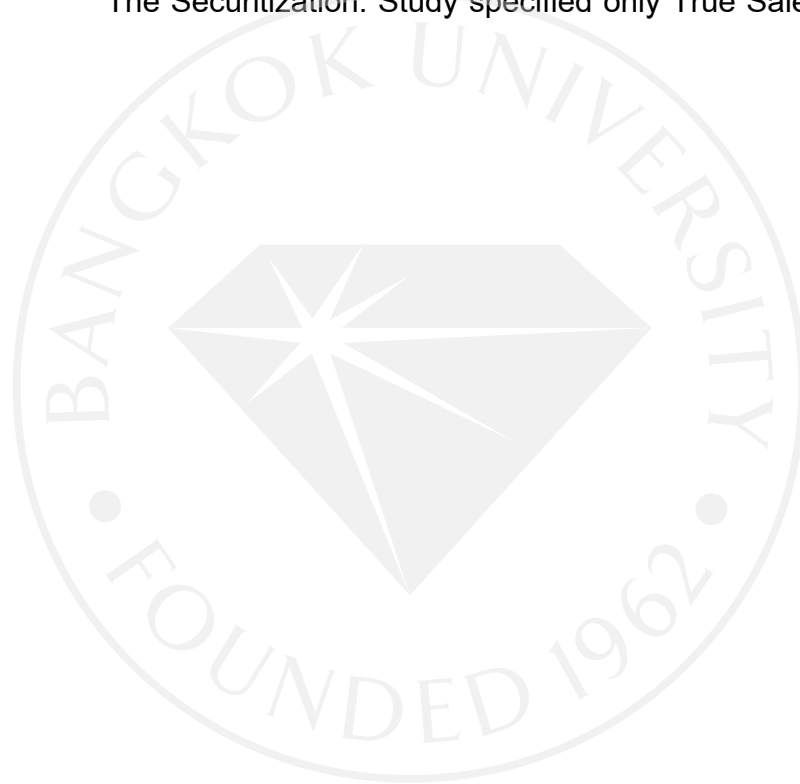


การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์: ศึกษากรณีเฉพาะการขายที่แท้จริง

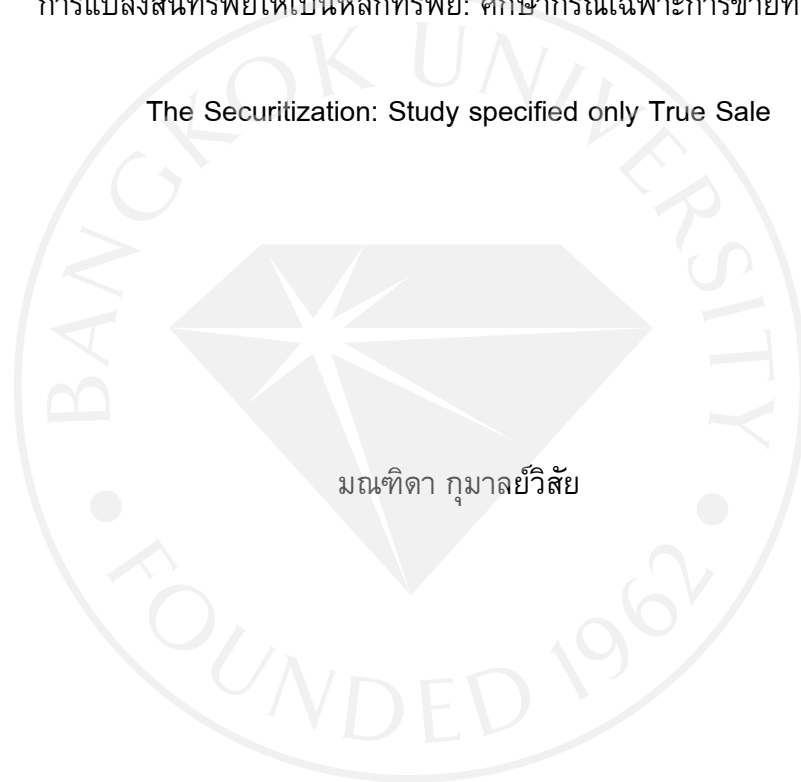
The Securitization: Study specified only True Sale



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
นิติศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ  
พ.ศ. 2551

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์: ศึกษากรณีเฉพาะการขายที่แท้จริง

The Securitization: Study specified only True Sale



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
นิติศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

พ.ศ. 2551

บัณฑิตวิทยาลัย  
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

สารนิพนธ์

โดย

นางสาวมณฑิตา กุมาลย์วิสัย

เรื่อง

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษากรณีเฉพาะเรื่องการขายที่แท้จริง (True Sale)

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
นิติศาสตรมหาบัณฑิต

อาจารย์ที่ปรึกษา

(รองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกกร)

อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

(ดร. วัชระ เนติวาณิชย์)

กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ

(อาจารย์อดิศร พิพัฒน์วรพงศ์)

บัณฑิตวิทยาลัย  
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

สารนิพนธ์

โดย

นางสาวมณฑิตา กุมลยวิสัย

เรื่อง

การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษากรณีเฉพาะเรื่องการขายที่แท้จริง (True Sale)

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
นิติศาสตรมหาบัณฑิต

อาจารย์ที่ปรึกษา

  
(รองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกร)

อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

  
(ดร. วัชระ เนติวาณิชย์)

กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ

  
(อาจารย์อดิศร พิพัฒน์วรพงศ์)

**ชื่องานวิจัย :** การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์: ศึกษากรณีเฉพาะการขาย  
ที่แท้จริง (True Sale)

**ชื่อผู้วิจัย :** นางสาวมณฑิตา กุมาลย์วิสัย

**ชื่อคณะและสถาบัน :** คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

**สาขา :** กฎหมายธุรกิจระหว่างประเทศและธุรกรรมทางอิเล็กทรอนิกส์

**รายชื่อที่ปรึกษา :** 1) รองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกร  
2) ดร. วัชระ เนติวาณิชย์

**ปีการศึกษา :** 2551

**คำสำคัญ :** การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การขายที่แท้จริง

#### บทคัดย่อ

การแปลงสินทรัพย์ให้ เป็นหลักทรัพย์ เป็นกระบวนการทางการเงินที่ถูกพัฒนาขึ้นมา โดยการทำให้สินทรัพย์ที่นำออกจำหน่ายไม่ได้กลายเป็นหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องเพื่อก่อให้เกิดสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งกระบวนการนี้ได้มีการเริ่มต้นทำที่ประเทศสหรัฐอเมริกา และประสบความสำเร็จอย่างดี

เมื่อเปรียบเทียบ “การขายที่แท้จริง” ของประเทศไทยกับประเทศสหรัฐอเมริกา จะเห็นได้ว่าการพิจารณาของประเทศไทยว่ากรณีใดเป็น “การขายที่แท้จริง” หรือไม่นั้น จะพิจารณาตามบทบัญญัติของกฎหมายที่เกี่ยวข้อง อันได้แก่ FBC, Uniform Commercial Code เป็นต้น และเป็นไปตามอำนาจของศาลตามปกติ ไม่มีบัญญัติพิเศษใดที่ถูกกำหนดขึ้นรองรับการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์ฯ ที่ถือว่าเป็น “การขายที่แท้จริง” ไว้เป็นการเฉพาะ ซึ่งต่างจากกรณีของประเทศไทย

ในขณะที่ร่างพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ผู้เขียนมีความเข้าใจว่า “การขายที่แท้จริง” เป็นหลักสำคัญสำหรับการจัดโครงสร้างธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จึงมีความจำเป็นในการสร้างหลักกฎหมายพิเศษขึ้นมารองรับหลักการดังกล่าว โดยต้องกำหนดกฎหมายที่จะเป็นเกราะป้องกันในกรณีที่ Originator

