDP) ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทั้งมวลรวม และผลิตภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้น ถึงร้อยละ 9.5 และมีอัตราแนวโน้มที่จะสูงขึ้นเรื่อย ๆ และยังคงรักษาอัตราการขยายตัวขึ้นสูง ไปอีกถึงร้อยละ 10 ทำให้เศรษฐกิจภายในประเทศขณะนั้นเกิดการขยายตัวมากขึ้น และ ความ ต้องการของเงินทุนก็มากขึ้น แต่ความต้องการกับเงินทุนที่มีอยู่นั้นไม่เพียงพอต่อการลงทุน ซึ่ง จากการขยายตัวดังกล่าวนั้น ประเทศไทยต้องการให้มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องจึงต้องทำการ พึ่งพาแหล่งเงินทุนจากแหล่งอื่นภายนอกประเทศ และจากสถานการณ์ดังกล่าว เมื่อเศรษฐกิจเกิด เริ่มมีการถดถอยลงตั้งแต่กลางปี ค.ศ. 1997⁴⁶ ทำให้เกิดผลกระทบมากมาย และเกิดความเสียหาย แก่ทุกคน โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อตลาดการเงิน การนำเงินเข้ามาจากต่างประเทศ และกองทุน ระหว่างประเทศ องค์การทางการเงินระหว่างประเทศถือว่ามีความสำคัญในการที่เข้ามาช่วยพยุง ระบบการเงิน และเศรษฐกิจให้สามารถดำรงอยู่ได้ จากการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศ และ บทบาทที่สำคัญนั้น ทำให้ประเทศไทยต้องมีการใช้นโยบายด้านเศรษฐกิจ เพื่อเป็นการยกระดับ และเพื่อเป็นการพัฒนาเศรษฐกิจ รวมทั้ง ระบบการเงินให้กลับมาสู่สภาวะเดิม ประเทศไทย จึง จำเป็นที่ต้องดำรงนโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน เพื่อเป็นการเปิดโอกาสให้ต่างชาติเข้ามาลงทุน ในประเทศไทย⁴⁷

นโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน เพื่อให้เกิดการสอดคล้องกับระบบ เศรษฐกิจของประเทศนั้น ประเทศไทยจึงจำเป็นต้องเปิดเสรีทางการเงินเพื่อเป็นการเปิดช่อง และเป็น การเปิดโอกาสให้นักลงทุนชาวต่างชาติได้เข้ามาทำธุรกรรมทางการเงินในประเทศ และเพื่อเป็น การขยายฐานทางเศรษฐกิจให้มีความก้าวหน้า และ ขยายตัวมากขึ้น ทั้งนี้ หลักที่ประเทศไทย ใช้ ในการเปิดเสรีทางการเงิน คือ การที่ประเทศไทยได้ผ่อนปรนกฎเกณฑ์ และข้อบังคับต่าง ๆ ลง เช่น การขยายประเภทสินทรัพย์ทางการเงินที่ให้สร้างการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ การ

⁴⁶ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย, (กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547),

⁴⁷ Bank of Thailand, **Financial Institutions and Markets in Thailand**,

จำกัดธุรกรรมทางการเงินของสถาบันการเงิน รวมถึงการที่ยกเลิกการกำหนดเพดานในส่วนของ
ภาษี เป็นต้น

การพัฒนาด้านเทคโนโลยี ถือว่ามีความสำคัญเนื่องจากทำให้การติดต่อสื่อสารในที่ที่อยู่ห่างไกล หรือต่างประเทศมีความสะดวกมากขึ้น รวมถึงการขยายการลงทุน โดยในการติดต่อสื่อสารที่มีต้นทุนต่ำ ประหยัดทั้งค่าใช้จ่าย และเวลาในการติดต่อสื่อสาร ความรวดเร็วประกอบกับการเปิดเสรีทางการเงิน และแนวโน้มในการพัฒนาเติบโตของตราสารทางการเงิน และตลาดการเงินของประเทศไทย ทำให้มีกลุ่มจากต่างประเทศ และสถาบันต่าง ๆ ให้ความสนใจในการเข้ามาลงทุนมากขึ้น พร้อมกับการลดหย่อนผ่อนปรนในส่วนของกฎเกณฑ์ ข้อบังคับ และระเบียบต่าง ๆ ซึ่งการออม การลงทุนเริ่มมีความสำคัญตั้งแต่ปี ค.ศ. 1992 เริ่มมีแนวโน้มที่เปลี่ยนแปลงเมื่อประเทศไทยได้มีการตราพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และได้มีการจัดตั้งคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทำให้จากที่เคยมีการออม การระดมทุน และการลงทุนกับสถาบันการเงินเปลี่ยนมาเป็นการลงทุนโดยผ่านตลาดการเงินมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนรายใหญ่ ๆ ที่ต้องการระดมทุน และมีการลงทุนจำนวนมาก ๆ นั้นหันมาลงทุนจากการออม การลงทุน และการระดมทุนผ่านตลาดการเงินมากขึ้น เนื่องจากการทำธุรกรรมผ่านตลาดการเงินมีความเคร่งครัดของกฎระเบียบน้อยกว่า

อีกทั้งการกำกับดูแลสถาบันการเงิน และตลาดการเงิน ก็มีแนวโน้มที่เปลี่ยนแปลงจากเดิมที่มีความเคร่งครัด กำหนดให้ผู้ลงทุน ออม และระดมทุนต้องจดเว้น หรือละเว้นจากการทำธุรกรรมประเภทใดประเภทหนึ่งเป็นการเจาะจง (Regulatory Approach) ไปเป็นการลดความเคร่งครัดในการประกอบธุรกรรมทางการเงินลง โดยมีการกำหนด และวางกรอบไว้อย่างกว้าง ๆ เพื่อให้การประกอบธุรกรรมระหว่างกันเกิดความเป็นธรรม และสุจริต มุ่งเน้นไปในการศึกษาข้อมูล และเปิดเผยข้อมูล การเข้าถึงข้อมูลการลงทุน และเป็นการเพิ่มบทบาท และหน้าที่ให้กับกลุ่มของผลประโยชน์ในการทำธุรกรรมร่วมกัน และเป็นการให้ต่างฝ่ายต่างดูแลผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน (Supervisory Approach) ซึ่งในการกำกับดูแลดังกล่าวยังเน้นให้มีความเป็นสากล โดยการนำแนวทางของ Bank for International Settlements (BIS)⁴⁸ มาใช้เพื่อเป็น

⁴⁸ BIS ย่อมาจาก Bank for International Settlements หรือ ธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ ตั้งขึ้นเมื่อปี ค.ศ. 1930 (พ.ศ.2473) ผู้ก่อตั้ง กลุ่มธนาคารกลางประเทศยุโรป มีสำนักงานอยู่ที่ กรุงบาเซิล (Basel) ประเทศสวิตเซอร์แลนด์ มีวัตถุประสงค์หลัก เป็นสถาบันช่วยพัฒนาและกำกับธนาคารพาณิชย์ที่ดำเนินกิจการในตลาดต่างประเทศ ให้มีความมั่นคงยิ่งขึ้น และอยู่ในมาตรฐานเดียวกัน ค.ศ. 1988 (พ.ศ. 2531) BIS ได้

องค์กรระหว่างประเทศ และเป็นการประสานความร่วมมือของธนาคารกลางของประเทศต่าง ๆ ในการกำกับธนาคารพาณิชย์ โดยธนาคารแห่งประเทศไทย และการกำกับดูแลหลักทรัพย์โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ การพัฒนาระบบสื่อสารควบคู่ไปกับการพัฒนาตลาดการเงินและระบบการเงิน เป็นการประยุกต์เพื่อใช้ประโยชน์ในการติดต่อสื่อสารให้มีวงกว้าง พร้อมทั้งยังเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการ และความสามารถในการส่งข้อมูล

สุดท้าย ในการพัฒนาระบบการเงินของประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นการออม การลงทุน การระดมทุนจากผู้ที่มีเงินส่วนเกินไปสู่ผู้ที่ขาดแคลนเงินทุน ทำให้เป็นการขยายขีดความสามารถในการประกอบธุรกรรมทางการเงิน และเมื่อเศรษฐกิจไทยเริ่มมีการขยายตัว ทำให้ระบบการเงินของประเทศได้เกิดการพัฒนาตามไปด้วย เพื่อให้เกิดการทำงานที่เป็นระบบ และมีประสิทธิภาพทุกฝ่ายจึงควรปฏิบัติต่อกันโดยสุจริต ถึงแม้ว่าระบบการเงินของประเทศไทยจะมีความซับซ้อน และเป็นไปตามแนวพัฒนาที่มี ความเป็นสากลมากขึ้น และจากการพัฒนาทางเศรษฐกิจ และสังคมจะเป็นไปในทิศทางที่กำหนดนโยบายนั้น ภาครัฐจำเป็นต้องเข้ามามีบทบาทในฐานะเป็นผู้กำกับดูแลระบบการเงิน ซึ่งนับว่าเป็นความสำคัญของภาครัฐนอกเหนือจากการมีฐานะเป็นผู้ต้องการทุน หรือผู้ต้องการลงทุน ซึ่งจากกา รพัฒนาระบบการเงินทำให้เห็นได้ว่า มีชาวต่างชาติเข้าร่วมลงทุน โดยเฉพาะการแข่งขัน และเงินทุนไหลเข้าออก การเปิดเสรีการเงินให้มากขึ้น รวมทั้งการผ่อนปรนกฎ ระเบียบ ข้อบังคับต่าง ๆ ทำให้การแข่งขันส่งผลในระดับรุนแรงมากขึ้น ซึ่งจากที่กล่าวมานั้นทำให้การกำกับ ควบคุมระบบการเงินและตลาดการเงิน ดีขึ้น มีความสัมพันธ์และเกี่ยวข้องต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจ และระบบตลาดการเงินของประเทศไทยอย่างมาก และเป็นการป้องกันการเกิดปัญหาในระบบการเงินและตลาดการเงินในอนาคต

อาจถือได้ว่า การพัฒนาตราสารทางการเงินนั้นเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ดีถือว่าเป็นส่วนสำคัญในการก่อให้เกิดปัญหาที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจทั้งภายใน และเศรษฐกิจของโลก ซึ่งสาเหตุที่ก่อให้เกิดปัญหา และถือเป็นส่วนสำคัญอีกข้อหนึ่ง คือ การกำกับดูแลสถาบันการเงินของสหรัฐอเมริกา รวมถึงกฎหมายที่ควบคุมดูแลสถาบัน และการออกตราสารทางการเงินของสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือว่าเป็นประเทศที่ก่อกำเนิดตราสารทางการเงิน และวิกฤตการณ์ทาง

ออกมาตรฐานแนวทางในการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์ เสี่ยงและเป็นที่ยอมรับของธนาคารในกลุ่มประเทศสมาชิก รวมถึงกลุ่มประเทศ EU

การเงินตั้งที่ประสมอยู่จนถึงปัจจุบันนี้ ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาความสำคัญ และปัญหาในการกำกับดูแลของตราสารอนุพันธ์ หรือที่เรียกว่า Collateralized Debt Obligations : CDOs และตราสารอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยง หรือที่เรียกว่า Credit Default Swap : CDS ซึ่งเกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) โดยจะนำเสนอรายละเอียดในหัวข้อตามบทต่อ ๆ ไป



บทที่ 3

มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหาการออกตราสารอนุพันธ์

ในบทที่ 3 นี้ผู้วิจัยเน้นศึกษาในส่วนของสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อย่างตราสารอนุพันธ์ CDO (Collateralized Debt Obligation) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) โดยในบทนี้ผู้วิจัยขอแบ่งเนื้อหาออกเป็นสองส่วนด้วยกัน ส่วนแรก จะอธิบายถึงประวัติความเป็นมาของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ผู้ที่เกี่ยวข้องในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หลักกฎหมายล้มละลายกับ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ รวมทั้งการพัฒนาตราสารทางการเงินจาก การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อย่าง CDOs (Collateralized Debt Obligations) และ CDS (Credit Default Swap) ของสหรัฐอเมริกา ส่วนที่สอง ผู้วิจัยขออธิบายเกี่ยวกับ มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหาการออกตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์ของประเทศไทย

3.1 มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหาการออกตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์ของสหรัฐอเมริกา

ในปัจจุบันระบบการเงินของโลกมีวิวัฒนาการอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง เพื่อเป็นการรองรับความต้องการของภาคธุรกิจ และเอกชนอย่างทั่วถึง โดยเฉพาะความต้องการสินเชื่อในหลาย ๆ ส่วนของภาคธุรกิจมีการขยายตัวมากยิ่งขึ้น ทำให้จำนวนของการออมมีไม่เพียงพอต่อการปล่อยสินเชื่อ ทำให้มีสถาบันการเงินจำนวนมากได้พัฒนาสินทรัพย์จากการให้สินเชื่อเพื่อใช้ให้ เป็นประโยชน์ ด้วยการนำกระบวนการที่เรียกว่า “การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” มาใช้ในการแปลงสินทรัพย์ดังกล่าวมาเป็นตราสารทางการเงิน เพื่อเป็นการระดมทุน และนำตราสารที่ได้ผ่านกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ออกขาย เพื่อให้นักลงทุนได้เข้ามาลงทุน ซึ่ง การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ถือว่าเป็นนวัตกรรมด้านการเงินเพื่อเป็นการรองรับการเปลี่ยนแปลงด้านการเงิน และทางเศรษฐกิจ ซึ่งจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นี้จะเป็นการเพิ่มสภาพคล่องของระบบการเงิน โดยได้อาศัยกลไกของสถาบันที่มีความเกี่ยวข้องเป็น ส่วนสนับสนุน

ในการนำสินทรัพย์ทางการเงินไปแปลงเป็นหลักทรัพย์ ซึ่งสินทรัพย์ที่มีความนิยมนั้นเป็นสินทรัพย์ที่สามารถก่อให้เกิดกระแสรายได้ ในอนาคต การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เกิดที่ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศแรก สืบเนื่องมาจากสหรัฐอเมริกามีนโยบาย ที่ส่งเสริมการขายสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยจัดตั้งหน่วยงานชื่อ Federal Housing Administration (FHA) เพื่อทำหน้าที่ในการค้ำประกันสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้แก่ผู้กู้ ทำให้สามารถขอสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้เพิ่มมากขึ้น เพราะถือว่าการลดความเสี่ยงให้กับสถาบันการเงิน ซึ่งต่อมาในปี ค.ศ. 1938 ได้มีการจัดตั้ง Federal National Mortgage Association (FNMA) ขึ้น เพื่อเป็นตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย จากการที่สหรัฐอเมริกานำกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เป็นประเทศแรก ทำให้มีประเทศอีกหลายประเทศในยุโรปพยายามที่จะเลียนแบบ แต่มีเพียงไม่กี่ประเทศเท่านั้นที่สามารถทำได้ เช่น อังกฤษ ฝรั่งเศส อิตาลี และสวีเดน เป็นต้น ซึ่งสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่อยู่ในระบบกฎหมายแบบคอมมอนลอว์จึงทำให้ยังไม่มีกฎหมายที่ กี่ยวข้องโดยตรง กฎหมายที่ สหรัฐอเมริกา นำมาปรับใช้ คือ UCC : The Uniform Commercial Code, FBC : The Federal Bankruptcy Code of Indenture Act of 1939 และ The Investment Company Act of 1940 เป็นต้น สำหรับประเทศไทยมีการนำมาใช้โดยการตราพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ซึ่งการตราพระราชบัญญัตินี้ เป็นการนำแนวความคิดมาจากสหรัฐอเมริกาเช่นกัน

3.1.1 องค์ประกอบของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือเรียกว่า “Securitization” ซึ่งการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นวิวัฒนาการทางการเงิน หนึ่งซึ่งช่วยให้ภาคธุรกิจสามารถนำสินทรัพย์ที่มีอยู่ ซึ่งอาจเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายต่ำไปหมุนหลังการออกสินทรัพย์ (Asset Backed Securities หรือ ABS) ซึ่งผู้ลงทุนสามารถนำไปเสนอขายได้โดยมีสภาพคล่องสูงขึ้น การดำเนินการดังกล่าวช่วยให้ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์รับความเสี่ยงเฉพาะในสินทรัพย์ที่นำมาหมุนหลังหลักทรัพย์เท่านั้น โดยไม่ต้องรับความเสี่ยงในด้านอื่น ๆ ของผู้ขายสินทรัพย์ ดังนั้นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถช่วยให้ภาคธุรกิจมีต้นทุนต่ำลง และผู้ลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น ในทางปฏิบัติ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถกระทำได้โดยผู้ที่มีสินทรัพย์ (Originator หรือ Seller) ขายสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose

Vehicle : SPV)¹ ที่จัดตั้งขึ้น และนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นออกหลักทรัพย์เพื่อนำเงินที่ได้ไปชำระค่าสินทรัพย์ให้แก่ Originator การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีผู้เกี่ยวข้องในหลายขั้นตอน และหลายบุคคลด้วยกัน โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

(1) ลูกหนี้เงินกู้ (Borrower) เป็นผู้มีภาระผูกพันในการชำระหนี้เงินกู้ ทั้งจำนวนเงินต้น และดอกเบี้ย

(2) เจ้าของสินทรัพย์เดิม หรือผู้ขายสินทรัพย์ (Originator/Seller) คือ เจ้าของสินทรัพย์ที่ขายสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ SPV เพื่อระดมทุนจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของเจ้าของสินทรัพย์เดิม ให้ออกเป็นหลักทรัพย์ โดยมีสินทรัพย์นั้นค้ำประกันหลักทรัพย์ที่ออก

(3) นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV)² คือ ผู้ที่รับซื้อสินทรัพย์จากเจ้าของสินทรัพย์เดิม (Originator) แล้วนำสินทรัพย์เหล่านั้น รวมเข้าด้วยกันเป็นกองสินทรัพย์ (Pool) จากนั้นดำเนินการออกตราสาร โดยมีกองสินทรัพย์ดังกล่าวค้ำประกัน หรือหนุนหลังตราสารนั้นอยู่ ซึ่งปกติมักใช้สินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ในอนาคต (Future Cash Flow)

(4) ผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้ (Servicer) คือ ผู้ที่เข้ามาทำหน้าที่ในการเรียกเก็บหนี้ หรือเรียกว่า Servicer ซึ่งเป็นหน้าที่ลูกหนี้เงินกู้ที่ถูกขายออกไปจากเจ้าของเดิม แต่ยังมีภาระผูกพันที่ต้องชำระหนี้ทั้งเงินต้น และดอกเบี้ยอยู่ เมื่อ Servicer เก็บหนี้ได้แล้วหลังจากหักค่าบริการแล้วก็จะนำส่งให้แก่ SPV

(5) การเสริมสร้าง ความน่าเชื่อถือแก่ผู้ถือตราสาร (Credit Enhancement) มีหน้าที่ในการทำ Credit Enhancement หรือการรับประกันความเสี่ยง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่ม

¹ Hal S. Scott & Philip A. Wellons, **International Finance: Transactions, Policy, and Regulation**, 7th ed. (New York: New York Foundation Press, 2000), 705.

² เป็นบริษัทที่ตั้งขึ้นมาในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีวัตถุประสงค์รับโอนหนี้จากเจ้าหนี้เดิมเป็นหลัก เพื่อเป็นการแยกความเสียหายที่เกิดจากบริษัท โดยการตัดยอดลูกหนี้ออกจากงบดุล โดยมีบริษัทเฉพาะกิจที่รับโอนหนี้ หรือสถาบันการเงิน หลังจากรับโอนหนี้แล้ว ก็ทำการออกตราสารขายให้แก่นักลงทุน ซึ่งบริษัทเฉพาะกิจนี้เป็นตัวกลางที่เชื่อมโยงระหว่างเจ้าหนี้กับนักลงทุน

ความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ และการกำหนดราคา ตลอดจนความสามารถในการขายตราสารดังกล่าวให้สูงขึ้น

(6) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) เป็นผู้มีหน้าที่ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้แก่หลักทรัพย์ที่จะนำออกขายแก่ประชาชน และผู้ลงทุน เพื่อเป็นเครื่องมือในการปกป้องผู้ลงทุน ส่วนใหญ่เน้นในการเปิดเผยข้อมูล และการใช้ระบบการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยเอกชนส่วนมากมักจะได้รับการจัดอันดับตราสารในชั้น AA ซึ่งสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ได้แก่ บริษัท Moody's บริษัท Standard & Poor's บริษัท Duff & Phelps และบริษัท Fitch ซึ่งในการจัดอันดับมักจะพิจารณาจากความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร และโครงสร้างของการประเมินความเสี่ยงของตราสารด้วย³

(7) ตัวแทนทรัสต์ (Trustee) ผู้ที่ทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ และจัดการทรัพย์สินให้แก่ผู้ลงทุนในตราสาร โดยเฉพาะการดูแลควบคุมผู้ออกตราสาร ผู้ที่ทำหน้าที่ส่งเสริมความน่าเชื่อถือ และผู้บริการเรียกเก็บเงินให้ปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาการออกตราสารทางการเงินอย่างเคร่งครัด

(8) ผู้ลงทุน (Investor) หมายถึง ผู้ที่มีศักยภาพในการซื้อสิทธิเรียกร้องที่มีคุณภาพจากผู้ออกตราสาร โดยอาจจะเป็นสถาบันทางการเงิน หรือผู้ลงทุนรายย่อยที่มีความพร้อมในการลงทุน⁴

(9) ผู้จัดจำหน่ายตราสารทางการเงิน (Underwriter) มีหน้าที่ในการจัดจำหน่ายตราสารทางการเงินให้กับนักลงทุน โดยแบ่งเป็น 2 ประเภท คือ

ประเภทแรก คือ ไม่รับประกันว่าจะขายหมด (Best Effort Underwriting) ซึ่งหากตราสารขายได้ไม่หมดนั้นผู้จัดจำหน่ายตราสารทางการเงินจะคืนส่วนที่เหลือให้กับผู้ออกตราสาร

³ Christine A. Pavel, Securitization, (Chicago: Probus Professional Pub, 1989), 29-32.

⁴ Ibid, 36-37.

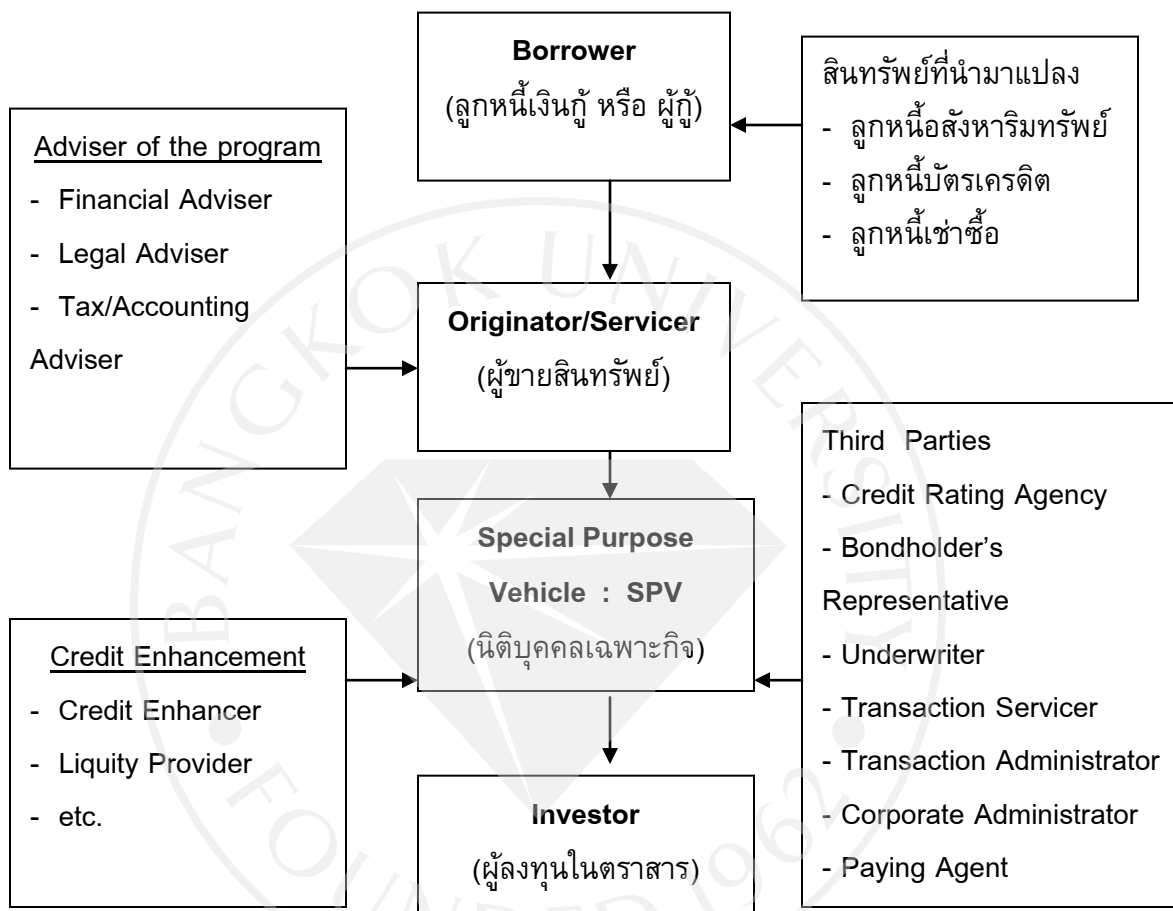
ประเภทที่สอง คือ รับประกันว่าจะขายให้หมด (Firm Underwriting) คือ ผู้จัดจำหน่าย นอกจากการจัดจำหน่ายตราสารทางการเงินแล้วยังรับประกันว่าหากตราสารเหลือเท่าใด หรือขายได้ไม่หมด ผู้จัดจำหน่ายตราสารจะรับซื้อตราสารไว้ทั้งหมดเอง⁵

ซึ่งในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีข้อจำกัด ได้แก่ การที่ตลาดการเงินในระบบอาจยังไม่มีความพร้อม และสมบูรณ์ ทั้งในด้านของการตรวจสอบ การดำเนินงานของเจ้าของสินทรัพย์ที่เป็นผู้บริหารจัดเก็บหนี้ ประกอบกับการมีข้อจำกัดทางกฎหมายที่รองรับสิทธิประโยชน์ของผู้ลงทุนในกรณีนี้ดีบุคคลเฉพาะกิจดำเนินงานบกพร่อง หรือเกิดจากการผิดนัดชำระหนี้ที่เกิดขึ้น⁶ สามารถอธิบายผู้เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้ดังแผนภาพดังต่อไปนี้

⁵ ชูศรี แดงประไพ, การแปลงสิทธิในทรัพย์สินเป็นตราสารการเงิน, หน้า 7-9

⁶ Milissa C. Wesley, Scuritizing Project Debt, Practising Law Institute PLI. No. A4 -4489, December 1995, at 1.

ภาพที่ 4 : โครงสร้างองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์



ที่มา : สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2552). การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์(Securitization).
กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

3.1.1.1 หลักกฎหมายล้มละลาย และระเบียบเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา

ในสหรัฐอเมริกามีการจัดโครงสร้างของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อไม่ให้หลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่นักลงทุนได้รับผลกระทบจากการที่เจ้าหนี้สินทรัพย์เดิมล้มละลาย ซึ่งหลักการห่างไกลจากการล้มละลายนี้ เป็นหลักการที่สำคัญของการแปลงสินทรัพย์

เป็นหลักทรัพย์ เพราะสามารถสร้างความเชื่อมั่น ให้กับนักลงทุน และความเชื่อถือในการนำสินทรัพย์ออกจำหน่าย รวมถึงการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ที่จะเป็นผู้วิเคราะห์ความน่าเชื่อถือของ ความนำลงทุนในหลักทรัพย์ ดังนั้นในการจัดโครงสร้างของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จำเป็นต้องจำกัดความเสี่ยงของนักลงทุนไว้เฉพาะ ความเสี่ยงของคุณภาพของสินทรัพย์ โดยต้อง ตัดในส่วน of ความเสี่ยงในเรื่องของการล้มละลายของเจ้าหนี้เดิม หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจ กล่าวคือ เพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้สินทรัพย์ที่ถูกแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบ และถูก เรียกคืนสินทรัพย์ไปยังกองสินทรัพย์ของผู้ล้มละลายกรณีเจ้าหนี้เดิมหรือนิติบุคคลเฉพาะกิจ ล้มละลาย ซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลประโยชน์จากการลงทุน และได้รับชำระเงินจากหลักทรัพย์ที่ ลงทุน การจัดโครงสร้างของ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตามหลักของการห่างไกลกา รล้มละลายนั้นยึดหลักที่สำคัญได้ 2 ประการ คือ

- สินทรัพย์ที่ถูกแปลงเป็นหลักทรัพย์นั้น จะต้องถูกโอนจากเจ้าหนี้เดิม ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยต้องเป็นการโอนเด็ดขาด กล่าวคือ เจ้าหนี้เดิมต้องไม่มีสิทธิเรียกร้อง ในสินทรัพย์นั้นอีก ดังนั้นในการโอนสินทรัพย์ระหว่างเจ้าหนี้เดิมกับนิติบุคคลเฉพาะกิจจะทำให้ สินทรัพย์นั้นถูกโอนมาให้แก่นิติบุคคลโดยเด็ดขาด เพื่อผลในการชำระหนี้ให้กับผู้ลงทุนใน หลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจ

- การจัดโครงสร้างของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของนิติบุคคล เฉพาะกิจ และความสัมพันธ์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจกับเจ้าหนี้เดิม ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่อาจ ถูกฟ้องล้มละลาย การโอนสินทรัพย์นั้นจะต้องเป็นการโอนทั้งสินทรัพย์ และกระแสเงินได้ด้วย ซึ่ง การตรวจสอบเรื่องดังกล่าว สามารถตรวจสอบได้จากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดย หลักเกณฑ์ที่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือใช้ในการตรวจสอบ และจัดโครงสร้าง เพื่อให้เป็นไป ตามหลักการห่างไกลจากการล้มละลาย คือ

1. คุณสมบัติของสินทรัพย์ (Asset Qualification)
2. โครงสร้างทางกฎหมาย (Legal Structure)
3. ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับสภาพคล่องของสินทรัพย์ (Liquidity Risk)

ซึ่งจากหลักเกณฑ์การตรวจสอบโครงสร้างทาง กฎหมายนั้น สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะต้องตรวจสอบให้เข้ากับหลักเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ เพื่อให้ห่างไกลจากการล้มละลาย สามารถแบ่งออกได้ดังนี้

1. ต้องมีการโอนสินทรัพย์โดยเด็ดขาด และมีการขายที่แท้จริงจากเจ้าหนี้เดิมไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ
2. นิติบุคคลเฉพาะกิจที่จัดตั้งขึ้นต้องมีความน่าเชื่อถือ และเป็นองค์กรที่ห่างไกลจากการล้มละลาย
3. การถูกเพิกถอนการโอนสินทรัพย์จากเจ้าหนี้เดิมไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ

โครงสร้างของกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา

กฎหมายล้มละลายของ ประเทศ สหรัฐอเมริกา นั้น มีแนว ทางมาจากกฎหมายของ อังกฤษ ซึ่งกฎหมายล้มละลายของ ประเทศสหรัฐอเมริกานั้นมีการแก้ไขกันอยู่หลายครั้ง แต่ที่ใช้บังคับในปัจจุบันนั้น คือ ประมวลกฎหมายล้มละลาย ค .ศ. 1978 (The Bankruptcy Reform Act of 1978) ซึ่งมีการแก้ไขเพียงเล็กน้อยในปี ค.ศ. 1994 กฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถแบ่งเป็นบท ๆ ซึ่งมีความสำคัญต่างกันดังนี้ ในส่วนของบทที่ 1, 3 และ 5 ถือว่าเป็นโครงสร้างใหญ่ตามกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา สามารถใช้ดำเนินคดีได้กับคดีล้มละลายทุกชนิด ส่วนในบทที่ 9 จะเกี่ยวข้องกับการล้มละลายขององค์กรของรัฐบาลในระดับท้องถิ่น ซึ่งบทที่มีความสำคัญ และมีการนำหลักการดังกล่าว มาใช้มากที่สุดเป็นส่วนของบทที่ 7, 11, 12 และ 13 ซึ่งในบทที่ 7 จะเป็นการฟ้องล้มละลายเพื่อให้นำเงินมาชำระบัญชี หรือเรียกว่า การฟ้องล้มละลายโดยตรง (Straight) บทที่ 11 จะเกี่ยวกับการฟื้นฟูกิจการของธุรกิจต่าง ๆ ซึ่งเอกชนก็มีสิทธิยื่นล้มละลายได้ภายใต้บทที่ 11 นี้ บทที่ 13 เกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้ของเอกชน เป็นกรณีที่ไม่จำเป็นต้องรวบรวมสินทรัพย์ หรือชำระบัญชี ส่วนบทที่ 12 จะมีความคล้ายคลึง กับหลักการของบ ทที่ 13 แต่มีการเปลี่ยนแปลงใ นส่วนของบทบัญญัติที่ไม่เหมาะสมกับการยื่นฟ้องคดีล้มละลาย โดยเกษตรกร ซึ่งในการฟ้องล้มละลายนี้ แต่เดิมผู้ที่สามารถยื่นคดีล้มละลายได้มีเพียงแต่เจ้าหนี้เท่านั้น ทำให้เกิดความไม่เป็นธรรม ทั้งนี้ เพื่อเป็นการปกป้อง

สิทธิของลูกหนี้จึงมีการเสนอแนวความคิดใหม่ที่ว่า ยินยอมให้ลูกหนี้ฟ้องคดีล้มละลายได้ เพื่อเป็นการปลดเปลื้องทุกข์ของตน โดยเรียกการยื่นฟ้องล้มละลายเช่นนี้ว่า “การล้มละลายโดยสมัครใจ”⁷ ตามที่มีการยินยอมให้ลูกหนี้สามารถยื่นฟ้องล้มละลายโดยสมัครใจนั้น ตามกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาอาศัยอำนาจตามกฎหมาย มายล้มละลายบทที่ 3 มาตรา 301 ซึ่งบัญญัติว่า คดีล้มละลายโดยสมัครใจ (Voluntary Case) เริ่มต้นด้วยองค์กร (Entity) ซึ่งอาจเป็นลูกหนี้ตามบทนั้น ๆ ยื่นคำร้องต่อศาลคดีล้มละลาย ซึ่งในการอาศัยอำนาจ ตามกฎหมายล้มละลายบทที่ 3 ให้กำหนดคำว่า “องค์กร” ข้างต้นตามมาตรา 101 (15) ให้หมายรวมถึง ตัวบุคคล กองทรัพย์สิน

จากการยื่นฟ้องล้มละลายโดยสมัครใจ หมายถึง การเลิกกิจการถ้าเห็นว่ามีมูลค่าของการเลิกกิจการสูงกว่ามูลค่าที่กิจการจะดำเนินธุรกิจต่อ และการยืดเวลาชำระหนี้ การประนอมหนี้ไม่มีผลให้การดำเนินธุรกิจมีผลดีแล้ว เจ้าหนี้ และกิจการลูกหนี้สามารถทำการตกลงกันโดยสมัครใจขอชำระบัญชีเลิกกิจการได้ กฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาตามบทที่ 7 มีการตั้งข้อจำกัดสำหรับการยื่นฟ้องล้มละลายที่อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อประโยชน์สาธารณะได้ โดยกำหนดยกเว้นบุคคลตามมาตรา 109 (b) ที่จะยื่นฟ้องล้มละลายโดยสมัครใจห้ามยื่น เนื่องจากมีกฎหมายอื่นกำหนดให้ต้องยื่นชำระบัญชีตามกฎหมาย⁸

แต่ถ้าหากเป็นการยื่นคำร้องขอโดยที่ลูกหนี้ไม่สมัครใจ (Involuntary Case) ซึ่งเป็นการยื่นคำร้องขอโดยเจ้าหนี้แล้ว ศาลจะยังไม่ให้ลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการจนกว่าจะได้ทำการไต่สวนให้ได้ความจริงตามเงื่อนไขของกฎหมาย และมีคำสั่งในคำร้องขอแล้ว ซึ่งเมื่อศาลมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้แล้ว ศาลอาจจะให้ลูกหนี้ยังคงมีอำนาจในการจัดกิจการและทรัพย์สินต่อไป (Debtor in Possession) หรืออาจแต่งตั้งบุคคลภายนอกผู้มีความเชี่ยวชาญให้ มีอำนาจในการจัดการกิจการ และทรัพย์สินของลูกหนี้แทนลูกหนี้ได้

⁷ Brian A. Blum, *Bankruptcy and Debtor/Creditor*, 7th ed. (New York: Aspen Publisher, 2006), 453-456.