ล้มละลาย ไม่ให้มีผลต่อสินทรัพย์ที่ SPV รับโอนมาจาก Originator รายนั้น ปัจจุบันนี้ความเข้าใจต่อเรื่องดังกล่าวเปลี่ยนไปโดยเห็นว่า “การขายที่แท้จริง” เป็นเป้าหมายสูงสุด (Ultimate goal) ในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งหากมีการจัดโครงสร้างของ “การขายที่แท้จริง” ได้ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ก็จะมีความเสี่ยงในด้านกฎหมาย (Legal risks) น้อยลง จนเป็นการจำกัดความเสี่ยงของผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของ SPV ไว้ที่คุณภาพของสินทรัพย์เท่านั้น (Limit risks of investor on characteristics of the asset pool) และถ้าไม่อาจจัดโครงสร้างการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในเรื่องของ “การขายที่แท้จริง” ได้ ธุรกรรมนั้นก็ยังคงเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพียงแต่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของ SPV มีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้นและอาจส่งผลกระทบต่อความสำเร็จในการขายหลักทรัพย์ของ SPV ได้ จึงมีความจำเป็นที่จะต้องจำกัดความหมายของคำว่า “การขายที่แท้จริง” ให้ชัดเจน และในพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 มาตรา 20 ซึ่งกล่าวถึงคำจำกัดความของ “การขายที่แท้จริง” อันได้แก่ การโอนสินทรัพย์ที่ (1) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม (2) ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์ และ (3) นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้ ดังนั้นจะต้องอาศัยความสามารถของนักการเงิน (ที่ปรึกษาทางการเงิน) และนักกฎหมาย (ที่ปรึกษากฎหมาย) ช่วยกันออกมานิยามความหมายให้เป็นกิจจะลักษณะเพื่อให้เกิดความเข้าใจถูกต้องตรงกัน โดยกำหนดให้หน่วยงานของรัฐ หรือหน่วยงานของภาคเอกชนที่เป็นที่ยอมรับเป็นผู้นิยามความหมายของคำว่า “การขายที่แท้จริง” เมื่อมีการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ในอนาคตก็จะสร้างมาตรฐานเดียวกันเพื่อไม่ให้บุคคลที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายเกิดความสับสน ดังนั้นจึงต้องช่วยกันคิดเพื่อให้จัดโครงสร้างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็น “การขายที่แท้จริง” ให้ได้มากที่สุด

**Title :** The Securitization : Study specified only True Sale

**Author :** Miss Montida Koomanvisai

**School :** Law, Bangkok University

**Major :** International Business and Electronic Transaction

**Advisor :** 1) Assoc. Prof. Nares Kesaparakorn  
2) Dr. Watchara Nathiwanit

**Academic Year :** 2551

**Keywords :** Securitization, True Sale

#### Abstract

The securitization is a financial process which was developed to create liquidity in the economic system by converting non-marketable asset to new, liquid debt securities. Securities has been implemented with great success to new, liquid debt securities. Securitization ahs been implemented with great success in the United States of America.

Upon comparing “true sale” of Thailand and the United States of America, can be seen that USA based their consideration on whether or not it was the “true sale” on the relevant laws such as FBC, Uniform Commercial Code, etc., and pursuant to the normal court’s jurisdiction. No legislation has been drawn up to support the securitizations that deemed as “true sale” as a specific case; which is different from Thailand.

During the drafting of Emergency Decree on Interim Juristic Person for Securitization, the writer understood that the “true sale” is the essential criteria in organizing the structures of securitization transaction thus essential to setup the specific principles of law to support the said criteria by setup the law as a means of prevention,

in case if the originator has become bankrupt, against the affect to the property that SPV received transfer from such originator. At present, the understanding toward this subject has changed to believe that the "true sale" is the ultimate goal in securitization. If it is possible to set up the "true sale" structure, the securitization shall reduce the legal risks and limit risks of investor on characteristics of the asset pool. However, In case of impossibility to setup the "true sale" structure, the securitization shall remain as transaction of securitization subject to the investor in SPV's securities shall face more risks, which in turn may affect the success of SPV in selling securities. Thus it is essential to clearly define the word "true sale" of Emergency Decree on Interim Juristic Person for Securitization of B.E. 2540 (1997), section 20, mentioned about the definition of "true sale" comprising the transfer of assets with (1) fair payment according to the market price (2) thus putting on the interim juristic person the risks and the assets compensations and (3) the interim juristic person may hold rights in the benefits of the transferred assets, hence need the capability of a financial expert (financial consultant) and lawyer to define the meaning, in a formal businesslike manner, to enhance the same and accurate perception. This may be done by assigning the government agency or any recognized private sector to define the word "true sale" for the future securitization to have the same standard and prevent confusion among all relevant people. Hence, it is essential to help thinking and organizing the setup of securitization structures to be close to "true sale" as much as possible.



## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง อันได้แก่ ท่านรองศาสตราจารย์ นเรศร์ เกษะประกร อาจารย์ที่ปรึกษา อาจารย์ ดร. วัชระ เนติวาณิชย์ อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม และ อาจารย์อติศร พิพัฒน์วรพงศ์ กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ ซึ่งท่านได้สละเวลาอันมีค่าของ ท่านเพื่อให้คำปรึกษา รวมทั้งแนะนำแก้ไข สารนิพนธ์นี้ให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ คุณจันทิมา เพียรเวช หัวหน้าส่วนอาวุโส ฝ่ายกฎหมาย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ผู้ซึ่งเป็นแรงบันดาลใจให้ผู้เขียนทำหัวข้อสารนิพนธ์ฉบับนี้

ท้ายที่สุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา ที่เป็นกำลังใจให้แก่ผู้เขียนในการทำสารนิพนธ์ ฉบับนี้ให้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

(มณฑิตา กุมาลย์วิสัย)

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ค
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ช
<b>บทที่ 1</b> บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	3
1.4 คำถามวิจัย.....	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	4
1.6 นิยามคำศัพท์.....	5
<b>บทที่ 2</b> ลักษณะสำคัญของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	6
2.1 ความเป็นมาของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	6
2.2 ความหมายของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	7
2.3 บุคคลที่เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	9
2.3.1 เจ้าหนี้เดิม (Originator).....	10
2.3.2 ผู้ออกตราสาร (Issuer).....	11
1) บริษัท (Corporation).....	11
2) The Grantor Trust.....	11
3) The Owner Trust.....	12
4) รูปแบบอื่น.....	12

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
2.3.3 ผู้ให้บริการด้านต่างๆ.....	13
1) ผู้ให้บริการ (Servicer).....	13
2) วาณิชธนกิจหรือผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter).....	14
3) ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit enhancer).....	14
4) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Creating Rating Agency).....	16
5) ทrustee.....	17
2.4 รูปแบบและวิธีการของการโอนสินทรัพย์.....	18
2.4.1 รูปแบบการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	18
1) การออกหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านผลตอบแทนเต็มจำนวน ไปให้ผู้ลงทุนโดยตรง หรือ Pass-Through.....	19
2) การออกหลักทรัพย์โดยใช้สินทรัพย์เป็นประกัน หรือ Asset Backed Securities (ABS).....	20
3) การออกหลักทรัพย์ซึ่งจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนโดยผ่าน นิติบุคคลเฉพาะกิจ(Pay Through).....	21
2.4.2 วิธีการโอนสินทรัพย์.....	22
1) การแปลงหนี้ใหม่ (Novation).....	23
2) การโอนสิทธิเรียกร้อง (Assignment).....	23
2.5 ข้อดีและข้อเสียของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	26
2.5.1 ข้อดีของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	26
2.5.2 ข้อเสียของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	27

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
<b>บทที่ 3</b> หลักการขายที่แท้จริง (True Sale).....	28
3.1 ปัจจัยในการพิจารณาการขายที่แท้จริง.....	28
3.1.1 การไล่เบียด (Recourse).....	28
3.1.2 การหวงเหนี่ยวสิทธิและผลประโยชน์ (Retained rights and right to surplus).....	30
3.1.3 การควบคุมภายหลังการโอน (Post-transfer control).....	31
3.1.4 การปฏิบัติทางบัญชี (Accounting treatment).....	32
3.1.5 เจตนาของคู่สัญญา.....	32
3.1.6 กลไกด้านราคา (Pricing mechanism).....	33
3.1.7 ปัจจัยอื่นๆ.....	34
3.2 การขายที่แท้จริงกับการกู้ยืมที่มีหลักประกัน.....	35
3.3 การขายที่แท้จริงกับกฎหมายพาณิชย์.....	37
3.4 การขายที่แท้จริงภายใต้หลักเกณฑ์แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจ พ.ศ. 2540.....	39
3.5 การโอนสิทธิเรียกร้องตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ พ.ศ. 2540.....	41
3.6 การเพิกถอนการโอน.....	42
3.6.1 การเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ ตามพระราชบัญญัติ ล้มละลาย มาตรา 115.....	43
3.6.2 การเพิกถอนการฉ้อฉล ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย มาตรา 113.....	45

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.6.3 การเพิกถอนการโอนหรือการกระทำอันไม่สุจริต ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย มาตรา 114.....	46
3.6.4 การเพิกถอนตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ พ.ศ. 2540 มาตรา 20 วรรคหนึ่ง.....	48
3.6.5 ปัญหาเรื่องการเพิกถอนการโอน.....	48
<b>บทที่ 4 การวิเคราะห์การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายไทยและ กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา.....</b>	<b>50</b>
4.1 ประเทศสหรัฐอเมริกา.....	50
4.1.1 The Federal Bankruptcy Code.....	50
4.1.2 The Uniform Commercial Code.....	56
4.2 ประเทศไทย.....	63
4.2.1 การขายที่แท้จริงตาม มาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540.....	63
<b>บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....</b>	<b>69</b>
บทสรุป.....	69
ข้อเสนอแนะ.....	72
บรรณานุกรม.....	75
ประวัติผู้เขียน.....	80

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

สินทรัพย์ (Asset) ตามความหมายของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 หมายความว่า สิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคตไม่ว่ารายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม เช่น สัญญาให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัย หรือ สิทธิตามสัมปทานสร้างถนนเก็บค่าผ่านทาง เป็นต้น หลักทรัพย์ (Security) หมายถึง ตราสารหรือเอกสารการแสดงสิทธิในหนี้หรือทรัพย์สินที่ซื้อขายกัน เช่น หุ้น หุ้นกู้ พันธบัตร ตั๋วเงิน เป็นต้น ดังนั้นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) จึงเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ช่วยในการแก้ไขปัญหาเรื่องการขาดแคลนเงินทุนระยะยาว หรือการขาดสภาพคล่องทางการเงินของกิจการโดยอาศัยวิธีการในทางกฎหมายที่จะทำให้สินทรัพย์ที่ไม่มีสภาพคล่อง (Illiquid asset – ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสิทธิเรียกร้อง) เปลี่ยนไปเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องในการโอนเปลี่ยนมือโดยใช้หลักทรัพย์เป็นสื่อกลางและมีสินทรัพย์ดังกล่าวหนุนหลังวิธีการในทางกฎหมายที่ทำได้แก่ การโอนสิทธิเรียกร้อง การแปลงหนี้ใหม่ เป็นต้น ทั้งนี้เพื่อให้สินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้องเปลี่ยนไปเป็นสิทธิของอีกบุคคลหนึ่ง อีกทั้งการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เป็นวิธีการระดมเงินทุนรูปแบบหนึ่งที่มีต้นทุนของเงินต่ำที่สุด และเป็นประโยชน์ที่สุดต่อองค์กร รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่ายอีกด้วย

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะมีบุคคลที่เข้ามาเกี่ยวข้องและเป็นตัวแปรที่สำคัญในการดำเนินการดังกล่าว คือ นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV: Special Purpose Vehicle) เป็นตัวเชื่อมระหว่างเจ้าของทรัพย์สินเดิม (Originator) กับผู้ลงทุนในตลาดทุน โดยนิติบุคคลเฉพาะกิจจะทำการออกหลักทรัพย์ (ตราสารหนี้) จำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุนในตลาดทุน โดยกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมาเป็นแหล่งรายได้ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะใช้ในการชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนในตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจ

การทำให้สิทธิในสินทรัพย์เปลี่ยนมือมายังนิติบุคคลเฉพาะกิจจะถูกเรียกโดยรวมว่า “การโอน” (Transfer) หรือ “การขาย” (Sale) และโดยส่วนใหญ่จะใช้วิธีการโอนสิทธิเรียกร้อง (Assignment) กันมากกว่าในการวางแผนเพื่อจัดโครงสร้างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จึงจำเป็นจะต้องพิจารณาว่าการจะทำให้สิทธิในสินทรัพย์เปลี่ยนมือมาเป็นของนิติบุคคลเฉพาะกิจควรเป็นวิธีการใด ผลในทางกฎหมายเกี่ยวกับความสมบูรณ์ของสิทธิของนิติบุคคลเฉพาะกิจเหนือสินทรัพย์นั้น และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งผลในทางกฎหมายเป็นประเด็นที่สำคัญอย่างยิ่งในการพิจารณา จะพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นการโอนที่แท้จริง (Absolute assignment) หรือเป็นการโอนเพียงเพื่อเป็นหลักประกันการชำระหนี้ (Assignment as security interest) ผลทางกฎหมายย่อมแตกต่างกันไปด้วย ซึ่งถ้าพิจารณาแล้วว่าการโอนสินทรัพย์เป็นเพียงการโอนเพื่อเป็นการค้ำประกันการชำระหนี้ตามกฎหมายเท่านั้น เมื่อเจ้าของสินทรัพย์เดิมล้มละลายสินทรัพย์ที่โอนเพื่อการค้ำประกันการชำระหนี้จะต้องนำมาแบ่งเพื่อชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ของเจ้าของทรัพย์สินเดิม แต่ถ้าพิจารณาแล้วว่าเป็นการขายที่แท้จริง เมื่อเจ้าของสินทรัพย์เดิมล้มละลายนิติกรรมการโอนสินทรัพย์นั้นก็จะไม่ถูกเพิกถอนภายใต้กฎหมายล้มละลาย ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ได้บัญญัติว่า “ในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง มิให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับ

การรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริงตามวรรคหนึ่งหมายถึงการโอนสินทรัพย์ที่

- (1) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม
- (2) ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์และ
- (3) นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

นอกจากลักษณะของการรับโอนทรัพย์สินอย่างแท้จริงตามที่กำหนดในวรรคสองแล้ว คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจจะประกาศกำหนดลักษณะอื่นเพิ่มเติมด้วยก็ได้” จึงสามารถวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบบทบัญญัติของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็น

หลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ว่ามีหลักการหรือแนวทางในการพิจารณาว่าการรับโอนหลักทรัพย์จากผู้จำหน่ายที่แท้จริงนั้นควรมีลักษณะอย่างไรใดเหมือนหรือแตกต่างกับกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือไม่ และบทบัญญัติเหล่านั้นจะป้องกันผลกระทบของการขายที่แท้จริงมากน้อยเพียงใด นอกจากนี้จะวิเคราะห์ข้อพิจารณาที่สมควรแก้ไขในพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาความหมาย ประวัติความเป็นมา รูปแบบ กระบวนการในการแปลงหลักทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