⁸ บุคคลที่มาตรา 109 (b) บัญญัติไว้ ได้แก่ (1) การรถไฟ (2) บริษัทประกันภัยท้องถิ่น ธนาคาร ธนาคารเพื่อการออมทรัพย์ ธนาคารสหกรณ์ สมาคมออมทรัพย์และให้กู้ยืม สมาคมก่อสร้างและเงินกู้ สมาคมที่ดินเพื่อเกษตรกรรม บริษัทเงินทุนในธุรกิจขนาดเล็กที่ได้รับใบอนุญาตจากองค์การธุรกิจขนาดเล็ก สหภาพเครดิต (Credit Union) ธนาคารเพื่อการอุตสาหกรรม หรือสถาบันที่มี ลักษณะเหมือนธนาคารผู้รับประกัน (3) บริษัทประกันภัยต่างประเทศ, ธนาคารต่างประเทศ ฯลฯ ที่ทำธุรกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา

ซึ่งในการยื่นฟ้องคดีล้มละลายโดยไม่สมัครใจ (ตามบทที่ 7 หรือบทที่ 11)⁹ ยังมีข้อจำกัดในการยื่นฟ้องล้มละลายแก่บุคคลบางประเภท หรือบางองค์กรตามที่บัญญัติไว้ตามมาตรา 303 (a)¹⁰ และเพื่อเป็นการป้องกันการฟ้องล้มละลายโดยการข่มขู่จากเจ้าหนี้ รวมถึงหลักประกันในการฟ้องล้มละลาย ได้มีกฎหมายบัญญัติถึงสาระของหลักดังกล่าวตามมาตรา 303 (b)¹¹

⁹ ตามบทที่ 7 คือ การเลิกกิจการ หมายถึง บริษัทหยุดการดำเนินกิจการแล้วออกจากธุรกิจ โดยมีพนักงานพิทักษ์ทรัพย์คอยดูแลสินทรัพย์ และขายทอดตลาด ตลอดจนการชำระบัญชี และนำเงินที่ได้จากการขายสินทรัพย์ไปชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ และผู้ลงทุน หรือผู้ถือหุ้นของกิจการลูกหนี้ โดยผู้ลงทุนในกิจการลูกหนี้ที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุดจะเป็นผู้ที่ได้รับชำระหนี้ก่อน เช่น เจ้าหนี้มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เนื่องจากหนี้ดังกล่าวสามารถเรียกคืนจากหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ตลอดเวลา และจะเป็นเจ้าหนี้รายแรกที่ได้รับการชำระหนี้หากกิจการประสบภาวะล้มละลาย ขณะที่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้มีโอกาสได้รับความเสียหายมากกว่าเจ้าหนี้รายอื่น เพราะข้อผูกมัดการให้กู้ยืมกับบริษัท และบริษัทตกลงจ่ายผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยอย่างสม่ำเสมอ โดยทั่วไปแล้วอัตราดอกเบี้ยที่ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด และผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับการชำระคืนเงินต้นเมื่อถึงกำหนด ซึ่งหากกิจการสามารถดำเนินกิจการเป็นไปได้อย่างดี ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับผลตอบแทนที่สูง แต่ในทางตรงกันข้าม หากกิจการประสบภาวะล้มละลาย ผู้ถือหุ้นกู้ก็จะได้รับความเสี่ยงมากกว่า คือ รับการชำระหนี้หลังเจ้าหนี้รายอื่น แต่ได้รับชำระหนี้ก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ เพราะผู้ถือหุ้นสามัญมีศักดิ์เป็นเจ้าของกิจการ ซึ่งจะได้รับสินทรัพย์ส่วนที่เหลือจากการชำระหนี้ของกิจการเมื่อกิจการล้มละลาย

ตามบทที่ 11 กิจการที่เข้าสู่ภาวะล้มละลายแล้วลูกหนี้สามารถขอปรับปรุงแก้ไข “Reorganizes” ให้กิจการกลับมามีกำไร และสามารถดำเนินกิจการต่อไปได้อีกครั้ง เมื่อศาลพิจารณาและเห็นสมควร ซึ่งก่อนหน้านี้อาจมีการลูกหนี้ และเจ้าหนี้จะทำการตกลง และจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการร่วมกัน (Prepackaged Bankruptcy) ก่อนการยื่นขอล้มกิจการล้มละลายซึ่งจะมีการประชุมเจ้าหนี้ภายหลังเพื่อขอความเห็นชอบในแผนอีกครั้ง ซึ่งวิธีการ reorganizes อาจทำได้โดยการเจรจาขอลดหนี้ หรือการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางการเงิน

¹⁰ มาตรา 303 (a) บัญญัติว่า คดีล้มละลายโดยไม่สมัครใจจะเริ่มต้นคดีภายใต้บทที่ 7 หรือบทที่ 11 เท่านั้น และต้องยื่นฟ้องบุคคลที่อาจเป็นลูกหนี้ได้ตามบทนั้น ๆ ยกเว้นเกษตรกร (Farmer, Family Farmer) หรือบริษัทที่ไม่ใช่บริษัททางการเงิน ธุรกิจ หรือการค้า

¹¹ มาตรา 303 (b) บัญญัติว่า คดีล้มละลายโดยไม่สมัครใจจะเริ่มต้นคดีโดยการยื่นฟ้องต่อศาลคดีล้มละลายภายใต้บทที่ 7 หรือบทที่ 11

(1) การยื่นนั้นจะต้องยื่นโดยองค์กร (Entity) 3 องค์กรหรือมากกว่า โดยแต่ละรายต้องเป็นผู้ทรง ข้อกล่าวอ้างที่ไม่ใช่ความรับผิดชอบซึ่งยังไม่แน่นอน หรือต้องสุจริต หรือต้องเป็นทรัสต์รี (Indenture Trustee) ซึ่งเป็นตัวแทนผู้ทรงข้อกล่าวอ้าง ข้อกล่าวอ้างนั้นเมื่อรวมกันจะต้องมีหนี้มากกว่ามูลค่าของสิทธิยึดหน่วง หรือทรัพย์สินที่ลูกหนี้ให้ไว้เป็นประกันแก่ผู้ทรงข้อกล่าวอ้างไม่น้อยกว่า 10,000 เหรียญสหรัฐ

ความเสียหายตามกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ (Bankruptcy and Reorganization Risk)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อประโยชน์ต่อลูกหนี้ หากปรากฏว่า ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ หรือบริษัทเฉพาะกิจล้มละลาย ทำให้เจ้าหนี้ไม่สามารถเรียกเก็บหนี้จากทรัพย์สินได้ ซึ่งอาจส่งผลต่อผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจนำออกจำหน่าย¹²

ตามมาตรา 362 แห่งกฎหมายล้มละลายกำหนดไว้ว่า สินทรัพย์นั้นต้องตกอยู่ภายใต้ภาวะหยุดพักชำระหนี้อัตโนมัติ (Automatic Stay) ทั้งนี้ เพื่อเป็นการป้องกันผู้จำหน่ายสินทรัพย์ลูกหนี้จากเจ้าหนี้ทั้งหลาย รวมถึงเจ้าหนี้มีประกันด้วย กลไกดังกล่าวนั้นถือได้ว่าเป็นประโยชน์ต่อลูกหนี้เป็นอย่างมาก กล่าวคือ เจ้าหนี้จะต้องหยุดบังคับชำระหนี้ และหยุดการกระทำต่าง ๆ ทางกฎหมายต่อสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์โดยทันที ทำให้เจ้าหนี้ไม่สามารถเรียกเก็บหนี้ หรือเรียกคืนทรัพย์สินจากลูกหนี้ได้¹³

(2) ถ้ามีผู้ทรงข้อความอย่างน้อยกว่า 12 ราย ยกเว้นกรณีของลูกจ้าง หรือคนวงใน หรือผู้รับโอนถูกเพิกถอนได้ตามมาตรา 544, 545, 547, 548, 549 หรือ 724 (a) ผู้ทรงข้อความอย่างน้อยรายหนึ่ง หรือมากกว่าจะต้องมีหนี้รวมไม่น้อยกว่า 10,000 เหรียญสหรัฐฯ

¹² Steven L. Schwarz, "Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States," in *Asset Securitization*, pp.27-28

¹³ มาตรา 362 บัญญัติเรื่องการหยุดหนี้อัตโนมัติไว้ว่า ยกเว้นกรณีที่บัญญัติไว้ตามอนุมาตรา (b) การยื่นคำฟ้องตามมาตรา 301, 302 หรือ 303 แห่งประมวลกฎหมายนี้ หรือตามมาตรา 5(a)(3) แห่งกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุน ค.ศ. 1970 (The Securities Investor Protection Act of 1970) จะทำให้เกิดการหยุดหนี้ ซึ่งใช้บังคับทุกองค์กร

(1) เริ่มต้นหรือดำเนินต่อไป รวมถึงการ ยื่น หรือใช้กระบวนการทางตุลาการทางปกครอง หรือกระทำการอื่น ๆ หรือดำเนินกระบวนการพิจารณากับลูกหนี้ ซึ่งได้ยื่น หรืออาจยื่นได้ก่อนเริ่มฟ้องคดีล้มละลาย หรือเพื่อเยียวยาตามข้อกล่าวหาที่มีต่อลูกหนี้ ซึ่งมีขึ้นก่อนการเริ่มฟ้องคดีล้มละลาย

(2) บังคับคดีต่อลูกหนี้ หรือทรัพย์สินของกองทรัพย์สิน ตามคำพิพากษาที่ได้รับก่อนเริ่มฟ้องคดีล้มละลาย

(3) กระทำการใด ๆ เพื่อให้ได้มาซึ่งการครอบครองทรัพย์สินของกองทรัพย์สิน หรือทรัพย์สินจากกองทรัพย์สิน หรือเพื่อควบคุมเหนือทรัพย์สินของกองทรัพย์สิน ฯลฯ

(4) กระทำการใด ๆ เพื่อเรียกเก็บ ประเมิน หรือเยียวยาตามข้อกล่าวหาที่มีต่อลูกหนี้ ซึ่งมีขึ้นก่อนการเริ่มฟ้องคดีล้มละลาย ฯลฯ

ตามมาตรา 362 (d) กำหนดไว้ว่า จากการล้มละลายนั้นจะมีการรวมทรัพย์สินของ ลูกหนี้เพื่อนำมาแปลงเป็นเงินสด และแบ่งชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ตามที่กฎหมายกำหนดไว้ โดยหน้าที่ดังกล่าวนี้ผู้ที่กระทำการคือ ตัวแทนของเจ้าหนี้ หรือทรัสต์ในคดีล้มละลาย

14

หลักการขายที่แท้จริง (True Sale)

การโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจให้มีลักษณะเป็นการเด็ดขาด (True Sale) ซึ่งการโอนสินทรัพย์อย่างขาดดังกล่าวนี้ เป็นการโอนซึ่งสิทธิ กรรมสิทธิ์ รวมถึงผลประโยชน์ในสินทรัพย์นั้น เพื่อเป็นการโอนความเสี่ยงของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ หากว่าภายหลังผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายยอมทำให้ไม่สา มารถเรียกคืนสินทรัพย์นั้น โดยการขายขาด หรือเรียกว่า “การขายที่แท้จริง” เป็นการโอนที่ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นผู้มีสิทธิเหนือสินทรัพย์ดังกล่าว แต่หากว่าสินทรัพย์มิได้โอนกันอย่างขาด เป็นเพียงแต่การที่นิติบุคคลเฉพาะกิจให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์กู้เงินโดยมีหลักประกัน เช่นนี้ยังทำให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ยังเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์นั้นอยู่ และหากว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์เกิดล้มละลายสินทรัพย์นั้นก็ยังคงอยู่ในกระบวนการของกฎหมายล้มละลายต่อไป

เมื่อมีการล้มละลายเกิดขึ้น การวิเคราะห์ว่าการโอนสิทธิรับชำระหนี้ (Receivables) มีผลเป็นการย้ายสิทธิรับชำระหนี้จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งหากว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย สิทธิในการเรียกเก็บเงิน และจ่ายเงินตามหลักทรัพย์โดยไม่ผิดนัด แต่ถ้าหากว่าการโอนมิได้เป็นการโอนที่แท้จริง ในกรณีนิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีสิทธิเหนือสิทธิรับชำระหนี้ ในฐานะสิทธิรับชำระหนี้เป็นหลักประกันให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์กู้ยืมเท่านั้น ซึ่งหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายทำให้ต้องอยู่ภายใต้บังคับประมวลกฎหมายล้มละลาย ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับชำระหนี้น้อยกว่าสิทธิ หรือช้ากว่า กำหนด ซึ่งหากศาลตีความว่า การโอนสิทธิรับชำระหนี้เป็นการโอนสิทธิรับชำระหนี้ที่เป็นการกู้ยืมที่มีหลักประกัน แทนที่จะเป็นการขายที่แท้จริง นิติ บุคคลเฉพาะกิจจะรับชำระหนี้ได้ก็ ต่อเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงใน เรื่องของการหยุดนิ่ง

¹⁴ มาตรา 362 (d) วรรคหนึ่ง บัญญัติไว้ว่า ศาลจะมีคำสั่งให้หลุดพ้นจากการหยุดนิ่งได้ หากคู่ความที่มีประโยชน์เกี่ยวข้องร้องขอ และภายหลังที่มีการแจ้งและรับฟังพยานแล้ว การหลุดพ้น เช่น ทำให้การหยุดนิ่งสิ้นสุด ยกเลิก ปรับปรุง หรือกำหนดเงื่อนไขกับการหยุดนิ่งนั้น

อัตโนมัติตามมาตรา 363 แห่งประมวลกฎหมายล้มละลาย¹⁵ และตามมาตรา 364 (d)¹⁶ แห่งประมวลกฎหมายล้มละลาย กำหนดว่า ศาลอาจให้สิทธิในหลักประกัน เป็นสิทธิในการที่ได้รับชำระหนี้ก่อนเจ้าหนี้อื่น ซึ่งผลดังกล่าวจะทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่สามารถมีกระแสรายรับเพียงพอต่อการชำระหนี้แก่ผู้ลงทุนในตราสารที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ ในกรณีของการขายสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์หากว่ามีใช้การขายที่แท้จริงนั้นอัตราของความน่าเชื่อถือในตราสารที่นำออกจำหน่ายจะมีอัตราความน่าเชื่อถือต่ำ เป็นผล ให้นักลงทุนไม่สนใจลงทุนในตราสาร เนื่องจากความน่าเชื่อถือต่ำ ทำให้ความเสี่ยงในตราสาร นั้นสูง ไม่คุ้มค่าต่อการลงทุนแปลงสินทรัพย์เป็นหลักประกันจึงไม่ประสบผลสำเร็จเท่าที่ควร

ดังนั้นในการพิจารณาว่า สินทรัพย์ นั้นเป็นการขายที่แท้จริง หรือเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน จึงเป็นประเด็นสำคัญ แต่เนื่องด้วยสหรัฐอเมริกายังไม่มีความหมายเฉพาะทางในเรื่องนี้ จึงจำเป็นต้อง อาศัยอำนาจของกฎหมายแพ่ง กฎหมายล้มละลาย และคำตัดสินของศาลเป็นสำคัญว่า ลักษณะเช่นไรจึงจะถือว่าเป็นการขายที่แท้จริง หรือเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน ซึ่งสามารถแยกพิจารณาได้ดังต่อไปนี้

(1) การไล่เบียด (Recourse)

ในสหรัฐอเมริกาเห็นว่า การที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีสิทธิในการไล่เบียดแก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ซึ่งหากเป็นการขายที่แท้จริง หรือการขายขาด ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ย่อมต้องโอนไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยความเสี่ยงดังกล่าวมิได้ขึ้นอยู่กับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ดั้งเดิม ซึ่งหากว่าการผิดนัดชำระหนี้นิติบุคคลต้องไม่มีสิทธิในการไล่เบียด (Without Recourse) เอาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อความเสียหายที่เกิดขึ้นได้อีก แต่หากว่าการโอนเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน เช่นนี้นิติบุคคลย่อมมีสิทธิในการไล่เบียดเอาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้อยู่ หากว่าลูกหนี้ผิดนัดชำระหนี้จนก่อให้เกิดความเสียหายแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ

¹⁵ มาตรา 363 บัญญัติเกี่ยวกับเรื่องทรัสต์อาจใช้ขาย หรือให้เช่าทรัพย์สินจากกองทรัพย์สินของผู้ล้มละลายนอกเหนือจากกรณีปกติทางธุรกิจ

¹⁶ มาตรา 364 บัญญัติเกี่ยวกับกรณีที่ทรัสต์ได้รับอนุญาตให้ดำเนินธุรกิจของลูกหนี้ ทรัสต์อาจได้รับเครดิตที่ไม่มีหลักประกัน และก้อหนี้ที่ไม่มีหลักประกันในกรณีปกติทางธุรกิจ

(2) การหน่วงเหนี่ยว สิทธิ และผลประโยชน์ในสินทรัพย์ (Retained right and right to surplus)

ในการพิจารณาว่า บุคคลใดเป็นผู้มีสิทธิในการหน่วงเหนี่ยวสิทธิ และผลประโยชน์ในสินทรัพย์ย่อมตกอยู่กับนิติบุคคลเฉพาะกิจผู้รับโอน แต่หากว่าสิทธิในการหน่วงเหนี่ยว และผลประโยชน์ ยังคงอยู่กับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ยังสามารถเรียกสินทรัพย์กลับคืน¹⁷ จำหน่ายสินทรัพย์ และมีสิทธิในส่วนเกินกว่าที่ผู้รับโอนลงทุน หรือเอาสินทรัพย์อื่นทดแทนสินทรัพย์ที่โอน¹⁸ ลักษณะดังกล่าวเช่นนี้ถือว่า การโอนสินทรัพย์นั้นเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน ทำให้การหน่วงเหนี่ยวสิทธิ และผลประโยชน์ในสินทรัพย์ยังคงอยู่กับผู้จำหน่ายสินทรัพย์เช่นเดิม

(3) กลไกด้านราคาซื้อขายสินทรัพย์ (Pricing Mechanism)

ในส่วนของกลไกด้านราคาในการซื้อขายสินทรัพย์ถือได้ว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่ง กล่าวคือ หากว่าเป็นการซื้อขายที่แท้จริง หรือการขายขาดนั้น นิติบุคคลเฉพาะกิจจะสามารถคำนวณราคาซื้อขาย อัตราดอกเบี้ยที่อ้างอิง รวมทั้งความเสี่ยงอื่นในการสูญเสีย การระดมทุนในการออกตราสารแต่ละครั้งให้แก่นักลงทุนได้อย่างแน่นอน¹⁹ แต่หากว่าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน อัตราดอกเบี้ย หรือปัจจัยด้านราคาในการกำหนดราคาสินทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาตามตลาดการเงิน

(4) การจัดการควบคุมหลังการโอน (Post-Transfer Control)

หากเป็นการขายที่แท้จริง หรือการขายขาด หน้าที่ในการรวบรวมสินทรัพย์ และอำนาจการจัดการในสินทรัพย์ จะเป็นของนิติบุคคลเฉพาะกิจในการบริหารสินทรัพย์ที่ได้รับโอน เช่น การควบคุมการเรียกเก็บหนี้ กรรมสิทธิ์ของผู้รับโอนหนังสือ ทะเบียน แต่หากว่าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน การจัดการนั้นยังอยู่ที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เว้นแต่นิติบุคคลเฉพาะกิจแต่งตั้งตัวแทนให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์เป็นตัวแทนในการเรียกเก็บหนี้ และรับชำระหนี้แทน

¹⁷ Ibid, 27.

¹⁸ The committee, op.cit., p.21.

¹⁹ Schwarcz, op.cit., p.29.

(5) การปฏิบัติทางภาษีและบัญชี (Accounting Treatment)

การขายที่แท้จริง หรือการขายขาดจะต้องมีการก่อให้เกิดภาระทางภาษี และต้องตัดสินทรัพย์ออกจากบัญชีงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตามมาตรฐานทางบัญชีของประเทศสหรัฐอเมริกาที่เรียกว่า Generally Accepted Accounting Principles หรือ GAAP ตาม GAAP ซึ่งเงื่อนไขต่าง ๆ ปรากฏอยู่ในมาตรฐานการบัญชีลำดับที่ 125 “The Statement of Financial Accounting Standards No. 125” แต่หากว่าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน ย่อมไม่เกิดภาระทางภาษี แต่ยังคงสินทรัพย์ไว้ในงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์

(6) การแสดงเจตนาของคู่สัญญา

การแสดงเจตนาของคู่สัญญาที่ปรากฏอยู่ในเอกสาร หรือการแสดงออกของคู่สัญญา เป็นการแสดงให้เห็นชัดว่า เป็นการขายที่แท้จริง หรือว่าเป็นการกู้เงินโดยมีสินทรัพย์ และนิติบุคคลเฉพาะกิจได้อีก เช่น การอ้างสินทรัพย์ว่าเป็นหลักประกันนี้ หรือผลประโยชน์จากหลักประกัน โดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่ควรกำหนดข้อความใด ๆ ให้เป็นภาระผูกพันระหว่างนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ต้องคืนสิทธิ รวมถึงข้อห้ามในสัญญาที่ไม่ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจก่อภาระ (Encumbering)²⁰

หลักการโอนสินทรัพย์ที่อาจเพิกถอน (Preference Transfer)

ในสหรัฐอเมริกามีหลักที่เรียกว่า “หลักการโอนสินทรัพย์ที่อาจเพิกถอน” เพื่อเป็นการช่วยเหลือถึงความเสี่ยงในทางกฎหมาย และเป็นการแบ่งสัดส่วนในการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ หากปรากฏว่า ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ถูกฟ้องล้มละลาย ทำให้การรวบรวมสินทรัพย์เพื่อนำไปชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ทั้งหลายสามารถเรียกเอาสินทรัพย์ที่โอนให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจไปแล้ว กลับเข้ามายังกองสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ (Claw Back) ในกรณีดังต่อไปนี้

²⁰ The committee, op.cit., p.22.

(1) การโอนโดยให้เปรียบแก่เจ้าหนี้รายอื่น

ตามประมวลกฎหมายล้มละลาย มาตรา 547 (b)²¹ ได้กำหนดไว้ว่า ทรัสต์สามารถเพิกถอนการโอนประโยชน์ในสินทรัพย์ได้ หากปรากฏว่าลูกหนี้ให้ สิทธิแก่เจ้าหนี้รายใดรายหนึ่งเป็นพิเศษกว่าเจ้าหนี้รายอื่นในการได้รับชำระหนี้ที่ดีกว่า โดยการกระทำดังกล่าว เป็นการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้รายอื่น และเป็นการทำให้หลักของการปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกันเสียหาย ซึ่งหากว่าลูกหนี้ได้ปฏิบัติตามเหตุดังกล่าวดังต่อไปนี้ ทรัสต์สามารถเพิกถอนการโอนได้

- มีการโอนเพื่อประโยชน์แก่เจ้าหนี้
- การโอนเพื่อชำระหนี้ที่มีอยู่ก่อนการโอน
- มีการโอนไปในขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว
- มีการกระทำภายใน 90 วันก่อนวันยื่นคำร้องให้ล้มละลาย หรือเจ้าหนี้ที่ในเวลาโอนนั้นเป็นคนวงใน

(2) การโอนโดยมีลักษณะเป็นการฉ้อฉล (Fraudulent Conveyance)

ในการโอนโดยมีลักษณะฉ้อฉลนี้ เป็นแนวคิดที่ มาจากประเทศอังกฤษ บัญญัติเกี่ยวกับการให้ หรือการโอนที่มีค่าตอบแทนไม่คุ้มค่า ไม่สมเหตุผล และหากว่าการโอนนั้นมีเจตนาที่ฉ้อฉล ตามประมวลกฎหมายล้มละลาย มาตรา 548 (a)²² กำหนดไว้ว่า เจ้า

²¹ มาตรา 547 (d) บัญญัติไว้ว่า ทรัสต์อาจเพิกถอนการโอนประโยชน์ในทรัพย์สิน ซึ่งลูกหนี้ชำระเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ เพื่อชำระหนี้ที่มีอยู่แล้วก่อนการโอน ทั้งนี้ การโอนได้กระทำขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว และกระทำภายใน 90 วันก่อนวันยื่นคำร้องให้ล้มละลาย หรือระหว่าง 90 วัน หรือ 1 ปีในกรณีที่เจ้าหนี้ในเวลาที่มีการโอนเป็นคนวงใน (Insider) การโอนนั้นจะทำให้เจ้าหนี้ได้รับประโยชน์มากกว่าเจ้าหนี้อื่นได้รับ

²² มาตรา 548 (a) บัญญัติว่า ทรัสต์อาจเพิกถอนการโอนทรัพย์สิน หรือการก่อหนี้ ของลูกหนี้ ซึ่งได้กระทำภายใน 1 ปี ก่อนวันยื่นคำขอให้ล้มละลาย หาก

(1) ลูกหนี้โอนทรัพย์สิน หรือก่อหนี้โดยมีเจตนาที่แท้จริงที่จะปิดบังทำให้ล่าช้า หรือโกงเจ้าหนี้ หรือ

พนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถเพิกถอนการโอนทรัพย์สินเช่นว่านั้นได้ในระยะเวลา 1 ปี ก่อนวันที่จะมีการยื่นล้มละลายได้หากพิจารณาได้ตามองค์ประกอบดังต่อไปนี้

- การโอนโดยที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ พยายามที่จะจงใจในการฉ้อฉล เจ้าหนี้ หรือเพื่อต้องการให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้ที่ล่าช้ากว่ากำหนด

- ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้รับค่าตอบแทนน้อยอย่างไม่สมเหตุสมผล จากการโอนดังกล่าว

- การโอนนั้น โอนในขณะที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีหนี้สินล้นพ้นตัว หรือต้องตกเป็นผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัวจากการโอน และเป็นการก่อกำหนดให้แก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์

ซึ่งในการพิสูจน์นั้น เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์จะเป็นผู้ทำการพิสูจน์ การโอนดังกล่าวว่า เป็นการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายล้มละลาย ตามมาตรา 548 (a) หรือไม่ ซึ่งหากพิสูจน์แล้วไม่พบว่าเป็นจริงตามบทบัญญัติดังกล่าว เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์จะปราศจากอำนาจการเพิกถอนการโอนได้

หลักการที่ ำไกลจากการล้มละลาย (Bankruptcy Proof or Remoteness Entity)

การจัดรูปแบบของนิติบุคคลเฉพาะกิจในลักษณะที่เหมาะสมนั้น สามารถเป็นการป้องกันทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจห่างไกลจากความเสี่ยงที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย

(2) (a) การแลกเปลี่ยนกับการโอน หรือการก่อกำหนดนั้นลูกหนี้ได้รับสิ่งตอบแทนน้อยกว่ามูลค่าที่เท่าเทียมกัน (Reasonably Equivalent Value)

(b) (I) ลูกหนี้เป็นผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัวขณะมีการโอน หรือก่อกำหนด หรือตกเป็นผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัวเพราะการโอน หรือการก่อกำหนดนั้น

(II) ลูกหนี้เกี่ยวข้องในธุรกิจ หรือธุรกรรม หรือเกือบจะเกี่ยวข้องกับธุรกิจ หรือธุรกรรม ซึ่งทรัพย์สินที่ลูกหนี้เหลืออยู่คือ เงินทุนจำนวนเล็กน้อยที่ไม่สมเหตุผล (Unreasonable Small Capital) หรือ

(II) ลูกหนี้ตั้งใจก่อกำหนด หรือเชื่อว่าลูกหนี้จะก่อกำหนด ซึ่งเกินกว่าความสามารถของลูกหนี้ จะชำระได้หากหนี้สินถึงกำหนด

และผลกระทบที่อาจเกิดจากการล้มละลาย หรือไม่ล้มละลายของนิติบุคคลเฉพาะกิจเอง โดยสหรัฐอเมริกา มีลักษณะของการป้องกันการล้มละลาย หรือไม่ล้มละลาย ดังต่อไปนี้

(1) ขอบเขตการทำธุรกรรม เนื่องจากนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเพียงตัวกลาง หรือพาหะที่ทำหน้าที่ผ่านกระแสรายรับอันเกิดจากสินทรัพย์ไปสู่ผู้ลงทุน เช่นนี้นิติบุคคลเฉพาะกิจจึงสามารถทำธุรกรรมในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้เท่านั้น หรือวางข้อกำหนดบังคับ หรือกฎ รวมทั้งยังมีหน้าที่ในการป้องกันการแก้ไขข้อกำหนดในตราสาร

(2) ขอบเขตการกีดกันหนี้สิน ในการกีดกันหนี้สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจมีได้เพียงการกีดกันหนี้ที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น เพราะหากว่านิติบุคคลเฉพาะกิจมีหนี้สินอื่นนอกเหนือจากที่กล่าวมาข้างต้น จะส่งผลให้นิติบุคคลเฉพาะกิจมีความเสี่ยงที่จะล้มละลาย และเป็นเหตุให้ เจ้าหนี้รายอื่นสามารถเรียกให้ชำระหนี้จากกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ได้ ทำให้การได้รับการชำระหนี้จากผู้ลงทุนในตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจเกิดความเสียหาย

(3) การยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจ (Voluntary Bankruptcy) ตามมาตรา 301 แห่งกฎหมายล้มละลาย ให้อำนาจบริษัทแม่ผู้ล้มละลายสามารถให้บริษัทลูกยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจได้ แม้ว่าบริษัทลูกจะมีได้อยู่ในสภาวะมีหนี้สินล้มพันตัวก็ตาม ส่วนการระงับไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือผู้จำหน่ายสินทรัพย์ยื่นคำร้องขอล้มละลาย เนื่องจากการปฏิบัติดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ลงทุน และถือว่าเป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อย หรือนโยบายสาธารณะ (Public Policy) ซึ่งไม่สามารถแก้ปัญหาได้ ดังตัวอย่างของคดี *In re Weitzen*, 3F.Supp.698,698-99(S.D.N.Y.1933)²³ การจัดองค์กร และโครงสร้างมีแนวทางการแก้ปัญหาได้ดังต่อไปนี้

- ควรมีการจัดตั้งคณะกรรมการที่มีอิสระอย่างน้อยหนึ่งชุดในการดูแลผลประโยชน์ และหน้าที่อิสระจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และผู้ลงทุน คอยทำหน้าที่ยินยอมในการยื่นคำร้อง เนื่องจากการที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และนิติบุคคลเฉพาะกิจมีกรรมการชุดเดียวกัน

²³ คดี *In re Weitzen*, 3F.Supp.698,698-99(S.D.N.Y.1933) ศาลตัดสินว่า ข้อกำหนดล่วงหน้าที่ยกเว้นการยื่นขอล้มละลายโดยสมัครใจ ถือเป็นข้อตกลงระหว่างลูกหนี้ และเจ้าหนี้ซึ่งเป็นโมฆะ เพราะขัดกับนโยบายสาธารณะ ดังนั้นจึงไม่มีทางจำกัดสิทธิตามกฎหมายของนิติบุคคลเฉพาะกิจในการเริ่มคดีล้มละลาย

อาจก่อให้เกิดการขัดกันในเรื่องของผลประโยชน์ และมีโอกาสที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะถูกบังคับให้ ยื่นคำร้องขอล้มละลายเพื่อประโยชน์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้

- การตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจขึ้นในรูปแบบของทรัสต์ เนื่อง จากทรัสต์เป็นผู้ดูแลผู้ลงทุนโดยตรง ดังนั้นทรัสต์จึงสามารถดูแลไม่ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจถูกบังคับ ให้ยื่นคำร้องล้มละลายได้

จากที่กล่าวมาข้างต้นนั้นเห็นได้ว่า สหรัฐอเมริกามีวิธีในการ จัดรูปแบบองค์กร และโครงสร้างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยการจัดองค์กรที่เหมาะสม เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจจะเป็นผู้ล้มละลาย หรือถูก ฟันฟูกิจการ และเป็นการจำกัดคุณภาพของสินทรัพย์ รวมถึงหลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจนำ ออกขายแก่นักลงทุน

3.1.1.2 ตราสารอนุพันธ์ที่เกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(Securitization)

จากสาเหตุของปัญหาที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดจากการ พัฒนาตราสารทางการเงินที่มีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น โดยเกิดจากการนำสินทรัพย์มาผ่าน กระบวนการใน การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ซึ่งส่งผลกระทบต่อระบบ เศรษฐกิจตามที่กล่าวมาแล้วนั้น ปัจจัยที่ก่อให้เกิดสาเหตุดังกล่าวอีกประการหนึ่ง และถือว่าเป็น ปัจจัยที่สำคัญที่เกิดจากการกำกับดูแล รวมทั้ง การออกมาตรการทางกฎหมายในการ ควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลตลาดตราสารทางการเงินที่ยังไม่มีความรัดกุมมากเพียงพอ อีกทั้งกฎเกณฑ์ และเงื่อนไขในการกำหนดการแทรกแซงของภาครัฐบาลอาจก่อให้เกิดความไม่สมดุล และมีผลต่อ การเติบโตของภาคเศรษฐกิจ กล่าวคือ การซื้อขายตราสารอนุพันธ์เป็นธุรกรรมที่ไม่มีการกำกับ ดูแลจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ทำให้เกิดการเก็ง กำไรในตลาดรอง ซึ่งจากการที่ไม่มีการกำกับ นั้น เพราะต้องการให้การซื้อขายตราสารมีการ ขยายตัวอย่างกว้างขวาง และอาศัยกลไกทางการตลาดเป็นการควบคุมความเสี่ยง

การล้มละลายของตลาดการเงินของประเทศที่พัฒนาแล้ว เป็นผลมาจากการ พัฒนานวัตกรรมทางการเงิน จากตราสารทางการเงินที่ผ่านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(Securitization) และเป็นสาเหตุของการเกิดวิกฤติซับไพร์มในสหรัฐอเมริกา ซึ่งตราสารทางการเงินดังกล่าว คือ

3.1.1.2.1 Collateralized Debt Obligations (CDOs)

CDOs²⁴ ย่อมาจาก Collateralized Debt Obligations เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง ซึ่งเป็นการนำเอาสินทรัพย์ตัวอย่าง เช่น สินเชื่อรถยนต์ สินเชื่อบ้าน เครดิตการ์ด หรือหุ้นกู้มา รวมกันแล้วแปลง สินทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์ CDO เกิดขึ้นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1987 โดย Drexel Burnham Lambert แต่ยังไม่ได้รับความนิยมจนกระทั่งในปี ค.ศ. 1990 ประเทศสหรัฐอเมริกาได้รับความนิยมใน ตราสาร CDOs เป็นจำนวนมาก และขยายออกไปทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศที่มีการพัฒนาทางการเงินสูง อย่าง อังกฤษ ญี่ปุ่น และสิงคโปร์ ทำให้การลงทุนใน ตราสาร CDOs มีแนวโน้มสูงโดยร้อยละ 81 ของจำนวน CDOs ที่ขายอยู่ในตลาดทางการเงินนั้น ซึ่งสาเหตุที่สำคัญที่ทำให้ผลิตภัณฑ์ทางการเงินอย่าง CDOs มีอัตราการขยายตัวอย่างรวดเร็ว มีปัจจัยที่สำคัญ ๆ ดังต่อไปนี้

1. วาณิชธนกิจ หรือธนาคารเพื่อการลงทุน (Investment Bank) มีการขยายธุรกิจทำให้ความต้องการในการซื้อสินเชื่อเพื่อนำสินเชื่อไปทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อขายต่อแก่นักลงทุนซึ่งมีความต้องการในการซื้ออย่างต่อเนื่อง ดังที่เห็นได้จากการขยายตัวของสินเชื่อที่อยู่อาศัยในปี ค.ศ. 2006 ซึ่งสถาบันทางการเงินก็ต้องการขายหนี้ และลดความเสี่ยง รวมทั้งเป็นการเสริมสภาพคล่อง

2. การที่อัตรา ดอกเบี้ยมีระดับต่ำ มากในช่วงที่อลัน กรีนสแปน เป็นประธาน Federal Open Market Committee (FOMC) ในระบบธนาคารสำรองของรัฐ (Federal Reserve Bank System) ได้ลดอัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางไว้ในระดับต่ำเป็นระยะเวลานาน เพื่อต่อต้านการหดตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา ส่งผลให้ต้นทุนในการก่อหนี้ลดลง และเกิดแรงจูงใจให้มีการลงทุนในตราสาร CDOs ที่มีผลตอบแทนสูง

²⁴ ต่อไปในที่นี้ CDOs หมายถึง Collateralized Debt Obligations ตราสารหนี้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน

3. ความผิดพลาดในการประเมินความเสี่ยง เนื่องจากมิได้มีการประเมินความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากภาวะล้มละลายของตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัย และฐานะทางการเงินของผู้กู้ การประเมินความน่าเชื่อถือในการลงทุนของบริษัทจัดอันดับชั้นนําอย่าง Moody's และ S&P ทำให้ตราสารดังกล่าวได้รับความสนใจจนก่อให้เกิดการเก็งกำไร²⁵

คุณลักษณะที่สำคัญ ของตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs)

จากที่กล่าวมานั้นผู้วิจัยจะเสนอภาพรวมของตราสารในรูปแบบของกระแสเงินสด วิธีการของหน่วยงานการจัดอันดับเครดิต รวมทั้งรายละเอียดเพิ่มเติมของโครงสร้างสินเชื่อกะแสเงินสด ซึ่งในการออกตราสารอนุพันธ์ CDOs ประเภทต่าง ๆ สามารถอธิบายได้โดยการมุ่งเน้นไปที่คุณลักษณะที่สำคัญ ได้แก่ สินทรัพย์ หนี้สิน วัตถุประสงค์ และโครงสร้างสินเชื่อ เช่นเดียวกับบริษัทใด ๆ ส่วนประกอบตราสารอนุพันธ์ CDOs มีสินทรัพย์ทางการเงินที่เกี่ยวข้อง เช่น เงินกู้ของบริษัท หรือตราสารที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยหมุนหลัง และ CDOs มีหนี้สิน เช่นเดียวกับบริษัทต่าง ๆ CDOs จะครอบคลุม มถึงหุ้นบุริมสิทธิ รวมถึง หุ้นกู้ที่อยู่สิทธิที่มีการจัดอันดับเครดิตระดับ AAA นอกจากลำดับสิทธิการเรียกร้องในสินทรัพย์ของผู้ออกหุ้นกู้ และการด้อยสิทธิของหนี้สินของ CDO และ CDOs มีการคุ้มครองเครดิตโครงสร้างเพิ่มเติมซึ่งอยู่ในประเภทการคุ้มครองมูลค่าตลาดกระแสเงินสด ทั้งการปกป้องสุดท้าย ตราสารอนุพันธ์ CDOs ทุกประเภทล้วนแล้วแต่มีจุดประสงค์เพื่อการตอบสนอง และจัดอยู่ในประเภทของการค้าส่วนต่างกำไร บัญชีงบดุล หรือกิจการเป็นผู้เริ่มในส่วนนี้ ในการพิจารณาลักษณะที่แตกต่างกันของสินทรัพย์ที่ CDOs ถือ และประเภทต่าง ๆ ของหนี้สินที่ CDOs ออก วัตถุประสงค์ที่สร้าง CDOs และโครงสร้างทางเครดิตต่าง ๆ ที่ CDOs ใช้ประกอบ

สินทรัพย์ (Assets)

ตราสารอนุพันธ์ CDOs นั้นมีการครอบครองสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น การกู้ยืมเงินของบริษัท หรือตราสารหนี้ที่ค้ำประกันโดยสินเชื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งในการตั้งชื่อของตรา

²⁵ สรุปรจากบทความเรื่อง “Subprime : ความล้มเหลวของนโยบายการเงิน” คอลัมน์ ดุลยภาพ ดุลย พินิจ มติชนรายวัน วันที่ 19 กันยายน พ.ศ.2550 ปีที่ 30 ฉบับที่ 10784 โดย ธีรณ พงศ์มณฑิพันธ์

สารอนุพันธ์ CDOs ในแต่ละประเภทนั้นขึ้นอยู่กับกรอบการครอบครองในสินทรัพย์เป็นสำคัญ โดย CDOs ในระยะแรก ๆ นั้น เป็นการครอบครองหลักทรัพย์การลงทุนตราสารที่มีผลตอบแทนสูง เงินกู้ยืม และตราสารหนี้ที่จัดทำขึ้นโดยองค์กรในตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ และรัฐบาลที่มีอำนาจในการปกครองประเทศถูกใช้เป็นครั้งแรกในฐานะตราสารอนุพันธ์ CDOs จึงได้กลายเป็น CDOs ในตลาดเกิดใหม่ที่มีการจัดทำ CDOs ที่มีหลักทรัพย์ที่ค้ำประกันด้วยสินเชื่อที่อยู่อาศัยเชิงการค้าค้ำประกัน (CMBS) และหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน (ABS) จากที่กล่าวมานั้นยังไม่พบคำที่ถือเป็นสากล แต่ผู้ตั้งชื่อคำว่า “การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์อีกครั้ง”

ตารางที่ 1 : โครงสร้างตราสารหนี้ CDO อย่างง่าย ๆ

กอง	ร้อยละของโครงสร้างเงินทุน	การจัดอันดับ	ดอกเบี้ยหน้าตัว
คลาส A	77.5	AAA	LIBOR +26
คลาส B	9	A	LIBOR+ 75
คลาส C	2.75	BBS	LIBOR+ 180
คลาส D	2.75	BB	LIBOR+ 475
หุ้นบุริมสิทธิ	8	NR	กระแสเงินสดคงเหลือ

ที่มา : Douglas J. Lucas, Laurie S. Goodman, Frank J. Fabozzi & Rebecca Manning. (2007). Developments in Collateralized Debt Obligations: New Products and Insights. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

ตราสารทางการเงินมีวัตถุประสงค์เฉพาะอย่าง ตราสารอนุพันธ์ CDO นั้น ผู้ออกสามารถมีปัญหาล้มละลายได้ เนื่องจากคุณลักษณะของตราสารดังกล่าวนั้นเป็นธุรกรรมทางการเงินที่เกิดขึ้นใหม่ ดังนั้นจึงไม่สามารถมีความรับผิดชอบในทางกฎหมายใด ๆ อันเนื่องมาจากความผิด ซึ่งอีกคุณลักษณะหนึ่งของ “หลักการห่างไกลจากการล้มละลาย” คือ ตราสารอนุพันธ์ CDO นั้นจะไม่ถูกบังคับให้ล้มละลายในฐานะผู้อื่น เช่น ผู้จัดการสินทรัพย์ของ CDO หรือผู้ขายสินทรัพย์ แม้กระทั่งการเป็นธนาคารผู้ออกตราสารอนุพันธ์ดังกล่าว ซึ่งลักษณะที่สำคัญ

อีกประการที่ผู้ออกตราสารอนุพันธ์สามารถมีปัญหาลงถึงขั้นล้มละลาย คือ ลำดับสิทธิการเรียกร้องในสินทรัพย์ของผู้ถือหุ้นกู้ และการด้อยสิทธิซึ่งกันและกันอย่างไม่มียื่นไขของตราสารอนุพันธ์ CDOs แม้ว่า จะเป็นที่แน่นอนว่าผู้ออกตราสารอนุพันธ์ดังกล่าว บางคนนั้นจะได้รับเงินต้น และดอกเบี้ยไม่ครบเต็มจำนวนก็ตาม แต่กระแสดอกเบี้ยของตราสารอนุพันธ์ CDOs ยังมีการกระจายอยู่ตามเดิม ซึ่งมีการใช้ลำดับสิทธิใน CDOs ทำให้ไม่สามารถเข้าสู่กระบวนการล้มละลายได้ แม้ว่าจะเป็น การเข้าสู่กระบวนการล้มละลายโดยสมัครใจก็ตาม ซึ่งในการดำเนินคดีของเจ้าหนี้หรือผู้ลงทุนที่เสียหายจากการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ CDOs นั้น แม้ว่ามูลค่าของตราสารดังกล่าวจะมีมูลค่าลดลง ก็ยังห่างไกลจากการที่ตราสารดังกล่าวนั้นจะต้องเข้าสู่ภาวะล้มละลายได้

เนื่องจากว่าตราสารดังกล่าวยังมีการกระจายตัวของกระแสเงินสดตามที่ได้มีการตกลงกันไว้เป็นเงื่อนไขแล้ว จากเงื่อนไขที่มีความเข้มงวดนั้น ก็ยังคงมีความผันแปรเป็นอย่างมากในโครงสร้างหลักของตราสารอนุพันธ์ โดยผู้ที่จัดทำตราสารอนุพันธ์ CDOs นั้นตั้งเพื่อเป็นกองทุนโดยมีต้นทุนต่ำที่สุดเท่าที่จะทำได้ เพื่อให้ผู้ที่ลงทุนในตราสารอนุพันธ์ CDOs ในลำดับล่าง ๆ นั้นยังสามารถที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนจากกระแสเงินสดที่คงเหลือได้บ้าง ซึ่งหนี้ส่วนใหญ่ในตราสารอนุพันธ์ตามดังกล่าวนี้ มีการเป็นหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวระหว่างธนาคาร ในตลาดลอนดอน แต่ก็อาจมีการจัดทำในกองที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ได้ด้วยเช่นกัน ในการหลีกเลี่ยงสินทรัพย์ หรือหนี้สินที่ไม่เหมาะสมนั้น เป็นอีกผลหนึ่งที่ทำให้ต้องเป็นอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว เนื่องจากว่าเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงนั้นมักจะได้รับความนิยมมากกว่า อัตราดอกเบี้ยคงที่ในตราสารอนุพันธ์ CDOs ซึ่งก็คือ ตราสารที่ให้ผลตอบแทนสูงจะต้องมีผู้ดูแลสภาพคล่องการซื้อขายประจำอยู่พร้อมที่จะซื้อหนี้ระยะสั้นของ ตราสารอนุพันธ์ CDO หากหนี้สั้นขายออกไปใหม่ หรือเข้าไปในตลาดไม่ได้ ซึ่งจะมีการปล่อยหนี้ที่มีระยะเวลาในการชำระหนี้สั้นออกมาเมื่อต้นทุนของหนี้สั้น รวมถึงต้นทุนค่าธรรมเนียมของผู้ดูแลสภาพคล่องในการซื้อขายนั้นน้อยกว่าต้นทุนของหนี้ระยะยาว ในบางครั้งผู้รับประกันทางการเงินนั้นจะรวบรวมตราสารอนุพันธ์ CDOs ซึ่งหมายถึง ผู้รับประกันอันดับที่อยู่ชั้น AAA และกองที่มีลำดับสิทธิสูงสุด รวมถึงต้นทุนของเบี้ยประกันนั้นน้อยกว่าดอกเบี้ยหน้าตัวที่กองนั้นต้องส่งให้ประกันที่ขาดไป เพื่อให้เป็นไปตามความต้องการของนักลงทุนที่พิถีพิถัน บางครั้งก็จะมีการแบ่งกอง AAA เป็นกอง AAA ในลำดับต้น และ AAA ในลำดับสุดท้าย ซึ่งในการลงทุนนั้นบางกองอาจจะไม่มีสินทรัพย์อยู่หากว่าได้มีการขายหนี้ออกไปแล้ว ซึ่งจากการที่จะได้รับกระแสเงินสด จากตราสารที่เป็นกองที่ยังไม่พร้อม จะลงทุนนั้นอาจทำให้กำหนดการในการถอนล่าช้าไม่สามารถเรียกทุนได้ในเวลาที่กำหนดไว้ เช่นนี้รูปแบบของการลงทุนที่จะทำให้ได้เงินกลับคืนมาได้ นั้นต้องมีความยืดหยุ่นของการระดมทุนที่สามารถเห็นได้ชัด คือ การลงทุนในกอง

ตราสารที่มีการออกใหม่อยู่เรื่อย ๆ โดยในการระดมทุน และการไต่คืนซึ่งเงินทุนนั้นสามารถเป็นไปได้ตามความต้องการ

วัตถุประสงค์

CDOs ถูกจัดทำเพื่อวัตถุประสงค์หนึ่งในสามข้อนี้ คือ

1. บัญชีงบดุล : ผู้ถือสินทรัพย์ต้องการที่จะ (1) ทำให้บัญชีงบดุลลดลง (2) ลดความต้องการ เงินทุนตามข้อบังคับ (3) ลดเงินทุนทางเศรษฐกิจ หรือ (4) เพื่อให้ได้ต้นทุนการเงินที่ถูกลง ผู้ถือสินทรัพย์เหล่านี้จะขายสินทรัพย์ให้แก่ CDOs