1.2.2 เพื่อศึกษากฎหมาย กฎระเบียบ ประกาศที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย เปรียบเทียบกับกฎหมายที่เกี่ยวข้องของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อนำมาปรับใช้และกำหนดแนวทางในการพิจารณาคำว่า “การขายที่แท้จริง” ในประเทศไทยอย่างมีประสิทธิภาพ

1.2.3 เพื่อศึกษาลักษณะการพิจารณาความหมายของการขายที่แท้จริง (True Sale) ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 เปรียบเทียบกับการนำหลักทรัพย์เพื่อเป็นหลักประกันการชำระหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

1.2.4 เพื่อศึกษาการเปรียบเทียบกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและกฎหมายของประเทศไทย ผลดีและผลเสียของการแปลงหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาการแปลงหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เฉพาะกรณีการขายที่แท้จริง (True Sale) โดยเปรียบเทียบกับการแปลงหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาว่ามีการพิจารณาความหมายหรือการวิเคราะห์คำว่า “การขายที่แท้จริง” ออกมาในรูปแบบใด เหตุผลที่ศึกษาหลักกฎหมายของประเทศนี้ เนื่องจากประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นผู้นำทางเศรษฐกิจและเป็นต้นแบบของการแปลงหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ รวมตลอดถึงเพื่อเสนอแนวทางในการแก้ไข



พระราชบัญญัตินิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของประเทศไทย เพื่อให้สามารถควบคุมและส่งเสริมการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

#### 1.4 คำถามของการวิจัย

การที่ผู้นำหลักทรัพย์ไปค้ำประกันการชำระหนี้และไม่ใช่การขายที่แท้จริง (True Sale) แล้วจะมีผลกระทบต่อเจ้าหนี้ผู้รับหลักทรัพย์ไว้อย่างไร และจะสามารถแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นได้อย่างไร

#### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

1.5.1 ทำให้ทราบถึงความหมาย ประวัติความเป็นมา รูปแบบ กระบวนการในการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์

1.5.2 ทำให้ทราบถึงกฎหมาย กฎระเบียบ ประกาศที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย เปรียบเทียบกับกฎหมายที่เกี่ยวข้องของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อนำมาปรับใช้และกำหนดแนวทางในการพิจารณาคำว่า “การขายที่แท้จริง” ในประเทศไทยอย่างมีประสิทธิภาพ

1.5.3 ทำให้ทราบถึงลักษณะการพิจารณาความหมายของการขายที่แท้จริง (True Sale) ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 เปรียบเทียบกับการนำสินทรัพย์เพื่อเป็นหลักประกันการชำระหนี้ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

1.5.4 ทำให้ทราบถึงการเปรียบเทียบกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา และกฎหมายของประเทศไทย ตลอดจนผลดีและผลเสียของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

## 1.6 นิยามคำศัพท์

“การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์” หมายความว่า การรับโอนสินทรัพย์และการออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนโดยกำหนดให้ผลประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมา

“สินทรัพย์” หมายความว่า สิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคตไม่ว่ารายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม

“หลักทรัพย์” หมายความว่า ตราสารหรือเอกสารการแสดงสิทธิในหนี้หรือทรัพย์สินที่ซื้อขายกัน เช่น หุ้น หุ้นกู้ พันธบัตร ตั๋วเงิน

“นิติบุคคลเฉพาะกิจ” หมายความว่า นิติบุคคลซึ่งจัดตั้งขึ้นเพื่อดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

“คณะกรรมการ ก.ล.ต.” หมายความว่า คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

“การขายที่แท้จริง” หมายความว่า การโอนสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจมีสิทธิสมบูรณ์ตามกฎหมายในฐานะเจ้าของสินทรัพย์ในอันที่จะบังคับ จำหน่าย ใช้สอย หรือจัดการสินทรัพย์อย่างใดๆ รวมทั้งจะไม่ถูกกระทบจากการที่เจ้าของสินทรัพย์เดิมล้มละลาย

## บทที่ 2

### ลักษณะสำคัญของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

#### 2.1 ความหมายของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มี 2 ความหมาย ดังต่อไปนี้

**ความหมายแรก** (ความหมายอย่างแคบ) คือ กระบวนการในการนำสินทรัพย์ของบริษัทที่ก่อให้เกิดรายได้ของบริษัทในรูปแบบต่างๆ เช่น สินเชื่อเงินกู้ที่อยู่อาศัย สินเชื่อบัตรเครดิต เป็นต้น ซึ่งถือว่าเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำมารวมกันเป็นกองสินทรัพย์ เพื่อนำมาแปลงเป็นตราสารทางการเงินซึ่งถือว่ามีสภาพคล่องสูง เพื่อขายต่อนักลงทุน โดยผ่านพาหุพิเศษทางการเงินที่เรียกว่า นิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือ Special Purpose Vehicle (SPV)

สินทรัพย์ (Asset) หมายถึง สิ่งที่บริษัทมีอยู่ หรือบริษัทมีความเป็นเจ้าของ หรือเป็นสิ่งที่ก่อให้เกิดรายได้ เช่น สินทรัพย์ของสถาบันการเงิน ทั่วไปหมายถึง หนี้ของธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุน<sup>1</sup>

เงินที่สถาบันการเงินให้กู้ในทางการเงินถือว่าเป็นสินทรัพย์ที่ไม่คล่องตัวเพราะถูกจำกัดด้วยอายุของสัญญา ถ้าหนี้ยังไม่ถึงกำหนดชำระลูกหนี้มีสิทธิปฏิเสธไม่ชำระหนี้ได้ เพราะฉะนั้นสินทรัพย์ประเภทเหล่านี้ไม่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินได้จึงเรียกว่าเป็นสินทรัพย์ประเภทไม่คล่องตัว

เมื่อจะทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จะมีการนำสินทรัพย์ประเภทไม่คล่องตัวหลายๆสัญญามารวมกันแล้วนำไปขายให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ แล้วนิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกตราสารทางการเงินหรือว่าหลักทรัพย์ ซึ่งมีความคล่องตัวเพื่อขายเอาเงินที่ได้มาชำระค่าสินทรัพย์นั้น

---

<sup>1</sup>หน่วยพัฒนาระบบการเงิน, “การแปลงสินทรัพย์เป็นตราสารเปลี่ยนมือได้ (Securitization),” รายงานเศรษฐกิจรายเดือน 37, 1 (มกราคม 2540),13-14.

**ความหมายที่สอง** (ความหมายอย่างกว้าง) คือ กระบวนการที่ธุรกิจระดมเงินทุนในรูปแบบระยะสั้น ระยะปานกลาง หรือระยะยาวโดยการออกตราสารทางการเงิน (Financial instruments) จำหน่ายโดยตรงแก่ผู้ลงทุน โดยนำสิทธิเหนือการกู้ยืม (Loan claim) มาแปลงสภาพเป็นตราสารการเงินจำหน่ายแก่นักลงทุนทั่วไป ผลจากกระบวนการดังกล่าวจะทำให้สินทรัพย์มีสภาพคล่องเพิ่มมากขึ้น<sup>2</sup>

## 2.2 ความเป็นมาของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ มีต้นกำเนิดในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศแรกเนื่องจากในปี ค.ศ. 1934 (พุทธศักราช 2477) รัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกามีแนวนโยบายที่จะส่งเสริมให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยขยายตัว ดังนั้นจึงได้จัดตั้งหน่วยงานที่มีชื่อว่า “Federal Housing Administration (FHA)” ขึ้นเพื่อทำหน้าที่ค้ำประกันสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยให้แก่ผู้กู้ ทำให้สามารถขอสินเชื่อจากสถาบันการเงินได้เพิ่มขึ้นเพราะได้ช่วยลดความเสี่ยงให้แก่สถาบันการเงิน ต่อมาในปี ค.ศ. 1938 (พุทธศักราช 2481) ก็ได้ก่อตั้ง “Federal National Mortgage Association (FNMA)” ขึ้นเพื่อเป็นตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ FHA ค้ำประกัน โดย FNMA มีอำนาจในการซื้อขายสัญญาจำนอง (Mortgages) ที่ได้รับการค้ำประกันจากรัฐ หรือจาก FHA ด้วย

อย่างไรก็ตาม ในช่วงปลายทศวรรษ 1960 ประเทศสหรัฐอเมริกาประสบปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำมาก สถาบันการเงินเริ่มประสบปัญหาในการดำเนินงานตามภาวะเศรษฐกิจและข้อจำกัดในการดำเนินงาน เนื่องจากไม่สามารถขยายบริการทางการเงินและรับฝากเงินข้ามรัฐ ประกอบกับภาวะตลาดที่อยู่อาศัยและตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยซบเซา รัฐบาลสหรัฐอเมริกาจึงได้ดำเนินการเพื่อช่วยแก้ไขปัญหาลดความเสี่ยงของตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยและของสถาบันการเงินด้วยการปฏิรูปองค์กร FNMA ใหม่ โดยแบ่งองค์กรออกเป็น 2 ส่วนคือ ส่วน FNMA และองค์กรใหม่ คือ Government National Mortgages Association (GNMA) ซึ่งมี

<sup>2</sup>ภัทรกิตต์ เนตินิยม, “การแปลงสภาพสินทรัพย์เป็นตราสารในประเทศไทย,” วารสารบริหารธุรกิจ 16, 64 (ตุลาคม – ธันวาคม 2536), 36.

ฐานะเป็นองค์กรที่รัฐบาลเป็นเจ้าของ ทำหน้าที่ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ผู้มีรายได้น้อย รวมถึงการค้ำประกันเงินต้นและดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ของสถาบันการเงินที่ให้กู้ยืมเงินเพื่อที่อยู่อาศัยที่ได้รับการประกันจาก FHA หรือ Veterans Administration (VA) ซึ่งเป็นองค์กรที่ทำหน้าที่ให้บริการทางการเงินเพื่อจัดหาที่อยู่อาศัยสำหรับทหารผ่านศึกหรือ Farmers Home Administration ซึ่งเป็นองค์กรการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยของเกษตรกรและ ชาวนา

บทบาทของ GNMA ในการทำหน้าที่ค้ำประกัน ถือเป็นปัจจัยกระตุ้นให้เกิดกระบวนการ Securitization ขึ้นในสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ ในปี ค.ศ.1970 (พ.ศ. 2513) GNMA ได้เริ่มออกหลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ค้ำประกันโดย FHA และ VA เป็นหลักประกัน และ GNMA จะค้ำประกันการจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยอีกทอดหนึ่ง โดยหลักทรัพย์ดังกล่าวจำหน่ายแก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบันซึ่งประกอบด้วย กองทุนบำเหน็จบำนาญ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริษัทประกันชีวิต การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ดังกล่าวนับว่าเป็นการเกิดกระบวนการ Securitization เป็นครั้งแรก และส่งผลให้ตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีสภาพคล่องมากขึ้น และต่อมาได้จูงใจให้สถาบันการเงินต่าง ๆ หันมาออกตราสารโดยมีสินเชื่อที่อยู่อาศัยค้ำประกันมากขึ้น และได้ขยายรวมไปถึงสินทรัพย์ประเภทอื่นของสถาบันการเงิน เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิต ลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ เป็นต้น

ประเทศสหรัฐอเมริกานำกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เป็นประเทศแรก ต่อมาได้มีหลายประเทศในยุโรปหรือแม้แต่กระทั่งประเทศญี่ปุ่นพยายามที่จะลอกเลียนแบบและดัดแปลงวิธีการแปลงสินทรัพย์มาเป็นหลักทรัพย์มาใช้ในประเทศของตน แต่ไม่อาจกระทำได้อย่างง่าย เพราะประเทศยุโรปบางประเทศติดปัญหาเรื่องโครงสร้างทางด้านกฎหมายและกฎระเบียบทำให้การนำไปใช้พบอุปสรรคอยู่มาก บางกรณีถึงกับใช้ไม่ได้ ประเทศในยุโรปที่ประสบความสำเร็จในการพัฒนาเรื่องนี้ได้แก่ อังกฤษ ฝรั่งเศส สวีเดน และอิตาลี ส่วนประเทศที่ไม่ค่อยประสบความสำเร็จเท่าใดนัก คือ ประเทศเยอรมัน สำหรับประเทศไทยได้มีการนำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มาใช้เพื่อแก้ไขปัญหาการขาดสภาพคล่องในระบบการเงินของ

ประเทศ โดยได้มีการตราพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ซึ่งได้แนวความคิดมาจากประเทศสหรัฐอเมริกาด้วยเช่นกัน<sup>3</sup>

### 2.3 บุคคลที่เกี่ยวข้องในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เกี่ยวข้องกับบุคคลหลายฝ่าย ซึ่งบุคคลที่มีบทบาทหน้าที่อย่างสำคัญในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ได้แก่

1. เจ้าหนี้เดิม (Originator หรือ Transferor หรือ Party benefiting from the financing) เจ้าหนี้เดิมเป็นเจ้าของสินทรัพย์ที่นำมาใช้ในการแปลงเป็นหลักทรัพย์ เมื่อเจ้าหนี้เดิมมีความจำเป็นเพื่อสร้างเสริมสภาพคล่องจึงต้องนำสินทรัพย์มาจำหน่ายเพื่อให้มีเงินสดมาใช้หมุนเวียนในธุรกิจได้อีก
2. นิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicles = SPVs) หรือผู้ออกตราสาร (Issuer) เป็นพาหะทางการเงินที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อเป็นผู้รับโอนสินทรัพย์จากเจ้าหนี้เดิม
3. ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit enhancers) ซึ่งจะเข้ามามีบทบาททำให้การเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีความน่าเชื่อถือมากขึ้นโดยจะเข้ามารับความเสี่ยง หรือให้ประกันความเสี่ยงในกรณีที่ลูกหนี้ในสินทรัพย์ที่เจ้าหนี้เดิมได้โอนให้นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่ยอมชำระหนี้
4. ผู้ให้บริการ (Servicer) คือบุคคลที่ดูแลสินทรัพย์ เรียกเก็บกระแสรายรับและทำให้กระแสรายรับมีการแจกจ่ายไปยังผู้ลงทุนในตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจและบุคคลที่เกี่ยวข้องอย่างเหมาะสม
5. สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agencies) คือ บุคคลที่จัดอันดับตราสารโดยอาศัยคุณภาพทางเครดิตของสินทรัพย์และองค์ประกอบเรื่องโครงสร้างทางการเงิน

---

<sup>3</sup> พรรณพิศ คงลาภ, การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายล้มละลาย : ศึกษาเปรียบเทียบกับกฎหมายของสหรัฐอเมริกา (วิทยานิพนธ์ นิติศาสตรมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2541), 8-10.