ตัวอย่างของกรณีนี้ คือ ธนาคารที่มีกิจการต่าง ๆ มากๆ ยืมเงินไปหลายเดือนหรือหลายปีก็ตาม และตอนนี้ธนาคารต้องการจะเอารายการ เหล่านี้ออกไปจากบัญชีงบดุล มิฉะนั้นแล้ว ธนาคารนั้นจะต้องถูกจัดอันดับให้อยู่ในอันดับที่ต่ำ ซึ่งในการขายหนี้ที่มีอยู่ไป ออกเป็นหลักทรัพย์ทางการเงิน เป็นการเอาหนี้ นั้นออกจากงบดุล และเป็นการแบ่งเบาภาระของธนาคารในการที่จะต้องหาเงินทุนเพิ่มตามข้อบังคับของธนาคาร

2. การค้าส่วนต่างกำไร : ผู้จัดการสินทรัพย์มีความต้องการที่จะได้มาซึ่งสินทรัพย์ และนำมาเพื่อการบริหารจัดการ และการที่ได้จัดการสินทรัพย์ ค่าธรรมเนียมจากการบริหารจัดการนั้น ส่วนในด้านของนักลงทุนเองก็ต้องการผู้ที่มีความเชี่ยวชาญ และชำนาญในการซื้อขายสินทรัพย์ และมีการระบุไว้ว่า ใครเป็นผู้ซื้อขายระบุไว้ในตราสารอนุพันธ์ CDO ส่วน CDOs เช่นเดียวกับกองทุนรวม และกองทุน ป้องกันความเสี่ยงจากการที่บริษัทจัดการสินทรัพย์ต้องมีบริการข้อมูลนั้นให้แก่นักลงทุน ซึ่งในความแตกต่างนั้นแทนที่นักลงทุนจะแบ่งปันผลตอบแทนเงินลงทุนในสัดส่วนตามการลงทุนของแต่ละคน ผลตอบแทนแก่นักลงทุนนั้นยังคงต้องถูกพิจารณาจากลำดับสิทธิในการลงทุนตามลำดับที่นักลงทุนได้ลงทุนไว้เป็นกอง ๆ

3. กิจการเป็นผู้เริ่ม : ธนาคาร บริษัทประกัน และการลงทุนในโครงการที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ใหญ่ ๆ นั้น เป็นความต้องการในการเพิ่มทุนเรือนหุ้น ตัวอย่างในที่นี้คือ การที่ธนาคารขนาดเล็กจำนวนมากต้องการออกพันธบัตรเพื่อการลงทุนเอง โดยตรงในตราสารอนุพันธ์ CDO พร้อมกับการออก CDO ของหนี้ธนาคารจะมีการออก ตัวของ

ธนาคาร แต่จะมีการจัดทำตราสารอนุพันธ์ CDO ขึ้นมาแทน ซึ่งมีวัตถุประสงค์ ทำให้ CDOs มีความแตกต่างกันในเรื่องของการได้มาซึ่งสินทรัพย์ และให้ความสนใจแรงจูงใจของผู้ซื้อสินทรัพย์ ผู้จัดการสินทรัพย์ และผู้ออกพันธบัตรเพื่อการลงทุน อย่างไรก็ตาม จากมุมมองนักลงทุนใน CDO และ CDOs นั้นล้วนแล้วแต่มีวัตถุประสงค์ร่วมกัน จึงเป็นการอธิบายว่าเหตุผลใต้นักลงทุนจึงได้มีความเห็นว่า ตราสารอนุพันธ์ดังกล่าวนี้น่าสนใจ ซึ่งอีกวัตถุประสงค์หนึ่ง คือ การแบ่งกระจายความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่ได้รับแตกต่างกันออกไป ดังนั้นนักลงทุนที่ลงทุนในระดับ AAA สามารถที่จะลงทุนในสินทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงสูง โดยมีการป้องกันความสูญเสียไว้ด้วย หรือนักลงทุนที่ลงทุนในระดับ BB สามารถที่ลงทุนในสินทรัพย์ AAA โดยมีปัจจัยคุ้มครองเจ้าหน้าที่อยู่สำหรับนักลงทุนที่ลงทุนในตราสารอนุพันธ์ CDO สามารถได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นโดยไม่มีผลกระทบจากการยืมตามมาจากทางธุรกรรมในการซื้อคืนจากธนาคาร ผู้ถือหุ้นทุนในตราสารดังกล่าวเป็นเจ้าของหุ้นในบริษัท และไม่ต้องรับผิดชอบต่อการขาดทุนของบริษัทนั้น ฐานะของตราสารทุนซึ่งตรงกับหลักทรัพย์การลงทุนในตราสารอนุพันธ์ CDO ซึ่งการบริหารนั้นจะถูกกำหนดให้เป็นแบบระยะยาวที่มีส่วนต่างคงที่ตาม LIBOR

โครงสร้างสินเชื่อ

นอกเหนือจากการลำดับสิทธิ และการด้อยสิทธิของเจ้าหน้าที่ในตราสารอนุพันธ์ CDOs รวมทั้งยังมีการป้องกันโครงสร้างสินเชื่อเพิ่มเติม ซึ่งมีการจัดอยู่ในหมวดหมู่ของการป้องกันกระแสเงินสด หรือมูลค่าทางการตลาด โครงสร้างสินเชื่อมูลค่าการตลาดนั้นมักมีการใช้ไม่แพร่หลาย เนื่องจากมีความคล้ายคลึงกับบัญชีเงินกู้ส่วนบุคคลของบริษัทนายหน้า สินทรัพย์ทุกประเภทในหลักทรัพย์การลงทุนของตราสารอนุพันธ์ CDOs มีอัตราล่วงหน้า เพื่อเป็นการจำกัดจำนวนที่สามารถกู้ยืมได้ต่อสินทรัพย์นั้น ซึ่งอัตราล่วงหน้านั้นต้องน้อยกว่าร้อยละ 100 และแปรผันตามความผันผวนของตลาด

ตัวอย่างเช่น อัตราล่วงหน้าต่อหุ้นกู้อันดับ B จ่ายดอกเบี้ยคงที่จะต้องน้อยกว่าอัตราล่วงหน้าของหุ้นกู้อันดับ AAA ที่จ่ายอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว ทั้งการจัดการอันดับ และการจัดการจ่ายดอกเบี้ยลอยตัวของหุ้นกู้ AAA นั้น แสดงให้เห็นว่ามูลค่าการตลาดจะมีความผันผวนน้อยกว่าหุ้นกู้อันดับ B ดังนั้นจึงสามารถกู้ได้มากขึ้น ผลรวมของอัตราล่วงหน้าคูณด้วยมูลค่าทางการตลาดของสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องเป็นจำนวนทั้งหมดที่ตราสารอนุพันธ์ CDOs จะกู้ยืมได้

คุณภาพสินเชื่อบริการของมูลค่าทางการตลาดในตราสารอนุพันธ์ CDOs ที่จะขายต่อสินทรัพย์ และความสามารถในการจ่ายเงินกองหนี้ ดังนั้นมูลค่าทางการตลาดของสินทรัพย์นั้นจะต้องถูกประเมินทุกวัน มีการใช้อัตราล่วงหน้า และมีการคำนวณจำนวนหนี้ที่อนุมัติให้ได้

ตัวอย่างเช่น หากตัวเลขที่ได้เป็น 100 ล้านเหรียญสหรัฐ แต่ CDOs มีหนี้อยู่ 110 ล้านเหรียญสหรัฐ นักลงทุนที่ลงทุนนั้นจะต้องเลือกทำทางใดทางหนึ่งในสองทาง คือ จะขายสินทรัพย์บางส่วน และชำระหนี้คืนหนี้บางส่วน จนกระทั่งจำนวนจริงของหนี้ที่น้อยกว่าจำนวนหนี้ของผู้ที่ได้รับการอนุมัติ หรือผู้ถือหุ้นของตราสาร CDOs และสามารถจ่ายกระแสเงินสดในตราสารดังกล่าวเพิ่มขึ้น หากไม่มีการดำเนินการใดที่มีประสิทธิภาพ และเกิดประโยชน์ต่อหลักทรัพย์ในการลงทุน ตราสารอนุพันธ์ CDOs ทั้งหมดนั้นจะถูกนำออกขาย และจะมีการชำระหนี้คืนทั้งหมด และนำกระแสเงินสดที่คงเหลือคืนให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งโครงสร้างสินเชื่อบริการมูลค่าทางการตลาดนั้นมีลักษณะคล้ายเป็นบุคคลที่ต้องรับ และเผชิญกับการเรียกหลักทรัพย์ค้ำประกันเพิ่มเติมจากบัญชีนายหน้าของผู้ลงทุน ซึ่งหากว่าไม่มีการนำหลักทรัพย์ค้ำประกันมาใส่เพื่อเพิ่มเติมในหลักทรัพย์การลงทุนนั้นก็ถูกนำออกขายบางส่วนเป็นอย่างน้อย

โครงสร้างสินเชื่อบริการกระแสเงินสดไม่มีการทดสอบมูลค่าทางการตลาด แต่มีการกำหนดขนาดการด้อยสิทธิโดยที่กระแสเงินสดหลังจากการผิดนัดชำระหนี้ควรได้รับการครอบคลุมเงินทุนของตราสารอนุพันธ์ และดอกเบี้ย ซึ่งทำให้มีความแน่นอนเพิ่มขึ้นอีกระดับหนึ่ง ซึ่งเห็นได้ชัดว่า ความแน่นอนที่ตราสารอนุพันธ์ CDOs ในระดับ AAA ที่มีการด้อยสิทธิร้อยละ 23 อยู่ด้วยจะได้รับผลตอบแทนเงินทุนรวมทั้งดอกเบี้ย สูงกว่าเมื่อเทียบกับความแน่นอนของตราสารซึ่งมีการด้อยสิทธิเพียงร้อยละ 8 โดยตราสารอนุพันธ์ CDOs กระแสเงินสดส่วนใหญ่มีการทดสอบมูลค่าของตราสาร และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ซึ่งในการทดสอบเหล่านี้จะเป็นการหาว่า กระแสเงินสดที่ต้องใช้หลักทรัพย์ค้ำประกันนี้ ถูกแบ่งไปยังทุน และกองหนี้ด้อยสิทธิ หรือมีการโอนไปชำระเงินทุนของกองหนี้ลำดับต้นแทน หรือนำไปซื้อสินทรัพย์ เพื่อนำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเพิ่มเติม จากที่กล่าวมานั้นสามารถแสดงเป็น เมตริกซ์ของโครงสร้างตราสารอนุพันธ์ CDOs ได้ดังนี้

ตารางที่ 2 : เมตริกซ์โครงสร้าง CDOs

สินทรัพย์	หนี้	วัตถุประสงค์	โครงสร้าง สินเชื่อ
เงินกู้ยืมผลตอบแทน สูง	อัตราดอกเบี้ยคงที่/ ลอยตัว	การคำนวณต่างกำไร	กระแสเงินสด
การจัดการเงินทุนที่มี โครงสร้างระดับสูง	PIK/ไม่เป็น PIK	บัญชีบุคคล	มูลค่าการ ตลาด
การจัดการเงินทุนที่มี โครงสร้างอยู่ระหว่าง กลาง		กิจการเป็นผู้ริเริ่ม	
ตัวเงิน	ได้รับการรับรอง/ไม่มี การปรับ ระยะสั้น/ระยะยาว		
พันธบัตร ผลตอบแทนสูง	ถอนล่าช้า/ออกใหม่ เรื่อย ๆ		
ลูกหนี้ในตลาดเกิด ใหม่ ทรัพย์สินสังเคราะห์	ไม่มีการสนับสนุน เงินทุนใน ลำดับ ต้นสุด		

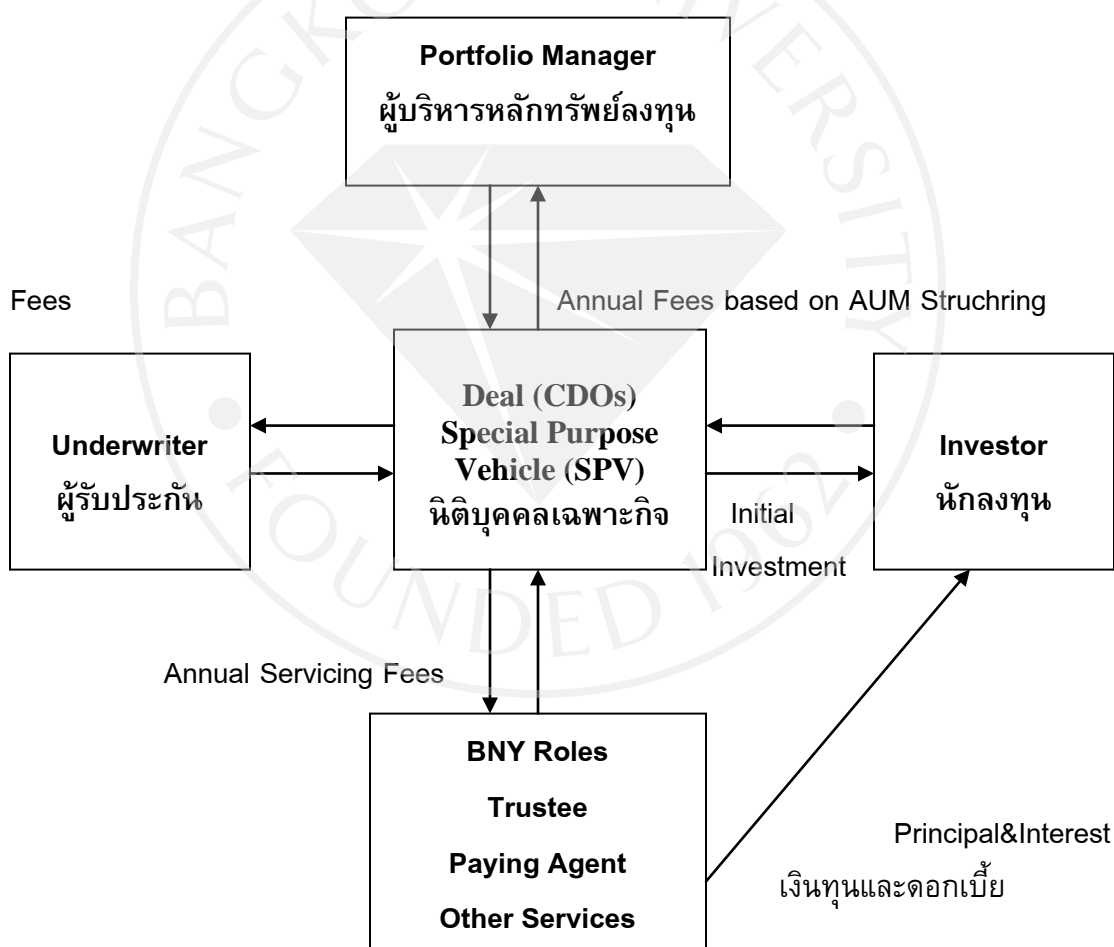
ที่มา : Douglas J. Lucas, Laurie S. Goodman, Frank J. Fabozzi & Rebecca Manning. (2007). Developments in Collateralized Debt Obligations: New Products and Insights. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

ซึ่งจากที่กล่าวมาข้างต้น และการแสดงโครงสร้างของสินเชื่อที่มีความ
เกี่ยวข้องกับตราสารอนุพันธ์ CDOs นั้น เป็นการตอบคำถามในเบื้องต้น และเป็นการทำความเข้าใจ

เข้าใจเกี่ยวกับการพัฒนา และความสัมพันธ์ในส่วนต่าง ๆ ที่ประกอบกัน จนทำให้ตราสารอนุพันธ์ CDOs เป็นที่น่าสนใจต่อนักลงทุนได้อย่างไร

ตราสารอนุพันธ์ดังกล่าวอยู่ในรูปแบบของสินเชื่อที่อยู่อาศัย Mortgage Backed Securities (MBSs) ซึ่งมีผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดตราสาร CDOs (Collateralized Debt Obligations) ดังแผนภาพต่อไปนี้

ภาพที่ 5 : ผู้เกี่ยวข้องในตลาด CDOs (Collateralized Debt Obligations)

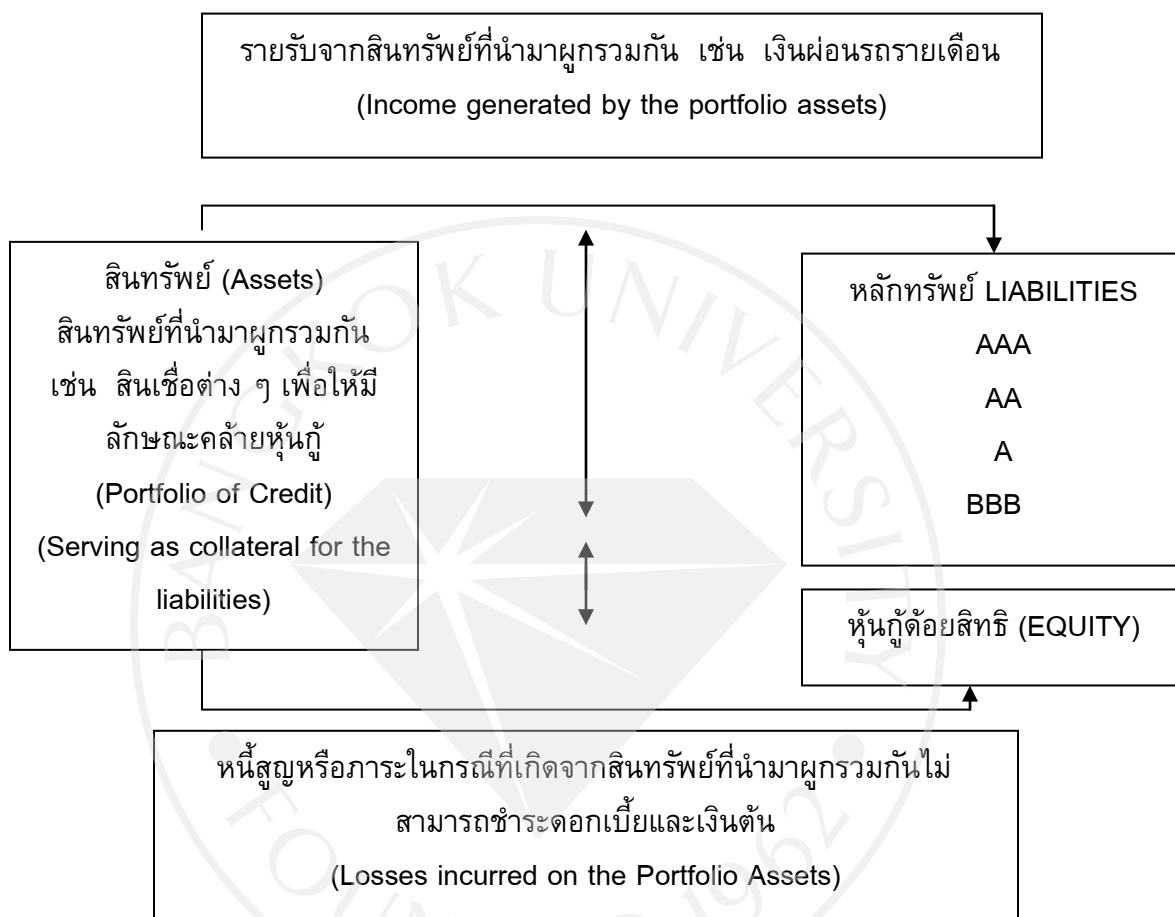


ที่มา : สุทธิ เหลืองอร่ามกุล. 3 เครื่องมือทางการเงินที่เขย่าโลก. วารสารการเงินการคลัง, 62(2552), 33-42.

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในช่วงแรก ๆ เป็นการแปลงสินทรัพย์แบบธรรมดา โดยเห็นสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหนี้ ไม่ใช่สินทรัพย์ทั่วไป หรืออาจมีการเน้นเฉพาะเจาะจงว่า เป็นตราสารหนี้ ซึ่งความเสี่ยงที่สำคัญที่ได้รับจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น คือ หนี้ถูกแปลงเป็นสินทรัพย์นั้นกลายเป็นหนี้เสีย (Credit Default) แต่ภายหลังมีการพัฒนา CDOs ไปอีกขั้น ทำให้เกิดความซับซ้อนมากขึ้น โดยการสร้างเป็น Synthetic Collateralized Debt Obligations (SCDOs) ที่มีการโอนความเสี่ยงจากหนี้ไปยังตราสารอื่นในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือการแปลงหนี้ให้เป็นหลักทรัพย์ ทำให้นักลงทุนสามารถลงทุนในตราสารที่ต้องการได้ แต่การลงทุนในตราสารหนี้ที่ถูกนำมารวมกันจะมีระดับของความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ซึ่งก่อนที่จะมีการนำตราสารหนี้ CDOs ออกขายแก่นักลงทุน CDOs จะต้องถูกแบ่งชั้น เพื่อให้นักลงทุนสามารถเลือกระดับของการลงทุน รวมทั้งความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการเลือกลงทุนในตราสารแต่ละชั้น ดังแผนภาพต่อไปนี้



ภาพที่ 6 : การแบ่งลำดับชั้นความเสี่ยง (Tranches)



ที่มา : บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน). (2553). ทัศนศัพท์การเงิน. ค้นเมื่อ 10 เมษายน 2553: จาก <http://www.mfcfund.com/mfc/images/vocabulary/Collateralized-Debt-Obligations-sritala.pdf>.

จากแผนภาพในการแบ่งลำดับชั้นความเสี่ยงนั้น เป็นการแบ่งภาวะ และ ความเสี่ยงที่แตกต่างกัน โดยสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ระดับด้วยกัน คือ

1. ระดับที่เรียกว่า “Senior Tranche” (อันดับ AAA) เป็นระดับสูงสุด โครงสร้างเงินทุน CDOs (Collateralized Debt Obligations) เป็นระดับที่ให้ผลตอบแทนต่ำ แต่มีความมั่นคงสูงสุด ซึ่งตราสารในระดับนี้จะได้รับการจัดอันดับจาก A ไปจนถึง AAA โดยผู้ลงทุนในระดับนี้จะได้รับการประกันผลตอบแทนในระดับหนึ่ง โดยรายรับทั้งหมดที่ได้จาก CDOs (Collateralized Debt Obligations) หลังจากที่มีการหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดตามที่ได้ตกลงกันไว้ก่อนที่จะจ่ายให้แก่ระดับอื่น ซึ่งในระดับ Senior จะได้รับความเสียหายก็ต่อเมื่อ ระดับ Mezzanine ได้รับความเสียหายจนเป็นศูนย์แล้ว

2. ระดับที่เรียกว่า “Mezzanine” (อันดับ AA หรือ BB) เป็นระดับที่สูงกว่าระดับ Equity แต่ได้รับผลตอบแทนต่ำกว่า ตราสารในระดับนี้จะได้รับการจัดอันดับต่ำกว่า A ทำให้เป็นที่นิยมมาก เช่น บริษัทประกันภัย สถาบันการเงิน เป็นต้น เหตุผลที่ตราสารในระดับนี้ได้รับความนิยมนอกประการ คือ โอกาสน้อยที่กว่าระดับนี้จะเกิดความเสียหาย

3. ระดับที่เรียกว่า “Equity” (ไม่มีการจัดอันดับ) เป็นระดับที่มีการลงทุนจริง และเป็นระดับที่ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าระดับอื่น เพราะมีความเสี่ยงที่สูงจนไม่มีการจัดอันดับตราสารที่อยู่ในระดับนี้ ซึ่งเหตุผลที่ระดับ Equity นี้มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากว่าหากเกิดความเสียหายจะต้องรับผลเสียหายทั้งหมดก่อนระดับอื่น ๆ และในขณะเดียวกันถ้าการลงทุนในตราสารระดับนี้ทำกำไรได้มากเมื่อหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดให้ระดับอื่นก่อน แล้วจึงจะนำมาจ่ายให้แก่ระดับ Equity

ในการแบ่งอันดับชั้นจึงเป็นข้อดีของ CDOs (Collateralized Debt Obligations) คือ หลักทรัพย์ที่ออกสามารถแบ่งความเชื่อถือ ซึ่งนักลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้ แล้ว ยังสามารถกำหนดระยะเวลาในการลงทุน ในอายุของ CDOs (Collateralized Debt Obligations) แต่อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องระมัดระวัง คือ การเลือกลงทุนในอันดับที่ต่ำเช่น BB แม้ว่าผลตอบแทนในอันดับชั้นนี้จะมากกว่าชั้นอื่นก็ตาม แต่ความเสี่ยงที่ได้รับนั้นมีมากเช่นกัน ทำให้ผู้ลงทุนต้อง ระวังความเสี่ยงจากการสูญหนี้ และจากการพัฒนาตราสารทางการเงินอย่าง CDOs (Collateralized Debt Obligations) ที่ผู้ลงทุนต้องรับความเสี่ยงนั้นได้มีการพัฒนาตราสารดังกล่าว เพื่อเป็นการโอนความเสี่ยงจากพอร์ตหนี้ไปสู่ตราสารชนิดอื่น โดยมี การออกตราสารอนุพันธ์ด้าน เครดิต (Credit Derivative) มาเป็นตัวกลางในการถ่ายโอนความเสี่ยงด้าน

เครดิตออกไป ซึ่งเป็นการถ่ายโอนเพียงความเสี่ยงโดยที่ไม่มีการโอนสินทรัพย์ หรือเงินทุน ตราสารที่ออก และใช้เป็นตัวกลางในการถ่ายโอนความเสี่ยง เรียกว่า Credit Default Swap (CDS)

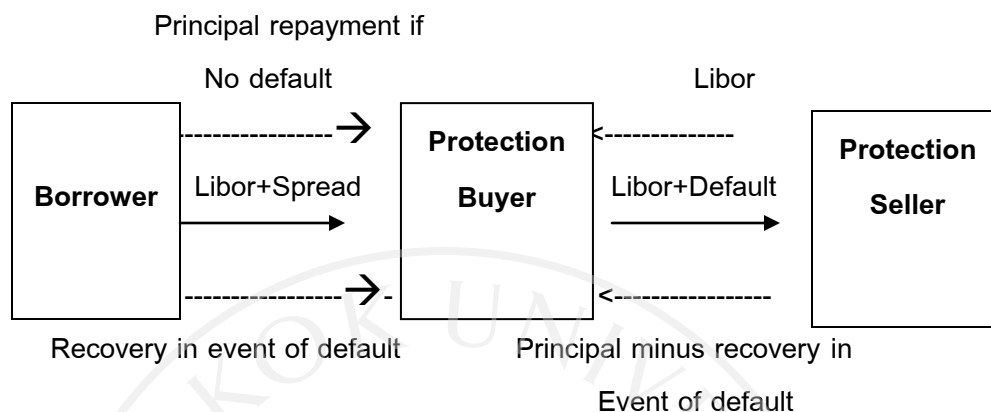
3.1.1.2.2 Credit Default Swap (CDS)

CDS²⁶ ย่อมาจาก Credit Default Swap เป็นตราสารที่อยู่ในกลุ่มของ Credit Derivative ถือเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่แตกต่างจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แบบธรรมดา เนื่องจากเมื่อมีการออกตราสาร CDOs (Collateralized Debt Obligations) เป็นจำนวนมาก และได้รับความสนใจจากนักลงทุน จึงเป็นจุดเริ่มต้นของการพัฒนานวัตกรรมทางการเงินที่มีความซับซ้อนมากขึ้น อย่างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยที่ไม่มีการโอนสินทรัพย์ที่แท้จริง เป็นเพียงการโอน สินทรัพย์ที่ทำการสังเคราะห์ขึ้น หรือเรียกว่า Synthetic Securitization ในการออกตราสารประเภทนี้ได้ออกโดยธุรกรรมที่เกี่ยวกับอนุพันธ์ในการโอนความเสี่ยง ซึ่งปกติแล้ว การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ตามปกติเป็นการระดมทุนโดยผู้สร้างสินทรัพย์ขึ้น ซึ่งการระดมทุนเช่นว่านี้ เรียกว่า Cash Structure แต่ในทาง Synthetic Securitization แตกต่างจาก Cash ตรงที่ไม่มีการโอน และเงินเข้ามาเกี่ยวข้อง และการโอนสินทรัพย์ก็ได้มีการโอนที่แท้จริงเป็นเพียงการโอนโดยผ่านสัญญาอนุพันธ์มีวัตถุประสงค์ในการโอนความเสี่ยงด้านเครดิต อนุพันธ์ที่นำมาใช้นั้น คือ Credit Derivative หรือเรียกว่า Credit Default Swap (CDS) ซึ่ง CDS นั้นเป็นการทำสัญญาระหว่างสองฝ่าย คือ ผู้ซื้อประกันความเสี่ยง และผู้ขายประกันความเสี่ยง CDS จึงเป็นสัญญาสองฝ่ายที่ผูกติดอยู่กับฝ่ายที่สาม คือ ผู้ออกตราสารอยู่ภายใต้ประกัน ดังต่อไปนี้

1. ฝ่ายแรก ผู้ซื้อประกันความเสี่ยงเครดิต (Default Protection Buyer) ซึ่งจะได้รับค่าคุ้มครองความเสียหายหากว่าตราสารที่ลงทุนที่อยู่ภายใต้ประกันเป็นหนี้เสีย
2. ฝ่ายที่สอง เป็นผู้ขายประกันความเสี่ยงเครดิต (Default Protection Seller) เป็นผู้จ่ายค่าเสียหายเมื่อตราสารเกิดเป็นหนี้เสีย

²⁶ ต่อไปในที่นี้ CDS ย่อมาจาก Credit Default Swap หมายถึง ตราสารอนุพันธ์ในการป้องกันความเสี่ยง

ภาพที่ 7 : การทำธุรกรรม Credit Default Swap (CDS)



ที่มา : สุทธิ เหลืองอร่ามกุล. 3 เครื่องมือทางการเงินที่เขย่าโลก. วารสารการเงินการคลัง, 62(2552), 33-42.

ซึ่งผลตอบแทนที่ผู้ขายประกันความเสี่ยงได้รับ คือ ค่าธรรมเนียมรายปีที่คำนวณจากค่าของ CDS Spread ที่ได้ตกลงทำสัญญากัน ค่า CDS Spread ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของตราสารที่ลงทุน ผู้ที่ลงทุนในตราสารอนุพันธ์อย่าง CDS มีหลายกลุ่มด้วยกัน โดยส่วนใหญ่แล้วเป็นกลุ่มของธนาคาร รวมไปถึงนักลงทุนของสถาบันใหญ่ ๆ และสถาบันการเงินซึ่งเป็นทั้งผู้ซื้อและผู้ขายประกันความเสี่ยง เป้าหมายเพื่อเป็นการสร้างรายได้จากค่าธรรมเนียมที่ทำการซื้อขาย ผู้ที่ลงทุนที่สำคัญอีกกลุ่ม คือ บริษัทประกันภัยที่ทำหน้าที่ในการขายประกันความเสี่ยง ในการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ CDS นี้เป็นการซื้อขายกันนอกตลาด หรือที่เรียกกันว่า ตลาดรอง Over The Counter (OTC) นับตั้งแต่มีการพัฒนา Synthetic Securitization ทำให้ตลาดการซื้อขาย CDS มีการขยายตัวออกไปอย่างเป็นวงกว้าง ทำให้เกิดการเก็งกำไรในตราสารอนุพันธ์ดังกล่าว เนื่องจากการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ CDS นั้นมีการแก้ไข้ปัญหาที่เกิดจากความซับซ้อนซึ่งแตกต่างจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แบบธรรมดาหลายประการ ดังนี้

1. เป็นการแยกการระดมทุน เนื่องจากความเสี่ยงที่มีอยู่ในสินทรัพย์ได้ถูกโอนไปแล้วโดยการทำ Credit Derivative โดยเป็นการแปลงสินทรัพย์แบบ Synthetic Securitization ซึ่งเป็นการหลีกเลี่ยงปัญหาในการโอน มีความรวดเร็ว และไม่ยุ่งยาก เพราะถ้าเป็นการแปลงสินทรัพย์แบบ Cash นั้น การโอนสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจจะต้อง

เป็นการขายที่แท้จริง หรือการขายขาด (True Sale) ซึ่งการขายดังกล่าวต้องเป็นไปตามที่กฎหมายกำหนด และหลายประเทศยังมีการ ออกกฎหมายบังคับให้ต้องแจ้งแก่ลูกหนี้ก่อนหากมีการโอนสินทรัพย์ไปยังบุคคลที่สาม รายละเอียดที่ต้องปฏิบัติก็มีมากมาย

2. ในการโอนสินทรัพย์ไป ยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยการทำให้ Synthetic Securitization สามารถโอนได้โดยทำตามมาตรฐานของ ISDA เอกสารมีเป็นจำนวนน้อย เนื่องจากไม่มีการโอนสินทรัพย์ที่แท้จริง เป็นการโอนเฉพาะความเสี่ยงเท่านั้น ในขณะที่หากโอนแบบ Cash Securitization มีงานด้านเอกสารที่ต้องเตรียมมากมาย รวมถึงค่าใช้จ่ายในการจ้างนักกฎหมายในการเตรียมเอกสาร

3. หลีกเลี่ยงการเสียภาษีซ้ำซ้อน และไม่ต้องเสียภาษีล่วงหน้า เนื่องจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แบบ Cash Securitization เป็นการออกตราสารหลายชั้นด้วยกัน ซึ่งกว่าจะได้รับผลประโยชน์ครบจากการหักค่าใช้จ่ายในส่วอื่น ๆ ซึ่งถือว่าเป็นรายได้ที่ไม่ สามารถนำมาหักค่าใช้จ่ายในส่วนใด ๆ ได้ ผลตอบแทนส่วนนี้สรรพากรถือเป็นรายได้ และต้องเสียภาษีอีกรอบหนึ่ง แต่หากว่าเป็น Synthetic Securitization ไม่ต้องมีปัญหานี้และไม่จำเป็นต้องเสียภาษिल่วงหน้า เพียงแต่จ่ายค่าธรรมเนียมให้แก่ผู้ที่คุ้มครองให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายในการจ่ายให้แก่ผู้ลงทุนได้

4. ไม่มีปัญหาความไม่แน่นอนทางบัญชีของรายได้ เนื่องจากไม่มีการโอนสินทรัพย์ที่แท้จริง การรับรู้หนี้รับรู้ได้จากผลประโยชน์จากการจ่ายผลประโยชน์จากสินทรัพย์ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ตามปกติรับรู้ได้ในทางบัญชี แต่หากเป็นการทำ Cash Securitization จะต้องมีการประเมิน และรวมกำไร และขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ให้ นิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งในทางปฏิบัติแล้วสามารถทำได้ยาก

5. การทำ Synthetic Securitization เป็นการรักษาความยืดหยุ่น และรักษาขนาดของสินทรัพย์ เนื่องจากว่าไม่มีการโอนสินทรัพย์ออกจากงบดุล ทำให้ขนาดของสินทรัพย์ยังมีขนาดคงเดิม ซึ่งการแปลงสินทรัพย์ดังกล่าวนั้นยังเป็นการรักษาความสัมพันธ์ระหว่างสถาบันการเงินกับลูกหนี้ เนื่องจากการทำแบบ Synthetic Securitization เป็นเพียงการโอนความเสี่ยง ทำให้สิทธิในสินทรัพย์ยังคงเป็นของสถาบันการเงิน ทำให้ยังมีสิทธิในการตัดสินใจที่จะลด หรือเพิ่มอย่างไรก็ได้ แต่หากว่าเป็นการทำแบบ Cash Securitization การ

โอนสินทรัพย์ทำให้สิทธิโอนไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจด้วย ทำให้สถาบันการเงินเปลี่ยนจากเจ้าของสินทรัพย์ไปเป็นเพียงแค่ผู้ดูแลสินทรัพย์เท่านั้นก็ตัดสินใจ และสร้างเงินใหม่ได้ ๆ จึงไม่สามารถทำได้อีก

ตารางที่ 3 : ข้อแตกต่างระหว่าง Cash Securitization และ Synthetic Securitization

	Cash Securitization	Synthetic Securitization
1. วัตถุประสงค์	เพื่อการระดมทุน/เพิ่มสภาพคล่อง/โอนพอร์ตฟอลิโอเงินกู้	โอนความเสี่ยงออกจากพอร์ตบริหารทุนตามกฎหมาย และทุนเศรษฐกิจ
2. การโอนสินทรัพย์	โอนเงินกู้สินเชื่อออกจากงบดุล	ไม่มีการโอนหนี้ตามกฎหมาย โอนเฉพาะความเสี่ยง และใช้ Credit Derivative หรือ CDS
3. Off Balance Sheet	ใช้เกณฑ์ของ GAAP โอนเงินกู้ออกจากงบดุล	ไม่นำไปสู่การโอนนอกงบดุล
4. ผลต่อทุนสำรองตามกฎหมาย	ลดความจำเป็นของการเพิ่มทุนขนาดของสินทรัพย์ที่โอนออกจากงบดุล	ลดความจำเป็นต้องเพิ่มทุนตามขนาดสินทรัพย์ที่ค้ำประกันสินทรัพย์สภาพคล่อง
5. มาตรฐานบัญชี	FAS140/IAS39 เรื่องการขายสินทรัพย์	FAS133/IAS39 เรื่องการเปลี่ยนแปลงอนุพันธ์
6. ปฏิบัติตามกฎหมาย	ยุ่งยาก และต้นทุนสูง	ไม่เกี่ยวกับกฎหมายมากนัก
7. ความเสี่ยงนักลงทุน	เสี่ยงจากหนี้ของสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน	รับความเสี่ยงจากสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน

จากพัฒนาการตราสารอนุพันธ์ในการทำ Synthetic Securitization ดังที่กล่าวมานั้นมีการซื้อขายกันในตลาด OTC ซึ่งยังขาดการกำกับดูแลอย่างสิ้นเชิง และเป็นตลาดที่ไม่มีกรรมการบันทึกโดยหน่วยงานภาครัฐว่า หากเกิดความเสียหายเกิดขึ้นผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีสินทรัพย์ที่จะนำมาชดเชยได้จริง และตราสารอนุพันธ์ที่ใช้ Credit Derivative นั้นเป็นตราสารที่มีต้น

กำเนิดมาจากสหรัฐอเมริกา ทำให้รัฐบาลของสหรัฐอเมริกาจำเป็นต้องหามาตรการในการควบคุม เพราะตราสารอนุพันธ์เช่นว่านี้เป็นที่นิยมกันอย่างแพร่หลาย ทำให้ยากที่จะควบคุม และกำกับดูแล ได้อย่างจริงจัง

3.2 มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลปัญหาการออกตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์ของประเทศไทย

ในประเทศไทยการกำกับดูแลตราสารทางการเงินถือว่ามีความสำคัญเป็นอย่างมา ก ซึ่งในอดีตมีหน่วยงานที่ควบคุมดูแลงานต่าง ๆ คือ กระทรวงการคลัง กระทรวงพาณิชย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้เกิดความซับซ้อนและล่าช้า เนื่องจากการพัฒนาตราสารทางการเงินในปัจจุบัน เพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนเริ่มมีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น ดังนั้นในการ กำกับดูแล และการพัฒนาตราสารทางการเงินให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น จึงได้มีการตราพระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ขึ้นเมื่อวันที่ 16 มีนาคม พ.ศ. 2535 และมีผลบังคับใช้ ตั้งแต่วันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ. 2535 เพื่อเป็นกฎหมายแม่บทในการพัฒนา และกำกับดูแล รวมทั้งได้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน คณะกรรมการ ก.ล.ต.) โดยมีคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้กำหนด นโยบายและดำเนินงาน

3.2.1 แนวทางในการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีหน้าที่ในการออก กฎเกณฑ์ และแนวทางในการดำเนินการกำกับดูแล โดยเน้นการแข่งขัน และผลกระทบที่ เกี่ยวข้องกับทั้งทางภาคเอกชน และระบบตลาดทุน ซึ่งในการออก กฎเกณฑ์กำกับดูแลได้แบ่ง ออกเป็น 5 ด้านที่สำคัญ คือ

1. การออกและเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน

กฎหมายได้เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนสามารถทำการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภท ต่าง ๆ ต่อประชาชนได้โดยตรง ไม่ว่าจะเป็นตราสารหนี้ ตราสารทุน ฯลฯ ซึ่งบริษัทที่เสนอขาย

หลักทรัพย์แก่ประชาชนนั้นจะต้องเปิดเผยข้อมูลแก่ประชาชนอย่างถูกต้องครบถ้วน เพียงพอ และทันต่อเหตุการณ์ นอกจากนี้ยังต้องมีการปรับปรุงข้อมูล เพื่อให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูล และใช้ข้อมูลนั้นในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

2. การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์

การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์นั้น สำนักงาน ก.ล.ต.²⁷ กำหนดว่า จะต้องไม่มีอุปสรรคต่อการประกอบธุรกิจของเอกชน และในขณะเดียวกันต้องเป็นการส่งเสริมให้ตลาดทุน ดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ และต้องมีความมั่นคงของฐานะทางการเงิน ความเสี่ยงของระบบ ปฏิบัติงานต้องมีความรัดกุม ความเสี่ยงด้านบริการ และการปฏิบัติต่อลูกค้า ความเสี่ยงด้าน โครงสร้าง และการจัดการด้านเทคโนโลยี

3. การกำกับดูแลธุรกิจจัดการลงทุน

สำหรับธุรกิจจัดการตลาดทุน ไม่ว่าจะเป็นการจัดการกองทุนรวม การจัดการ กองทุนส่วนบุคคลจากธุรกิจข้างต้น เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่า การจัดการการลงทุนมีประสิทธิภาพ และคำนึงถึงผลประโยชน์ สำนักงาน ก.ล.ต. จึงมีการกำกับดูแลที่เข้มงวดควบคู่ไปกับการให้ความรู้ ความเข้าใจแก่นักลงทุน

4. การกำกับดูแลตลาดรอง

ตลาดรอง Secondary Market คือ ตลาดที่รองรับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการเสนอขายกันมาแล้วในตลาดแรก ซึ่งตลาดรองนั้นมีหน้าที่สนับสนุนตลาดแรก เพื่อเป็นการ กระตุ้นให้เกิดสภาพคล่องระหว่างผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ โดยมีการขยายบทบาทไปเป็นตลาดรอง ของตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์แห่งประเทศไทย ในการกำกับดูแลตลาดรองนั้น สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความสำคัญกับระบบการซื้อขายที่มีประสิทธิภาพ หลักทรัพย์ที่ซื้อขายต้องมีการเปิดเผย ข้อมูลอย่างถูกต้องครบถ้วน ราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนอุปสงค์และอุปทาน ระบบชำระราคา และ ส่งมอบต้องมีความมั่นคง

²⁷ ต่อกไปในที่นี้ ก.ล.ต. หมายถึง คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

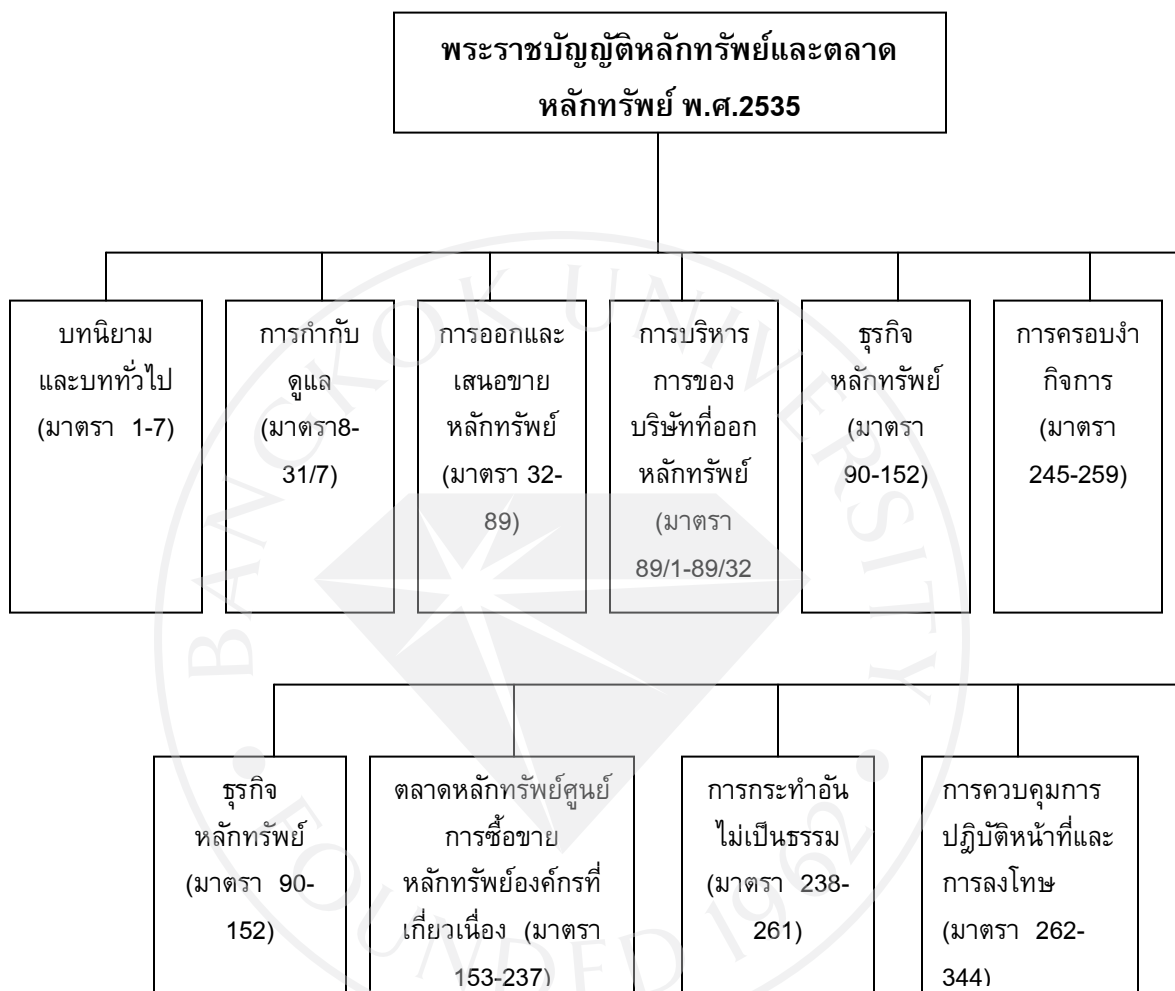
5. การกระทำอันไม่เป็นธรรมในการซื้อขายหลักทรัพย์

ประเภทของความผิดเรื่องนี้เป็นในส่วนของกรปั่นราคา การซื้อขายข้อมูลกันภายในองค์กร การแพร่ข่าวอันเป็นเท็จ รวมถึงการซื้อขายที่มีการเคลื่อนไหวที่เป็นการผิดปกติ ตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นผู้มีหน้าที่ในการดูแลก่อนที่จะส่งเรื่องให้สำนักงาน ก.ล.ต. ต่อไป การออกกฎหมายในการกำกับดูแลตลาดทุนที่มีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้นนั้น หากว่ามีความเข้มงวดมากเกินไป ก็อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินกิจกรรมทางตลาดการเงิน แต่หากว่ากฎหมาย หรือกฎหมายที่อ่อนมากเกินไปก็อาจเป็นการเปิดช่องโหว่ให้กลุ่มคนเอาเปรียบบุคคลอื่นได้ ดังนั้นในการประกาศใช้กฎหมายจึงต้องมีความละเอียดอ่อนในการพิจารณา และบังคับใช้กฎหมาย ซึ่งในการบังคับใช้กฎหมายหลัก ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของ ก.ล.ต. มีดังนี้

1. พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535
2. พระราชบัญญัติสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า พ.ศ. 2546
3. พระราชบัญญัติกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ พ.ศ. 2530
4. พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 หรือที่เรียกว่า Securitization

จากแนวทางในการควบคุม กำกับ และ /หรือดูแลตลาดหลักทรัพย์และตลาดทางการเงินที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นนั้น สามารถอธิบายโครงสร้างของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้ดังแผนภาพดังต่อไปนี้

ภาพที่ 8 : โครงสร้างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2552). สารสำคัญของกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

3.2.2 พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

พ.ศ. 2540

ภายหลังจากการมีการ ประกาศพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่ อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540²⁸ ทำให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์พบว่า กฎหมายที่ใช้กันอยู่ในปัจจุบันยังมีความไม่ชัดเจนหลายมาตรา การบังคับใช้กฎหมายจึงไม่มีประสิทธิภาพ ตามแผนพัฒนา เศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2534-2539) รัฐบาลมีนโยบายในการพัฒนาตลาดการเงิน จึงได้ มีการ ตั้งคณะกรรมการที่มีความรับผิดชอบในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย รวมถึงการศึกษาปัญหา และอุปสรรคการออกตราสารทางการเงินที่รองรับการพัฒนาตลาดรอง จึงเห็นสม ควรที่ต้องมีการบัญญัติกฎหมายเพื่อรองรับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยมีการออกพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ขึ้น²⁹ นอกจากนี้ที่กล่าวมาข้างต้นแล้วนั้น ผลกระทบที่เกิดจากการเป็นหนี้ของประเทศโลกที่สาม ทำให้บริษัทใหญ่ ๆ หลายแห่งหันมาระดมทุนด้วยตนเองมากกว่าการที่จะไปกู้เงินจากสถาบันทางการเงินแบบเดิม อันเกิดจากภาวะที่เรียกกันว่า Disintermediation ซึ่งคือ กระบวนการในการตัดตัวกลางออกไป ทำให้ต้นทุนในการระดมทุนถูกลด³⁰

ในการนำสินทรัพย์ของลูกหนี้ประเภทต่าง ๆ ที่จะนำมาแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ รวมถึงในการโอนหนี้จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อที่จะแปลงจากสินทรัพย์ดังกล่าวมาเป็นหลักทรัพย์ และนำออกขายโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น เพื่อความเป็นระเบียบจึงมีมาตรการที่ควบคุมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้ ังกล่าวโดยบทบัญญัติทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

²⁸ ต่อไปในที่นี้ พ.ร.ก.ฯ หมายถึง พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

²⁹ จารุตา เรื่องสุวรรณ, "Securitization โอกาสที่ใกล้จะมาถึง," (กรุงเทพฯ:ผู้จัดการรายเดือน กุมภาพันธ์ 2540): หน้า 185-186.

³⁰ ณัฐพล ชวลิตชีวิน, "วิวัฒนาการและนวัตกรรมของตราสารหนี้," ในประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, หน้า 4.

1. พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่ อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ.
2540

2. พระราชบัญญัติธุรกิจสถาบันการเงิน พ.ศ. 2551

3. ประกาศที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ได้แก่

- ประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการแปลง
สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ หรือต่อ ผู้
ลงทุนในต่างประเทศ ลงวันที่ 8 สิงหาคม พ.ศ. 2540

- ประกาศ ก.ล.ต. เรื่องแบบคำขออนุมัติโครงการการแปลงสินทรัพย์เป็น
หลักทรัพย์ และแบบคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ตามโ ครงการพร้อมเอกสารหลักฐาน
ประกอบที่ อจ.5/2540 ลงวันที่ 25 สิงหาคม พ.ศ. 2540

- ประกาศ ก.ล.ต. ที่ กจ.3/2541, 11/2543 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และ
วิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัดภายในประเทศ
หรือต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ ลงวันที่ 12 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2541, 15 มีนาคม พ.ศ. 2553

4. ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย และประกาศกระทรวงการคลัง ได้แก่

- ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทยที่ ธปท.ง. (ว) 2546/2541 เรื่องการอนุญาต
ให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบ กิจการการจัดการโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อเสนอ
ขายต่อสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และประกอบกิจการตัวแทนเรียก
เก็บหนี้ ลงวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2541

- ประกาศกระทรวงการคลัง เรื่องการอนุญาตให้บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุน
หลักทรัพย์ประกอบกิจการตัวแทนเรียกเก็บหนี้ ลงวันที่ 22 มิถุนายน พ.ศ. 2541

- ประกาศกระทรวงการคลังเรื่องอนุญาตให้บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุน หลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฟองซิเออร์ ประกอบกิจการจัดการโครงการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ เพื่อเสนอขายต่อสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ลงวันที่ 22 มิถุนายน พ.ศ. 2541

ส่วนในการเสนอขายหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจจากการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ บทบัญญัติที่ใช้ในการควบคุมดูแลโดยประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 และพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ตาม พ.ร.ก.ฯ มาตรา 3³¹ ได้บัญญัติค่านิยมของการแปลงสิน ทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ว่า เป็นกระบวนการที่ผู้รับชำระหนี้เดิมได้นำสิทธิเรียกร้องที่มีอยู่เหนือลูกหนี้ โดยการ นำสัญญาประเภทต่าง ๆ ที่มีสภาพคล่องต่ำมารวมเป็น “กองสินทรัพย์” (Pool Asset) และนำไป จำหน่ายให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยนิติบุคคลเฉพาะกิจจะนำกองสินทรัพย์ดังกล่าวไปผ่าน กระบวนการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และนำหลักทรัพย์ดังกล่าวออกขายให้แก่ัก ลงทุน เพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดการเงิน ทำให้มีการเชื่อมโยงตลาดเงินกู้ มาสู่ตลาดตรา สารทางการเงิน ซึ่งคำว่า “สินทรัพย์”³² นั้นให้หมายรวมถึง สิทธิเรียกร้องอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแส รายรับ ไม่ว่าจะกระแสรายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม

³¹ ตามพ.ร.ก.ฯ มาตรา 3 ได้บัญญัติค่านิยมของคำดังกล่าวไว้ว่า “การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) หมายถึง การรับโอนสินทรัพย์ และออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน โดยกำหนดให้ ผลประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดสินทรัพย์ที่รับโอน”

³² คำว่า “สินทรัพย์” ไม่ได้มีบัญญัติไว้เป็นการเฉพาะแต่ให้หมายรวมถึง สิทธิเรียกร้องในทรัพย์สินไว้ ด้วย ซึ่งตาม ป.พ.พ. มาตรา 138 บัญญัติไว้ว่า “คำว่า “ทรัพย์สิน” หมายถึง ตัวทรัพย์สิน และรวมถึงวัตถุไม่มี รูปร่าง ซึ่งอาจมีราคา และอาจถือเอาได้” ซึ่งก็ถือรวมเอาสิทธิเรียกร้องไว้ด้วย ฉะนั้นเมื่อนำคำว่า “สินทรัพย์” ไปใช้จึงเกิดได้ 2 กรณี คือ

กรณีที่ 1 คำว่า “ทรัพย์สิน” ในความหมายอย่างแคบ กล่าวคือ ไม่รวมถึงสิทธิเรียกร้องด้วย เช่น ป.พ.พ. มาตรา 214 “ภายใต้บังคับบทบัญญัติ มาตรา 733 เจ้าหนี้มีสิทธิจะให้ชำระหนี้ของตนจากทรัพย์สิน ของลูกหนี้จนสิ้นเชิง รวมทั้งเงิน และทรัพย์สินอื่น ๆ ซึ่งบุคคลภายนอกค้างชำระแก่ลูกหนี้ด้วย ” จะได้คำว่า “ทรัพย์สิน” ตอนต้นไม่ควรรวมถึงสิทธิเรียกร้องด้วย เพราะได้บัญญัติ ต่างหากแล้วว่าเจ้าหนี้สามารถเรียก บุคคลภายนอกชำระหนี้ หรือทรัพย์สินที่ค้างชำระลูกหนี้ได้ ซึ่งก็คือ สิทธิเรียกร้องไว้ในตอนท้ายแล้ว และ นอกจากนี้ยังมีบัญญัติทำนองเดียวกันอีก เช่น ป.พ.พ. เรื่องซื้อขาย มาตรา 453 เรื่องเช่าทรัพย์สิน มาตรา 537 เรื่องเช่าซื้อ มาตรา 572 และเรื่องยืมใช้คงรูป มาตรา 640 เป็นต้น

ซึ่งในทางปกติแล้วนั้น การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นการนำ เอาสินทรัพย์ และกระแสรายรับที่ได้จากสินทรัพย์นั้นมาเป็นหลักประกันให้นักลงทุน โดยผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับนั้น คือ กระแสรายรับดังกล่าวนั่นเอง จะเห็นได้ว่า สินทรัพย์ที่สามารถนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ได้ต้องก่อให้เกิดรายได้เป็นประจำ และสม่ำเสมอสามารถจ่ายผลตอบแทนแก่นักลงทุนได้ แต่อย่างไรก็ดี นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถลดความเสี่ยง และทำให้หลักทรัพย์ที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับความเชื่อถือได้จากรูปแบบ และการกำหนดคุณสมบัติของสินทรัพย์ไว้ดังต่อไปนี้³³

1. มีกำหนดระยะเวลาในการชำระหนี้อย่างน้อย 1 ปีขึ้นไป และต้องการชำระหนี้ที่เป็นการแน่นอนอย่างน้อยเดือนละครั้ง
2. ต้องมีคุณสมบัติที่สอดคล้อง และเหมาะสมกับความต้องการของนักลงทุน และมีข้อมูลสถิติที่มีความน่าเชื่อถือ และสามารถคาดคะเนความเสี่ยงได้
3. มูลค่าของสินทรัพย์ต้องไม่มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างรวดเร็วเกินไป สามารถกระจายความเสี่ยงให้กับนักลงทุนได้ง่าย

กรณีที่ 2 คำว่า “ทรัพย์สิน” ในความหมายอย่างกว้าง กล่าวคือ รวมถึงสิทธิเรียกร้องด้วย เช่น ป.พ.พ. มาตรา 1474 เรื่องสินสมรส และคำพิพากษาศาลฎีกาต่าง ๆ เช่น คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 767/2518 คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1521/2519 และคำพิพากษาที่ 2253/2524 ซึ่งล้วนกล่าวว่า สิทธิการเช่าเป็นทรัพย์สิน และถือเป็นสินสมรสอย่างหนึ่ง นอกจากนี้สิทธิที่จะได้รับค่าจ้างเหมาตามคำพิพากษา

ในการใช้ความหมายของทั้งสองนัยนั้น อาจก่อให้เกิดความสับสนได้ จึงควรใช้คำว่า “ทรัพย์สิน” หมายถึง ตัวทรัพย์สิน และคำว่า “สินทรัพย์” หมายถึง ทรัพย์สินในความหมายอย่างกว้าง ๆ ที่รวมเอาสิทธิเรียกร้องไว้ ด้วย (ไกววัล ชุมวัฒน์, “ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการโอนสิทธิเรียกร้อง” (วิทยานพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2528), หน้า 16-46.

³³ บัญชา พันธราชรุณินิ, การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณีลูกหนี้เข้าชื่อ รยยนต์ (วิทยานพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต นิติศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2538), 10-11.

**บุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
(Securitization)**

1. กิจการที่ประสงค์จะโอนขายสินทรัพย์เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
2. วาณิชธนกิจ (Investment Banker)
3. นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle หรือต่อไปนี้จะเรียกโดยย่อว่า “SPV”)
4. ผู้เสนอโครงการการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
5. บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency)
6. ผู้ประกันผลการจำหน่ายหลักทรัพย์
7. ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์
8. Credit Enhancer
9. ทรัสต์ (Trustee)

ขั้นตอนในการทำโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

เมื่อกิจการที่สามารถหาแหล่งเงินทุนจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้แล้ว³⁴ นั้น ต้องกรอกแบบขออนุมัติโครงการ คือ แบบ 35-2-4 ซึ่งเป็นแบบคำขออนุมัติโครงการ

³⁴ แม้ว่ามาตรา 10 แห่งพระราชกำหนดฯ และประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 ข้อ 6 ได้กำหนดการเสนอสิทธิในโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ว่า ต้องเป็นธนาคารพาณิชย์ หรือบริษัทเงินทุน หรือบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ หรือบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น เป็นที่เข้าใจว่า ในอนาคตคงจะมีการเปิดโอกาสให้บุคคลอื่นที่อยู่ในวิสัยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สามารถเสนอโครงการของตนได้

แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และแบบคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (กรณีที่เสนอขายต่อบุคคลภายในประเทศ หรือกรณีการเสนอขายต่อผู้ลงทุนในต่างประเทศ) ให้เรียบร้อย จากนั้นจึงทำการยื่นให้กับ ก.ล.ต. และเมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับคำอนุมัติโครงการแล้ว จะแจ้งผลการตรวจสอบ และความถูกต้อง หรือหากว่ามีการแก้ไข หรือต้องเพิ่มเติม และคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะทำการออกหลักฐานการจดทะเบียนเป็นนิติบุคคล เฉพาะกิจให้เสนอขายหุ้นกู้ออกใหม่ด้วย ซึ่งเมื่อ SPV ได้รับการจดทะเบียนแล้วจากสำนักงาน ก.ล.ต. ต้องปฏิบัติดังต่อไปนี้

1. ดำเนินการขายหลักทรัพย์ที่ขออนุมัติไว้ในโครงการให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือน นับแต่วันที่อนุมัติโครงการ
2. ให้จัดส่งตัวอย่างใบหุ้นกู้ ให้สำนักงาน ก.ล.ต. ในกรณีที่เป็น หุ้นกู้ที่ออกใหม่ และขายต่อบุคคลในวงจำกัดภายใน 15 วันนับตั้งแต่วันที่ปิดการขาย
3. ให้ส่งเอกสารโฆษณาชี้ชวนให้ซื้อหุ้นกู้ให้สำนักงาน ก.ล.ต. หนึ่งชุดนับตั้งแต่วันที่ปิดการขายภายใน 15 วัน กรณีเป็นการเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ต่อบุคคลภายในประเทศ และภายใน 45 วัน³⁵ หากเป็นการขายหุ้นใหม่ให้แก่ักลงทุนในต่างประเทศ
4. ในการเสนอขายหุ้นกู้ ให้แก่ผู้ลงทุนใน ต่างประเทศนั้น จะต้อง มีหนังสือแจ้งให้ ธนาคารแห่งประเทศไทยทราบถึงการเสนอขายหุ้นกู้ภายใน 3 วันนับตั้งแต่วันที่ปิดการทำกร และ ส่งสำเนาให้สำนักงาน ก.ล.ต. ด้วย รวมทั้งการ รายงานผลการขายโดยการแสดงรายละเอียด เกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นกู้³⁶
5. ต้องรายงานผลให้สำนักงาน ก.ล.ต. ทราบภายใน 15 วัน ในกรณีที่มีการได้ ถอนหุ้นกู้ก่อนถึงวันครบกำหนด และนำเงินที่ได้จากการขายหุ้นกู้ไปชำระ เป็นค่าตอบแทนในการ โอนสินทรัพย์ตามที่ระบุไว้ในโครงการ³⁷

³⁵ ดูประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 ข้อ 19

³⁶ ดูประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 ข้อ 20

³⁷ ดูประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 ข้อ 21

สิทธิประโยชน์และความคุ้มครองที่นิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับจาก พ.ร.ก.ฯ

อย่างไรก็ตาม หากว่าการทำโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นดำเนินการภายใต้กฎเกณฑ์ของ พ.ร.ก.ฯ ตามที่กำหนดไว้ กฎหมายกำหนดให้ได้รับสิทธิ และผลประโยชน์ได้ตามประกาศแห่ง ก.ล.ต. ที่ กจ.31/2540 ซึ่งสิทธิประโยชน์ที่ได้รับมีดังต่อไปนี้

1. การยกเว้นในการไม่ตัด งบออกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ตาม ป.พ.พ. มาตรา 306 และมาตรา 308

ตาม พ.ร.ก.ฯ มาตรา 15 ในการโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มายังนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ทำหน้าที่ในการเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ และรับชำระหนี้ให้ถือว่า การโอนนั้นเป็นการโอนที่ชอบด้วยกฎหมาย โดยที่ไม่ต้องมีการบอกกล่าวล่วงหน้า ตาม ป.พ.พ. มาตรา 306 ซึ่งบัญญัติไว้ว่า “การโอนหนี้อันพึงต้องชำระแก่เจ้าหนี้คนหนึ่งโดยเฉพาะจะเจงั้น ถ้าไม่ทำเป็นหนังสือ ท่านว่าไม่สมบูรณ์ อนึ่งการโอนหนี้นั้น ท่านว่าจะยกเป็นข้อต่อสู้ลูกหนี้ หรือบุคคลภายนอกได้ต่อเมื่อได้บอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ หรือลูกหนี้จะไต่ ยินยอมด้วยในการโอนนั้น คำบอกกล่าวหรือความยินยอมเช่นว่านี้ ท่านว่าต้องทำเป็นหนังสือ”

ตาม ป.พ.พ. มาตรา 308 วรรค 2 บัญญัติไว้ว่า “ถ้าลูกหนี้เป็นแต่ได้รับคำบอกกล่าว ท่านว่าลูกหนี้มีข้อต่อสู้ผู้โอนก่อนเวลาที่ได้รับการบอกกล่าวนั้นฉันใด ก็ยกขึ้นต่อสู้แก่ผู้รับโอนได้ฉันนั้น ถ้าลูกหนี้มีสิทธิเรียกร้องจากผู้โอน แต่สิทธินั้นยังไม่ถึงกำหนดในเวลาบอกกล่าวไซ้ ท่านว่าจะเอาสิทธิเรียกร้องนั้นมาหักกลบลบกันได้ หากว่าสิทธินั้นจะได้ถึงกำหนดไม่ ช้ากว่าถึงกำหนดแห่งสิทธิเรียกร้องอันได้โอนไปนั้น” ซึ่งสามารถอธิบายได้จากการกระทำดังกล่าวนี้จะต้องไม่กระทบต่อสิทธิเรียกร้องของลูกหนี้ตามที่ได้กำหนดไว้ใน ป.พ.พ. มาตรา 308 วรรค 2 ซึ่งการระบุว่า ไม่ต้องมีการบอกกล่าวแก่ลูกหนี้ล่วงหน้านี้ เป็นการเอื้อต่อการลดค่าใช้จ่าย และเป็นการลดขั้นตอนที่มีความยุ่งยากในทางกฎหมาย ให้สิทธิประโยชน์มีความง่าย และเอื้อต่อการทำธุรกรรมมากขึ้น

2. การได้รับสิทธิเหนือทรัพย์สินเมื่อมีการโอนสิทธิเรียกร้อง

ตาม พ.ร.ก.ฯ มาตรา 16 มีการระบุถึงหลักประกันอย่างอื่นที่ไม่ใช่สิทธิ จำน่า จำนอง ตามกฎหมายไทยนั้นได้มีการวางหลักไว้ว่า ทรัพย์สินที่สามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันนั้น มีอยู่ด้วยกัน 2 ประเภท คือ การค้ำประกันด้วยตัวบุคคล และการค้ำประกันด้วยการนำทรัพย์สินมา จำนอง และจำนำ ฉะนั้นทรัพย์สินที่นำมาใช้เป็นหลักทรัพย์สินในการค้ำประกันนั้น จึงไม่ได้รับการ รับรองในทางกฎหมาย ส่วนเรื่องการนำบัญชีทรัพย์สินมาใช้เป็นหลักประกันนั้น ยังไม่มีการนำ หลักนี้ไปใช้ปฏิบัติ มีเพียงในต่างประเทศ อาทิเช่น ประเทศอังกฤษที่มีการนำทรัพย์สินหมุนเวียน เปลี่ยนมือที่บริษัทมีอยู่ในปัจจุบัน และในอนาคตมาใช้เป็นหลักประกันได้ ส่วนในสหรัฐอเมริกา นั้น มีการกำหนดหลักประกันดังกล่าว และเรียกว่า “Secure Transaction” ซึ่งบัญญัติไว้ใน UCC : The Uniform Commercial Code Article 9 ทั้งนี้ แม้ว่าตาม พ.ร.ก.ฯ มาตรา 16 จะมีได้รับไปถึง สิทธิการ จำน่า จำนองไว้ แต่ในทางกฎหมาย การโอนสิทธิเรียกร้องนั้นก็ให้โอนได้ตาม ป.พ.พ. มาตรา 305 ทำให้เกิดปัญหาขึ้นว่า การโอนดังกล่าวนั้นมิได้มีกฎหมายที่กำหนดไว้ เป็นเพียงแต่ การนำหลักกฎหมายทั่วไป จึงเป็นประเด็นว่า การโอนเช่นนั้นจะเป็นการขัดกับ ป.พ.พ. มาตรา 746 ด้วยหรือไม่

3. การได้รับการยกเว้นมิให้นำมาตรา 114 แห่งกฎหมายล้มละลายมาบังคับใช้

ตามเจตนารมณ์ของกฎหมายนั้น เพื่อเป็นการคุ้มครองนักลงทุน และนิติบุคคล เฉพาะกิจตาม พ.ร.ก.ฯ มาตรา 20 จึงได้บัญญัติคุ้มครองกองสินทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ ได้รับโอนมาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่ให้เกิดถูกเรียกกลับ ไปสู่กองทรัพย์สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ ล้มละลายตามมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 โดยการโอนนั้นต้องเป็นการ โอนที่มีลักษณะเป็นการขายขาด หรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

4. การได้รับการยกเว้นไม่เสียค่าธรรมเนียม และไม่ต้องอยู่ภายใต้กฎหมาย สถาบันการเงิน

ตาม พ.ร.ก.ฯ มาตรา 17 นี้ เป็นการลดต้นทุนในการทำธุรกรรม โดยกำหนดมิ ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเสียค่าธรรมเนียมในการโอนหลักทรัพย์สิน หรือการโอนหลักประกันทุกชนิด ไม่ว่าจะเกิดจากการ จำน่า จำนองก็ตาม ซึ่งหลักดังกล่าวเป็นการช่วยลดอุปสรรคอัตราค่าไ้ จ่ายใน

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้อย่างสูงมาก แต่อย่างไรก็ตาม นิติบุคคลเฉพาะกิจทำหน้าที่เป็นตัวกลางเท่านั้น ซึ่งคล้ายกับการเป็นผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ภาระในเรื่องของภาษีจึงมีควรมากกว่าที่เป็นอยู่ แต่อย่างไรก็ตาม มีการปรับปรุงกฎหมายภาษีในการทำธุรกรรมดังกล่าว³⁸

ประโยชน์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ Securitization

1. ในส่วนของ Originator ประโยชน์ที่จะได้รับประการแรก คือ การที่ Originator สามารถระดมทุนหมุนเวียนได้ใหม่ ซึ่งหากเป็นสถาบันการเงิน เมื่อทำการโอนสินทรัพย์ที่เป็นบัญชีของลูกค้าหนี้ออกจากบัญชีของตน ทำให้ได้รับผลบวก กล่าวคือ ทำให้สถาบันการเงินดังกล่าวสามารถขยายสินเชื่อออกไปได้อีก

2. ในส่วนของสถาบันการเงิน กฎหมายในขณะนี้กำหนดให้เฉพาะธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ และบริษัทหลักทรัพย์เท่านั้น ที่สามารถเสนอโครงการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ต่อ สำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งสถาบันการเงินเหล่านี้จะได้รับค่าตอบแทนเป็นค่าธรรมเนียม

3. ในส่วนของนิติบุคคลเฉพาะกิจ SPV โดยทำหน้าที่ในการออกหลักทรัพย์ และได้รับผลตอบแทนจากกำไรเบื้องต้นที่ SPV ได้รับจากการที่ Originator โอนขายบัญชีลูกหนี้ไปให้แก่ SPV ในรูปแบบที่มีราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริง รวมทั้งกฎหมายยังเปิดช่องให้ SPV สามารถนำกระแสรายรับไปลงทุน หรือหาผลประโยชน์ได้อีกด้วย

4. ในส่วนของผู้ลงทุนและบุคคลอื่น ในการลงทุนในหุ้นกู้ หรือหลักทรัพย์นั้น ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเกิดความมั่นใจได้ เนื่องจากโครงการทุกโครงการนั้นต้องได้รับความเห็นชอบ และการกลั่นกรองจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ผู้ลงทุนย่อมได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย นอกเหนือไปจากเงินต้นของหุ้นกู้ที่ได้จากการไถ่ถอนหุ้นกู้

³⁸ สาธิต รังคสิริ, “ภาระภาษีที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์,” วารสาร Tax

3.2.3 เหตุผล และความจำเป็นในการเสนอร่าง พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติม พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

เหตุผลที่ทำให้การเสนอร่างกฎหมายพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 มีความสำคัญ เนื่องจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นกรณีที่ทำให้เกิดตราสาร ซึ่งถือว่าเป็นทางเลือกในการลงทุน และการแก้ไขปัญหาและอุปสรรคดังกล่าว ทำให้เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในตราสาร และเพิ่มความน่าเชื่อถือในการลงทุนแก่ผู้ลงทุนในตราสารทางการเงินเพิ่มขึ้น ซึ่งในการเสนอร่างกฎหมายดังกล่าวนั้น เพื่อเป็นการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ให้มีความชัดเจน และมีความครอบคลุมมากขึ้น ซึ่งมีสาระสำคัญดังนี้

1. การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะที่ใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินจากนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยการแก้ไขเพิ่มเติม มาตรา 3 และมาตรา 8/1 ซึ่งการแก้ไขมาตรา 3 และมาตรา 8/1 เพื่อขยายขอบเขตให้ครอบคลุมถึงการจัดรูปแบบ และการใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกัน โดยมีการแก้ไขดังนี้

- แก้ไขในส่วนของคำ นิยามในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตามมาตรา 3³⁹
- แก้ไขในส่วนของคำนิยามที่ เกี่ยวข้องกับการให้สินทรัพย์ เป็นหลักประกัน การอธิบายเกี่ยวกับการโอน และการรับโอนตามมาตรา 8⁴⁰

2. การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสิทธิ เรียกร้องที่มีในอนาคตตามมาตรา 3 และมาตรา 21/1 เป็นการแก้ไขเพิ่มเติมสิทธิเรีย ก้องที่เกิดขึ้นแล้วไ ด้ในปัจจุบัน (Existing

³⁹ มาตรา 3 แก้ไขในส่วนของคำ นิยามการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ให้หมายถึง การรับโอนสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกัน และการออกหลักทรัพย์เพื่อจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน โดยกำหนดผลประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมา หรือกระแสรายรับที่ได้มาจากสินทรัพย์ที่รับไว้เป็นหลักประกัน

⁴⁰ มาตรา 8 แก้ไขเพิ่มเติมคำว่า “โอน” และ “รับโอน” ในมาตราต่าง ๆ หมายความว่ารวมถึง การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะการให้สินทรัพย์เป็นหลักประกัน และการรับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกัน

Receivable) รวมถึงสิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นในอนาคต (Future Flow Receivable) โดยเพิ่มเติมในส่วนของ “นิยาม” เพื่อเป็นการคุ้มครองนิติบุคคลเฉพาะกิจให้ได้รับชำระหนี้จากกระแสเงินสดไม่ว่าจะเกิดขึ้นก่อน หรือเกิดหลังจากการล้มละลายก็ตาม เนื่องจากคำนิยามที่ใช้กันอยู่ในปัจจุบันยังไม่มีความแน่นอน และชัดเจน ไม่ครอบคลุมไปถึงสิทธิในการเรียกร้องในอนาคต

3. การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจแบบหลายชั้น (Multi-tier Structure) ตามมาตรา 3 เพื่อเป็นการรองรับการจัดตั้งนิติบุคคล เฉพาะกิจในช่วงใด ๆ ก็ตาม ให้มีสิทธิได้รับประโยชน์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของนิยามให้มีความครอบคลุมซึ่งในการแก้ไขนี้ เพื่อให้เกิดความยืดหยุ่นในการจัดรูปแบบของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

4. การจัดตั้งนิติ บุคคลเฉพาะกิจในรูปแบบของทรัสต์ ตามมาตรา 3 มาตรา 9 และมาตรา 11 มีสาระสำคัญในการแก้ไข คือ เป็นการเพิ่มเติมให้นิติบุคคลสามารถตั้งทรัสต์ได้นอกเหนือจากการตั้ง ในรูป บริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด กองทุนรวม ซึ่งในการเสนอร่างพระราชบัญญัติ ได้มีการแก้ไขในส่วนของคำนิยาม ให้เพิ่มเติมนิยามนิติ บุคคลเฉพาะกิจให้หมายความรวมถึงทรัสต์ที่สร้างขึ้นเพื่อประโยชน์ของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และกำหนดนิยามของทรัสต์ให้หมายถึง ทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นตามกฎหมายทรัสต์ (มาตรา 3)

เพิ่มเติมให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถจัดตั้งบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด กองทุนรวม หรือจัดตั้งตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้กำหนดไว้ (มาตรา 9) และให้สำนักงาน ก.ล.ต. จัดทะเบียนรับทรัสต์ตามการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (มาตรา 11)⁴¹

5. การบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องตามมาตรา 15 เป็นการเพิ่มขอบเขตในการบอกกล่าวสิทธิเรียกร้อง ซึ่งจากเดิมเน้นยกเว้นเฉพาะการบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้อง ให้มีความครอบคลุมในการยกเว้นในกรณีที่ผู้รับชำระหนี้เดิมยังคงมีหน้าที่ในการเรียกเก็บ และชำระหนี้

⁴¹ เหตุผล : ตามพระราชกำหนดฯ ที่ใช้กันในปัจจุบันนั้น กำหนดให้การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจตั้งได้เฉพาะในรูปแบบของบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด กองทุน รวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด ซึ่งในการโอนสินทรัพย์มายังนิติบุคคลเฉพาะกิจตามกฎหมายของทรัสต์ ไม่อาจได้รับการกระทบกระเทือนจากการล้มละลายของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ จึงเห็นสมควรว่า น่าจะให้นิติบุคคลเฉพาะกิจอยู่ในรูปแบบของทรัสต์ได้ และแม้ว่าปัจจุบันร่างกฎหมาย ทรัสต์ยังอยู่ในขั้นตอนการพิจารณาของคณะรัฐมนตรี แต่การกำหนดไว้ในร่างนี้ก็เพื่อเป็นการรองรับกฎหมายที่จะมีผลใช้บังคับต่อไป

แทน รวมถึงการบอกกล่าวสิทธิเรียกร้องให้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินจากนิติบุคคลเฉพาะกิจ และมีการบอกกล่าวการโอน หรือสิทธิเรียกร้องในการที่มีการเปลี่ยนตัวแทนในการเรียกเก็บ และรับชำระหนี้ตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดให้มีผลผูกพันโดยชอบด้วยกฎหมาย⁴²

6. การโอนสิทธิเรียกร้องคดีที่อยู่ในศาลตามมาตรา 19 มาตรา 21 และมาตรา 24/1 โดยการขยายขอบเขตการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นสิทธิเรียกร้องที่เป็นคดีอยู่ในศาล (มาตรา 21) และการเข้าสวมสิทธิในการเป็นคู่ความแทนในกรณีที่มีการโอนคืน สิทธิที่เป็นคดีอยู่ในศาล (มาตรา 19) กรณีที่ความเป็นนิติบุคคลสิ้นสุดลง (มาตรา 24 วรรคสอง) เนื่องจากปัจจุบันมีคดีที่อยู่ในระหว่งฟ้องคดีเป็นจำนวนมาก และหากมีการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ ก็ช่วยให้สถาบันทางการเงินมีสภาพที่คล่องตัวขึ้น จึงควรมีการเพิ่ มบทบัญญัติให้นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสิทธิเรียกร้องดังกล่าวตามบทบัญญัติมาตรา 7 แห่งพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. 2541⁴³

7. การยกเลิกการกำหนดให้ผู้ถือหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเจ้าของหนี้ บุริมสิทธิเหนือสิทธิที่ได้รับโอนมาก่อนเจ้าหนี้อื่น (มาตรา 21) เป็นการแก้ไขบทบัญญัติที่ระบุให้นิติบุคคลเฉพาะกิจมีสิทธิเหนือสิทธิที่ได้รับโอนมา มีฐานะเป็นเจ้าหนี้อุริมสิทธิ และให้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ตามกฎหมายล้มละลายด้วย ทำให้บุคคลต่าง ๆ ที่ให้บริการแก่อนิติบุคคลเฉพาะกิจ เนื่องจากว่าเมื่อเทียบกับสิทธิในการเรียกร้องในกระแสรายรับที่เกิดขึ้นทำให้มีฐานะด้อยกว่า

⁴² เหตุผล

1. เนื่องจากนิยามการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ที่มีการเสนอแก้ไขประกอบกับร่างพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ กำหนดให้สามารถนำสิทธิเรียกร้องมาเป็นหลักประกันได้ กล่าวคือ ผู้รับประกันจะยกข้อต่อสู่จะต้องมีการบอกกล่าวการนำสิทธิเรียกร้องมาเป็นหลักประกันลูกหนี้แห่งสิทธิ แต่บทบัญญัติฯ ในปัจจุบันนั้นยกเว้นการโอนสิทธิเรียกร้องตามกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ทำให้ไม่ครอบคลุมถึงการบอกกล่าว

2. มีการกำหนดให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. ตั้งหลักเกณฑ์ในการตั้งกำหนดเวลาในการบอกกล่าวการโอนที่ถือว่าชอบด้วยกฎหมาย หากว่าลูกหนี้มีจำนวนมาก ทำให้ต้องใช้เวลาในการบอกกล่าวการโอนสิทธิ หรือการให้หลักประกัน

⁴³ มาตรา 7 แห่งพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. 2541 บัญญัติว่า ในการโอนสิทธิรับจากสถาบันการเงินไปให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ ถ้ามีการฟ้องบังคับสิทธิเรียกร้องเป็นคดีอยู่ในศาล ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์เข้าสวมสิทธิเป็นคู่ความแทนในคดีดังกล่าว และอาจนำพยานหลักฐานใหม่มาแสดงคัดค้านเอกสารที่ได้ยื่นไว้แล้ว ถ้ามคานพยานที่สืบมาแล้ว และคัดค้านพยานหลักฐานที่ได้สืบไปแล้วได้ และในกรณีศาลได้มีคำพิพากษาบังคับตามสิทธิเรียกร้องนั้นแล้ว ก็ให้เข้าสวมสิทธิเป็นเจ้าหนี้ตามคำพิพากษานั้น

8. การโอนสิทธิที่ว่าจะไม่ถูกเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ และกฎหมายล้มละลาย (มาตรา 20)⁴⁴ เป็นการแก้ไขในเรื่องที่เกี่ยวกับผลกระทบจากพระราชบัญญัติล้มละลายเมื่อปี พ.ศ. 2542 โดยกำหนดไม่ให้นำความในมาตราตามที่กำหนดมาใช้บังคับการโอนสิทธิไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ หากว่าการโอนดังกล่าวนั้นมีค่าตอบแทนต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี เนื่องจากสาระในมาตรา 20 ยังไม่ช่วยให้เกิดประโยชน์ ถ้อยคำ ยังคลุมเครือไม่ชัดเจน และมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงจนไม่สามารถที่จะคงสาระเดิมไว้

9. การกำหนดการแสวงหาผลประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริง (มาตรา 22)⁴⁵ เป็นการแปลงสิทธิที่มีได้มีการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ที่แท้จริง เป็นบทที่กำหนดโทษหากว่าการแปลงสิทธินั้นเป็นการแปลงสิทธิเพียงเพื่อมุ่งหากำไร หรือผลประโยชน์ในทางที่มีชอบ โดยสำนักงาน ก.ล.ต. สามารถเพิกถอนการจดทะเบียนของนิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือผู้จำหน่ายสิทธิได้ ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับกรณี แต่เนื่องจากมาตรการในการลงโทษนั้นยังไม่มีประสิทธิภาพมากพอที่จะควบคุมไม่ให้บุคคลแสวงหาผลประโยชน์ จึงได้มีการปรับปรุงมาตรา 22 ขึ้นใหม่

⁴⁴ พ.ร.ก.ฯ มาตรา 20 บัญญัติไว้ว่า ในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสิทธิจากผู้จำหน่ายสิทธิมาอย่างแท้จริง มิให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับ การรับโอนสิทธิจากผู้จำหน่ายสิทธิมาอย่างแท้จริงตามวรรคหนึ่ง หมายความว่ารวมถึง การโอนสิทธิที่

- (1) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม
- (2) ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยง และผลตอบแทนในสิทธิ และ
- (3) นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีสิทธิที่รับโอนได้

นอกจากลักษณะของการรับโอนสิทธิอย่างแท้จริงตามที่กำหนดในวรรคสองแล้ว คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจประกาศกำหนดลักษณะอื่นเพิ่มเติมด้วยก็ได้

⁴⁵ พ.ร.ก.ฯ มาตรา 22 บัญญัติไว้ว่า ในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. พบว่า นิติบุคคลเฉพาะกิจใดดำเนินการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการแสวงหาผลประโยชน์ โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริง ให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียนนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นได้ และให้บุคคลดังกล่าวชดใช้เงินที่ตนได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมในการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ พร้อมเงินเพิ่มในอัตราร้อยละสองต่อเดือนของจำนวนเงินที่ต้องชำระตั้งแต่วันที่ถูกเพิกถอนการเป็น นิติบุคคลเฉพาะกิจให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต.