6. ผู้ลงทุน (Investors) คือ บุคคลที่ลงทุนในตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งอาจเป็นผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันหรือผู้ลงทุนรายย่อยทั่วไป

7. นอกจากนี้ยังมีบุคคลอื่นๆ ซึ่งเป็นผู้มีบทบาททำให้การแปลงสินทรัพย์ประสบความสำเร็จหรือมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เช่น ผู้จัดการสภาพคล่อง (Liquidity Provider) ผู้ประกันการจำหน่ายตราสาร (Underwriter) ทรัสต์ (Trustee) และที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) เป็นต้น

หากพิจารณาบทบาทในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์แล้ว อาจจัดแบ่งกลุ่มได้เป็น 3 กลุ่ม คือ ผู้ขาย ผู้ออกตราสาร และผู้ให้บริการด้านต่างๆ

2.3.1 ผู้ขาย (Seller) ได้แก่บุคคลที่เรียกว่า เจ้าหนี้เดิม (Originator) ซึ่งเป็นผู้จัดทำสินทรัพย์ที่ขายให้แก่ผู้ออกหลักทรัพย์ หรือใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการออกตราสารจำหน่ายแก่ผู้ลงทุนเอง ซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวจะกลายเป็นเงินสด หรือสินทรัพย์หมุนเวียนของผู้ให้กู้ และสามารถนำไปแสวงหาประโยชน์อื่นๆ ต่อไปได้ ในประเทศสหรัฐอเมริกา เจ้าหนี้เดิมอาจได้แก่ บริษัทเงินทุนของผู้ผลิตรถยนต์ (Auto captive financial companies) บริษัทเงินทุนอื่นๆ ธนาคารพาณิชย์ สมาคมรับฝากและให้กู้ยืมเงิน บริษัทคอมพิวเตอร์ สายการบิน ผู้ผลิตสินค้า บริษัทประกันภัย และบริษัทหลักทรัพย์<sup>4</sup> ตัวอย่างเช่น บริษัทการเงินของผู้ผลิตรถยนต์ นำเงินกู้ซื้อรถยนต์ (Auto loan) มาแปลงเป็นหลักทรัพย์

โดยปกติเจ้าหนี้เดิม หรือบริษัทในเครือของเจ้าหนี้เดิม จะเป็นผู้ให้บริการ (Servicer) แก่ผู้ซื้อสินทรัพย์ หรือผู้ได้รับสินทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันอีกด้วย

ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 มาตรา 3 นิยามคำว่า “สินทรัพย์” ไว้ว่า สิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคต ไม่ว่ารายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม เช่น สัญญาให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัย หรือสิทธิตามสัมปทานสร้างถนนเก็บค่าผ่านทาง ดังนั้น เจ้าหนี้เดิมตามกฎหมายไทย จึงได้แก่ เจ้าหนี้ผู้ทรงสิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคตนั่นเอง

<sup>4</sup>Christine A. Pavel, Securitization (The United States of American: Probus, 1989), 22.

2.3.2 ผู้ออกตราสาร (Issuer) ได้แก่บุคคลที่ออกตราสารจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน โดยปกติ เจ้าหนี้เดิมจะไม่ขายสินทรัพย์ในฐานะเป็นหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งเป็นบุคคลที่สามโดยตรง แต่จะขายผ่านผู้ออกตราสาร ซึ่งเป็นองค์กรอิสระแยกจากเจ้าหนี้เดิม หรือผู้รับประกันการจำหน่าย เพื่อให้การออกตราสารห่างไกลจากการล้มละลาย ผู้ออกตราสาร จะจำกัดธุรกรรมที่จะทำเฉพาะการออกหลักทรัพย์ และใช้จำนวนเงินที่ได้รับไปซื้อสินทรัพย์ที่ใช้ ค้ำประกันหลักทรัพย์นั้น การป้องกันไม่ให้ผู้ออกตราสารถูกดำเนินคดีล้มละลาย จะรวมถึงการ ไม่ก่อหนี้อื่นๆ หรือมีวิธีทำให้หลักทรัพย์ที่ออกไม่ได้รับผลกระทบเมื่อผู้ออกตราสารผิดนัดชำระ หนี้รายอื่น

### ผู้ออกตราสาร มีหลายรูปแบบดังต่อไปนี้

#### 1) บริษัท (Corporation)

เป็นรูปแบบที่ให้บริษัทมีวัตถุประสงค์เดียว (Single Purpose Corporation) รูปแบบ นี้มีความยืดหยุ่นในการออกหลักทรัพย์ได้หลายประเภท รวมทั้งหุ้นบุริมสิทธิ เพื่อดึงดูดนัก ลงทุน และมีความสามารถทำธุรกรรมได้ไม่จำกัด ผู้ที่เกี่ยวข้องในการจัดโครงสร้างแบบนี้จะ ค้นเคยกับการประเมินความเสี่ยงทางกฎหมายในประเด็นต่างๆ เช่น การจำกัดความเสี่ยงที่จะ ยื่นล้มละลายโดยสมัครใจ หรือการป้องกันการรวมกันทางเนื้อหา รูปแบบนี้เช่นเดียวกับนิติ บุคคลเฉพาะกิจรูปแบบอื่น คือ อาจมีเจ้าหนี้เดิม หรือมีบุคคลที่สามที่เป็นอิสระเป็นเจ้าของ แต่ กรณีมีบุคคลที่สามเป็นเจ้าของ จะเป็นการย้ายสินทรัพย์ที่โอนและหนี้ออกจากบัญชีสมดุลของ เจ้าหนี้เดิม

#### 2) The Grantor Trust

เป็นองค์กรที่จัดตั้งในรูปแบบของทรัสต์รูปแบบหนึ่ง โดยทรัสต์จะออกตราสาร รับรองผลประโยชน์ให้แก่เจ้าหนี้เดิม เพื่อแลกเปลี่ยนกับการโอนสินทรัพย์ ตราสารนี้สามารถ ขายให้แก่บุคคลที่สามได้ หรืออีกวิธีหนึ่งทรัสต์จะออกตราสารให้แก่ผู้ลงทุนโดยตรงและนำเงินที่ ได้จากการโอนสินทรัพย์ที่ถูกแปลงไปให้แก่เจ้าหนี้เดิม



นักลงทุนทุกคนมีสิทธิเป็นเจ้าของผลประโยชน์เท่ากันตามสัดส่วนของใบแสดงสิทธิ ที่ถืออยู่ซึ่งนักลงทุนแต่ละคนจะได้รับการจัดสรรเงินทุน และดอกเบี้ยไปตามหลักเกณฑ์กระแส เงินที่เข้ามา กระแสเงินที่จัดสรรจะได้รับการยกเว้นภาษีเนื่องจากตัวทรัสต์เองไม่เสียภาษี

รูปแบบนี้มักใช้กับหลักทรัพย์ที่มีจำนวน หรือหนี้กู้ยืมซีอรรถยนต์หรือหนี้บัตรเครดิต เป็นหลักประกัน และใช้กับลักษณะการออกหลักทรัพย์แบบ Pass-Through ที่มีอัตรา ผลตอบแทนที่แน่นอน

### 3) The Owner Trust

เป็นองค์กรที่จัดตั้งในรูปแบบของทรัสต์อีกรูปแบบหนึ่งที่ผู้เป็นเจ้าของทรัสต์ คือผู้ ออกหลักทรัพย์ ใบแสดงสิทธิของทรัสต์ประเภทนี้จะแสดงถึงภาระผูกพันทางหนี้ของตัว ทรัสต์ ที่มีสินทรัพย์ที่ขายให้ทรัสต์เป็นหลักประกัน มากกว่าแสดงถึงความเป็นเจ้าของทรัสต์แบบนี้จะ ให้เมื่อกระแสเงินจากตัวสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันไม่เท่ากับกระแสเงินที่ต้องจ่ายให้กับนัก ลงทุน<sup>5</sup>