10. การยินยอมจากผู้ถือหลักทรัพย์สินในการเลิกนิติบุคคลเฉพาะกิจ (มาตรา 23)⁴⁶ แก้ไขในส่วนที่เกี่ยวกับฐานเสี่ยงในการเลิกนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยการนับจากหลักทรัพย์สินที่ได้จำหน่ายหมดแล้ว จำนวนเกินกว่ากึ่งหนึ่ง ซึ่งในทางที่ถูกต้องควรที่จะนับหลักทรัพย์สินที่ยังคงอยู่ทั้งหมดจึงจะถือว่าเป็นการเหมาะสมยิ่ง กว่า เนื่องจากอาจมีหลักทรัพย์สินบางจำนวนที่ถูกไถ่ถอนออกไปแล้ว

11. การกำหนดสิทธิประโยชน์ในการโอนสินทรัพย์จากนิติบุคคลเฉพาะกิจกลับคืนไปยังผู้จำหน่ายสินทรัพย์ (มาตรา 24 วรรคสอง)⁴⁷ เป็นการกำหนดให้มีการโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ มาใช้บังคับกับนิติบุคคลเฉพาะกิจให้โอนสินทรัพย์คืนไปยังผู้จำหน่ายสินทรัพย์หา กว่าการเลิกนิติบุคคลเฉพาะกิจตามมาตรา 24 วรรคสอง โดยมีการกำหนดสิทธิของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่สาม ารถได้รับการโอนสินทรัพย์คืนได้ เช่น การยกเว้นการบอกกล่าวการโอน การยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอน ในกรณีที่สินทรัพย์นั้นเป็นคดีอยู่ในศาล ดังที่กล่าวมานั้น การโอนคืนสินทรัพย์ควรได้รับสิทธิประโยชน์ในทำนองเดียวกัน ตั้งแต่มีการเริ่มต้นโครงการ

จากที่กล่าวมาทั้งหมดนั้นจะเห็นได้ว่า แนวทางในการเสนอแก้ไขร่างพระราชบัญญัตินิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 นั้น เป็นการหาแนวทางในการป้องกันช่องว่างทางกฎหมายที่ยังไม่สมบูรณ์ที่จะนำมาบังคับใช้แก่ผู้ที่เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และเพื่อเป็นการขจัดความเสี่ยงจากปัญหาที่เกิดจากการล้มละลายของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และนิติบุคคลเฉพาะกิจเอง

⁴⁶ พ.ร.ก.ฯ มาตรา 23 บัญญัติไว้ว่า การเลิกนิติบุคคลเฉพาะกิจที่เป็นบริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนจำกัด จะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหลักทรัพย์สินซึ่งถือหลักทรัพย์สินเกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์สินที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด

⁴⁷ พ.ร.ก.ฯ มาตรา 24 บัญญัติไว้ว่า นิติบุคคลเฉพาะกิจสิ้นสุดลงเมื่อ

- (1) ไม่รับโอนสินทรัพย์ หรือไม่ออกหลักทรัพย์สินจำหน่ายแก่ผู้ลงทุนตามโครงการภายในหกเดือนนับแต่วันอนุมัติโครงการ
- (2) ได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจจนครบถ้วนแล้ว
- (3) ผู้ถือหลักทรัพย์สินนิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งถือหลักทรัพย์สินเกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์สินที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดมีมติให้เลิก และได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.
- (4) เมื่อมีเหตุตามที่กำหนดไว้ในโครงการ
- (5) เมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. เพิกถอนการจดทะเบียนตามมาตรา 22 และมาตรา 29

บทที่ 4

วิเคราะห์เปรียบเทียบมาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแลการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ตามกฎหมายไทย และสหรัฐอเมริกา

จากการศึกษาประวัติความเป็นมา ทฤษฎี แนวคิด และหลักการสำคัญในบทที่ 1 และบทที่ 2 รวมถึงหลักการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามแนวพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และตามแนวกฎหมายล้มละลาย ของประเทศสหรัฐอเมริกาในบทที่ 3 มาแล้วนั้น ผู้วิจัยขอเสนอการวิเคราะห์ถึงปัญหาที่ ก่อให้เกิดอุปสรรคทางกฎหมายระหว่างสหรัฐอเมริกาและไทย รวมถึงผลกระทบทางเศรษฐกิจ และสถาบันการเงินที่ได้รับความเสียหาย โดยแยกวิเคราะห์ตามประเด็นดังต่อไปนี้

1. ปัญหาการขายที่แท้จริง (True Sale)
2. ปัญหาการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลาย (Bankruptcy and Reorganization Risk)
3. ปัญหาทางภาษีและการบัญชี (Tax and Account)
4. ปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารการเงิน (Credit Enhancement)

4.1 ปัญหาทางกฎหมาย เกี่ยวกับการลงทุนใน ตราสารอนุพันธ์ตามกฎหมายไทย และ สหรัฐอเมริกา

จากปัญหาที่เกิดจากการระดมทุนโดยการนำสินทรัพย์ที่นำมาค้า ประกันมาผ่าน กระบวนการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยผู้ดำเนินการส่วนใหญ่เป็น Investment Bank, Fannie Mae และ Freddie Mac ในการซื้อสัญญาเงินกู้ดังกล่าวของกลุ่มลูกค้าซับไพร์ม มารวมกับลูกค้าชั้นดีแล้วออกเป็นหลักทรัพย์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) เพื่อนำ ออกขายให้แก่นักลงทุน ซึ่งจากการออกตราสาร และการลงทุนในตราสารดังกล่าว นั้น เป็น สาเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ซับไพร์มในสหรัฐอเมริกา จนส่งผลกระทบต่อหลายประเทศที่

ร่วมลงทุนในตราสารเช่นว่านั้น ปัญหาอีกประการที่ก่อให้เกิดปัญหา คือ มาตรฐานในการปล่อยสินเชื่อ และการเอื้อประโยชน์จากกฎหมายของสหรัฐอเมริกาซึ่งขาดมาตรการในการกำกับดูแล และการให้สินเชื่อ รวมทั้งการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งปัญหาของการกำกับดูแลบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสาร และการเปิดเผยข้อมูลที่แท้จริงให้กับผู้ลงทุนนั้นยังไม่มีมาตรการครอบคลุม และสมบูรณ์ ทำให้ผู้ออกตราสารทางการเงินดังกล่าวนั้นใช้ประเด็นทางกฎหมายในการนำมาหลีกเลี่ยงในส่วนที่เกี่ยวข้องกับภาษี และบัญชีที่เกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งจากปัญหาที่กล่าวมานั้นเป็นเหตุทำให้สถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาเป็นจำนวนมากต้องล้มละลาย และต้องเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการในบทที่ 11 ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา สามารถแยกอธิบายได้ดังต่อไปนี้

4.1.1 ปัญหาการขายที่แท้จริง (True Sale)

จากการศึกษา และวิเคราะห์เห็นว่า ในส่วนของปัญหาความเสียหายตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ถือเป็นโครงสร้างที่สำคัญของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างดังกล่าวนั้นเป็นการป้องกันผลกระทบที่เกิดจากการล้มละลายของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และนิติบุคคลเฉพาะกิจที่จะต้องถูกฟื้นฟูกิจการ ทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลกระทบจากการได้รับชำระหนี้ล่าช้า โดยการนำหลักเกณฑ์ของกฎหมายต่างประเทศอย่างสหรัฐอเมริกาตามที่ได้นำมาแล้วในบทที่ 3 เพื่อนำมาใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ และเปรียบเทียบกับกฎหมายของไทย ดังต่อไปนี้

หลักการขายขาด หรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

ภายใต้กฎหมายของไทยนั้น การขายขาด หรือการขายที่แท้จริง (True Sale) จะมีลักษณะของการนำกฎหมายมาใช้ดังต่อไปนี้

1. ในด้านกฎหมายล้มละลายถือว่า เป็นการขายขาด หรือเป็นการขายที่แท้จริง หากว่าสินทรัพย์ที่ขายนั้นไม่ได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และไม่ว่าจะโดยการถือเป็นสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ถูกเรียกคืนกลับไปเมื่อผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย
2. ด้านของบัญชีจะมีผลกระทบให้ตัดสินทรัพย์ ออกจากงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ทำให้ไม่ต้องดำรงกองทุนสำหรับสินทรัพย์

ทั้งนี้ ในเรื่องของภาษี และกฎหมายนั้นมีความแตกต่างกัน โดยหากว่าเป็นทางบัญชี การขาย หรือการขายที่แท้จริงต้องทำการบันทึกสินทรัพย์ที่มีการโอนไปยังงบบุคของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เพื่อเป็นการแสดงสินทรัพย์ที่แท้จริง และหนี้สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ แต่หากว่าไม่ใช่การขายขาด หรือการขายที่แท้จริงก็มิได้รวมว่าจะมิได้มีผลบังคับตามกฎหมายไปด้วย

ซึ่งตามมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดฯ นั้น ได้กำหนดไว้ว่า หากนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้รับโอนสินทรัพย์จากผู้ขายอย่างถูกต้อง และแท้จริง โดยการรับโอน และการโอนนั้นได้ปฏิบัติตามเงื่อนไข และหลักเกณฑ์ต่อไปนี้มีให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาบังคับใช้ ซึ่งมาตรา 114 กำหนดให้ศาลมีอำนาจเพิกถอนการโอนในระหว่าง 3 ปีก่อนที่จะมีการขอให้ล้มละลาย และภายหลังจากนั้นได้ เว้นแต่การโอนนั้นจะเป็นการโอนโดยสุจริต และเสียค่าตอบแทนอย่างถูกต้อง โดยการโอนสินทรัพย์ดังกล่าวนั้นจะต้องมีลักษณะตามที่กำหนดไว้ดังต่อไปนี้

1. มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม
 2. นิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นผู้ได้รับความเสี่ยง และผลในสินทรัพย์ที่รับโอน
- และ
3. นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่า จากการชำระราคาตามตลาดที่เป็นธรรมนั้นไม่สามารถที่จะพิสูจน์ได้ง่าย และเป็นการพิสูจน์ที่ยากกว่าการพิสูจน์ตามมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483

ซึ่งตามมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายที่แก้ไขใหม่แล้วนั้น กำหนดให้ ถ้าหากว่านิติกรรมดังกล่าวมีการเพิกถอนการฉ้อฉลภายใน 1 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย และภายหลัง หรือเป็นการทำโดยเสนาหา หรือเป็นกิจการที่ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินกว่าสมควร ให้ถือว่าการกระทำที่กิจการ หรือทำให้เจ้าหน้าที่เสียเปรียบในผลประโยชน์นั้นมีความคล้ายคลึงกับข้อกำหนดที่อยู่ในมาตรา 90/40 บัญญัติไว้ว่า “มาตรา 90/40 การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้ผู้ทำแผน ผู้บริหารแผน หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้ โดยทำเป็นคำร้อง ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลนั้น

เกิดขึ้นภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนวันยื่นคำร้องขอ และภายหลังจากนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนาหา หรือเป็นการที่ลูกหนี้ได้รับคำตอบแทนน้อยเกินสมควรให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้ และผู้ที่ได้ลาภนอกแต่การนั้นรู้ อยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ ” ซึ่งประเด็นที่จะต้องพิจารณาหากว่าธุรกรรมการแป่ ลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีการโอนที่ทำให้เจ้าหนี้เกิดความเสียหายหรือไม่ แต่หากว่าการโอนไม่ใช่การโอนในราคาตลาด การพิจารณาก็ยังมีความไม่ชัดเจนว่าจะมีการเรียกคืนสินทรัพย์กลับไป เมื่อหากว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายหรือไม่ ซึ่งหากว่าการโอนสินทรัพย์เกิดความเสียหายจากการได้รับชำระหนี้ที่ไม่คุ้มกับเจ้าหนี้ และน้อยกว่ากรณีที่ไม่มีการโอนสินทรัพย์ได้

ซึ่งตามมาตรา 237 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายฉบับปัจจุบันกำหนดว่า ถ้า ณ เวลาที่เกิดรายการโอนสินทรัพย์ กิจการผู้โอนนั้นได้ล้มละลาย และรายการโอนไม่ได้เป็นสิ่งที่ทำให้กิจการล้มละลายได้ และไม่ถือว่าเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียหาย จากข้อสังเกตของกฎหมายทั้งสองฉบับนั้น จากมาตรา 114 และมาตรา 90/40 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ที่แก้ไขใหม่ นั้นยังมีข้อกำหนดที่แตกต่างจากข้อกำหนดของมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายเดิมก่อนที่มีการแก้ไข จากข้อกำหนดดังกล่าวทำให้มาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ อาจจะไม่มมีผลในการที่จะคุ้มครองนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้รับผลกระทบจากการที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์เกิดล้มละลายได้ และตามมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ นั้นจะต้องมีการพิสูจน์ในทางบัญชี ซึ่งจากประเด็นดังกล่าวนี้หากวิเคราะห์แล้วการที่จะทำให้มาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มีความน่าสนใจว่าควรมีการแก้ไขเพิ่มเติมในสาระสำคัญดังต่อไปนี้

1. มีการกำหนดวิธีการโอน โดยมีการสรุปความมั่นใจว่า ผู้จำหน่ายสินทรัพย์นั้นไม่เกิดการล้มละลายอันเป็นผลจากการที่มีการโอนสินทรัพย์ออกไป
2. การกำหนดกฎเกณฑ์ในเรื่องของราคาตลาดสำหรับการขายแบบขายขาด หรือการขายที่แท้จริง (True Sale) โดยต้องมีการพิจารณาถึงผลประโยชน์ทั้งหมดของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และกลุ่มของธุรกรรมการโอนนั้น
3. ต้องมีการขยายขอบเขตของมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้มีความครอบคลุมถึงมาตรา 90/40 และมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายที่มีการแก้ไขใหม่

จากการพิจารณาเรื่องการขายขาด หรือการขายที่แท้จริงตามมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ว่าก่อให้เกิดปัญหาการตีความที่มีความชัดเจน และยังก่อให้เกิดความเข้าใจยากต่อการนำมาใช้ในการแก้ไขปรับปรุงเปลี่ยนแปลงในธุรกรรม ด้วยเหตุนี้เองจึงต้องมีการนำหลักการขายขาด หรือการขายที่แท้จริง (True Sale) มาใช้ร่วมกันกับกฎหมาย

การตีความในเรื่องของการขายขาด หรือการขายที่แท้จริงตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกาว่า เป็นการขายที่แท้จริง หรือการกู้ยืมแบบมีหลักประกัน (Second Loan) ศาลสหรัฐอเมริกาจะพิจารณาว่า เป็นการขายขาด หรือการขายที่แท้จริง (True Sale) หรือไม่ โดยต้องมียอดประกอบดังต่อไปนี้

1. เจื่อนไขในการให้สิทธิไล่เบี่ยตามกฎหมายของ Uniform Commercial Code (UCC) ระบุว่า การโอนสิทธิในการชำระค่าสินค้า หรือการบริการ และหลักฐานเป็นลายลักษณ์อักษรที่เกี่ยวข้องข้อผูกพันทางการเงิน และผลประโยชน์ในหลักประกันอาจถือได้ว่า เป็นการขายได้ แม้ว่าจะเป็นการขายที่ยังมีสิทธิในการไล่เบี่ย อย่างไรก็ตาม ศาลบางแห่งนั้นการกู้ยืมแบบมีประกัน เนื่องจากผู้โอนยังต้องรับความเสี่ยง โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าเป็นเรื่องของสิทธิไล่เบี่ยไปยังผู้โอนได้เต็มจำนวน ศาลจะถือว่าเป็นการให้กู้แก่ผู้โอน

2. เกณฑ์การปฏิบัติในทางบัญชี และภาษีซึ่งจะมีความเป็นอิสระต่อกัน แต่หากกรณีการตีความในทางภาษี และบัญชีให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสามารถทำให้ศาลสามารถพิจารณาได้ง่ายขึ้น

3. เจื่อนไขของสัญญา เช่น การระบุว่าเป็นการซื้อขายอาจมีอิทธิพลต่อการตัดสินของศาลได้

4. ความสัมพันธ์ของธุรกรรมในการกู้ยืม ในบางกรณีการโอนสินทรัพย์อาจถูกตีความเป็นการกู้ได้ หากว่าการโอนนั้นยังมีความเกี่ยวข้องกับการกู้ยืมแทนที่จะเป็นการโอนแบบอิสระต่อกัน ซึ่งในการโอนนี้อาจพิจารณาได้ว่า การที่ผู้โอนเรียกเก็บเงินจากสินทรัพย์แทนที่ผู้รับโอนจะถือเป็นการจ่ายเงินกู้

โดยปัจจัยที่กล่าวมานั้นให้รวมถึงการที่ผู้โอนนั้นต้องไม่มีสิทธิในการเรียกคืนสินทรัพย์ การจัดการกับสินทรัพย์ที่มีการโอนไป การบอกกล่าวแก่บุคคลภายนอก ซึ่งตามปกตินั้นยังมีปัจจัยที่สำคัญอีก 4 ประการที่เป็นการพิจารณาเกี่ยวกับการขาย คือ การบอก

กล่าวการโอนไปแก่ลูกหนี้ เอกสารหลักฐานความเป็นเจ้าของ การเรียกเก็บเงินจากสินทรัพย์ และความเป็นเจ้าของเงินที่เรียกเก็บได้ ทั้งนี้ ศาลได้กำหนดระดับของความสำคัญ ปัจจัยในการที่จะพิจารณาเป็นการขาย หรือเป็นการกู้ยืม ซึ่งต้องใช้องค์ประกอบหลาย ๆ ด้านในการประกอบการพิจารณา ศาลอาจพิจารณาได้ว่าเป็นการขายได้ โดยที่มีจำเป็นต้องมีการบอกกล่าวการโอนนั้นต่อลูกหนี้ และผู้โอนยังเป็นผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้

ในปัญหานี้ เมื่อนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกับกฎหมายต่างประเทศอย่าง สหรัฐอเมริกา ในเรื่องของ “หลักการขายขาด หรือการขายที่แท้จริง” เมื่อพิจารณาแล้วจะเห็นว่า กฎหมายที่เกี่ยวข้อง เช่น กฎหมายล้มละลาย กฎหมายแพ่งทั่วไป รวมถึงอำนาจศาลที่พิจารณาว่าเช่นไรถือว่าเป็นการขายขาด หรือเป็นการกู้ยืมที่มีหลักประกัน ซึ่งในเมื่อเปรียบเทียบแล้วนั้นต่างประเทศยังไม่ มีกฎหมายที่เป็นการเฉพาะเจาะจง ต่างกับไทยที่มีกฎหมายที่เป็นการเฉพาะเจาะจง จากที่กล่าวมานั้นประเด็นที่เกี่ยวกับการล้มละลายใน สหรัฐอเมริกา หากว่าผู้โอนกลายเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย Bankruptcy Trustee อาจพยายามมีการเรียกร้องสินทรัพย์ที่มีการโอน ซึ่งจากการวิเคราะห์สามารถแยกประเด็นดังต่อไปนี้

1. หากว่าสินทรัพย์ที่โอนไปติดภาระผูกพันจะถือว่า เป็นการโอนที่ไม่สมบูรณ์
2. ตามมาตรา 547 แห่งกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกานั้น เป็นหลักของการเพิกถอนการโอน โดยหลักของการโอนที่ให้ประโยชน์ที่ดีกว่าแก่ผู้รับโอน (Preference) ซึ่งมีองค์ประกอบที่สำคัญอยู่ 7 ประการด้วยกัน คือ
 - 2.1 การโอนมีผลประโยชน์สามารถยกเลิกการโอนได้
 - 2.2 การโอนเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้
 - 2.3 การโอนเพื่อบัญชีหนี้สินที่มีอยู่ก่อนการโอนนั้น
 - 2.4 การโอนขณะที่ผู้โอนกำลังล้มละลาย
 - 2.5 การโอนที่ทำให้เจ้าหนี้ได้รับผลประโยชน์มากกว่าที่สมควรได้รับหากไม่มีการโอนเกิดขึ้น

2.6 การโอนสินทรัพย์ที่โอนได้ถูกชำระบัญชีไปภายใต้บทที่ 7

2.7 การโอนที่สร้างขึ้นในช่วงเวลาที่ให้สิทธิประโยชน์แก่ผู้รับโอนดีกว่า เจ้าหน้าที่ของผู้โอน

ทั้งนี้ ศาลมีหน้าที่พิสูจน์แต่ละองค์ประกอบ หากไม่สามารถพิสูจน์ได้ ผู้คัดค้านการโอนก็สามารถเรียกคืนสินทรัพย์กลับมาได้ แต่หากว่าในกรณีที่ธุรกรรมถูกถือว่าเป็นการกัวยืมแบบมีประกัน Bankruptcy Trustee ของผู้โอนสามารถเรียกสินทรัพย์ที่โอนกลับมาได้เช่นเดียวกับการโอนที่ให้ประโยชน์แก่ผู้รับโอน

การเพิกถอนการโอนที่มีลักษณะเป็นการฉ้อฉล

จากการวิเคราะห์การเพิกถอนการโอนที่มีลักษณะเป็นการฉ้อฉลนั้น ภายใต้ข้อกำหนดของมาตรา 548 ของกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา หรือภายใต้ State Fraud Transfer Laws ได้กำหนดหลักของการโอนโดยการฉ้อฉล หากว่าการโอนสินทรัพย์ที่ออกไปภายใน 1 ปีก่อนที่จะเกิดการล้มละลาย เช่น การโอนไปในราคาต่ำกว่าราคายุติธรรมโดยที่ไม่มีเหตุผลที่สมควร และในขณะที่มีการโอนนั้น ลูกหนี้อยู่ในภาวะใกล้ล้มละลาย หากว่าเป็นตามที่กล่าวมานั้น ศาลอาจพิจารณาเพิกถอนการโอนนั้นได้ ซึ่งตามมาตรา 356 กฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาอนุญาตให้ Bankruptcy Trustee สามารถที่จะปฏิเสธ หรือไม่ยอมรับการโอนที่ยังมีผลใช้บังคับได้ ทั้งนี้ ศาลล้มละลายยังมีอำนาจในการรวบรวมสินทรัพย์หนี้สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจเข้ากับบริษัทแม่ ทำให้กฎหมายมีการกำหนดหลักการที่ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจแยกตัวออกมาจากบริษัทแม่ ซึ่งนิติบุคคลเฉพาะกิจต้องมีการสำรองเงินทุน การก่อหนี้ในการทำธุรกิจ และความเป็นเจ้าของ

หากเปรียบเทียบข้อแตกต่างในเรื่องของการตีความในการขายสินทรัพย์ และการกัวยืมที่มีหลัก ทรัพย์ค้ำประกัน ระหว่างกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา และไทยนั้น สามารถแบ่งแยกความแตกต่างได้ดังต่อไปนี้

1. ในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นมีหลักการที่กำหนดไว้ในบทที่ 11 ของกฎหมายล้มละลายที่ศาลอาจตีความได้ว่า การขายนั้นอาจยังเป็นการกัวยืมได้ หากว่าการโอนนั้นสินทรัพย์ยังอยู่ที่ผู้โอน ถึงแม้จะกล่าวว่าผู้รับโอนเท่านั้นที่เป็นผู้ได้รับประโยชน์ในสินทรัพย์นั้นก็ตาม แต่สำหรับกฎหมายของไทยในประเด็นนี้พิจารณาแต่เพียงว่า การโอนของผู้โอนนั้นมีเจตนาที่จะโอนกันแท้จริงหรือไม่

2. ในเรื่องของกฎเกณฑ์ของบุริมสิทธิ ในสินทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา มีความชัดเจนกว่าประเทศไทย แต่เนื่องจากว่าประเด็นที่เกี่ยวกับบุริมสิทธินี้ไม่ค่อยมีความเกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มากเท่าใดนัก จึงเป็นประเด็นที่ไม่ค่อยมีการให้ความสำคัญมากนัก

3. กฎหมายไทยยังไม่มีมีความชัดเจนในเรื่องของการโอนสินทรัพย์แบบมีการฉ้อฉล แม้ว่าบทสรุปในเนื้อหาจะมีความใกล้เคียงกัน หากว่าเทียบกับกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา และในประเทศไทยเองยังไม่มีการใช้หลักในการนำสินทรัพย์ของนิติบุคคลที่แยกต่างหากจากกันมารวมไว้ในกองสินทรัพย์เดียวกัน

จากที่กล่าวมานั้น การโอนสินทรัพย์ในประเทศไทยภายใต้พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ไม่ได้มีการบังคับให้ต้องมีการบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ ซึ่งลูกหนี้อาจมีการหักกลบลบหนี้ระหว่างเงินฝากกับเงินกู้ นั้น จึงมีประเด็นปัญหาที่ต้องพิจารณาว่า กรณีที่ลูกหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะเป็นเจ้าหนี้เงินฝากในผู้จำหน่ายสินทรัพย์ และเมื่อเปรียบเทียบการโอนสินทรัพย์ส่วนบุคคลในประเทศสหรัฐอเมริกากับประเทศไทยจะเห็นว่า ในสหรัฐอเมริกา ตามสัญญาระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย หรือ Uniform Commercial Code (UCC) กำหนดไว้ว่า การขายสิทธิ หรือการชำระค่าบริการ นั้น หรือแม้กระทั่งลายลักษณ์อักษรที่มีความเกี่ยวพันทางการเงินจะถือว่าผลสมบูรณ์ก็ต่อเมื่อมีการรายงานผลต่อ UCC ก่อน หรือมีการแสดงความเป็นเจ้าของ โดยในที่นี้อาจไม่ต้องการมีการบอกกล่าวในการโอนทรัพย์สินส่วนบุคคลแก่ลูกหนี้ล่วงหน้า

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบถึงข้อดี และข้อเสียที่นำกฎเกณฑ์ของประเทศสหรัฐอเมริกามาใช้กับประเทศไทยมีดังต่อไปนี้ คือ

1. ในประเทศสหรัฐอเมริกา การโอนไม่ถือว่าเป็นสาระสำคัญที่ จำเป็นต้องมีการบอกกล่าวล่วงหน้าก่อนถึงจะก่อให้เกิดผลสมบูรณ์ได้ ซึ่งในข้อนี้ประเทศสหรัฐอเมริกาคือเป็นข้อดี หากเปรียบเทียบกับไทยต้องมีการออกพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

2. ข้อที่มีความเหมือนกันระหว่างสหรัฐอเมริกาและไทย คือ ในเรื่องของความเสี่ยงในการถูกหักกลบลบหนี้ หากว่ามีได้มีการบอกกล่าวแก่ลูกหนี้เป็นการล่วงหน้าก่อน

4.1.2 ปัญหาการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลาย (Bankruptcy and Reorganization Risk)

แนวคิดในเรื่องการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาถือได้ว่าเป็นหลักการที่มีความสำคัญมาก เนื่องจากว่าสถานะเศรษฐกิจที่ตกต่ำอาจมีบุคคลที่ได้รับความกระทบกระเทือน และปัญหาทางการเงินจากภาวะที่ตกต่ำ ซึ่งหลักการในกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่สำคัญมีอยู่ 2 ประการ คือ การฟื้นฟูลูกหนี้ (Rehabilitation or Fresh Start) และการจัดสรรชำระหนี้แก่บรรดาเจ้าหนี้อย่างเป็นธรรม (Fair Treatment for Creditor) ซึ่งกฎหมายล้มละลายของประเทศไทยนั้นเป็นการผ่อนปรน และเปิดกว้างสำหรับลูกหนี้ในการเลือกใช้กฎหมาย เพื่อให้สามารถผ่านพ้นวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้น โดยแนวคิดดังกล่าวได้วางหลักของการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ไว้ด้วยกัน 3 ประการ คือ

1. การกำหนดขนาดกองทรัพย์สินของลูกหนี้ในคดีล้มละลาย (Estate)

ตามกฎหมายล้มละลายของประเทศไทยนั้น กำหนดเรื่องกองทรัพย์สินของลูกหนี้ไว้ว่า ต้องเป็นทรัพย์สิน หรือประโยชน์ใดที่มีอยู่ ณ วันเริ่มต้นแห่งคดี กล่าวคือ กองทรัพย์สินของลูกหนี้จะเกิดขึ้นทันที หรือนับตั้งแต่วันที่เจ้าหนี้ได้ยื่นคำร้องขอดำเนินคดี ทั้งนี้ ให้รวมอย่างเช่น ดอกผล ค่าเช่า ผลผลิต หรือทรัพย์สินที่ได้จากการขายให้รวมไว้เป็นกองทรัพย์สินของลูกหนี้ที่ได้มาแทนทรัพย์สินที่อยู่ในกองของลูกหนี้ด้วย ซึ่งดังที่กล่าวมานั้น ลูกหนี้ต้องได้รับมาภายใน 180 วันหลังจากที่มีการเริ่มดำเนินคดี ซึ่งหากว่า เป็นทรัพย์สินอื่นใดที่ได้มาหลังจากที่ได้กำหนดไว้ เช่นนี้ไม่ถือรวมเอาทรัพย์สินนั้นอยู่ในกองทรัพย์สินที่จะนำมาแบ่งชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ นอกจากนี้ยังมีทรัพย์สินที่ถือว่าไม่อยู่ในขอบข่ายของกฎหมายที่จะนำมาบังคับชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ด้วย เช่น สิทธิเรียกร้อง งันที่เกิดจากการทำละเมิดตามที่กล่าวมานั้นไม่ถือรวมเป็นกองทรัพย์สินในการล้มละลาย

ซึ่งจากหลักการดังกล่าว หากเปรียบเทียบกับกฎหมายล้มละลายของไทย ตามมาตรา 109 แล้วนั้น ทรัพย์สินในคดีล้มละลายที่จะนำมาแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ของไทยนั้น ให้ถือรวมเอาทรัพย์สินที่มีมาตั้งแต่การเริ่มยื่นฟ้องล้มละลายตามอนุมาตรา 1 และทั้งนี้ ให้รวมถึงทรัพย์สินอื่นใดที่เกิดขึ้นหลังจากการเข้าสู่กระบวนการล้มละลายจนกว่าจะถึงการปลดจากการล้มละลาย ดังนั้นตราบใดเท่าที่ลูกหนี้ยังไม่ได้ปลดจากการล้มละลาย ทรัพย์สินที่หามาได้ก็ให้รวมเข้าในกองทรัพย์สินที่จะต้องนำมาแบ่งเพื่อชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ด้วย ตามกฎหมาย

ปัจจุบันหากลูกหนี้เข้าสู่กระบวนการล้มละลายแล้ว ลูกหนี้จึงหมดโอกาสในการที่จะสามารถตั้งตัวได้ และอาจไม่มีทรัพย์สินเหลือเพียงพอในการใช้จ่าย ซึ่งในทางปฏิบัติจากปัญหาดังกล่าวเองเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดปัญหาในการถ่ายเทเงิน หรือทรัพย์สินให้แก่บุคคลอื่น เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงการเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย และถูกรวมเข้าเป็นกองทรัพย์สินที่ต้องมีการแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ จากปัญหาที่กล่าวมานั้น ผู้วิจัยเห็นว่า เป็นปัญหา และเป็นการยาก รวมถึงกระบวนการที่ซับซ้อน หากว่าเกิดปัญหาในการฟ้องร้องขึ้น เพื่อตรวจสอบว่าทรัพย์สินใดบ้างที่ต้องตกอยู่ภายใต้กฎหมายล้มละลาย และทำให้กระบวนการเกิดความล่าช้าในการที่จะต้องสืบทรัพย์สินเช่นว่านั้น

2. การที่อนุญาตให้ทรัพย์สินบางประเภทเป็นข้อยกเว้นไม่ตกเป็นกองทรัพย์สินของลูกหนี้ที่จะนำมาแบ่ง (Exemption)

นอกเหนือจากการจำกัดขนาดของกองสินทรัพย์ของลูกหนี้แล้ว ตามกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีข้อกำหนดยกเว้นทรัพย์สินบางประเภทให้ไม่ต้องรวมเข้าอยู่ในกองสินทรัพย์ที่ต้องใช้ในการแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ เพื่อเป็นทรัพย์สินที่ลูกหนี้ต้องใช้ในการดำรงชีพของตน ถึงแม้ว่าทรัพย์สินนั้นจะเข้ามาในเวลาเริ่มต้นของการยื่นล้มละลาย หรือถูกฟ้องล้มละลายก็ตาม ข้อยกเว้นดังกล่าวนั้นแบ่งได้ดังต่อไปนี้

2.1 ข้อยกเว้นตามกฎหมายล้มละลายที่ได้กำหนดให้เป็นข้อยกเว้นมีด้วยกันหลายประการ เช่น ทรัพย์สินที่ลูกหนี้ใช้สำหรับเป็นที่อยู่อาศัยที่มีมูลค่าไม่เกิน 15,000 เหรียญสหรัฐฯ รถยนต์ที่มีมูลค่าไม่เกิน 2,400 เหรียญสหรัฐฯ เป็นต้น

2.2 ข้อยกเว้นตามกฎหมายมลรัฐ นอกจากกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้ว มลรัฐอื่นยังสามารถกำหนดกฎเกณฑ์ของมลรัฐของตน เพื่อบังคับใช้แก่ประชาชนในมลรัฐของตนเองได้ด้วย โดยการกำหนดยกเว้นลักษณะดังกล่าวตามที่กฎหมายล้มละลายได้วางหลักเกณฑ์ไว้ได้ อย่างเช่น รัฐนิวยอร์ก เป็นต้น

2.3 ข้อยกเว้นตามสหพันธรัฐ (Federal) ลูกหนี้สามารถขอยกเว้นจากการรวบรวมทรัพย์สินตามกฎหมายอื่นนอกจากที่ได้กำหนดไว้ได้ หากว่ามีกฎหมายอื่นกำหนดไว้ว่าไม่จำเป็นต้องตกอยู่ในข่ายของการบังคับคดีได้ อย่างเช่น ผลตอบแทนที่ได้จากการเกษียณอายุ หรือแม้กระทั่งเงินประกันสังคม เป็นต้น

ส่วนกฎหมายของไทยในเรื่องการกำหนดข้อยกเว้นทรัพย์สินที่มีต้องนำมา รวมในกองทรัพย์สินที่ต้องถูกบังคับคดีนั้น ยิ่งแคบ และถือว่าน้อยมากหากเทียบกับกฎหมาย ของประเทศสหรัฐอเมริกา รวมทั้งกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกานั้นยังกำหนดไว้ แบบกว้าง ๆ โดยให้ อำนาจศาลในการใช้ดุลยพินิจได้ ตามกฎหมายล้มละลายของไทยนั้น กำหนดไว้แล้วว่า ยกเว้นเฉพาะเครื่องใช้อันเป็นส่วนตัวที่มีความจำเป็นต่อการดำรงชีพ และ ทรัพย์สินที่ใช้ในการประกอบวิชาชีพที่รวมกันแล้วมีมูลค่าไม่เกิน 3,000 บาทเท่านั้น

3. การอนุญาตให้ลูกหนี้ปลดปล่อยจากบรรดาเจ้าหนี้ (Discharge) เมื่อได้ ผ่านกระบวนการล้มละลายแล้ว

หลักการในเรื่องนี้อาจเทียบเคียงได้กับการปลดลูกหนี้จากการล้มละลาย เนื่องจากเรื่องนี้ถือได้ว่า เป็นเรื่องที่มีความสำคัญที่สุด ในส่วนของแนวคิดในการฟื้นฟูกิจการ ของลูกหนี้ด้วยกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกานั้นมีเป้าหมาย และหลักการเพื่อให้ โอกาสลูกหนี้ในการตั้งตัวใหม่ (Fresh Start) และฟื้นตัวเองหลังจากที่ได้ดำเนินการทาง กระบวนการล้มละลาย โดยไม่ต้องผูกพันชำระหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนลูกหนี้ ซึ่งเจ้าหนี้จะยื่น หรือ เลือกใช้กระบวนการทางกฎหมายที่เห็นว่าเหมาะสมกับกรณีของตนในการล้มละลาย ไม่ว่าจะ เป็นในการยื่นขอชำระบัญชี (Liquidation ตามบทที่ 7) หรือเป็นการยื่นขอฟื้นฟูลูกหนี้ (Reorganization ตามบทที่ 11) หรือเป็นการปรับโครงสร้างหนี้ (Adjustment ตามบทที่ 13) ซึ่งความแตกต่างกันนั้นขึ้นอยู่กับวิธีการที่ลูกหนี้ หรือเจ้าหนี้เลือกใช้ตามกฎหมายล้มละลาย เช่น การขอชำระบัญชีตามกฎหมายล้มละลาย บทที่ 7 ซึ่งลูกหนี้จะได้รับการปลดหนี้จาก บรรดาหนี้ต่าง ๆ ก่อนที่ศาลจะมีคำสั่งในการโอนทรัพย์สินไปยังทรัสต์ สำหรับการขอฟื้นฟู กิจการตามบทที่ 13 นั้น ลูกหนี้จะได้รับการปลดปล่อยในบรรดาหนี้หนี้ ก่อนที่ศาลจะพิจารณา เห็นชอบกับแผนในการฟื้นฟูกิจการนั้น และการเข้าฟื้นฟูกิจการภายใต้บทที่ 11 ซึ่งถือว่าเป็น มาตรการที่สำคัญมากที่สุด อย่างเช่น กรณีของธนาคาร และวาณิชธนกิจต่าง ๆ ที่ต้องได้รับ ผลกระทบจากการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และ ตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) ซึ่งจากการเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูตามกฎหมาย ล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาตามบทที่ 11 นั้น ทำให้บริษัทวาณิชธนกิจของประเทศ สหรัฐอเมริกาอย่างเลห์แมน บราเธอร์สที่ก่อกำเนิดเป็นเวลากว่า 158 ปี เป็นสถาบันการเงินที่ เป็นนายหน้ารายหลักที่ทำการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลอเมริกัน (Primary Dealer in the US Treasury Securities Market) และเป็นบริษัทที่มีการลงทุนทั่วโลก ทั้งในตลาดเงิน ตลาดทุน และมีสาขาอยู่ทั่วโลก ไม่ว่าจะเป็นลอนดอน หรือโตเกียวต้องล้มละลาย เนื่องจากบริษัทลูกที่มีชื่อ ว่า BNC Mortgage ซึ่งปล่อยกู้ให้แก่ผู้ที่มีความน่าเชื่อถือต่ำ (Subprime Lending) ที่ต้องการ นำเงินกู้ดังกล่าวไปซื้อบ้าน และที่ดิน ทำให้เกิดปัญหาตามมาจนบริษัทดังกล่าวต้องปิดตัวลง

และบริษัท เลห์แมน บราเธอร์ส ต้องขาดทุนถึง 25 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ทำให้ผลกระทบที่ได้รับดังกล่าวนั้นส่งผลให้บริษัทดังกล่าวต้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่อย่างไรก็ตาม กฎหมายก็ได้บัญญัติเกี่ยวกับหนี้ที่เกิดจากการทุจริตของลูกหนี้ เพื่อไม่ให้ลูกหนี้ได้รับประโยชน์จากกฎหมายล้มละลาย อย่างเช่น หนี้ที่เกิดจากการหลบเลี่ยงภาษี โดยมิได้มีการระบุถึงรายได้ รายรับที่เกิดจากรายได้ทั้งหมดลงในบัญชี หรือแสดงรายการที่ควรแสดงไว้ในกรณีที่ลูกหนี้มีหน้าที่ที่ต้องเปิดเผย ทั้งนี้ รวมถึงค่าปรับ และค่าเสียหายอันเกิดจากการที่ลูกหนี้อาจขับรถในขณะที่เกิดอาการมึนเมา และสำหรับผลของการปลดเปลื้องหนี้หนี้ เจ้าหนี้จะต้องหมดสิทธิในการเรียกร้องให้ลูกหนี้จะต้องชำระหนี้ให้กับตนเอง ทั้งนี้ จะคงเหลือเพียงแต่สิทธิในการเรียกร้องที่เกิดจากการที่ต้องชำระหนี้ที่เกิดจากกองสินทรัพย์ของ ลูกหนี้ หรือตามที่ศาลเห็นด้วย

ซึ่งหากว่าเปรียบเทียบกับกฎหมายล้มละลายของไทยตามหลักการดังกล่าวนั้นจะเห็นได้ว่า ความซับซ้อนในการปลดจากการล้มละลายนั้นมีความยุ่งยากมากกว่ากฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากว่าตามกฎหมายไทยนั้น ลูกหนี้จะหลุดพ้นจากการล้มละลายได้ก็ต่อเมื่อมีการปลดจากล้มละลาย การยกเลิกการล้มละลาย และศาลมีความเห็นชอบกับการประนอมหนี้ ซึ่งสามารถเทียบเคียงได้กับหลักการปลดเปลื้องหนี้ตามกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา ส่วนในการยกเลิกการล้มละลายนั้นถือว่าหลักการดังกล่าวเป็นเหตุผลในทางบริหารคดี ซึ่งการยกเลิกการล้มละลายมิได้เป็นผลให้ลูกหนี้หลุดพ้นจากหนี้สินได้ ยกเว้นแต่ว่าลูกหนี้จะชำระหนี้หนี้เต็มจำนวนเท่านั้น หรือศาลสามารถพิจารณาจากข้อเท็จจริงได้ตามมาตรา 71 ซึ่งกำหนดไว้ว่า ให้ศาลมีคำสั่งปลดจากล้มละลายเมื่อศาลพิจารณาแล้วเห็นว่า

1. ได้แบ่งทรัพย์สินชำระให้แก่เจ้า หนี้ที่ได้ขอรับชำระหนี้ไว้แล้ว ไม่น้อยกว่าร้อยละห้าสิบ และ
2. ไม่เป็นบุคคลล้มละลายทุจริต คำสั่งปลดจากล้มละลายตามวรรคหนึ่ง ศาลอาจกำหนดเงื่อนไขเกี่ยวกับทรัพย์สินที่จะพึงได้มาในเวลาต่อไปก็ได้ แต่ต้องไม่เกินระยะเวลาที่บุคคลนั้นได้รับการปลดจากล้มละลายตามมาตรา 81/1

โดยก่อนที่จะมีคำสั่งไม่ยอมให้ปลดจากล้มละลาย ซึ่งกว่าศาลจะมีคำสั่งเป็นอย่างใดอย่างหนึ่งในเรื่องนี้นั้น อาจต้องใช้เวลานานในการตัดสินใจ หรือพิจารณาข้อเท็จจริง และต้องขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของศาล ส่วนในเรื่องของการปลดเปลื้องของสหรัฐอเมริกา นั้น ศาลจะมีความเห็นให้ลูกหนี้สามารถปลดเปลื้อง หรือขอชำระบัญชีปลด

เปลี่ยนได้ หากปรากฏว่า เจ้าหนี้ไม่มีใช้บุคคลธรรมดาที่มีคำขอคัดค้านในการปลดปล่อยหนี้ หรือในการมีคำสั่งให้ยกคำร้อง โดยการพิจารณาตามกฎหมายล้มละลายนั้นต้องพิจารณาตาม ข้อความจริงต่าง ๆ ดังเช่นของประเทศไทยที่มีความยุ่งยาก และซับซ้อนเป็นอย่างมาก รวมทั้งกระบวนการในการพิจารณาที่เป็นการล่าช้า