รูปแบบนี้มีการใช้เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากผู้ออกตราสารมีความคล่องตัวในการออก หลักทรัพย์ที่เป็นหนี้และเป็นอควิตี้ (Debt and equity securities) และสามารถออกตราสารได้ มากกว่า 1 ชั้นในแต่ละประเภทของหลักทรัพย์ ทรัสต์ที่เป็นเจ้าของจะออกตราสารความเป็น เจ้าของได้เช่นเดียวกับ The Grantor Trust และออกหนี้และชั้นของหนี้ได้เช่นเดียวกับบริษัท อย่างไรก็ตามเมื่อความคล่องตัวเพิ่มขึ้น จำนวนความเสี่ยงของรูปแบบนี้ก็เพิ่มขึ้นด้วย

### 4) รูปแบบอื่น

รูปแบบอื่นของผู้ออกตราสาร ได้แก่ ห้างหุ้นส่วนจำกัด บริษัทจำกัด ความรับผิดชอบ และสหกรณ์ธุรกิจ (Business Cooperatives) เป็นต้น รูปแบบนี้จะใช้เพื่อให้การลงทุนมีลักษณะ พิเศษ เช่น ได้รับประโยชน์ทางด้านภาษีเพิ่มขึ้น<sup>6</sup>

<sup>5</sup>สำนักวิจัยตลาดทุน, ประมวลความรู้เรื่องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์, (กรุงเทพฯ : บริษัท เงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.), 52.

<sup>6</sup>The committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of new york, **Structured Financing Techniques** (the United States of America: American Bar Association, 1995), 43-48.

นอกจากนี้ผู้ออกตราสารอาจเป็นตัวกลาง (Conduit) ชื่อสินทรัพย์ ซึ่งไม่ใช่เจ้าหนี้เดิม ตัวกลาง คือ บริษัทที่ซื้อสินทรัพย์จากเจ้าหนี้เดิม หรือผู้ขายหลายราย จากนั้นรวมกลุ่มสินทรัพย์เข้าด้วยกัน จากนั้นนำออกขายให้แก่ผู้ลงทุน การให้บริการยังเป็นของเจ้าหนี้เดิมของสินทรัพย์ ตัวกลางจะมีประโยชน์สำหรับบริษัทที่ไม่มีสินทรัพย์เพียงพอที่จะรวมเป็นกลุ่ม เพื่อออกหลักทรัพย์ ตัวกลางใหญ่ที่สุดคือ ตัวแทนจํานองของรัฐ (The Federal Mortgage Agencies) ซึ่งซื้อสัญญากู้ยืมที่มีจํานองที่อยู่อาศัย จากสมาคมรับฝากและให้กู้ยืม ธนาคารที่รับจํานองและธนาคารพาณิชย์ รวมเข้าเป็นกลุ่มของการกู้ยืม แล้วขายหลักทรัพย์ซึ่งสนับสนุนโดยชุดของเงินกู้ให้แก่ผู้ลงทุน<sup>7</sup> ปกติหากเจ้าหนี้เดิมมิได้ขายสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ หรือตัวกลาง ก็ขายสินทรัพย์ให้แก่ทรัสต์

ตามพระราชกําหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ผู้ออกตราสารจะได้แก่นิติบุคคล ซึ่งจัดตั้งขึ้นเพื่อดําเนินการแปลงสินทรัพย์ที่เรียกว่า นิติบุคคลเฉพาะกิจ

2.3.3 ผู้ให้บริการด้านต่าง ๆ ผู้ให้บริการด้านต่าง ๆ คือบุคคลที่มีส่วนช่วยให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ดําเนินไปอย่างราบรื่น และประสบผลสำเร็จ ได้แก่ บุคคลดังต่อไปนี้

#### 1) ผู้ให้บริการ (Servicer)

โดยปกติเจ้าหนี้เดิม หรือบริษัทในเครือของเจ้าหนี้เดิมจะเป็นผู้ให้บริการของเงินกู้ซึ่งตนขาย หรือใช้เป็นหลักประกัน ผู้ให้บริการจะรับผิดชอบจัดการและดูแลสินทรัพย์ และกระแสเงินจากสินทรัพย์นั้น กล่าวคือ ผู้ให้บริการจะรับผิดชอบเรียกเก็บเงินต้นและดอกเบี้ยที่ชำระจากสินทรัพย์นั้นเมื่อหนี้ถึงกำหนด และติดตามเรียกเก็บหนี้รายที่ไม่ชำระในกำหนด นอกจากนี้ผู้ให้บริการจะรับผิดชอบจัดทำรายงานเกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) ของสินทรัพย์ที่ขาย หรือใช้เป็นหลักประกัน ให้แก่ทรัสต์และผู้ถือตราสาร (The Certificate Holders) เป็นรายเดือนและรายปี<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Pavel, op.cit, 24.

<sup>8</sup> Ibid.

2) วาณิชธนกิจ หรือผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter) วาณิชธนกิจจะเกี่ยวข้องในขั้นตอนการจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนโดยทำหน้าที่รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ ทั้งกรณีที่เสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering) และเสนอขายแก่ผู้ลงทุนในวงจำกัดเฉพาะราย (Private Placement) ในฐานะเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย วาณิชธนกิจซื้อหลักทรัพย์จากผู้ออกตราสารเพื่อนำไปขายต่อ แต่กรณีที่เสนอขายแก่ผู้ลงทุนเฉพาะราย วาณิชธนกิจจะไม่กระทำการดังกล่าว แต่จะกระทำการเป็นตัวแทนของผู้ออกตราสาร โดยจัดให้ผู้ขายได้พบกับผู้ซื้อ ซึ่งจะก่อให้เกิดการทำธุรกรรมขึ้น

ในแง่ของผู้ออกตราสาร ข้อแตกต่างระหว่างการเสนอขายแก่ผู้ลงทุนเฉพาะราย และการเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป คือการเสนอขายแก่ผู้ลงทุนเฉพาะรายจะเป็นวิธีการที่รวดเร็วและเสียค่าใช้จ่ายในการออกตราสารน้อยกว่าเพราะไม่ต้องจดทะเบียนต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (Securities and Exchanges Commission) วาณิชธนกิจถือว่าไม่มีความเสี่ยงในการรับประกัน (No underwriting risk) ในการเสนอขายแก่ผู้ลงทุนเฉพาะราย ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายในกรณีนี้จึงต่ำกว่าการเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป แต่ข้อเสียของการเสนอขายแก่ผู้ลงทุนเฉพาะราย คือ ขายให้แก่ผู้ลงทุนได้จำนวนน้อยทำให้วาณิชธนกิจ ซึ่งมีหน้าที่ในฐานะเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายจะต้องทำงานใกล้ชิดกับผู้ออกตราสาร เพื่อให้โครงสร้างในการออกตราสารเป็นไปตามวัตถุประสงค์ของกฎหมาย ข้อบังคับ การบัญชีและภาษี นอกจากนี้วาณิชธนกิจยังต้องทำงานร่วมกับผู้รับประกันความเสี่ยง สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และทราสต์<sup>9</sup>

### 3) ผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit enhancer)

ตราสารที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์จะอิงอยู่กับตัวทรัพย์สินที่เป็นประกัน เช่นเดียวกับตราสารหนี้ทั่วไปที่อิงกับความสามารถในการชำระคืนของผู้ออกตราสาร การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นการที่เจ้าหนี้เดิมขายลูกหนี้ไปให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อเจ้าหนี้เดิมจะได้ตัดยอดลูกหนี้ออกจากงบดุล ทำให้เกิดปัญหาเรื่องสิทธิในการไล่เบี่ยเมื่อ

<sup>9</sup>Pavel, ibid, pp, 25-29.