แนวคิดในเรื่องการฟื้นฟูกิจการนี้ เป็นแนวคิดหลักในบทบัญญัติตามกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้นบทบัญญัตินี้จึงเอื้ออำนวย และให้โอกาสในการที่ลูกหนี้จะได้เริ่มต้น หรือให้โอกาสในการตั้งตัวใหม่ ตามที่บทบัญญัติในมาตราต่าง ๆ ข้างต้น รวมถึงจำนวนลูกหนี้ที่ใช้กฎหมายล้มละลายเป็นทางออกให้แก่ธุรกิจ หรือกิจการของตนเอง หากว่าลูกหนี้มีการปฏิบัติตามกฎหมาย และกระทำการโดยสุจริตแล้ว ซึ่งหากเปรียบเทียบกับหลักตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ของไทยนั้น คงมุ่งเน้นแต่การคุ้มครองเจ้าหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน โดยหลักการดังกล่าวมิได้เป็นการคุ้มครองลูกหนี้เป็นหลัก เป็นเพียงแต่การ ให้เจ้าหนี้ได้รับการชำระหนี้อย่างเป็นธรรม และถือว่าการปฏิบัติของลูกหนี้ที่ล้มละลายนั้นเป็นการกระทำที่เกิดจากการทุจริต ดังนั้นการปลดจากล้มละลายตามกฎหมายล้มละลายของไทยจึงสามารถทำได้อย่างยากลำบาก และทรัพย์สินที่กฎหมายอนุญาตให้ติดตัวไว้ได้เป็นเพียงแต่ทรัพย์สินที่ใช้ในการดำรงชีพ และเป็นภาระทางครอบครัว ซึ่งการปลดจากล้มละลายตามกฎหมายไทยนั้น ลูกหนี้อาจไม่สามารถที่จะกลับมาฟื้นตัวได้ใหม่ โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจเกิดการตกต่ำ หรือจากการว่างงาน ทำให้เกิดการขาดสภาพคล่อง และไม่สามารถชำระหนี้ได้

4.1.3 ปัญหาทางภาษีและการบัญชี (Tax and Account)

ในการวิเคราะห์ปัญหาในด้านของระเบียบของสถาบันทางการเงินเกี่ยวกับการที่สินทรัพย์จะยังคงอยู่ในบัญชี (On Balance Sheet) หรือว่าอย่างไรจึงจะสามารถตัดสินทรัพย์ที่มีการโอนขายกันแล้วนั้นออกจากบัญชีซึ่งบดุล (Off Balance Sheet) ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้หรือไม่นั้น เป็นเรื่องที่สำคัญที่จำเป็นต้องมีการวิเคราะห์ว่า หลักเกณฑ์ใดบ้างที่ถือว่าเป็นจุดสำคัญในการที่นำมาพิจารณาประกอบ เนื่องจากว่าการโอนขายดังกล่าวนี้จะมีผลต่อกำไรขาดทุน ทั้งนี้ แนวทางปฏิบัติในตลาดอสังหาริมทรัพย์ ของประเทศสหรัฐอเมริกาที่เหมาะสมที่ประเทศไทยสามารถนำมาปรับใช้ให้เกิดประโยชน์ได้

ตามความเสี่ยงสำหรับการนำสินทรัพย์มาทำการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ ในประเทศสหรัฐอเมริกา มีการกำหนดการดำรงเงินทุนสำรองไว้ในกองทุน โดยมีการอ้างอิงถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพื่อเป็นการป้องกันผลกระทบที่จะเกิด

ต่อสถาบันการเงิน ซึ่งความเสี่ยงนั้นถูกโอนจากการกู้เงินจากสถาบันการเงินไปยังหลักทรัพย์ โดยอาจจะเป็นหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน (Asset Backed Securities : ABS) หรืออาจเป็นสินทรัพย์อื่นที่เกิดจากกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยสถาบันการเงินเป็นผู้ลงทุน ซึ่งสถาบันผู้ลงทุนถูกกำหนดว่าจะต้องมีการดำรงเงินทุนที่สามารถรองรับกับความเสี่ยงในตราสารทางการเงินที่สถาบันการเงินได้ลงทุน ซึ่งเมื่อวันที่ 3 มิถุนายน พ.ศ. 2542 Bank For International Settlements (BIS) ได้มีการเผยแพร่ร่าง และแนวทางในการกำหนดว่าเพียงใดจึงจะถือว่าเพียงพอต่อการดำรงกองทุน เพื่อความเสียหายซึ่งอาจเกิดขึ้นได้จากการลงทุนในหลักทรัพย์ของสถาบันการเงิน จากปัญหาในเรื่องนี้นั้นเมื่อเปรียบเทียบกับไทย ซึ่งไทยใช้หลักการปฏิบัติแนวเดียวกันกับสหรัฐอเมริกา คือ การกำหนดให้ธนาคารแห่งประเทศไทยนำข้อเสนอของ BIS มาประยุกต์ใช้ โดยการนำผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) จากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถืออย่างน้อย 2 แห่ง โดยแบ่งเป็นในประเทศไทย 1 แห่ง และต่างประเทศ 1 แห่ง เพื่อนำข้อมูลนั้นมาใช้อ้างอิงในการกำหนดความเสี่ยงในการเลือกที่จะลงทุนในตราสาร ABS และ MBS ซึ่งสามารถจำแนกได้ดังต่อไปนี้

1. ถ้าได้รับ Rating A+ ถึง A- ให้มีการกำหนดความเสี่ยงไว้ที่อัตราร้อยละ 50
2. ถ้าได้รับ Rating AAA หรือ AA- จากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือทั้งสองแห่ง โดยสถาบันในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้นจะต้องเป็นรายใดรายหนึ่งตามที่ได้กำหนดไว้ ดังนี้ S&P หรือ Moody's หรือ Fitch IBCA หรือ Bank Watch หรือ Duff & Phelps ตราสารดังกล่าวควรมีการกำหนดความเสี่ยงอยู่ที่อัตราร้อยละ 20
3. ถ้าได้รับ Rating ต่ำกว่า A- หรือไม่มีการจัดอันดับให้มีการกำหนดความเสี่ยงไว้ที่อัตราร้อยละ 100

ซึ่งจากการประเมิน และพิจารณาประเด็นในการประเมินความเสี่ยง เพื่อให้สถาบันทางการเงินต้องมีการดำรงกองทุนตามที่กฎหมายได้กำหนดไว้นั้น ก็เพื่อเป็นแนวทางในการป้องกันการเกิดปัญหา อันจะเกิดจากการที่ต้องมีภาระในการที่ต้องชำระค่าใช้จ่ายในทางภาษี หรือแม้กระทั่งการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในทางบัญชี

เมื่อพิจารณาระบบในการเสียภาษีในธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น สามารถพิจารณาได้จากหลักเกณฑ์ คือ ต้นทุนของผู้ที่ทำธุรกรรมในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น จะต้องไม่มากกว่ากรณีที่ไม่ได้ทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งไม่จำเป็นที่จะต้องมีการยกเว้นภาษีให้เป็นพิเศษ แต่การจัดโครงสร้างของนิติบุคคลเฉพาะกิจให้ถือ

ว่ามีกำไรในทางภาษี เพื่อให้นิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับประโยชน์ จากการที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูง เนื่องจากมีการแยกสินทรัพย์ออกมาอย่างเด็ดขาดจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ซึ่งทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถดำรงอยู่ได้อย่างอิสระจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ โดยที่นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่ควรมีการทางภาษี อันจะทำให้ต้องประสบกับภาวะล้มละลายได้หากว่าไม่สามารถจ่ายชำระหนี้ได้ และในประเทศต่าง ๆ นั้น ภาษีที่เรียกเก็บในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์พิจารณาโดยแยกเป็นภาษีที่เรียกเก็บ คือ ภาษีที่เรียกเก็บจากการขาย / โอนลูกหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ (Originator) ไปให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ ในขั้นตอนของการขาย / โอนหนี้จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น โดยปกติแล้วจะไม่มีภาษีการขายซึ่งได้รับยกเว้นตามภาษีมูลค่าเพิ่มตามพระราชกฤษฎีกา (ฉบับที่ 239) พ.ศ. 2534 แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชกฤษฎีกา (ฉบับที่ 333) พ.ศ. 2541 มาตรา 3 (8) ในกระบวนการขายสินทรัพย์นั้นทำให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีรายได้รับ ทั้งนี้ จึงจำเป็นที่จะต้องมีการรับรู้รายได้ดังกล่าว โดยการให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ต้องนำมารวมคำนวณเป็นรายได้ เพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล และหากว่าในกรณีที่กระบวนการในการแปลงสินทรัพย์ นั้นเป็นอันเลิกโดยการสิ้นสุดโครงการ ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องขายสินทรัพย์คืนให้แก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ในส่วนนี้จะได้รับการยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่มตามมาตรา 3 (8) เช่นกัน ซึ่งขั้นตอนในการขายลูกหนี้ประเภท Mortgage Backed Securities : MBS จะต้องได้รับการยกเว้นในการที่ไม่ต้องมีการเสียภาษีมูลค่าเพิ่มด้วย เนื่องจากว่าการทำธุรกรรมดังกล่าวนี้เป็นเพียงแต่การโอนสภาพแห่งหนี้เท่านั้น ซึ่งไม่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่ม ไม่ใช่การขายที่เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันออกไปจริง ๆ จากการได้รับการยกเว้นนี้ ทำให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่สามารถเรียกภาษีมูลค่าเพิ่มได้อีกในภายหลัง อย่างไรก็ตาม ธุรกรรมสภาพการอาจพิจารณาการบันทึกบัญชีที่วรายได้จากการขายสินทรัพย์เงินกู้ให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจให้รวมถึงดอกเบี้ย และเงินสด และผลประโยชน์ที่เหลือถ้าเป็นเช่นนั้นผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะมีกำไรจากการขายที่ต้องเสียภาษี ในกรณีดังกล่าว ดอกเบี้ย และผลประโยชน์ตามที่กล่าวมานั้นอาจถูกตัดออกจากบัญชี หากว่าเป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมาย

ซึ่งในระบบภาษีของประเทศไทยนั้น หากว่าเปรียบเทียบในประเด็นของการโอน/ขายสินทรัพย์ในธุรกรรมแปลงสินทรัพย์ แต่เมื่อเปรียบเทียบกับกรณี และแนวทางในการพิจารณาสำหรับประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการวิเคราะห์การโอนสินทรัพย์ในธุรกรรมดังกล่าว แยกประเภทสำหรับการขาย และการให้กู้ในทางภาษี ซึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นใช้รูปแบบของการให้ความไว้วางใจ องค์การซึ่งเป็นอิสระที่ไม่ต้องเสียภาษี ในกรณีผู้ถือประโยชน์จะเป็นผู้เสียภาษีจากกำไรของผู้ที่ได้รับความไว้วางใจ แต่ยังคงมีข้อจำกัดในการจัดเก็บภาษีจากการออกหลักทรัพย์ที่มีความหลากหลาย และมีอยู่หลายประเภท ซึ่งมีแนวทางในการพิจารณา ดังนี้

1. ในการโอนสิทธิ์ ผู้ซื้อได้รับรู้ผลประโยชน์จากการเพิ่มค่าของสิทธิ์หรือไม่
2. ผู้รับโอนมีหน้าที่ในการเรียกเก็บเงินจากบัญชีลูกหนี้ และรับภาระค่าใช้จ่ายจากการเรียกเก็บเงินหรือไม่
3. มีสัญญาใดบ้างที่กำหนดให้ผู้โอนดำเนินการใด ๆ ต่อผู้รับโอน ซึ่งอาจเกิดขึ้นจากการที่ผู้รับโอนกระทำการเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ให้แก่ผู้รับโอนหรือไม่
4. ผู้รับโอนมีหน้าที่ที่ต้องรับผิดชอบต่อสิทธิ์ทั้งหมดที่รับโอน รวมทั้งประโยชน์การขาย หรือการชำระภาษีหรือไม่
5. ในกรณีที่ผู้รับโอนเป็นบริษัทรายย่อยของผู้โอน จะพิจารณาว่า ผู้รับโอนนั้นมีพนักงานที่ทำงานเป็นอิสระแยกจากผู้โอนหรือไม่ รวมทั้งการพิจารณาวิธีการจัดหาทุนของผู้รับโอน เพื่อซื้อลูกหนี้จากผู้โอนว่าอย่างไร
6. ลูกหนี้ได้รับการบอกกล่าวในการโอนหรือไม่ และผู้รับโอนยังคงมีสิทธิในการตรวจสอบข้อมูลของผู้โอน ณ เวลาใด ๆ หรือไม่
7. ผู้รับโอนเป็นผู้เรียกเก็บเงินจากลูกหนี้หรือไม่ ถ้าหากว่าเป็นผู้เรียกเก็บเงิน ผู้รับโอนนั้นสามารถตรวจสอบในการปฏิบัติงานของผู้โอนหรือไม่ อย่างไร

หากว่าเป็นประเทศไทยนั้น จะต้องมีการตีความให้ชัดเจนเกี่ยวกับการขายว่าการขายนั้นเป็นการตีความหมายในทางภาษีได้หรือไม่ ซึ่งการตีความทางการขายนั้น อาจมีความไม่ชัดเจน เนื่องจากว่าอาจตีความไปในทางการกู้ยืมที่มีหลักประกันได้ และในส่วนของภาษีที่เรียกเก็บกับนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น ต้องมีการบันทึกสิทธิ์ในการรับโอน หรือต้องมีการบันทึกค่าใช้จ่ายส่วนอื่นหรือไม่นั้น ต้องมีการพิจารณาว่ามีการจัดโครงสร้างอย่างไร นิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้มีการจัดตั้งตามกฎหมายที่จะได้รับประโยชน์จากลูกหนี้ ซึ่งต้องมีการเสียภาษีกำไรที่ได้รับมา นิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการจัดตั้งโครงการในการแปลงสิทธิ์นั้น ต้องได้รับการยกเว้นในการเสียภาษีนิติบุคคลเฉพาะกิจ ทั้งนี้ รวมเงินทั้งหมดของนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ได้รับ และนำไปลงทุนตามที่ได้มีการกำหนดในหนังสือชี้ชวนด้วย

ส่วนในเรื่องของประเด็นทางบัญชีที่ทั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ และผู้จำหน่ายสินทรัพย์ต้องพิจารณานั้น ประกอบไปด้วยหลายส่วนด้วยกัน แต่จากการศึกษาพบว่าแนวทางของบัญชีของประเทศไทยนั้นยังไม่มี ความชัดเจน และสมบูรณ์ในเรื่องดังกล่าว มากนัก อีกทั้งยังนำหลักเกณฑ์ของสหรัฐอเมริกา มาปรับใช้ ซึ่งจากการวิเคราะห์ในประเด็นนี้ นั้นจึงจำเป็นต้องวิเคราะห์มาตรฐานทางบัญชีของประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นหลัก กล่าวคือ ประเทศสหรัฐอเมริกานั้นมีมาตรฐานทางบัญชีอยู่ 2 มาตรฐาน คือ General Accepted Accounting Principles (GAAP) ซึ่งใช้เป็นหลักในการพิมพ์เผยแพร่ต่อหน้าสาธารณชน และอีกหลักที่สำคัญ คือ Regulatory Accounting Principles (RAP) ใช้สำหรับการรายงานต่อหน่วยงานราชการ และแนวทางที่มีการยึดถือปฏิบัติ นั้น ก็เป็นแนวทางมาตรฐานทางบัญชีระหว่างประเทศฉบับที่ 39 “IAS 39 (Revised 2005) Financial Instruments : Recognition and Measurements” มีประเด็นที่ต้องวิเคราะห์ว่า ปัญหา หรือการตัดสินทรัพย์ออกจากงบดุลนั้น จะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ใดบ้าง เนื่องจากว่าหลักทรัพย์ที่มีการลงทุนอยู่ในปัจจุบันนั้นอาศัยช่องทางในการ บัญชี รวมทั้งสถาบันทางการเงินเองที่ใช้ช่องทางดังกล่าวในการระดมทุน รวมทั้งการหลีกเลี่ยงการจ่ายภาษี จึงต้องวิเคราะห์ถึงหลักเกณฑ์ที่สามารถตัดรายการสินทรัพย์ออกจากงบดุลได้ ดังนี้

1. ประเด็นการพิจารณาในการตัดรายการสินทรัพย์ทางการเงินภายใต้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น ต้องมีการพิจารณาตีความในเรื่องของมาตรฐานทางบัญชีว่า ก่อนการพิจารณาตัดบัญชีสินทรัพย์ทางการเงินจะเป็นการตัดบัญชีสินทรัพย์ทั้งหมด หรือหากว่าเข้าตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้ให้ตัดได้แค่บางส่วนเท่านั้น ซึ่งเกณฑ์ทางบัญชีที่ต้องนำมาพิจารณา คือ สินทรัพย์นั้นต้องเป็นกระแสเงินสดที่สามารถระบุได้เป็นการเฉพาะเจาะจง สินทรัพย์ทางการเงินนั้นต้องมีการประกอบด้วยกระแสเงินสดตามสัดส่วนของจำนวนรวมของกระแสเงินสดของสินทรัพย์ ทั้งนี้ หากว่าไม่ได้มีการระบุตามที่กล่าวมา และไม่ได้อยู่ภายใต้เงื่อนไขตามที่กำหนดให้ตัดบัญชีรายการสินทรัพย์ได้ทั้งหมดของจำนวนนั้น

2. กิจการที่ถือว่าสามารถตัดรายการสินทรัพย์ออกจากงบดุล หรือถือว่าการโอนเช่นใดจึงเป็นการตัดรายการสินทรัพย์ออกจากงบดุลได้

2.1 กิจการโอนสิทธิเรียกร้องตามสัญญาที่ได้รับกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ทางการเงิน และกิจการนั้นยังคงสิทธิเรียกร้องตามสัญญาที่ได้รับกระแสเงินสดจากสินทรัพย์นั้น หรือยังมีภาระที่ต้องจ่ายกระแสเงินสดให้แก่ผู้รับรายใดรายหนึ่ง หรือว่าหลายราย

2.2 กิจการนั้นต้องไม่มีภาระผูกพันที่ต้องชำระกระแสเงินสดให้แก่ผู้อื่น ยกเว้นแต่ว่าเป็นกิจการที่ได้รับกระแสเงินสดจำนวนเดียวกันนั้นจากสินทรัพย์ที่มีการโอน

2.3 กิจการที่ถูกจำกัดทางเงื่อนไขว่า ไม่สามารถนำไปใช้ในการโอนการขายสินทรัพย์ที่นอกเหนือไปจากการนำไปโอน เพื่อ เป็นหลักประกันสำหรับภาระผูกพันที่จำเป็นต้องจ่ายกระแสเงินสดให้ผู้รับตามที่ได้มีการตกลงกันไว้ในสัญญา หรือตามเงื่อนไขที่ได้มีการตกลงกันเท่านั้น รวมถึงกิจการที่ไม่สามารถโอนกระแสเงินสดไปลงทุนอย่างอื่นได้นอกจากการสำรองเงินนั้นไว้เพื่อส่งมอบเป็นดอกเบี้ยให้แก่ผู้รับตามที่ได้มีการตกลงกันไว้

3. การเปิดเผยข้อมูล

ในการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กฎหมายกำหนดให้กิจการต้องเปิดเผยข้อมูล และนโยบายที่เกี่ยวข้องกับทางบัญชี รวมถึงสินทรัพย์ทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลที่ต้องมีการเปิดเผย คือ มูลค่ายุติธรรมที่ได้จากการแปลงสินทรัพย์ ขั้นตอนรายละเอียดในการทำธุรกรรม ราคาของสินทรัพย์จำนวนสินทรัพย์ที่มีการโอน /ขายกัน เป็นต้น และให้มีการจัดชั้นของสินทรัพย์การเงิน เช่นเดียวกับกรณีที่ยังคงสินทรัพย์นั้นอยู่ในกิจการ ทั้งนี้ รวมถึงสินทรัพย์ที่ไม่เข้าเงื่อนไขที่สามารถตัดรายการสินทรัพย์ออกจากรายการได้ ให้เปิดเผยข้อมูลดังกล่าวด้วย

4.1.4 ปัญหาการจัดอันดับ ความน่าเชื่อถือของตราสารการเงิน (Credit Enhancement)

จากการวิเคราะห์ปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในประเทศสหรัฐอเมริกา นั้นเป็นการจัดคุณภาพ ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ และความสามารถที่ผู้ออกตราสารนั้นจะสามารถชำระเงินต้นคืน พร้อมทั้งการนำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือเผยแพร่แก่นักลงทุน บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (U.S. Securities and Exchange Commission หรือ SEC) ซึ่งการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทด้วยกัน คือ การจัดอันดับตราสารที่

ออกโดยธุรกิจเอกชน และการจัดอันดับตราสารที่ออกโดยรัฐบาล แต่ในการจัดอันดับตราสารหนี้ของรัฐบาลนั้น Credit Rating Agency (CRA) จะเป็นผู้คำนึงถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศเป็นสำคัญ และบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้มีกฎหมายที่เรียกว่า “Credit Rating Agency Reform Act of 2006” ที่กำหนดให้ต้องเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญต่อสาธารณะชนไม่ว่าจะเป็นวิธีการในการจัดอันดับ การเก็บเกี่ยวข้อมูลในการจัดอันดับ รวมถึงกระบวนการจัดข้อมูลต่าง ๆ ไม่ให้มีการนำประโยชน์ไปใช้ในทางที่ผิดได้ แต่อย่างไรก็ตาม แม้จะมีกฎหมายที่ควบคุมการทำงานของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ แต่รัฐบาลไม่มีสิทธิที่จะสามารถเข้าไปแทรกแซงการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตราสารการเงินได้ แม้กฎหมายจะกำหนดให้บริษัทที่ต้องการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแก่ตราสารต้องมีการยื่นเอกสารในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ผ่าน ๆ มาก่อน และต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าสามารถที่จะผ่านเกณฑ์ และจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้หรือไม่ อย่างไรก็ตามจากการวิเคราะห์ปัญหาดังกล่าวเห็นได้ว่า ปัญหาที่เกิดจากความผิดพลาด และการที่กฎหมายไม่สามารถครอบคลุมไปถึงตราสารการเงินที่พัฒนาขึ้นใหม่ ๆ และมีความซับซ้อนมากขึ้น และเป็นปัญหาที่สำคัญ คือ

1. การเปิดเผยข้อมูลในกระบวนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้นมีเพียงพอแล้วหรือไม่ และต้องมากเท่าใดจึงจะเพียงพอที่จะไม่ส่งผลกระทบต่อหากเกิดการผิดพลาด
2. การติดตามคุณภาพของตราสารที่ได้ผ่านการจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่เพียงพออย่างที่ได้มีการจัดอันดับกันครั้งแรก
3. ผลประโยชน์ทับซ้อนกันระหว่างบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ กับผู้ขายตราสารที่รู้เห็นข้อมูลในการจัดอันดับ เพื่อให้ตราสารของตนได้รับการจัดอันดับที่น่าเชื่อถือและนำลงทุนแก่นักลงทุน

ซึ่งจากปัญหาที่กล่าวมาแล้วข้างต้นนั้น เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับปัญหาที่เกิดจากการลงทุนในตราสารที่พัฒนา และมีความซับซ้อนมากอย่างตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) พัฒนาขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ที่นักลงทุนให้ความสนใจ และอาศัยการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ เพื่อประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุน และบริษัทที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (U.S. Securities and Exchange Commission หรือ SEC) ทำการประเมิน และเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ 3 อันดับ คือ Fitch Rating, Moody's Investor Services และ Standard & Poor's Services และหลักทรัพย์ทั้ง

สองประเภทที่กล่าวมานั้นล้วนแล้วแต่เป็นหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเมื่อบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้พิจารณาแล้วนั้น แต่หาได้มีการวิเคราะห์ความเป็นไปได้ในอนาคตด้วยว่าอัตราความเสี่ยงจะมีมากขึ้น หรือลดตามไปด้วย เมื่อการวิเคราะห์ได้วิเคราะห์ตามแนวโน้มของตลาดการเงินซึ่งอิงปัจจุบันเป็นหลัก ทำให้ในอนาคตเมื่ออสังหาริมทรัพย์มีมูลค่าลดต่ำลง รวมถึงการติดตามที่ยังมีไม่เพียงพอ จึงเป็นผลให้นักลงทุนที่เชื่อ และอ้างอิงการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในการตัดสินใจลงทุน ต้องประสบกับปัญหาในการขาดทุน และเข้าสู่ภาวะล้มละลาย เนื่องจากความหละหลวม ไม่ว่าจะในด้านข้อมูลที่ยังมีการเปิดเผยไม่เพียงพอ และข้อมูลที่ถูกสร้างขึ้น เพื่อให้ตราสาร หรือหลักทรัพย์นั้นได้รับความน่าเชื่อถือเพียงเท่านั้น และจากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) ซึ่งเป็นตราสารที่ถือว่าข้อมูลที่มีนั้นยังไม่เพียงพอ เนื่องจากเป็นตราสารที่เกิดขึ้นใหม่ และมีการพัฒนาให้เกิดความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น ทำให้เป็นปัญหาในการจำข้อมูลที่จะมาพิจารณาประกอบ ด้วยสาเหตุที่ว่า การหามูลค่าที่แท้จริงของตราสารอนุพันธ์ CDOs เป็นไปได้ยาก เพราะตราสารดังกล่าวเกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง ซึ่งเป็นการนำเอาสินทรัพย์ ตัวอย่างเช่น สินเชื่อรถยนต์ สินเชื่อบ้าน เครดิตการ์ด หรือหุ้นกู้มารวมกันแล้วแปลงสินทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์ และนำออกขายให้แก่ลงทุน ซึ่งสินทรัพย์ที่กล่าวมานั้นเป็นการยากที่จะสามารถหามูลค่าที่แท้จริงได้ รวมถึงตราสารอนุพันธ์ CDS ที่เป็นการโอนกันเฉพาะความเสี่ยง มิได้มีการโอนสินทรัพย์ที่แท้จริงแต่อย่างใด ทำให้นักลงทุนที่มีข้อมูลไม่เพียงพอ และอาศัยการจัดอันดับความน่าเชื่อถือตามที่ได้กล่าวมาแล้วนั้นได้รับผลกระทบ รวมทั้งประเทศไทย ซึ่งหากว่ามีการพัฒนาตราสารทางการเงินที่มีความซับซ้อนมากกว่าเดิม และเป็นไปได้ยากที่จะหาข้อมูลนั้นจะอย่างไร และหากว่าความผิดพลาดในการลงทุนที่อาศัยการจัดอันดับความน่าเชื่อถือเกิดการผิดพลาดขึ้น บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือควรต้องรับผิดชอบหรือไม่ แล้วหากว่าต้องรับผิดชอบนั้นต้องมีมากเพียงใด

4.2 วิเคราะห์ผลกระทบ และแนวทางแก้ไขที่ประเทศไทย และสถาบันการเงินของต่างประเทศได้รับจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน

การขยายตัวของวิกฤตการณ์ซับไพร์มของสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นประเทศที่มีขนาดใหญ่ รวมถึงมีการพัฒนาตราสารทางการเงินตามที่ได้กล่าวรายละเอียดมาแล้วในบทที่ 3 นั้น ทำให้เกิดการเชื่อมโยงกับเรื่องเศรษฐกิจ ทั้งด้านของการค้า และการเงินกับประเทศอื่น ๆ ในโลก ซึ่งมีการแพร่ขยายไปอย่างกว้างขวาง ซึ่งวิกฤตการณ์ซับไพร์มดังกล่าวนี้เอง ทำให้ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจภายในของสหรัฐอเมริกา รวมทั้งไทยด้วย ในประเด็นนี้จึงจำเป็นต้อง

วิเคราะห์ว่า จากเหตุการณ์ตามที่กล่าวมานั้น เกิดผลกระทบต่อประเทศที่มีอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ และเป็นศูนย์กลางทางการค้าอย่างสหรัฐอเมริกา และไทยอย่างไรบ้าง

4.2.1 วิเคราะห์ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจทั้งใน และต่างประเทศ

จากการขยายตัว และการพัฒนาจากการลงทุนในตราสารทางการเงินอย่างตราสารอนุพันธ์ CDOs (Collateralized Debt Obligations) และตราสารอนุพันธ์ CDS (Credit Default Swap) อันเป็นที่มาของการเกิดวิกฤตการณ์ซับไพร์ม ทำให้เกิดผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา เกิดความปั่นป่วนต่อตลาดการเงิน และตลาดทุนที่ผ่านมา ทำให้เป็นการสะท้อนภาวะของการขาดสภาพคล่อง รวมถึงการส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น และมาตรฐานในการปล่อยกู้สินเชื่อยิ่งปรับตัวสูงขึ้น ซัดความสามารถในการชำระหนี้ และการบริโภคของประชาชนจึงลดลงตามลำดับ ซึ่งจากที่กล่าวมานั้น หากวิเคราะห์แล้วจะเห็นได้ว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารทางการเงินดังกล่าวโดยขาดการกำกับดูแลที่ดีของรัฐบาล และการปล่อยเสรีทางการเงิน เป็นเหตุของการก่อให้เกิดความเสียหาย และผลกระทบทั้งต่อไทย และสหรัฐอเมริกา จึงแยกการวิเคราะห์ได้ดังต่อไปนี้

1. ผลกระทบต่อสถาบันการเงิน สถาบันการเงินใหญ่ ๆ เป็นจำนวนมากทั้งของสหรัฐอเมริกา และยุโรปที่ต้องประสบกับการล้มละลาย และปัญหาการขาดสภาพคล่อง ทำให้ทางรัฐบาลต้องเข้าให้ความช่วยเหลือ ซึ่งผลกระทบที่เกิดจากการล้มละลายของสถาบันทางการเงินนั้น ทำให้เกิดการปรับตัวลดลงของราคาหุ้น ประกอบกับการขาดความเชื่อมั่นที่ทำให้นักลงทุนจำเป็นต้องขายหุ้นทิ้ง ตลาดหุ้นหลายแห่งต้องปิดตัว และปิดทำการระหว่างการซื้อขาย เนื่องจากราคาหุ้นลดลงต่ำกว่าระดับที่กำหนด ตัวอย่างเช่น รัฐบาลของสหรัฐอเมริกาต้องร่วมมือกับธนาคารกลางในการเข้าไปช่วยเหลือธนาคารเพื่อการลงทุน Bear Stearns สถาบันการเงินซึ่งมีหน้าที่ในการให้สินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ 2 แห่งอย่าง Fannie Mae และ Freddie Mac บริษัทประกันอย่าง American International Group (AIG) ซึ่งมีมูลค่าในการช่วยเหลือสถาบันทางการเงินคิดได้เป็นมูลค่ากว่า 11 ล้านล้านบาท ซึ่งมีมูลค่าที่มากกว่า GDP ในประเทศไทย ส่วนที่สถาบันการเงินที่ปล่อยให้ล้มละลายไปนั้น คือ ธนาคารเพื่อการลงทุน Lehman Brother ซึ่งใหญ่เป็นอันดับ 4 ของสหรัฐอเมริกา และมีอายุเก่าแก่ถึง 158 ปี สถาบันการเงินในยุโรปที่ประสบปัญหาเช่นเดียวกัน คือ ประเทศอังกฤษ ซึ่งกระทรวงการคลังได้มีการเตรียมแผนลงถึงการช่วยเหลือ โดยนำเงินจำนวน 37,000 ล้านปอนด์ (ประมาณ 2.176 ล้านล้านบาท) มาซื้อหุ้นในธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 3 รายของอังกฤษ คือ รอยัล แบงก์ ออฟ สกอตแลนด์, เอชบีไอเอส และ ลอยด์ ทีเอสบี จากการลดลงของราคาหุ้นดังกล่าว ทำให้ความมั่งคั่ง (Wealth) ของประชาชนลดลงตามไปด้วย ซึ่งเป็นอุปสรรคในการฟื้นตัวของการบริโภค

ของประชาชน และถือว่าเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้นโยบายทางการเงินนั้นไม่สามารถใช้ได้ ซึ่งจากสาเหตุที่กล่าวสามารถแสดงอัตราการปรับลดลงของตลาดหุ้นได้ดังตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 : ดัชนีตลาดหุ้นเปรียบเทียบต้นปี 2008 ถึง ธันวาคม 2008

ตลาดหุ้น	ดัชนีหุ้น มกราคม 2008	ดัชนีหุ้น 10 ธันวาคม 2008	เปลี่ยนแปลง ร้อยละ
New York (Dow Jones)	13,300	8,761	-34.12
London (FTSE 100)	5,900	4,367	-25.98
Nikkei	15,000	8,598	-42.68
Hang Seng	28,000	15,571	-44.39
SET	850	423	-50.24

ที่มา : ถวิล นิลใบ. (2553). 2008 วิกฤตการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา. ค้นเมื่อ 20 มีนาคม 2553: จาก <http://www.eco.ru.ac.th/tawin/article/Subprime.pdf>.

จากปัญหาดังกล่าว ทำให้การใช้จ่ายของประชาชนในสหรัฐอเมริกาจึงปรับตัวลดลงร้อยละ 3 ในไตรมาสที่ 2 ของปี ค.ศ. 2008 จากผลดังกล่าว ทำให้อัตราการค้างชำระหนี้บัตรเครดิต และสินเชื่อในสหรัฐอเมริกาเพิ่มสูงขึ้น การหดตัวของการบริโภคของประชาชนชาวอเมริกันปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยตัวเลขแต่ละครัวเรือน และเอกชนจากเฉลี่ย 150% ของ GDP เพิ่มสูงขึ้นเป็น 340% ซึ่งจากสาเหตุที่ทำให้เกิดสภาวะการขาดทุน และการขาดสภาพคล่องของตลาดเงินที่ทำให้ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้น นอกจากนี้ยังมีเหตุผลที่สำคัญอีกสามประการ ประการแรก ราคาบ้านปรับลดลง ราคาบ้านจึงมีราคาที่ต่ำกว่าวงเงินที่กู้ยืมส่งผลให้คนอเมริกันทิ้งบ้าน ซึ่งจากผลดังกล่าว อาจเป็นเหตุทำให้สถาบันการเงินเกิดหนี้เสียเพิ่มมากขึ้น ประการที่สอง ส่งผลกระทบต่อธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการบริโภคของคนอเมริกัน เช่น ห้างสรรพสินค้า ธุรกิจรับสร้างบ้าน เป็นต้น และประการสุดท้าย ความสามารถในการกู้

สินเชื่อของอเมริกันที่เคยใช้ที่อยู่อาศัยเป็นสินทรัพย์ในการค้ำประกันเงินกู้นั้นไม่สามารทำได้อีก จนกว่าปัญหาทางการเงินที่ประสบอยู่นั้นจะหมดไป

2. ผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ จากการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาอย่างต่อเนื่อง และสิ้นสุดลงในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2007 ภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา และประเทศในสหภาพยุโรปถือว่าเป็นตลาดขนาดใหญ่ ดังที่เห็นได้จากค่า GDP ของสหรัฐอเมริกาขนาดร้อยละ 25 ของ GDP โลก นอกจากนี้ประเทศที่ถือว่าเป็นประเทศที่มีความโดดเด่นทางเศรษฐกิจกว่าอีก 10 ประเทศ ที่มีแนวโน้มว่าจะมีการหดตัวของเศรษฐกิจ ดังที่จะแสดงตามตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 : ผลผลิตมวลรวมของโลก (Gross World Product) ปี ค.ศ.2007

ลำดับ	ประเทศ	GDP (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)	เปอร์เซ็นต์ (%)
1	สหรัฐอเมริกา	13,807,550	25.30
2	ญี่ปุ่น	4,384,380	8.03
3	จีน	3,382,445	6.80
4	เยอรมนี	3,320,913	6.08
5	สหราชอาณาจักร	2,803,404	5.14
6	ฝรั่งเศส	2,593,777	4.75
7	อิตาลี	2,117,516	3.86
8	สเปน	1,439,983	2.64
9	แคนาดา	1,436,086	2.63
10	บราซิล	1,333,502	2.41

ที่มา : Wikipedia, the free encyclopedia. (2010). **List of countries by nominal GDP growth rate.** Retrived April 10, 2010: from http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_growth.

จากการขยายตัวของมวลรวมการผลิตตามที่ได้แสดงในตารางนั้น ส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าที่เกิดจากการหดตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา สถาบันการเงิน และกองทุนต่าง ๆ ที่ประสบปัญหาจากวิกฤตการณ์ซับไพร์มที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตราสาร

ทางการเงินอย่าง CDO และ CDS เป็นผลทำให้ตลาดสินค้าเกิดการชะลอตัวไม่ว่าจะเป็น ราคา น้ำมัน ราคาวัสดุก่อสร้าง สินค้าพืชเกษตร เป็นต้น ซึ่งราคาสินค้า เหล่านี้เกิดการหดตัว และชะลอตัวควบคู่ไปกับอัตราการลดลงของราคาอสังหาริมทรัพย์ที่นำไปสู่สภาวะที่เรียกว่า “เงินฝืดทั่วโลก (Global Deflation)” ซึ่งเป็นเหตุสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจเกิดการพัฒนา และการเติบโตที่ช้าลง ทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อไปทั่วโลก ทำให้เกิดอัตรา การว่างงานเพิ่มสูงขึ้นถึงร้อยละ 6.1 ในเดือนกันยายน ปี ค.ศ. 2008 และมีการหดตัวในภาคของการผลิต โดย Factory Index ปรับตัวลดลงมาที่ 43.50 ในเดือนกันยายน ซึ่งต่ำสุดนับตั้งแต่ตุลาคม ปี ค.ศ. 2001 จากปัญหาที่เกิดจากวิกฤตการณ์ซับไพร์ม ที่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงต้องรับผลในปัญหาของอุตสาหกรรมรถยนต์เมื่อ 3 บริษัทผู้ผลิตรถยนต์ขนาดใหญ่ของสหรัฐอเมริกา ได้แก่ General Motor, Ford และ Chrysler ต้องประสบปัญหาการขาดทุน โดยจำเป็นต้องพึ่งพาในการกู้ยืมเงินจากรัฐบาล เพื่อเป็นการช่วยเหลือมิให้กิจการต้องอยู่ในภาวะล้มละลาย เนื่องจากการขาดสภาพคล่องของเงินทุน รวมถึงการปรับเพิ่มขึ้นของราคาวัตถุดิบ และราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้นตาม ทำให้ภาคเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาได้รับผลกระทบ อีกทั้งยังส่งผลกระทบต่อประเทศที่มีคู่ค้าที่สำคัญอย่างสหรัฐอเมริกาเป็นแหล่งของวัตถุดิบ และการส่งผลผลิตในการจำหน่ายด้วย

จากผลกระทบที่เกิดต่อสหรัฐอเมริกาทั้งด้านการเงิน และเศรษฐกิจเป็นผลให้ประเทศต่าง ๆ ได้รับผลกระทบจากการเกิดวิกฤตการณ์ดังกล่าว รวมถึงการลงทุนในตราสารตามทีกล่าวมาแล้วนั้น หลาย ๆ ประเทศที่มีสหรัฐอเมริกาเป็นคู่ค้าที่สำคัญล้วนแต่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ แต่อย่างไรก็ตาม ปัญหาซับไพร์มยังจำกัดอยู่ในกลุ่มประเทศที่มีวิวัฒนาการทางการเงินสูงอย่างประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป ญี่ปุ่น สิงคโปร์ สำหรับไทยนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยรายงานว่ามีธนาคารเพียง 4 แห่งเท่านั้นที่มีการลงทุนในตราสาร CDOs (Collateralized Debt Obligations) และมีวงเงินลงทุนรวมถึง 715 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ คิดเป็นร้อยละ 0.6 จากข้อมูลดังกล่าวพบว่า สถาบันทางการเงินของไทยได้รับผลกระทบดังกล่าวค่อนข้างต่ำ แต่จากการที่ไทยเป็นระบบเศรษฐกิจที่ต้องมีการพึ่งพิงการส่งออกสูง และมีการส่งออกในสหรัฐอเมริกาคิดได้เป็นร้อยละ 12.61 ทำให้การชะลอตัวของเศรษฐกิจดังกล่าวส่งผลกระทบต่อประเทศไทยซึ่งมีตัวด้วยกันอยู่ 2 ส่วนที่สำคัญ คือ ส่วนแรกเป็นเรื่องของการเงินอันเป็นผลที่เกิดขึ้นในทันที ส่วนที่สอง เป็นในเรื่องของการค้า และการท่องเที่ยว ซึ่งผลกระทบในส่วนที่สองนี้สามารถแบ่งออกได้ทั้งทางตรง และทางอ้อมดังต่อไปนี้

1. ผลกระทบทางการเงิน ผลกระทบที่เกิดทางการเงินนี้ยังมีจำนวนที่น้อย เนื่องจากไทยมีการเชื่อมโยงภาคการเงินกับสหรัฐอเมริกาไม่มากนัก เมื่อเทียบกับประเทศในแถบยุโรป และลาติน อเมริกา ซึ่งผลกระทบทางภาคการเงิน คือ การที่ธนาคาร

พาณิชย์ของไทยไปลงทุนซื้อตราสาร CDOs (Collateralized Debt Obligations) ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งมี 2 ธนาคาร ได้แก่ ธนาคารกรุงไทย และธนาคารกรุงศรีอยุธยา ซึ่ง CDOs มูลค่า 160 และ 85 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ตามลำดับ และธนาคารที่ทำธุรกรรมกับธนาคารเพื่อการลงทุนที่ล้มละลาย เช่น การซื้อหุ้นกู้ของเลห์แมน บราเธอร์ส 3.5 พันล้านบาท จากปัญหาดังกล่าว ทำให้ส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นที่ดัชนีหุ้นตกระหว่างการซื้อขาย 50.08 จุด หรือ 10.02% ทำให้ไทยต้องนำมาตรการเซอร์กิตเบรกเกอร์ คือ การหยุดพักการซื้อขาย 30 นาทีมาใช้ และทำให้ไทยเริ่มเกิดสภาวะสภาพคล่องตึงตัวขึ้น และความเชื่อมั่นของการกู้ยืมเงินระหว่างสถาบันการเงินในประเทศลดลง อัตราส่วนในการกู้เงินฝาก (Loan to Deposit Ratio) อยู่ในระดับที่ต่ำ คือ ประมาณร้อยละ 104.77 (ซึ่งในปี ค.ศ. 1997 สูงถึงร้อยละ 143.26) มีการดำรงสำรองสินทรัพย์สภาพคล่องไว้ถึงร้อยละ 6.43 (ซึ่งในปี ค.ศ. 1997 มีร้อยละ 31.04) การพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศต่ำ โดยมีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อส่วนของผู้ถือหุ้นคิดเป็นร้อยละ 0.90 และเป็นหนี้ระยะสั้นเพียงร้อยละ 0.58 โดยสถาบันการเงินไทยมีการพึ่งพาเงินทุนจากเงินฝากในประเทศเป็นหลัก ซึ่งการถือครองสินทรัพย์ต่างประเทศต่ำ โดยสถาบันการเงินของไทยนั้นมีนโยบายการปรับลดการลงทุนสินทรัพย์ต่างประเทศเป็นอย่างมาก นับตั้งแต่เดือนกันยายน ปี ค.ศ. 2007 เป็นต้นมา ทำให้ธนาคารหลักมีสัดส่วนในการถือครองสินทรัพย์ต่างประเทศประมาณร้อยละ 8.83 โดยเป็นการลงทุนในตราสารอนุพันธ์เพียงร้อยละ 0.81 และมีการตัดจำหน่ายตราสารที่มีปัญหา อย่างเช่น CDOs (Collateralized Debt Obligations) ซึ่งนับตั้งแต่ที่ไทยเคยประสบปัญหาแล้วในปี ค.ศ. 1997 ทำให้มีการปรับระเบียบในการกำกับดูแลสถาบันการเงินให้มีความเข้มงวดมากขึ้น มีการดำเนินนโยบายการปล่อยสินเชื่อที่มีความรัดกุมมากยิ่งขึ้น

2. ผลกระทบต่อการส่งออก เนื่องจากว่าไทยมีการพึ่งพาการส่งออก และตลาดสหรัฐฯ ค่อนข้างสูง แต่เมื่ออัตราระดับการพึ่งพาลดลงจากร้อยละ 20 เหลือเพียงร้อยละ 12 แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อนำตลาดการส่งออกของสหภาพยุโรป และญี่ปุ่นมารวมสัดส่วนของตลาดทั้งสามนั้นก็มีถึงร้อยละ 60 ของยอดการส่งออกรวม กล่าวคือ ตลาดทั้งสามนั้นมีความสำคัญ และมีแนวโน้มว่าจะปรับตัวลดลง ผลกระทบจึงมีมาก ซึ่งตลาดทั้งสามนั้นถือว่าเป็นตลาดที่มีขนาดใหญ่ของประเทศอาเซียน ทำให้การส่งออกไปยังประเทศอาเซียนติดลบไปด้วย และจะเป็นการส่งผลกระทบต่อไทยในการส่งวัตถุดิบทั้งสินค้าสำเร็จรูป และวัตถุดิบไปยังตลาดอาเซียน ทำให้อัตราการขยายตัวของประเทศไทยนั้นไม่เติบโตเท่าที่ควร แสดงได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 5 : อัตราการขยายตัวของสินค้าส่งออกของไทยปี 2535-2550

ปี (พ.ศ.)	อาเซียน%	ญี่ปุ่น%	สหรัฐอเมริกา%	สหภาพยุโรป%	ประเทศอื่น%
2535	26.81	10.85	20.65	7.94	11.00
2540	5.13	-6.16	12.72	4.14	4.52
2545	7.70	0.05	2.35	-3.20	10.73
2550	20.23	9.71	-1.31	15.48	25.92
2551 (ม.ค.-ต.ค.)	22.95	15.57	7.72	9.53	26.01

ที่มา : ทวีล นิลใบ. (2553). 2008 วิกฤตการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา. ค้นเมื่อ 20 มีนาคม 2553: จาก <http://www.eco.ru.ac.th/tawin/article/Subprime.pdf>.

3. ผลกระทบด้านการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ภาคการท่องเที่ยวถือว่ามีความสำคัญต่อประเทศไทยอีกประการหนึ่ง เนื่องจากเป็นแหล่งที่สามารถผลิตรายได้เข้าประเทศได้ถึง 470,625 ล้านบาท ในปี ค.ศ. 2006 นอกจากนี้ภาคการท่องเที่ยวยังเชื่อมโยงต่อภาคอุตสาหกรรมอื่น ๆ โดยเฉพาะอุตสาหกรรมบริการต่าง ๆ เช่น โรงแรม ร้านอาหาร การขนส่ง เป็นต้น ซึ่งเมื่อเกิดผลกระทบต่อภาคการท่องเที่ยวขึ้นนั้น ทำให้อัตราการจ้างงานมีจำนวนลดน้อยลงตามไปด้วย ซึ่งวิกฤตการณ์ซับไพร์มแม้ว่าจะเกิดขึ้นภายนอกประเทศ แต่ผลกระทบจะมีผลต่อการส่งออก และการท่องเที่ยว และแรงงานเป็นหลัก จากการปิดตัวลงของสถาบันการเงิน แรงงานส่วนใหญ่ล้วนแต่เป็นแรงงานที่อยู่ในธุรกิจเช่นว่านั้น ซึ่งเป็นแรงงานที่มีทักษะค่อนข้างสูง และทำงานในสำนักงาน และแรงงานอีกกลุ่มซึ่งต้องพึ่งพาอุตสาหกรรมในการส่งออก ทำให้เกิดการว่างงานเพิ่มเป็นจำ นวนมากขึ้น ทำให้มีการประเมินว่า การขยายตัวทางเศรษฐกิจไทยจากที่เคยมีการขยายตัวอัตราร้อยละ 3-4 ลดลงจากเดิมร้อยละ 5

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

จากการศึกษาถึงประวัติความเป็นมา มาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ / หรือดูแลตราสารอนุพันธ์ รวมทั้งการวิเคราะห์ปัญหา และผลกระทบตั้งแต่บทที่ 2 ถึงบทที่ 4 ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาแนวคิดพื้นฐานของการนำกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ทั้งหลักการ และสาระสำคัญต่าง ๆ มาใช้ในการออกตราสารอนุพันธ์ เพื่อนำออกจำหน่ายแก่นักลงทุน โดยอาศัยช่องว่าง และมาตรการทางกฎหมายในการดูแล และควบคุม เพื่อให้การออกตราสารสามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้เพียงพอ รวมถึงแนวความคิดระบบทุนนิยมเสรีของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีการเปิดเสรีทางการเงิน เพื่อให้ระบบการเงินเกิดเสถียรภาพมากที่สุด โดยการที่รัฐต้องไม่เข้าไปแทรกแซงระบบทางเอกชน และปล่อยให้กลไกต่าง ๆ นั้นเป็นไปตามกลไกของตลาดแทน ทำให้เกิดการพัฒนาระบบทุนนิยมเสรีในยุคต่าง ๆ มากมาย ดังเช่น แนวคิดลัทธิฟานิชนิยมที่มุ่งเน้นในการหาทำกำไรจากการค้า และ ความมั่นคงของรัฐยอมเกิดจากการค้าพาณิชย์ของเอกชน จนแนวคิดที่เกี่ยวกับเสรีภาพทางการค้า ได้มีการพัฒนา และขยายวง กว้างออกไปสู่บุคคลต่าง ๆ จนมาถึงลัทธิเสรีนิยมคลาสสิก โดยการนำของจอห์น ลอค ที่เห็นว่า “สิทธิ และเสรีภาพถูกอ้างอิงอยู่กับหลักสิทธิธรรมชาติจึงถือสิทธิ และเสรีภาพเป็นเป้าหมายสูงสุด” และภายหลังได้มีการพัฒนาแนวคิดตามความคิดของอดัม สมิท ที่เชื่อว่า “มือที่มองไม่เห็น” (Invisible Hand) เป็นตัวกำหนดความสัมพันธ์ต่าง ๆ ทางสังคม รวมถึงการพัฒนาแนวความคิดต่าง ๆ เพื่อนำไปสู่การเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งในประเทศสหรัฐอเมริกานั้น จำต้องมีองค์กรในการกำกับ และดูแลสถาบันการเงิน แต่การควบคุมดูแลสถาบันการเงินของสหรัฐอเมริกา นั้นค่อนข้างที่เป็นไปได้ยาก และมีความละเอียดซับซ้อนมาก เนื่องจากว่าประเทศสหรัฐอเมริกา นั้นใช้ระบบกฎหมายแบบคอมมอนลอว์ และถือตามคำพิพากษาของศาลเป็นสำคัญ ซึ่งสามารถแบ่งโครงสร้าง และวิวัฒนาการออกได้เป็น 3 ยุค ดังต่อไปนี้ ช่วงสัมปทาน ช่วงธนาคารเสรี และช่วงธนาคารภายใต้การกำกับดูแล

จากที่กล่าวถึงวิวัฒนาการของการดูแล และควบคุม รวมถึงแนวคิดของกลไกในการผ่อนปรนกฎเกณฑ์ของสถาบันการเงินมาแล้วนั้น ปัญหาในปัจจุบันที่ประเทศสหรัฐอเมริกาได้รับจากการผ่อนปรนกฎเกณฑ์ดังกล่าว คือ ปัญหาสินเชื่อซับไพรม์ (Subprime Loan) ที่ทำให้เกิดผลกระทบต่อระบบ และเสถียรภาพทางการเงินส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไปทั่วโลก ซึ่งเกิดจากการปล่อยสินเชื่อเงินกู้ให้แก่ผู้กู้ที่มีประวัติในการชำระหนี้ไม่น่าเชื่อถือ และการผ่อนปรนข้อกำหนดในการควบคุมการปล่อยกู้ รวมถึงสาเหตุของการขยายตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ อีกทั้งการพัฒนาการเงินที่อยู่อาศัยระบบตลาดรอง ทำให้เกิดการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ในลักษณะของการเก็งกำไร ในขณะที่ตลาดอสังหาริมทรัพย์มีการแข่งขันที่สูง แต่เมื่อระบบของตลาดอสังหาริมทรัพย์เกิดชะลอตัวลงนั้น ทำให้ความสามารถในการชำระหนี้คืนให้แก่สถาบันการเงิน รวมถึงการจ้างงานเองของคนชาติสหรัฐนั้นลดต่ำลงด้วย จากปัญหาดังกล่าวทำให้สถาบันการเงินต้องหาแนวทางในการแก้ไข เพื่อเป็นการระดมทุน เพื่อนำมาปล่อยกู้ต่อไป โดยการนำกระบวนการในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้ เพื่อการออกตราสารอนุพันธ์อย่างตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) ซึ่งเป็นตราสารอนุพันธ์ที่มีความเกี่ยวข้องกับการปล่อยสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นการเกี่ยวโยงที่ก่อให้เกิดปัญหาต่อระบบเศรษฐกิจไปทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทยที่ได้รับผลกระทบจากปัญหาดังกล่าว จากพัฒนาการในการเปิดเสรี และแนวคิดในการดูแล และควบคุมตราสารอนุพันธ์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้ประเทศไทยต้องมีการพัฒนาแนวคิด และรูปแบบของสถาบันการเงิน เพื่อให้เศรษฐกิจเกิดการเปลี่ยนแปลงจึงได้มีการปฏิรูประบบการเงินของประเทศ โดยการเปิดเสรีการเงินเพื่อการขยายระบบการเงิน และเป็นการเพิ่มช่องทางในการลงทุนให้เป็นสากลมากขึ้น โดยมีแนวทาง คือ การปล่อยเสรีทางด้านของอัตราดอกเบี้ย การผ่อนคลายกฎเกณฑ์การควบคุมของสถาบันการเงิน และการผ่อนคลายการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน เพื่อให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนได้สะดวกมากขึ้น ซึ่งอีกช่องทางหนึ่งที่เป็นประเด็นในการศึกษาวิจัยนี้ คือ การลงทุนโดยการนำกระบวนการที่เรียกว่า “การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” (Securitization) โดยอาศัยกลไกของสถาบันที่มีความเกี่ยวข้องในการสนับสนุนในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยมีองค์กร และบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

(1) ลูกหนี้เงินกู้ (Borrower)

(2) เจ้าของสินทรัพย์เดิม หรือผู้ขายสินทรัพย์ (Originator/Seller)

- (3) นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV)
- (4) ผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้ (Servicer)
- (5) การเสริมสร้างความน่าเชื่อถือแก่ผู้ถือตราสาร (Credit Enhancement)
- (6) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency)
- (7) ตัวแทนทรัสต์ (Trustee)
- (8) ผู้ลงทุน (Investor)
- (9) ผู้จัดจำหน่ายตราสารทางการเงิน (Underwriter)

ซึ่งองค์กรที่กล่าวมาข้างต้นนั้นถือว่าเป็นส่วนสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) ที่เป็นตราสารที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยการนำสินทรัพย์มาประกอบรวมกัน และออกเป็นตราสารเพื่อขายแก่นักลงทุน และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) เป็นตราสารที่อยู่ในกลุ่มของ Derivative ซึ่งเป็นตราสารที่เกิดจากการพัฒนาให้เกิดความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น เนื่องจากเป็นตราสารที่ใช้ในการถ่ายโอนความเสี่ยง โดยได้รับผลตอบแทนเป็นค่าพรีเมียม ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของตราสารที่นำมาประกอบการลงทุน ทำให้ตราสารอนุพันธ์ทั้งสองดังที่กล่าวมานั้นได้รับความสนใจจากนักลงทุนทั้งจากสหรัฐอเมริกาและทั่วโลก รวมถึงวาณิชธนกิจ และสถาบันการเงินของสหรัฐอเมริกาที่ได้รับผลกระทบ ให้ต้องเข้าสู่กระบวนการตามกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกา จึงจำเป็นต้องพิจารณาเกี่ยวกับความซับซ้อนของตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) ตามกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกา และตามพระราชกฤษฎีกานิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 อันมีประเด็นที่ต้องศึกษาดังต่อไปนี้ คือ

1. หลักการขายที่แท้จริง (True Sale) การโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจให้มีลักษณะเป็นการเด็ดขาด (True Sale) ซึ่งการโอนสินทรัพย์อย่างขาดขาด

ดังกล่าวนั้น เป็นการโอนซึ่งสิทธิ กรรมสิทธิ์ รวมถึงผลประโยชน์ในสินทรัพย์นั้น เพื่อเป็นการโอน ความเสี่ยงของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ หากว่าภายหลังผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายยอมทำให้ไม่ สามารถเรียกคืนสินทรัพย์นั้น แต่เมื่อเปรียบเทียบกับสหรัฐอเมริกาแล้วยังไม่มีกฎหมายที่เป็นการ เฉพาะซึ่งส่วนใหญ่แล้วจะอาศัยกฎหมายล้มละลาย กฎหมายแพ่ง และถือตามคำพิพากษาเป็น สำคัญ

2. หลักการโอนสินทรัพย์ที่อาจเพิกถอน (Preference Transfer) เป็นการแบ่งสัดส่วนใน การที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ และกรณีที่จะสามารถเรียกเอาสินทรัพย์ที่มีการโอนไปยังนิติบุคคล เฉพาะกิจในการที่จะสามารถนำมาแบ่งชำระหนี้ ซึ่งหากว่าเป็นการโอนที่ให้สิทธิแก่เจ้าหนี้อื่น ก็ สามารถเพิกถอนประโยชน์ในทรัพย์สินนั้นได้ตามประมวลกฎหมายล้มละลาย มาตรา 547 (b) และหากว่าการโอนนั้นมีเจตนาที่จัดจลตามประมวลกฎหมายล้มละลาย มาตรา 548 (a)

3. หลักห่างไกลจากการล้มละลาย เป็นการจัดตั้งองค์กรเพื่อให้ห่างไกลจากการล้มละลาย และเพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องได้รับผลกระทบจากความเสียหายที่ผู้จำหน่าย สินทรัพย์ต้องล้มละลาย ทั้งนี้ มีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาเกี่ยวกับการจัดตั้งองค์กรให้ห่างไกลจาก การล้มละลาย ไม่ว่าจะเป็นการจัดการด้านขอบเขตของการทำธุรกรรม ขอบเขตการก่อหนี้สิน และหากว่าอยู่ในสภาวะล้มละลายแล้ว ต้องมีการขอยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจ (Voluntary Bankruptcy) ตามมาตรา 301 แห่งกฎหมายล้มละลายให้อำนาจบริษัทแม่ผู้ล้มละลายสามารถให้ บริษัทลูกยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจได้

จากการศึกษาวิเคราะห์ปัญหามาตรการทางกฎหมายในการควบคุม กำกับ และ/หรือดูแล การออกตราสารอนุพันธ์ตามที่กล่าวมานั้นพบว่า ประเด็นที่เป็นปัญหา และถือว่าเป็นส่วนสำคัญที่ ต้องนำมาพิจารณา แต่ด้วยเหตุนี้สถาบันการเงิน และวานิชธนกิจส่วนใหญ่มักใช้ช่องว่างทาง กฎหมายในการออกตราสารทางการเงิน แม้ว่าจะมีกฎหมายออกมาควบคุม และดูแลบางส่วนแล้ว ก็ตาม แต่ปัญหาทางกฎหมายในการทำธุรกรรมดังกล่าวนี้ ก็ยังคงมีประเด็นที่พิจารณาได้ ดังต่อไปนี้

1. ปัญหาการขายที่แท้จริง (True Sale) จากการวิเคราะห์เปรียบเทียบในการตีความเรื่อง การขายที่แท้จริงของประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศไทยจะเห็นได้ว่า ในสหรัฐอเมริกามี กำหนดไว้ในบทที่ 11 ของกฎหมายล้มละลาย ทั้งนี้ ในเรื่องของภาษี และกฎหมายนั้นมีความ

แตกต่างกัน โดยหากว่าเป็นทางบัญชี การขาย หรือการขายที่แท้จริงต้องทำการบันทึกสินทรัพย์ที่มีการโอนไปยังบุคคลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เพื่อเป็นการแสดงสินทรัพย์ที่แท้จริง และหนี้สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ แต่หากว่าไม่ใช่การขายขาด หรือการขายที่แท้จริง ก็มิได้รวมว่าจะมิได้มีผลบังคับตามกฎหมายไปด้วย

ซึ่งตามมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดฯ นั้น ได้กำหนดไว้ว่า หากนิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับโอนสินทรัพย์จากผู้ขายอย่าง ถูกต้อง และแท้จริง โดยการรับโอน และการโอนนั้นได้ปฏิบัติตามเงื่อนไข และหลักเกณฑ์ต่อไปนี้มีให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาบังคับใช้ สหรัฐอเมริกาต้องพิจารณาว่า การโอนนั้นเป็นการโอนขายที่แท้จริง หรือเป็นการกั๊ยมที่มีหลักประกัน ส่วนของประเทศไทยพิจารณาแต่เพียงเจตนาในการโอน เป็นเจตนาที่โอนกันอย่างไร แท้จริงหรือไม่ และในเรื่องของการโอนสินทรัพย์แบบจ้อฉลนั้น ประเทศไทยเองยังไม่มีกฎหมายที่ชัดเจน หากว่าเทียบกับกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกาภายใต้ข้อกำหนดของมาตรา 548 ซึ่งจากการเปรียบเทียบจะเห็นถึงความไม่ชัดเจนในการโอนขายที่แท้จริง ทำให้เกิดปัญหาเมื่อมีการพัฒนาระบบสารสนเทศ และควรมีการแก้ไขให้ครอบคลุมมากกว่าเดิมอย่างไร

2. ปัญหาการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลาย (Bankruptcy and Reorganization Risk) กฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกานั้น กำหนดเรื่องกองทรัพย์สินของลูกหนี้ไว้ว่า ต้องเป็นทรัพย์สิน หรือประโยชน์ใดที่มีอยู่ ณ วันเริ่มต้นแห่งคดี จากหลักการดังกล่าว หากเปรียบเทียบกับกฎหมายล้มละลายของไทยตามมาตรา 109 แล้วนั้น ทรัพย์สินในคดีล้มละลายที่จะนำมาแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ของไทยนั้น ให้ถือ อรวมเอาทรัพย์สินที่มีมาตั้งแต่การเริ่มยื่นฟ้องล้มละลายตามอนุมาตรา 1 ซึ่งปัญหาเรื่องการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลายนั้น เป็นมาตรการที่มีความสำคัญเป็นอย่างมาก เนื่องจากมีสถาบันการเงิน พาณิชย์กิจที่ได้รับผลกระทบ จะต้องเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย เนื่องจากเป้าหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อเป็นการให้ลูกหนี้สามารถฟื้นฟูกิจการตนเองขึ้นมาใหม่ได้ และในการยื่นเข้าสู่กระบวนการล้มละลายนั้นก็ สามารถทำได้หลายทางด้วยกัน คือ ยื่นขอชำระบัญชี (Liquidation ตามบทที่ 7) หรือเป็นการยื่นขอฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ (Reorganization ตามบทที่ 11) หรือเป็นการปรับโครงสร้างหนี้ (Adjustment ตามบทที่ 13) ซึ่งหากว่าเปรียบเทียบกับกฎหมายล้มละลายของไทย ตามหลักการดังกล่าวนั้นจะเห็นได้ว่า ความซับซ้อนในการปลดจากการล้มละลายนั้นมีความยุ่งยากมากกว่ากฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากว่าตามกฎหมายไทยนั้นลูกหนี้จะหลุดพ้นจากการล้มละลายได้ก็ต่อเมื่อมีการปลดจากการล้มละลาย หรือมีการยกเลิกการล้มละลาย

3. ปัญหาทางภาษี และการบัญชี (Tax and Account) เป็นการพิจารณาว่า จะสามารถตัดรายการสินทรัพย์ออกจากงบดุลได้ในกรณีไหน และอย่างไร หากว่ามีการโอนขายสินทรัพย์กันแล้ว แนวทางของบัญชีของประเทศไทยนั้นยังไม่มี ความชัดเจน และไม่มีมาตรฐานทางบัญชีที่เป็นไปในรูปแบบเดียวกัน และสมบูรณ์ จึงต้องใช้เกณฑ์มาตรฐานทางบัญชีของประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นหลัก กล่าวคือ ประเทศสหรัฐอเมริกานั้นมีมาตรฐานทางบัญชีอยู่ 2 มาตรฐานคือ General Accepted Accounting Principles (GAAP) ซึ่งใช้เป็นหลักในการพิมพ์เผยแพร่ต่อหน้าสาธารณะชน และอีกหลักที่สำคัญ คือ Regulatory Accounting Principles (RAP) ใช้สำหรับการรายงานต่อหน่วยงานราชการ และแนวทางที่มีการยึดถือปฏิบัติ นั้น ก็เป็นแนวทางมาตรฐานทางบัญชีระหว่างประเทศฉบับที่ 39 “IAS 39 (Revised 2005) Financial Instruments : Recognition and Measurements” และในปัจจุบันนี้ได้มีการพัฒนาระบบมาตรฐานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standards) ซึ่งเป็นมาตรฐานทางบัญชีที่กำหนดหลักการ (Principle-Based Standards) ที่ต้องมีการวิเคราะห์และตัดสินใจมากขึ้น เพื่อให้เกิดความเป็นสากลมากขึ้น และเป็นการเพิ่มความสะดวกรวดเร็วมากขึ้น

4. ปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารการเงิน (Credit Enhancement) ในด้านของปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ นั้น ยังไม่มีกฎหมายที่กำหนดให้บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือต้องรับผิดชอบจากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตราสารอนุพันธ์อย่าง Collateralized Debt Obligations (CDOs) และ Credit Default Swap (CDS) ที่นักลงทุนส่วนใหญ่อาศัยการจัดอันดับเรตติ้งในการสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุน เมื่อเปรียบเทียบกับตราสารชนิดอื่นที่มีกฎหมายกำหนดให้ต้องมีการยื่นเอกสารของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือแก่คณะกรรมการกำกับดูแลหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (SEC) ก่อนที่จะมีการจัดอันดับ และต้องได้รับการอนุญาตก่อนทุกครั้ง ทำให้ปัญหาในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือเป็นประเด็นสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาตลาดการเงินในสหรัฐอเมริกา ซึ่งจากที่กล่าวมานั้น อย่างไรก็ตามจะถือว่าการหามาตรการในการควบคุมการทำงานของ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือแก่ตราสารที่มีการซื้อขายกันในตลาดรองได้ มี ประเด็นที่ว่า สถาบันจัด อันดับความน่าเชื่อถือควรได้รับการจัดประเภทให้เป็น "ผู้เชี่ยวชาญ" ภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์หรือไม่ ซึ่งการจัดประเภทดังกล่าวจะส่งผลให้สถาบันกลุ่มนี้อยู่ภายใต้มาตรฐานความรับผิดชอบที่เข้มงวดยิ่งขึ้น

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากที่กล่าวมาทั้งหมด ผู้เขียนมีความพยายามชี้ให้เห็นถึงปัญหาที่เกิดจากการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) และผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารอนุพันธ์โดยการอาศัยช่องว่างทางกฎหมาย บางประการที่จะสามารถก่อให้เกิดประโยชน์ได้ตามกฎหมายล้มละลายของสหรัฐอเมริกา พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และเปรียบเทียบความใกล้เคียงของกฎหมายระหว่างสหรัฐอเมริกาและไทย โดยจากการวิจัยปัญหาทั้งหมดนั้น ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ปัญหาการขายที่แท้จริง (True Sale)

ผู้เขียนมีความคิดเห็นว่า ในการโอนขายที่แท้จริง (True sale) ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ พ.ศ. 2540 มาตรา 20 ที่จะเป็นการโอนขายที่แท้จริงได้นั้นต้องเป็นไปตามเงื่อนไขและเรื่องของภาษี และกฎหมายนั้นมีความแตกต่างกัน โดยหากว่าเป็นทางบัญชี การขาย หรือการขายที่แท้จริงต้องทำการบันทึกสินทรัพย์ที่มีการโอนไปยังบุคคลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อเป็นการแสดงสินทรัพย์ที่แท้จริง และหนี้สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ซึ่งการออกตราสารอนุพันธ์ที่มีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้นนั้น ไม่มีการโอนสินทรัพย์ที่แท้จริงกันเกิดขึ้น จึงเป็นเรื่องยากที่จะสามารถตรวจสอบ และบังคับให้ต้องเสียภาษีได้อย่างถูกต้อง เช่นนั้นควรแก้ไขมาตรา 20 เพิ่มเติมให้ครอบคลุมในส่วนของ การโอนขายสินทรัพย์ที่ได้มีเรื่องของสินทรัพย์ที่แท้จริง และสามารถมองเห็นได้ ควรมีการระบุว่า หากมีการโอนสินทรัพย์ที่สามารถคำนวณเป็นราคา และสามารถมีการรับรู้ซึ่งรายได้ของสินทรัพย์นั้นได้รวมเข้าไปด้วย เพื่อเป็นการปิดช่องว่างจากการพัฒนาตราสารอนุพันธ์ที่ปัจจุบันนั้นมีการพัฒนา และมีความซับซ้อนมากขึ้น และเป็นการก่อให้เกิดปัญหาการตีความที่มีความชัดเจน และยังก่อให้เกิดความเข้าใจยากต่อการนำมาใช้ในการแก้ไขปรับปรุงเปลี่ยนแปลงในธุรกรรม

2. ปัญหาการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลาย (Bankruptcy and Reorganization Risk)

ผู้เขียนมีความคิดเห็นว่า จากการการวิเคราะห์เปรียบเทียบกฎหมายล้มละลายของไทยกับสหรัฐอเมริกา นั้น ควรมีการแก้ไขมาตรา 109 เพื่อเป็นการให้โอกาสแก่ผู้ที่ตกอยู่ภายใต้กระบวนการของกฎหมายล้มละลายให้สามารถตั้งตัวได้ใหม่ โดยจากที่มีการกำหนดทรัพย์สินในคดีล้มละลายที่จะนำมาแบ่งชำระให้แก่เจ้าหนี้ของไทยนั้น ให้ถือรวมเอาทรัพย์สินที่มีมาตั้งแต่การเริ่มยื่นฟ้องล้มละลายตามอนุมาตรา 1 และทั้งนี้ ให้รวมถึงทรัพย์สินอื่นใดที่เกิดขึ้นหลังจากการเข้าสู่กระบวนการล้มละลายจนกว่าจะถึงการปลดจากการล้มละลายไว้ในระยะเวลานั้น ควรมีการแก้ไขให้มีการกำหนดระยะเวลาของการได้มาซึ่งทรัพย์สินที่แน่นอน และเป็นการผ่อนปรนให้ลูกหนี้สามารถนำทรัพย์สินในบางส่วนไปใช้ในการลงทุนได้

3. ปัญหาทางภาษีและการบัญชี (Tax and Account)

ผู้เขียนมีความคิดเห็นว่า ในการพิจารณามาตรฐานทางบัญชี และทางภาษี เนื่องจากตราสารอนุพันธ์ที่มีได้มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มีการใช้ช่องโหว่ เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงในการต้องเสียค่าใช้จ่ายในเรื่องของภาษี และบัญชี เช่นนี้ ผู้เขียนเห็นว่า ควรมีการแก้ไขกฎหมายเพื่อให้เกิดความเท่าเทียม และเพิ่มมาตรฐานทางบัญชี และกำหนดให้ตราสารอนุพันธ์ Collateralized Debt Obligations (CDOs) และ ตราสารอนุพันธ์ Credit Default Swap (CDS) จะต้องทำการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น (Stock) เพื่อเสริมสร้างความโปร่งใส และให้ประเมินความเสี่ยงเชิงระบบ (Systemic Risk) ได้ และให้สามารถนำมาคำนวณในการเสียภาษีได้

4. ปัญหาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารการเงิน (Credit Enhancement)

ผู้เขียนมีความคิดเห็นว่า คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ของประเทศสหรัฐอเมริกา (U.S. Securities and Exchange Commission หรือ SEC) ควรมีกฎเกณฑ์ให้สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจำเป็นต้องเปิดเผยประวัติการจัดอันดับของตนมากยิ่งขึ้น และผู้จัดทำผลิตภัณฑ์ทางการเงินก็จำเป็นต้องเผยแพร่ข้อมูลของตนให้กับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือทุกแห่ง ธนาคาร และสถาบันจัดอันดับต้องแบ่งปันข้อมูลที่ใช้ในการจัดอันดับตราสารหนี้ให้แก่สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ทุกสถาบัน เพื่อเปิดโอกาสให้ตราสารหนี้ และตราสารอนุพันธ์ ดังกล่าวได้รับการจัดอันดับโดยไม่ได้รับขอ เพื่อเป็นการลดการพึ่งพาอันดับความน่าเชื่อถือ และหากว่าผู้ลงทุนในตราสารอนุพันธ์ต้องการรู้ข้อมูลในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้น สามารถส่งผ่านกันเองได้โดยตรง โดยมีต้องส่งผ่านทางผู้ขาย และหากว่าผู้ลงทุนชำระเงินในตรา

สารตามที่กล่าวมาแล้วนั้นควรให้มีกฎ ระเบียบ หรือกฎหมายในการเอาผิดแก่ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ หากภายหลังสามารถพิสูจน์ได้ว่า มีการรู้กัน หรือทำข้อมูล เพื่อให้หลงเชื่อในข้อมูลเท็จ และรับผิดชอบต่อการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ รวมถึงความเสียหายที่เกิดขึ้นจากการจัดอันดับของตน และควรให้ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐ ฯ (U.S. Securities and Exchange Commission : SEC) และจะต้องรับผิดชอบต่อความผิดพลาดในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้กับตราสารหนี้ และการลงทุนอื่น ๆ



บรรณานุกรม

ภาษาไทย

กฤษฎา สังขมณี. (2550). การเงินและการธนาคาร = **Money and Banking**. กรุงเทพฯ: เรื่องแสงการพิมพ์ (2002).

กิตติ พัฒนพงศ์พิบูล และบุษรา ศรีพานิชย์. (2553). ระบบการเงินที่อยู่อาศัย : กรณีระบบในสหรัฐอเมริกา กับ **Sub prime CDO**. ค้นเมื่อ 10 เมษายน 2553: จาก <http://www.sarasatr.info/files/s50-35.pdf>.

ไกววัล ชุ่มวัฒนะ. (2528). ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการโอนสิทธิเรียกร้อง. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

จันทิมา เพียรเวช. (2542). การขายที่แท้จริง (True Sale) ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์. วารสารนิติศาสตร์, 29(33), 413-425.

จรรุดา เรื่องสุวรรณ. (2540). Securitization โอกาสที่ใกล้จะมาถึง. ผู้จัดการรายเดือน, 185-186.

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย สภาวิจัยสังคม กลุ่มเศรษฐศาสตร์การเมือง. (2526). เศรษฐกิจไทย : โครงสร้างกับการเปลี่ยนแปลง. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ฉัตรทิพย์ นาถสุภา. (2550). ลัทธิเศรษฐกิจการเมือง. พิมพ์ครั้งที่ 8. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ณัฐพล ชวลิตชีวิน. วิวัฒนาการและนวัตกรรมของตราสารหนี้. ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้, 4.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2548). **ตลาดการเงินและ การกำกับดูแล FD 3 = Overview of financial markets and regulators.**

กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2549). **แนวทางปฏิบัติที่ เกี่ยวข้องกับตราสารอนุพันธ์.** พิมพ์ครั้งที่ 5. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2552). **สาระสำคัญของ กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า.** กรุงเทพฯ: ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ตีรณ พงศ์มพัฒน์. (2550). Subprime : ความล้าหลังของนโยบายการเงิน. **มติชนรายวัน,** 30 (10784), 6.

ถวิล นิลใบ. (2553). **2008** วิกฤตการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา. ค้นเมื่อ 20 มีนาคม 2553: จาก <http://www.eco.ru.ac.th/tawin/article/Subprime.pdf>.

เทียนทิพ สุพานิช และเรจินา วรอุไร. (2544). **สัมมนาวิชาการประจำปี 2544 นโยบายการ เปิดเสรีทางการเงิน : สู่แนวคิดใหม่.** กรุงเทพฯ: ธนาคารแห่งประเทศไทย.

ทิวา เงินยวง. (2541). **เศรษฐศาสตร์การเมืองสำหรับนักกฎหมาย.** พิมพ์ครั้งที่4. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

ชนชัย มีโชค. (2548). **คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามแนวคิด เรื่ององค์การทางปกครองอิสระ.** วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์ มหาวิทยาลัย.

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน). (2553). **ทันสมัยศัพท์การเงิน.** ค้น เมื่อ 10 เมษายน 2553: จาก <http://www.mfcfund.com/mfc/images/vocabulary/Collateralized-Debt-Obligations-sritala.pdf>.

บัญชา พันธชากรุณี. (2538). การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณี
ลูกหนี้เข้าซื้อรถยนต์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

พรรณพิศ คงลาภ. (2543). การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย
ล้มละลาย : ศึกษาเปรียบเทียบกับกฎหมายของสหรัฐอเมริกา. วิทยานิพนธ์
ปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

พรเทพ ปิยวัฒน์เมธา และวิโรจน์ ปิยวัฒน์เมธา. (2541). พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะ
กิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พร้อมด้วย Securitization
ในมุมมองของไทย. กรุงเทพฯ: นิติธรรม.

พระราชกฤษฎีกาให้ใช้บทบัญญัติแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 1 และ 2 ที่ได้
ตรวจชำระใหม่. (11 พฤศจิกายน 2468). ราชกิจจานุเบกษา, เล่ม 42, ตอนที่ 0ก, น.
1-144.

พระราชกฤษฎีกาให้ใช้บทบัญญัติ บรรพ 4 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์. (18
มีนาคม 2473). ราชกิจจานุเบกษา, เล่ม 47, ตอนที่ 0ก, น.442-486.

พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540. (28
มิถุนายน 2540). ราชกิจจานุเบกษา, เล่ม 114, ตอนที่ 29ก, น.1-11.

พระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. 2541. (24 ตุลาคม 2540). ราชกิจจานุเบกษา,
เล่ม 114, ตอนที่ 60ก, น.14-21.

พระราชบัญญัติธุรกิจสถาบันการเงิน พ.ศ. 2551. (5 กุมภาพันธ์ 2551). ราชกิจจานุเบกษา,
เล่ม 125, ตอนที่ 27ก, น.1-58.

พระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483. (30 ธันวาคม 2483). ราชกิจจานุเบกษา, เล่ม 57,
ตอนที่ 0ก, น.958-1045.

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535. (16 มีนาคม 2535). ราชกิจจา
นุเบกษา, เล่ม 109, ตอนที่ 22ก, น.1-82.

- มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์. (2539). **ประวัติและลัทธิเศรษฐกิจ หน่วยที่ 1-8**. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- ศุภชัย ศรีสุชาติ. (2547). **ตลาดหุ้นในประเทศไทย**. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สมคิด ศรีสังคม. (2526). **ประวัติศาสตร์เศรษฐกิจทวีปยุโรปจากยุคดึกดำบรรพ์ถึง ค.ศ. 1750**. กรุงเทพฯ: มูลนิธิโครงการตำราสังคมศาสตร์ และมนุษยศาสตร์.
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2552). **การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)**. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- สาริต รังคสิริ. ภาวะภาษีที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์. วารสาร **Tax Planning Magazine**, 49, 1-5.
- สุชาติ กิระกุล และวชิรา อารมย์ดี. (2536). **ตลาดการเงินและสถาบันการเงิน**. กรุงเทพฯ: ธนาคารแห่งประเทศไทย.
- สุธี เหลืองอร่ามกุล. 3 เครื่องมือทางการเงินที่เขย่าโลก. วารสารการเงินการคลัง, 62(2552), 33-42.
- สุธีร์ ศุภนิตย์. (2552). **หลักกฎหมายล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ**. พิมพ์ครั้งที่ 8. กรุงเทพฯ: วิญญูชน.
- อัญญา ชันชวิทย์. (2545). **กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย**. กรุงเทพฯ: อัมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- อัมพร วิจิตรพันธ์. (2530). **คู่มือเศรษฐศาสตร์ทั่วไป (EC 103 (H))**. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

ภาษาอังกฤษ

Bank of Thailand. (1998). Financial Institutions and Markets in Thailand. **Economic Research Department,**

Barry Eichengreen. (1999). **Toward a New International Financial Architecture : A Practical Post-Asia Agenda.** Washington, DC: Institute for International Economics.

Bernard Dumas. (2010). **A Test of the International CAPM Using Business Cycles Indicators as Instrumental Variables.** Retrived April 10, 2010: from <http://www.nber.org/papers/w4657.pdf>.

Brian A. Blum. (2006). **Bankruptcy and Debtor/Creditor.** (7th ed). New York: Aspen Publisher.

Burkett, Paul and Amitava Krishna Dutt. (1991). Interest Rate Policy, Effective Demand and Growth in LDCs. **International Review of Applied Economics,** 5(2), 127 -154.

Christine A. Pavel. (1989). **Securitization.** Chicago: Probus Professional Pub.

David Harvey. (2005). **Brief History of Neoliberalism.** New York: Oxford University Press.

Douglas J. Lucas,Laurie S. Goodman, Frank J. Fabozzi & Rebecca Manning. (2007). **Developments in Collateralized Debt Obligations: New Products and Insights.** New Jersey: John Wiley & Sons Inc..

Edward L. Symons & James J. White. (1991). **Banking Law: Teaching Materials.** Minnesota: West Publishing Company.

- Hal S. Scott & Philip A. Wellons. (2000). **International Finance: Transactions, Policy, and Regulation**. (7th ed). New York: New York Foundation Press.
- Hyeon Tak Shin. (2010). **Legal Liability of Credit Rating Agency in Rating CDO**.
Retrieved April 10, 2010: from http://works.bepress.com/hyeon_tak_shin/1/.
- MaryAnn DiMaggio. (2010). **Financial Derivatives : A Guide to CDO and CDS**.
Retrieved April 10, 2010: from <http://www.casact.org/affiliates/CAGNY/0609/DiMaggio.pdf>.
- Michael J. Lea & Steven A. Bernstein. (1995). **International housing finance sourcebook 1995**. (3rd ed). Chicago: International Union of Housing Finance Institutions
- Milissa C. Wesley. (1995). Scuritizing Project Debt. **Practising Law Intitute PLI**. (A4 -4489), 1.
- Pieter Frantzen. (1978). **Histoire de la pensée économique: Une analyse marxiste**. (George de Greef). Bruxelles: Éditions de l'Université de Bruxelles.
- Richard H. Timberlake. (1978). **The Origins of Central Banking in the United States**. Massachusetts and London: Harvard University Press.
- Robert G. King & Ross Levine. (1993). Finance, entrepreneurship and growth Theory and evidence. **Journal of Monetary Economics**, 32(3), 513-542.
- Wikipedia, the free encyclopedia. (2010). **List of countries by nominal GDP growth rate**. Retrieved April 10, 2010: from http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_growth.
- Zvi Bodie, Alan J. Marcus & Alex Kane. (2009). **Essentials of Investments**. (8th ed). Chicago: Irwin Professional Pub.

ภาคผนวก ก

พระราชกำหนด
บริษัทบริหารสินทรัพย์
พ.ศ. ๒๕๕๑

ภูมิพลอดุลยเดช ป.ร.
ให้ไว้ ณ วันที่ ๒๒ สิงหาคม พ.ศ. ๒๕๕๑
เป็นปีที่ ๕๓ ในรัชกาลปัจจุบัน

พระบาทสมเด็จพระปรมินทรมหาภูมิพลอดุลยเดช มีพระบรมราชโองการโปรดเกล้าฯ
ให้ประกาศว่า

โดยที่เป็นการสมควรมีกฎหมายว่าด้วยบริษัทบริหารสินทรัพย์

อาศัยอำนาจตามความในมาตรา ๒๑๘ ของรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย จึงทรง
พระกรุณาโปรดเกล้าฯ ให้ตราพระราชกำหนดขึ้นไว้ ดังต่อไปนี้

มาตรา ๑ พระราชกำหนดนี้เรียกว่า “พระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ.
๒๕๕๑”

มาตรา ๒^๑ พระราชกำหนดนี้ ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันถัดจากวันประกาศในราชกิจจานุ
เบกษาเป็นต้นไป

มาตรา ๓ ในพระราชกำหนดนี้

“การบริหารสินทรัพย์”^๒ หมายความว่า

^๑ ราชกิจจานุเบกษา เล่ม ๑๑๕/ตอนที่ ๕๑ ก/หน้า ๑๒/๒๓ สิงหาคม ๒๕๕๑

(๑) การรับซื้อหรือรับโอนสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงิน หรือสินทรัพย์ของสถาบันการเงินที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ เลิก หรือถูกเพิกถอนใบอนุญาตประกอบการธนาคารพาณิชย์ ธุรกิจเงินทุน หรือธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ ตลอดจนหลักประกันของสินทรัพย์นั้น เพื่อนำมาบริหารหรือจำหน่ายจ่ายโอนต่อไป

(๒) การรับจ้างบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงิน หรือสินทรัพย์ของสถาบันการเงินที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ เลิก หรือถูกเพิกถอนใบอนุญาตประกอบการธนาคารพาณิชย์ ธุรกิจเงินทุน หรือธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ ตลอดจนหลักประกันของสินทรัพย์นั้น

(๓) กิจการอื่นที่เกี่ยวข้องหรือเกี่ยวกับธุรกิจหรือกิจการทำนองเดียวกันตาม (๑) หรือ (๒) หรือทั้งสองประการที่รัฐมนตรีประกาศกำหนดโดยความเห็นชอบของคณะรัฐมนตรี”

“สินทรัพย์ด้วยคุณภาพ ” หมายความว่า สินทรัพย์ของสถาบันการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศกำหนดให้เป็นสินทรัพย์ด้วยคุณภาพที่จำหน่ายจ่ายโอนให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ได้

“สถาบันการเงิน” หมายความว่า

(๑) ธนาคารพาณิชย์ตามกฎหมายว่าด้วยธนาคารพาณิชย์

(๒) บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฟองซิเออร์ตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์

(๓) นิติบุคคลอื่นที่รัฐมนตรีประกาศกำหนดในราชกิจจานุเบกษา

“บริษัทจำกัด” หมายความว่า บริษัทจำกัดตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์หรือบริษัทมหาชนจำกัดตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัด

“บริษัทบริหารสินทรัพย์ ” หมายความว่า บริษัทจำกัดที่ได้จดทะเบียนตามพระราชกำหนดนี้

^๒ มาตรา ๓ นิยามคำว่า “การบริหารสินทรัพย์” แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

“รัฐมนตรี” หมายความว่า รัฐมนตรีผู้รักษาการตามพระราชกำหนดนี้

มาตรา ๔ การจดทะเบียน บริษัทจำกัดเป็นบริษัทบริหารสินทรัพย์ ให้กระทำได้เมื่อได้รับอนุมัติจากผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย และได้ชำระค่าจดทะเบียนตามอัตราที่กำหนดไว้ในบัญชีท้ายพระราชกำหนดนี้แล้ว

หลักเกณฑ์และวิธีการยื่นคำขอจดทะเบียนและการพิจารณารับจดทะเบียนให้เป็นไปตามที่กำหนดในกฎกระทรวง

ในการดำเนินกิจการบริหารสินทรัพย์ บริษัทจำกัดที่ได้จดทะเบียนเป็นบริษัทบริหารสินทรัพย์ ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศกำหนด

มาตรา ๔/๑^๓ บริษัทบริหารสินทรัพย์จะดำเนินการดังต่อไปนี้ได้เมื่อได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย

(๑) รับซื้อหรือรับโอนสินทรัพย์ของสถาบันการเงินที่ถูกระงับการดำเนินการ เลิก หรือถูกเพิกถอนใบอนุญาตประกอบการธนาคารพาณิชย์ ธุรกิจเงินทุน หรือธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ ตลอดจนหลักประกันของสินทรัพย์นั้น

(๒) รับจ้างบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงิน หรือสินทรัพย์ ของสถาบันการเงินที่ถูกระงับการดำเนินการ เลิก หรือถูกเพิกถอนใบอนุญาตประกอบการธนาคารพาณิชย์ธุรกิจเงินทุน หรือธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ ตลอดจนหลักประกันของสินทรัพย์นั้น

การอนุญาตตามวรรคหนึ่ง ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไขด้วยก็ได้

มาตรา ๕ ในการดำเนินกิจการบริหารสินทรัพย์ ถ้าบริษัทบริหารสินทรัพย์จัดหาเงินทุนโดยการออกหลักทรัพย์หรือให้กู้ยืมเงิน ให้กระทำได้ตามหลักเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด

^๓ มาตรา ๔/๑ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

ในกรณีที่การดำเนินงานของบริษัทบริหารสินทรัพย์ตามวรรคหนึ่งมีลักษณะเป็นการประกอบธุรกิจเงินทุนหรือธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์สามารถกระทำได้โดยไม่อยู่ภายใต้บังคับแห่งกฎหมายว่าด้วยการนั้น

มาตรา ๖^๔ ในการโอนสินทรัพย์ไปให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ ถ้าเป็นสินทรัพย์ที่มีหลักประกันอย่างอื่นที่มีใช้สิทธิจำนอง สิทธิจำนำ หรือสิทธิอันเกิดขึ้น แต่การค้ำประกัน ให้หลักประกันนั้นตกแก่บริษัทบริหารสินทรัพย์ด้วย

มาตรา ๗^๕ ในการโอนสินทรัพย์ไปให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ ถ้ามีการฟ้องบังคับสิทธิเรียกร้องเป็นคดีอยู่ในศาล ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์เข้าสวมสิทธิเป็นคู่ความแทนในคดีดังกล่าว และอาจนำพยานหลักฐานใหม่มา แสดงคัดค้านเอกสารที่ได้ยื่นไว้แล้ว ถ้ามค้านพยานที่สืบมาแล้วและคัดค้านพยานหลักฐานที่ได้สืบไปแล้วได้ และในกรณีที่ศาลได้มีคำพิพากษาบังคับตามสิทธิเรียกร้องนั้นแล้ว ก็ให้เข้าสวมสิทธิเป็นเจ้าหนี้ตามคำพิพากษานั้น

มาตรา ๘^๖ ในการโอนสินทรัพย์ไปให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์และผู้โอนได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมและภาษีอากรต่างๆ บรรดาที่เกิดจากการโอนสินทรัพย์นั้นทั้งหมดหรือบางส่วนตามที่คณะรัฐมนตรีกำหนดโดยประกาศในราชกิจจานุเบกษา โดยจะกำหนดเป็นการทั่วไป หรือเป็นการเฉพาะรายก็ได้

มาตรา ๙^๗ ในการโอนสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องไปให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ หากบริษัทบริหารสินทรัพย์มอบหมายให้ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ที่เกิดขึ้น การโอนสิทธิเรียกร้องดังกล่าวเป็นอันชอบด้วยกฎหมายโดยไม่ต้องบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ตามมาตรา ๓๐๖ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่ไม่กระทบกระเทือนสิทธิของลูกหนี้ที่จะยกข้อต่อสู้ตามมาตรา ๓๐๘ วรรคสอง แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

^๔ มาตรา ๖ แก้ไขคำว่า “สินทรัพย์ของสถาบันการเงิน” เป็น “สินทรัพย์” แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^๕ มาตรา ๗ แก้ไขคำว่า “สินทรัพย์ของสถาบันการเงิน” เป็น “สินทรัพย์” แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^๖ มาตรา ๘ แก้ไขคำว่า “สินทรัพย์ของสถาบันการเงิน” เป็น “สินทรัพย์” แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^๗ มาตรา ๙ แก้ไขคำว่า “สินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องจากสถาบันการเงิน” เป็น “สินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้อง” แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

ให้ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ตามวรรคหนึ่งมีหน้าที่เก็บรักษาบัญชีและรายชื่อลูกหนี้ตามสินทรัพย์ที่โอนไปแล้วนั้นไว้เป็นบัญชีเฉพาะ และให้ลูกหนี้มีสิทธิตรวจดูบัญชีรายชื่อของตนได้

ในกรณีที่ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้เป็นบุคคลอื่นที่มีชื่อผู้รับชำระหนี้เดิม ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์บอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องไปยังลูกหนี้นับแต่วันที่ได้มีการเปลี่ยนแปลงตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้

ในกรณีที่มีความจำเป็นเร่งด่วนที่จะรักษาความมั่นคงของระบบสถาบันการเงิน และหากปล่อยเนิ่นช้าอาจเกิดความเสียหายแก่ประโยชน์ของประชาชน ในการรับโอนสินทรัพย์ที่ได้รับความเห็นชอบจากธนาคารแห่งประเทศไทย การบอกกล่าวการโอนตามวรรคสามอาจกระทำโดยประกาศรายการพร้อมรายละเอียดตามสมควรในระบบเครือข่ายคอมพิวเตอร์และโฆษณาในหนังสือพิมพ์รายวันที่แพร่หลายอย่างน้อยหนึ่งฉบับเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่าสามวัน และให้ถือว่าเป็นการบอกกล่าวการโอนตามมาตรา ๓๐๖ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

มาตรา ๑๐^๕ ในการโอนสินทรัพย์ไปให้บริษัทบริหารสินทรัพย์ บริษัทบริหารสินทรัพย์อาจเรียกเก็บดอกเบี้ยจากลูกหนี้ตามสัญญาเดิมได้ไม่เกินอัตราดอกเบี้ยตามสัญญาเดิม ณ วันที่รับโอนมา แต่ถ้าสัญญาเดิมได้กำหนดอัตราดอกเบี้ยเป็นอัตราลอยตัวและไม่มีฐานในการคำนวณของสถาบันการเงินเดิมให้อ้างอิงได้ ให้คำนวณอัตราดอกเบี้ยตามหลักเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด

ในกรณีที่บริษัทบริหารสินทรัพย์ให้ลูกหนี้ตามสัญญาเดิมกู้ยืมเงินเพิ่มเติมเพื่อประโยชน์ในการเพิ่มมูลค่าของทรัพย์สินที่รับโอน ให้บริษัทบริหารสินทรัพย์สามารถเรียกเก็บดอกเบี้ยได้ตามอัตราที่ตกลงกัน

การดำเนินการตามวรรคหนึ่งและวรรคสอง มิให้นำมาตรา ๖๕๔ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาใช้บังคับ แต่จะเรียกเก็บดอกเบี้ยเกินกว่าอัตราที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศกำหนดมิได้

^๕ มาตรา ๑๐ แก้ไขคำว่า “สินทรัพย์ของสถาบันการเงิน” เป็น “สินทรัพย์” แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๕๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

มาตรา ๑๑^๙ บริษัทบริหารสินทรัพย์ต้องจัดทำบัญชีเพื่อแสดงผลการดำเนินงานและฐานะการเงินที่เป็นปัจจุบันตามความเป็นจริง โดยต้องถือปฏิบัติตาม มาตรฐานการบัญชีที่กำหนดโดยสถาบันวิชาชีพที่หน่วยราชการที่เกี่ยวข้องให้ความเห็นชอบและตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศกำหนด

มาตรา ๑๑/๑^{๑๐} ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดให้บริษัทบริหารสินทรัพย์จัดทำงบการเงินรายงาน หรือข้อมูล ไม่ว่าในรูปสื่อใดๆ หรือแสดงเอกสารใด ตามระยะเวลาหรือเป็นครั้งคราวตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด และให้ชี้แจงเพื่ออธิบายหรือขยายความแห่งงบการเงิน รายงานข้อมูล หรือเอกสารนั้นด้วยก็ได้ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์ วิธีการ และภายในกำหนดเวลาที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศกำหนด

งบการเงิน รายงาน ข้อมูล เอกสาร หรือ คำชี้แจงที่ส่งหรือแสดงตามวรรคหนึ่ง บริษัทบริหารสินทรัพย์ต้องทำให้ครบถ้วนและตรงต่อความเป็นจริง ในกรณีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่างบการเงิน รายงาน ข้อมูล เอกสาร หรือคำชี้แจงดังกล่าวมีข้อมูลไม่ครบถ้วน ไม่ตรงต่อความเป็นจริง หรือมีข้อความคลุมเครือไม่ชัดเจน หรือ ในกรณีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่าจำเป็นหรือสมควรให้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจแต่งตั้งผู้สอบบัญชีหรือผู้ชำนาญการเฉพาะด้านเพื่อดำเนินการตรวจสอบและรายงานผลให้ธนาคารแห่งประเทศไทยทราบ โดยให้บริษัทบริหารสินทรัพย์นั้นเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่าย

มาตรา ๑๒ ให้ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจสั่งเพิกถอนการจดทะเบียนของบริษัทบริหารสินทรัพย์ เมื่อปรากฏหลักฐานหรือเมื่อมีเหตุใดเหตุหนึ่งดังต่อไปนี้

(๑) บริษัทบริหารสินทรัพย์ดำเนินงานส่อไปในทางทุจริตหรืออาจทำให้ประชาชนเสียหาย

(๒) บริษัทบริหารสินทรัพย์ละเว้นการดำเนินการตามที่มีกฎหมายบัญญัติ

^๙ มาตรา ๑๑ แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๐} มาตรา ๑๑/๑ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

(๓) บริษัทบริหารสินทรัพย์ฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในการดำเนินการที่กำหนดไว้ในกฎกระทรวง หรือที่รัฐมนตรีหรือธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดตามพระราชกำหนดนี้

(๔) กรณีอื่นตามที่รัฐมนตรีโดยคำแนะนำของธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นสมควร

เมื่อได้เพิกถอนการจดทะเบียนตามวรรคหนึ่งแล้ว บริษัทบริหารสินทรัพย์ที่ถูกเพิกถอนการจดทะเบียนเป็นอันหมดสิทธิได้รับประโยชน์ในการดำเนินกิจการบริหารสินทรัพย์ตามพระราชกำหนดนี้นับแต่วันที่มีคำสั่งให้เพิกถอนการจดทะเบียน

ในกรณีที่เห็นว่าเหตุที่ปรากฏตามวรรคหนึ่งไม่มีควมร้ายแรง ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย อาจสั่งให้บริษัทบริหารสินทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการใดๆ แทนการสั่งเพิกถอนการจดทะเบียนของบริษัทบริหารสินทรัพย์ก็ได้ และในกรณีที่บริษัทบริหารสินทรัพย์ไม่ปฏิบัติตามคำสั่งดังกล่าว ให้ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจสั่งเพิกถอนการจดทะเบียนบริษัทบริหารสินทรัพย์นั้น และให้นำความในวรรคสองมาใช้บังคับด้วย^{๑๑}

มาตรา ๑๒/๑^{๑๒} ให้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจแต่งตั้งพนักงานเจ้าหน้าที่เพื่อตรวจสอบกิจการ สินทรัพย์ และหนี้สินของบริษัทบริหารสินทรัพย์

มาตรา ๑๒/๒^{๑๓} ในการปฏิบัติหน้าที่ ให้พนักงานเจ้าหน้าที่มีอำนาจดังต่อไปนี้

(๑) เข้าไปในสถานที่ประกอบธุรกิจของบริษัทบริหารสินทรัพย์ หรือสถานที่ซึ่งรวบรวมหรือประมวลข้อมูลของบริษัทบริหารสินทรัพย์ด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์หรือด้วยอุปกรณ์อื่นใดในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตก หรือในเวลาก่อนทำการของสถานที่นั้น เพื่อตรวจสอบกิจการการดำเนินงาน สินทรัพย์ และหนี้สินของบริษัทบริหารสินทรัพย์ รวมทั้งเอกสาร หลักฐาน หรือข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทบริหารสินทรัพย์

^{๑๑} มาตรา ๑๒ วรรคสาม เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๒} มาตรา ๑๒/๑ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๓} มาตรา ๑๒/๒ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

(๒) เข้าไปในสถานที่ประกอบธุรกิจของลูกหนี้ของบริษัทบริหารสินทรัพย์ บริษัทที่รับ
 ดำเนินกิจการหนึ่งกิจการใดแทนบริษัทบริหารสินทรัพย์ หรือสถานที่ซึ่งรวบรวมหรือประมวล
 ข้อมูลของบริษัทที่รับดำเนินกิจการหนึ่งกิจการใดแทนบริษัทบริหารสินทรัพย์ด้วยเครื่อง
 คอมพิวเตอร์หรือด้วย อุปกรณ์อื่นใดในระหว่างเวลาพระอาทิตย์ขึ้นจนถึงพระอาทิตย์ตกหรือใน
 เวลาทำการของสถานที่นั้น ทั้งนี้ เฉพาะในกรณีที่พนักงานเจ้าหน้าที่ได้ไปตรวจสอบสถานที่
 ประกอบธุรกิจของบริษัทบริหารสินทรัพย์แล้ว และปรากฏว่ามีเหตุจำเป็นที่จะต้องเข้าไป
 ตรวจสอบในสถานที่ดังกล่าวเพื่อประโยชน์ในการตรวจสอบฐานะหรือการดำเนินงานของบริษัท
 บริหารสินทรัพย์

(๓) ยึดหรืออายัดเอกสารหรือสิ่งของที่เกี่ยวข้องกับกระทำความผิดตามพระราช
 กำหนดนี้ เพื่อประโยชน์ในการตรวจสอบหรือดำเนินคดีซึ่งต้องไม่เกินหนึ่งร้อยแปดสิบวันในการ
 ออกคำสั่งยึดหรืออายัดดังกล่าวจะต้องระบุเหตุผล ความจำเป็น และสิทธิของผู้ถูกยึดหรืออายัด
 นั้น

(๔) สั่งให้กรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง ผู้สอบบัญชีของบริษัทบริหารสินทรัพย์ผู้รับดำเนิน
 กิจการหนึ่งกิจการใดแทนบริษัทบริหารสินทรัพย์ หรือผู้รวบรวมหรือประมวลข้อมูลของบริษัท
 บริหารสินทรัพย์ด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์หรือด้วยอุปกรณ์อื่นใด มาให้ถ้อยคำหรือส่งหรือแสดง
 สมุดบัญชีเอกสาร ดวงตราหรือหลักฐานอื่นเกี่ยวกับกิจการ การดำเนินงาน สินทรัพย์ และหนี้สิน
 ของบริษัทบริหารสินทรัพย์

(๕) สั่งให้บุคคลใดซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการปฏิบัติหน้าที่ของพนักงานเจ้าหน้าที่มาให้
 ถ้อยคำ หรือส่งสำเนาหรือแสดงสมุดบัญชี เอกสาร หลักฐาน หรือวัตถุที่เกี่ยวข้องหรือจำเป็น แก่
 การปฏิบัติหน้าที่ของพนักงานเจ้าหน้าที่

เมื่อได้เข้าไปและลงมือทำการตรวจสอบตาม (๑) หรือ (๒) แล้ว ถ้ายังดำเนินการไม่เสร็จ
 จะกระทำต่อไปในเวลากลางคืนหรือนอกเวลาทำการของสถานที่นั้นก็ได้

การใช้อำนาจของพนักงานเจ้าหน้าที่ตามวรรคหนึ่ง จะต้องเป็นการกระทำต่อบุคคล ซึ่ง
 เกี่ยวข้องโดยตรงกับเรื่องที่ต้องดำเนินการตรวจสอบ โดยการดำเนินการตาม (๒) ต้องได้รับความ
 เห็นชอบจากธนาคารแห่งประเทศไทยก่อน และการดำเนินการตาม (๔) และ (๕) ต้องกำหนด
 ระยะเวลาอันสมควรที่จะให้บุคคลดังกล่าวสามารถปฏิบัติตามคำสั่งได้

มาตรา ๑๒/๓^{๑๔} ในการปฏิบัติหน้าที่ ของพนักงานเจ้าหน้าที่ ให้บุคคลซึ่งเกี่ยวข้อง
อำนวยความสะดวกตามสมควร

มาตรา ๑๒/๔^{๑๕} ในการปฏิบัติหน้าที่ พนักงานเจ้าหน้าที่ต้องแสดงบัตรประจำตัวแก่
บุคคลซึ่งเกี่ยวข้อง

บัตรประจำตัวพนักงานเจ้าหน้าที่ให้เป็นไปตามแบบที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศ
กำหนด

มาตรา ๑๒/๕^{๑๖} ในการปฏิบัติหน้าที่ตามพระราชกำหนดนี้ ให้พนักงานเจ้าหน้าที่เป็น
เจ้าพนักงานตามประมวลกฎหมายอาญา

มาตรา ๑๓^{๑๗} บริษัทบริหารสินทรัพย์ใดฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามมาตรา ๔/๑ วรรคหนึ่ง
มาตรา ๑๐ มาตรา ๑๑ หรือมาตรา ๑๑/๑ วรรคสอง หรือฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์
หรือคำสั่งหรือเงื่อนไขที่กำหนดตามมาตรา ๔/๑ วรรคสอง มาตรา ๕ มาตรา ๑๐ มาตรา ๑๑
มาตรา ๑๑/๑ วรรคหนึ่ง หรือมาตรา ๑๒ ต้องระวางโทษปรับไม่เกินสามแสนบาท และปรับอีกไม่
เกินวันละสามพันบาท ตลอดเวลาที่ยังมิได้ปฏิบัติให้ถูกต้อง

ในกรณีที่บริษัทบริหารสินทรัพย์ใดกระทำความผิดตามวรรค หนึ่ง กรรมการ ผู้จัดการ
หรือ บุคคลใดซึ่งรับผิดชอบในการดำเนินงานของบริษัทบริหารสินทรัพย์นั้น ต้องระวางโทษ
จำคุกไม่เกินสามปี หรือปรับไม่เกินสามแสนบาท หรือทั้งจำทั้งปรับ เว้นแต่จะพิสูจน์ได้ว่าตนมิได้
มีส่วนในการกระทำความผิดของบริษัทบริหารสินทรัพย์นั้นด้วย

มาตรา ๑๔ กรรมการ ผู้จัดการ หรือบุคคลใดซึ่งรับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท
บริหารสินทรัพย์ กระทำการหรือไม่กระทำการเพื่อแสวงหาประโยชน์ที่มิควรได้โดยชอบด้วย

^{๑๔} มาตรา ๑๒/๓ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ.
๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๕} มาตรา ๑๒/๔ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ.
๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๖} มาตรา ๑๒/๕ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ.
๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๗} มาตรา ๑๓ แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหาร
สินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

กฎหมายสำหรับตนเองหรือผู้อื่น อันเป็นการเสียหายแก่บริษัทบริหารสินทรัพย์ ต้องระวางโทษจำคุกตั้งแต่ห้าปีถึงสิบปีและปรับตั้งแต่ห้าแสนบาทถึงหนึ่งล้านบาท

มาตรา ๑๔/๑^{๑๘} ผู้ใดขัดขวางหรือไม่ปฏิบัติตามคำสั่งของพนักงานเจ้าหน้าที่ซึ่งปฏิบัติหน้าที่ตามพระราชกำหนดนี้ ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหนึ่งปี หรือปรับไม่เกินหนึ่งแสนบาทหรือทั้งจำทั้งปรับ

มาตรา ๑๔/๒^{๑๙} ผู้ใดไม่อำนวยความสะดวกแก่พนักงานเจ้าหน้าที่ซึ่งปฏิบัติหน้าที่ตามพระราชกำหนดนี้ ต้องระวางโทษจำคุกไม่เกินหกเดือน หรือปรับไม่เกินหกหมื่นบาทหรือทั้งจำทั้งปรับ

มาตรา ๑๔/๓^{๒๐} ความผิดตามมาตรา ๑๓ มาตรา ๑๔/๑ และมาตรา ๑๔/๒ ให้คณะกรรมการเปรียบเทียบซึ่งรัฐมนตรีแต่งตั้งมีอำนาจเปรียบเทียบได้

คณะกรรมการเปรียบเทียบซึ่งรัฐมนตรีแต่งตั้งตามวรรคหนึ่งให้มีจำนวนสามคนโดยอย่างน้อยต้องเป็นพนักงานสอบสวนตามประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความอาญาหนึ่งคน

เมื่อคณะกรรมการเปรียบเทียบได้ทำการเปรียบเทียบกรณีใด และผู้ต้องหาได้ชำระค่าปรับตามคำเปรียบเทียบภายในระยะเวลา ที่คณะกรรมการเปรียบเทียบกำหนดแล้ว ให้ถือว่าคดีเลิกกันตามประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความอาญา

ถ้าผู้ต้องหาไม่ยินยอมตามที่เปรียบเทียบหรือเมื่อยินยอมแล้วไม่ชำระเงินค่าปรับภายในระยะเวลาที่กำหนด ให้ดำเนินคดีต่อไป

มาตรา ๑๔/๔^{๒๑} ความผิดที่เปรียบเทียบได้ตามมาตรา ๑๓ มาตรา ๑๔/๑ และมาตรา ๑๔/๒ ถ้ามิได้ฟ้องต่อศาลหรือมิได้มีการเปรียบเทียบตามมาตรา ๑๔/๓ ภายในสองปีนับแต่วันที่

^{๑๘} มาตรา ๑๔/๑ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๙} มาตรา ๑๔/๒ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๒๐} มาตรา ๑๔/๓ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

พนักงานเจ้าหน้าที่ตรวจพบการกระทำความผิดและรายงานให้ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยทราบ หรือภายในห้าปีนับแต่วันกระทำความผิดเป็นอันขาดอายุความ”

มาตรา ๑๕ ให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังรักษาการตามพระราชกำหนดนี้ และให้มีอำนาจออกกฎกระทรวงและประกาศเพื่อปฏิบัติการตามพระราชกำหนดนี้

กฎกระทรวงและประกาศนั้นเมื่อได้ประกาศในราชกิจจานุเบกษาแล้วให้ใช้บังคับได้

ผู้รับสนองพระบรมราชโองการ

ชวน หลีกภัย

นายกรัฐมนตรี



^{๒๐} มาตรา ๑๔/๔ เพิ่มโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริษัทบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐

หมายเหตุ :- เหตุผลในการประกาศใช้พระราชกำหนดฉบับนี้ คือ โดยที่สถาบันการเงินในปัจจุบันมีปัญหาสินทรัพย์ด้อยคุณภาพเป็นจำนวนมากทำให้เป็นอุปสรรคต่อการเพิ่มทุนของสถาบันการเงินและกระทบกระเทือนต่อความสามารถในการให้สินเชื่อในภาคเศรษฐกิจ ฉะนั้นเพื่อให้สถาบันการเงินสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ สมควรแยกสินทรัพย์ด้อยคุณภาพออกมาแล้วขายหรือโอนให้แก่บุคคลอื่นเพื่อบริหารสินทรัพย์นั้นต่อไป และเพื่อเป็นการจูงใจให้มีการจัดตั้งนิติบุคคลดังกล่าวสมควรกำหนดให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางด้านค่าธรรมเนียม และภาษีบรรดาที่เกิดขึ้นจากการขายหรือการโอนสินทรัพย์จากสถาบันการเงินมาให้นิติบุคคล รวมทั้งสิทธิประโยชน์อื่นๆ จึงสมควรมีกฎหมายกำหนดสิทธิประโยชน์ที่นิติบุคคลนั้นจะได้รับ และโดยที่เป็นกรณีฉุกเฉินที่มีความจำเป็นรีบด่วนอันมิอาจหลีกเลี่ยงได้ ในอันที่จะรักษาความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศ จึงจำเป็นต้องตราพระราชกำหนดนี้

พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ พ.ศ. ๒๕๕๐^{๒๒}

หมายเหตุ :- เหตุผลในการประกาศใช้พระราชบัญญัติฉบับนี้ คือ โดยที่พระราชกำหนดบริหารสินทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๑ มีบทบัญญัติบางประการที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการบริหารสินทรัพย์ด้อยคุณภาพของสถาบันการเงินทำให้มีสินทรัพย์ดังกล่าวตกค้างอยู่เป็นจำนวนมาก อันเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาเศรษฐกิจในภาพรวมสมควรแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายดังกล่าวให้บริษัทบริหารสินทรัพย์สามารถรับซื้อ รับโอน และรับจ้างบริหารสินทรัพย์ด้อยคุณภาพและสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน ที่ถูกระงับการดำเนินกิจการ เลิก หรือถูกเพิกถอนใบอนุญาต ประกอบการธนาคารพาณิชย์ ธุรกิจเงินทุน หรือธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ ตลอดจนหลักประกันของสินทรัพย์นั้น เพื่อนำมาบริหารหรือจำหน่ายจ่ายโอนต่อไป รวมทั้งกำหนดหลักเกณฑ์ที่เหมาะสมในการกำกับดูแลและควบคุมตรวจสอบการดำเนินกิจการของบริษัทบริหารสินทรัพย์ เพื่อให้การบริหารจัดการสินทรัพย์ด้อยคุณภาพของสถาบันการเงินเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น จึงจำเป็นต้องตราพระราชบัญญัตินี้

^{๒๒} ราชกิจจานุเบกษา เล่ม ๑๒๔/ตอนที่ ๑๗ ก/หน้า ๑/๒๖ มีนาคม ๒๕๕๐

ภาคผนวก ข

บันทึกหลักการและเหตุผล
ประกอบร่างพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ
เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540
พ.ศ.

หลักการ

แก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็น
หลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

1. แก้ไขและเพิ่มเติมนิยามให้ชัดเจนและครอบคลุมการแปลงสินทรัพย์เป็น
หลักทรัพย์ในรูปแบบต่าง ๆ
2. รongรับให้การโอนและการรับโอนหมายถึงการให้ไว้เป็นหลักประกันและการ
รับเป็นหลักประกันด้วย (เพิ่มมาตรา 8/1)
3. ปรับปรุงบทบัญญัติให้สอดคล้องกับการให้นิติบุคคล เฉพาะกิจจัดตั้งในรูป
ของทรัสต์ได้ (แก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 9 และมาตรา 11)
4. กำหนดให้นิติบุคคลเฉพาะกิจและลูกหนี้ของนิติบุคคลเฉพาะกิจร่วมกัน
กำหนดอัตราดอกเบี้ยที่จะคิดจากสินทรัพย์ ในกรณีที่ไม้อาจคำนวณอัตราดอกเบี้ยตามสูตรการ
คำนวณที่กำหนดไว้แต่เดิมได้ และหากนิติบุคคลเฉพาะกิจและลูกหนี้ไม้อาจตกลงกันได้ ให้ใช้
อัตราดอกเบี้ยตามที่สำนักงานประกาศกำหนด (แก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 18)
5. กำหนดให้รัฐมนตรีซึ่งรักษาการตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย โดย
คำแนะนำของคณะกรรมการ ก .ล.ต. มีอำนาจกำหนดลักษณะการโอนสินทรัพย์ที่ไม่ถือว่าเป็น

การโอนอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉลซึ่งทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย (แก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 20)

6. ยกเลิกการกำหนดให้ผู้ถือหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเจ้าหนี้บุริมสิทธิพิเศษเหนือสิทธิที่รับโอนมาก่อนเจ้าหนี้อื่น และเพิ่มความไม่ หมายให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถรับโอนสิทธิเรียกร้องที่เป็นคดีที่อยู่ในศาลได้ (แก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 21)

7. รongรับให้นิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับความคุ้มครองในการบังคับชำระหนี้จากกระแสเงินสดที่เกิดจากสิทธิที่จะมีขึ้นในอนาคตซึ่งเป็นหลักประกัน ไม่ว่าสิทธิเรียก ร้องที่เกิดขึ้นจะเกิดขึ้นก่อนหรือภายหลังที่ผู้ให้หลักประกันล้มละลาย (เพิ่มมาตรา 21/1)

เหตุผล

โดยที่พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 มีบทบัญญัติบางมาตราไม่สอดคล้องกับรัฐธรรมนูญการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ อันเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาธุรกรรมการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ อีกทั้งยังขาดบทบัญญัติที่จะเอื้ออำนวยต่อการทำธุรกรรมดังกล่าว จึงจำเป็นต้องแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

พระราชบัญญัติ

แก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ
เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

พ.ศ.

.....

.....

.....

.....

.....

โดยที่เป็นการสมควรแก้ไขเพิ่มเติมพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการ
แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

.....

.....

มาตรา 1 พระราชบัญญัตินี้เรียกว่า “พระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมพระราช
กำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 พ.ศ.”

มาตรา 2 พระราชบัญญัตินี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันถัดจากวันประกาศในราช
กิจจานุเบกษาเป็นต้นไป

มาตรา 3 ให้ยกเลิกบทนิยามคำว่า “การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์”
“สินทรัพย์” และ “นิติบุคคลเฉพาะกิจ” ในมาตรา 3 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อ
การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” หมายความว่า การรับโอนสินทรัพย์หรือ
รับสินทรัพย์ไว้เป็นหลักประกัน และการออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน โดยกำหนดให้
ผลประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมา
หรือกระแสรายรับที่จะได้มาจากสินทรัพย์ที่รับไว้เป็นหลักประกัน

“สิทธิทรัพย์” หมายความว่า สิทธิเรียกร้อง และให้หมายความรวมถึงสิทธิเรียกร้องที่จะมีในอนาคตด้วย

“นิติบุคคลเฉพาะกิจ” หมายความว่า นิติบุคคลซึ่งจัดตั้งขึ้นไม่ว่า ช่วงใด ๆ เพื่อประโยชน์ในการแปลงสิทธิทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ตามพระราชกำหนดนี้ และให้หมายความรวมถึงทรัสต์ซึ่งตั้งขึ้นเพื่อการดังกล่าวด้วย ทั้งนี้ ที่มีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งดังนี้

- (1) นิติบุคคลหรือทรัสต์ซึ่งออกหลักทรัพย์ตามโครงการ
- (2) นิติบุคคลหรือทรัสต์ซึ่งรับโอนสิทธิทรัพย์หรือรับสิทธิทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันเพื่อโอนสิทธิทรัพย์หรือให้สิทธิทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันให้แก่นิติบุคคลหรือทรัสต์ตาม (1)
- (3) นิติบุคคลหรือทรัสต์ซึ่งรับโอนสิทธิทรัพย์หรือรับสิทธิทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันไม่ว่าช่วงใด ๆ โดยมีวัตถุประสงค์ให้มีการโอนสิทธิทรัพย์หรือให้สิทธิทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันต่อไปเพื่อให้นิติบุคคลหรือทรัสต์ตาม (2) สามารถโอนสิทธิทรัพย์หรือให้สิทธิทรัพย์ไว้เป็นหลักประกันให้แก่นิติบุคคลหรือทรัสต์ตาม (1) ได้”

มาตรา 4 ให้เพิ่มบทนิยามคำว่า “ทรัสต์” ระหว่างบทนิยามคำว่า “กองทุนรวม” และคำว่า “โครงการ” ในมาตรา 3 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสิทธิทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

““ทรัสต์” หมายความว่า ทรัสต์ตามกฎหมายว่าด้วยทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน”

มาตรา 5 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นมาตรา 8/1 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสิทธิทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

“มาตรา 8/1 คำว่า “โอน” ในมาตรา 16 มาตรา 17 มาตรา 18 มาตรา 19 และมาตรา 20 ให้หมายความรวมถึงการให้ไว้เป็นหลักประกันด้วย และคำว่า “รับโอน” ในมาตรา 12(1) และมาตรา 24 ให้หมายความรวมถึงการรับไว้เป็นหลักประกันด้วย”

มาตรา 6 ให้ยกเลิกความในมาตรา 9 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสิทธิทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“มาตรา 9 นิติบุคคลเฉพาะกิจอาจตั้งในรูปของบริษัทจำกัด บริษัทมหาชน จำกัด กองทุนรวม ทรัสต์ หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด”

มาตรา 7 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็น (3) ในวรรคหนึ่งของมาตรา 11 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

“(3) ถ้าเป็นกรณีของนิติบุคคลเฉพาะกิจที่เป็นทรัสต์หรือที่เป็นนิติบุคคลอื่น ให้สำนักงาน ก.ล.ต. จัดระเบียบทรัสต์หรือนิติบุคคลอื่นตามโครงการนั้นเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ”

มาตรา 8 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นวรรคสองของมาตรา 18 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

“ในกรณีที่มีเหตุอันสมควรซึ่งทำให้ไม่อาจคำนวณอัตราดอกเบี้ยตามสูตรการคำนวณที่กำหนดไว้แต่เดิมได้ ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจและลูกหนี้แห่งสิทธิเรียกร้องที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมานั้น ตกลงร่วมกันกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่จะคิดจากสินทรัพย์ได้ และในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจและลูกหนี้ไม่อาจตกลงกันได้ ให้ใช้อัตราดอกเบี้ยตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด”

มาตรา 9 ให้ยกเลิกความในมาตรา 20 และมาตรา 21 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“มาตรา 20 ให้รัฐมนตรีซึ่งรักษาการตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย โดยคำแนะนำของคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจกำหนดลักษณะการโอนสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติที่ไม่ถือว่าเป็นการโอนที่มีลักษณะเป็นการฉ้อฉลซึ่งทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 90/40 และมาตรา 113 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

มาตรา 21 ในกรณีที่สินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติเป็นสิทธิเรียกร้องซึ่งเป็นคดีความอยู่ในศาล ให้การโอนสินทรัพย์ดังกล่าวตามโครงการที่ได้รับอนุมัตินั้นกระทำได้ โดยให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสวมสิทธิเป็นคู่ ความแทนในคดีดังกล่าว และอาจนำพยานหลักฐานใหม่มาแสดงคัดค้านเอกสารที่ได้ยื่นไว้แล้ว ถ้ามำนำพยานที่สืบมาแล้ว และคัดค้านพยานหลักฐานที่ได้สืบไปแล้วได้ และในกรณีที่ศาลได้มีคำพิพากษาบังคับตามสิทธิเรียกร้องนั้นแล้ว ก็ให้สวมสิทธิเป็นเจ้าหนี้ตามคำพิพากษานั้น”

มาตรา 10 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นมาตรา 21/1 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

“มาตรา 21/1 ในกรณีที่เป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยการให้สิทธิเรียกร้องที่จะมีในอนาคตเป็นหลักประกันแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ นิติบุคคลเฉพาะกิจย่อมมีสิทธิบังคับเหนือสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นในเวลาต่อมา ไม่ว่าสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นนั้นจะเกิดขึ้นก่อนหรือภายหลังที่ผู้ให้หลักประกันล้มละลายก็ตาม

สิทธิบังคับเหนือสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นตามวรรคหนึ่งให้ครอบคลุมทรัพย์สินที่ได้มาจากการจำหน่าย จ่ายโอน แลกเปลี่ยน หรือได้มาแทนที่สิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นนั้นด้วย”

มาตรา 11 ให้ยกเลิกความในมาตรา 23 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และให้ใช้ความต่อไปนี้เป็นแทน

“มาตรา 23 การเลิกนิติบุคคลเฉพาะกิจที่เป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดจะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งถือหลักทรัพย์เกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์ที่ยังคงอยู่ทั้งหมด”

ผู้รับสนองพระบรมราชโองการ
นายกรัฐมนตรี

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ – สกุล : นางสาวทิพวรรณ หนองใหญ่
วัน เดือน ปีเกิด : 29 สิงหาคม 2527
วุฒิการศึกษา :
ปี 2549 ปริญญาตรี คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปี 2545 มัธยมศึกษาตอนปลาย โรงเรียนสัตหีบวิทยาคม
ประสบการณ์การทำงาน :
ปี 2551 – ปัจจุบัน ธุรกิจส่วนตัว



มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ข้อตกลงว่าด้วยการอนุญาตให้ใช้สิทธิในวิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์

วันที่ 26 เดือน พฤศจิกายน พ.ศ. 2553

ข้าพเจ้า (นาย/นาง/นางสาว) นาย ก้าว กิ่งทอง หนานอ้ง ตรี อยู่บ้านเลขที่ 23/8 หมู่ 12
ซอย วัดบุปผาสง่าม ถนน สุขุมวิท ตำบล/แขวง ทนอง ปรีอ
อำเภอ/เขต บาง ล. งาม จังหวัด นครศรีธรรมราช รหัสไปรษณีย์ 20260
เป็นนักศึกษาของมหาวิทยาลัยกรุงเทพ รหัสประจำตัว 750 43001 09

ระดับปริญญา ตรี โท เอก

หลักสูตรระดับปริญญาโท สาขาวิชา การบริหาร ภาควิชา บริหาร การศึกษา ชั้นต้น สาขาที่
ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า "ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ" ฝ่ายหนึ่ง และ

มหาวิทยาลัยกรุงเทพ ตั้งอยู่เลขที่ 119 ถนนพระราม 4 แขวงพระโขนง เขตคลองเตย กรุงเทพมหานคร
10110 ซึ่งต่อไปนี้เรียกว่า "ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ" อีกฝ่ายหนึ่ง

ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ และ ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ ตกลงทำสัญญากันโดยมีข้อความดังต่อไปนี้

ข้อ 1. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิขอรับรองว่าเป็นผู้สร้างสรรค์และเป็นผู้มีสิทธิแต่เพียงผู้เดียวในงานสารนิพนธ์/
วิทยานิพนธ์หัวข้อ การทบทวนงานวิจัย การควบคุม กำกับ แด่/หรือ ดูแล ศึกษา
เพื่อส่งเสริมและพัฒนาการวิจัยในศูนย์วิจัย CDO และ ศูนย์วิจัย CDO ระหว่าง
ศูนย์วิจัยเทคโนโลยี

ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาค้นคว้าตามหลักสูตร ศึกษาระดับปริญญาโท สาขา บริหาร การศึกษา ชั้นต้น มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
(ต่อไปนี้เรียกว่า "สารนิพนธ์/วิทยานิพนธ์")

ข้อ 2. ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิตกลงยินยอมให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิโดยปราศจากค่าตอบแทนและไม่
มีกำหนดระยะเวลาในการนำสารนิพนธ์/วิทยานิพนธ์ ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการทำซ้ำ ดัดแปลง
เผยแพร่ต่อสาธารณชน ให้เข้าต้นฉบับหรือสำเนาอื่น ให้ประโยชน์อันเกิดจากลิขสิทธิ์แก่ผู้อื่น อนุญาตให้
ผู้อื่นใช้สิทธิโดยจะกำหนดเงื่อนไขอย่างหนึ่งอย่างใดด้วยหรือไม่ก็ได้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน
หรือการกระทำอื่นใดในลักษณะที่ตนเองเห็นชอบ

ข้อ 3. หากกรณีมีข้อขัดแย้งในปัญหาสิทธิในสารนิพนธ์/วิทยานิพนธ์ระหว่างผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิกับ
บุคคลภายนอกก็ดี หรือระหว่างผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิกับบุคคลภายนอกก็ดี หรือมีเหตุขัดข้องอื่นๆ
เกี่ยวกับสิทธิ อันเป็นเหตุให้ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิไม่สามารถนำงานนั้นออกทำซ้ำ เผยแพร่ หรือ
โฆษณาได้ ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิยินยอมรับผิดชอบและค่าใช้จ่ายเสียหายแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิในความ
เสียหายต่างๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิทั้งสิ้น

สัญญาที่ทำขึ้นสองฉบับ มีข้อความเป็นอย่างเดียวกัน คู่สัญญาได้อ่านและเข้าใจข้อความในสัญญาที่โดย
ละเอียดแล้ว จึงได้ลงลายมือชื่อไว้เป็นสำคัญต่อหน้าพยาน และเก็บรักษาไว้ฝ่ายละฉบับ

ลงชื่อ.....ผู้อนุญาตให้ใช้สิทธิ
(.....)

ลงชื่อ.....ผู้ได้รับอนุญาตให้ใช้สิทธิ
(ดร. ชันนนา รอดสุทธิ)
ผู้อำนวยการสำนักหอสมุด

ลงชื่อ.....พยาน
(ดร. ผู้ตรวจการฯ จันทราวัฒน์)
คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

ลงชื่อ.....พยาน
(.....)