ลูกหนี้ที่ขายไปเกิดเป็นหนี้สูญ<sup>10</sup> ดังนั้นการรับประกันความเสี่ยงจะทำให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจในการถือครองตราสาร เพราะจะช่วยลดความเสี่ยงเรื่องหนี้สูญของการออกหลักทรัพย์ จุดประสงค์ของการนี้เพื่อยกระดับอัตราความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ ซึ่งจะมีผลต่อราคาและการตลาดของหลักทรัพย์นั้น ส่วนใหญ่ของหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ประกันจะมีการรับประกันความเสี่ยง

การรับประกันความเสี่ยงอาจจะกระทำโดยผู้ออกตราสาร หรือ บุคคลที่สาม บางครั้งการออกหลักทรัพย์ครั้งหนึ่งๆ อาจมีการรับประกันความเสี่ยงหลายประเภท

การรับประกันความเสี่ยงโดยบุคคลที่สามอาจอยู่ในรูปของเลตเตอร์ออฟเครดิต จากธนาคารที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูง ส่วนการรับประกันความเสี่ยงโดยผู้ออกตราสาร จะกระทำได้หลายวิธี เช่น การรับรองชดใช้หนี้สูญ (Recourse) การชดใช้ให้แก่ลูกหนี้ชั้นต้นและลูกหนี้ชั้นรอง (Senior – Subordinated structure) การใช้หลักทรัพย์ประกันเกินมูลค่าตราสารที่ออก (Over collateralization) และวิธี Spread Account โดยมีรายละเอียดดังนี้

การชดใช้ให้แก่ลูกหนี้ชั้นต้นและลูกหนี้ชั้นรอง จะแบ่งการออกตราสารเป็นสองชั้น ชั้นหนึ่งเรียกว่าลูกหนี้ชั้นต้น และอีกชั้นหนึ่งเรียกว่าลูกหนี้ชั้นรอง เจ้าหนี้เดิมถูกถือว่ามีความเสี่ยงในการได้รับชำระหนี้โดยการยึดหน่วงหลักทรัพย์ชนิดที่เป็นตราสารด้อยสิทธิ (Junior หรือ Subordinated) ไว้ ซึ่งจะมีความเสี่ยงในการชำระหนี้ในฐานะเป็นลูกหนี้ชั้นรองตราสาร

สำหรับการใช้หลักทรัพย์ประกันเกินมูลค่าตราสารที่ออกเป็นการจัดโครงสร้างหนี้มากกว่าการขาย มูลค่าของหลักประกันที่ประกันนั้นมีมากกว่ามูลค่าหน้าตราสารของหนี้ในเวลาออกหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก หากมูลค่าของหลักประกันลดต่ำกว่าจำนวนที่กำหนดล่วงหน้าในระหว่างเวลาของหนี้ ผู้ออกตราสารอาจจะต้องเพิ่มหลักประกัน วิธีการนี้จะป้องกันผู้ลงทุนจากการลดมูลค่าของหนี้ จากการผิดสัญญา การไม่ชำระหนี้ในกำหนด การชำระหนี้ล่วงหน้า และการที่มูลค่าในท้องตลาดของหลักประกันลดลง

ส่วน Spread Account คือ การตั้งกองทุนที่สามารถชำระให้แทนแก่ผู้ลงทุนเมื่อกระแสเงินจากสินทรัพย์ลดน้อยลง ในชั้นต้นผู้ให้บริการจะจ่ายเงินเข้าบัญชีกองทุนตลอดอายุของหลักทรัพย์ มูลค่าของบัญชีเพิ่มเมื่อกระแสเงินของสินทรัพย์เพิ่มเกินกว่าเงินกองทุนที่

<sup>10</sup> สำนักวิจัยตลาดทุน, ประมวลความรู้เรื่องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์, 69.

จำเป็นต้องจ่ายให้ผู้ลงทุน และค่าธรรมเนียมการให้บริการ มูลค่าของบัญชีลดลงเมื่อกระแสเงินจากสินทรัพย์ไม่พอจ่ายให้แก่ผู้ลงทุน เมื่อหลักทรัพย์หมดอายุ เงินกองทุนจะตกเป็นของผู้ให้บริการ ในโครงสร้างการขายเลตเตอร์ออฟเครดิตและพันธบัตรรับประกัน (Insurance Bond) จะเป็นรูปแบบที่มักใช้กันในการรับประกันความเสี่ยง<sup>11</sup>

#### 4) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Creating Rating Agency)

สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะจัดอันดับให้แก่หลักทรัพย์ที่ออก อันดับความน่าเชื่อถือเป็นการประเมินความเสี่ยงทางด้านหนี้สัญญา (Credit Risk) โดยอาศัยหลักเกณฑ์ 3 ประการ คือ ความเป็นไปได้ของผู้ออกตราสารที่จะผิดสัญญา ลักษณะและข้อตกลงเกี่ยวกับหนี้ และสถานะที่เกี่ยวข้องกับหนี้ (Relative Position of Obligation) เมื่อมีการล้มละลาย

สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัท Moody's บริษัท Standard & Poor's บริษัท Duff & Phelps และ บริษัท Fitch โดยจะมีการกำหนดให้เป็นสัญลักษณ์ อันดับสูงสุดของบริษัท Moody's คือ Aaa อันดับสูงสุดของบริษัท Standard & Poor's และ Fitch คือ AAA และอันดับสูงสุดของ Duff & Phelps คือ D&P-1

ในการจัดอันดับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมักจะประเมินจากความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร แต่ในเรื่องหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์สนับสนุนความเป็นไปได้ในการผิดสัญญาไม่เกี่ยวข้องกับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร แต่เกี่ยวกับคุณภาพของสินทรัพย์ที่ใช้สนับสนุนหลักทรัพย์ ดังนั้นสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะประเมินจากความสามารถของสินทรัพย์ ในการทำให้เกิดกระแสเงินที่จะใช้ชำระเงินต้น และดอกเบี้ยแก่ผู้ลงทุน ไม่ใช่จากตัวผู้ออกตราสาร และจะวิเคราะห์โครงสร้างและประเมินการประกันความเสี่ยงด้วย

การวิเคราะห์โครงสร้าง สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะดูที่ความเสี่ยงของสินเชื่อ กระแสเงิน และประเด็นทางกฎหมาย โดยเฉพาะการวิเคราะห์ประเด็นทางกฎหมายจะรวมถึง การตรวจสอบความสมบูรณ์ของสิทธิยึดหน่วง (Lien) หรือกรรมสิทธิ์เหนือสินทรัพย์ และการประเมินความเสี่ยงที่เกี่ยวกับความเป็นไปได้ที่เจ้าหนี้เดิม หรือ ผู้ให้บริการจะล้มละลาย ประเด็นทางกฎหมายและประเด็นทางความน่าเชื่อถือจะสัมพันธ์กัน ประเด็นทางกฎหมายจะ

<sup>11</sup>Pavel,op.cit., 29-32.

ลดลงหากเจ้าหนี้เดิมและผู้ให้บริการมีความน่าเชื่อถือสูง สำหรับเรื่องการประกันความเสี่ยงนั้น สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะประเมินระดับของการประกันความเสี่ยง

และสภาพความน่าเชื่อถือของผู้รับประกันความเสี่ยงเมื่อผู้รับประกันความเสี่ยงเป็นบุคคลที่สาม หลักทรัพย์ที่ออกจะมีอันดับความน่าเชื่อถือไม่สูงกว่าอันดับของผู้รับประกันความเสี่ยง

เมื่อมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือแล้ว สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะคอยติดตามตลอดอายุของหลักทรัพย์ เพื่อเปลี่ยนแปลงอันดับซึ่งอาจลดหรือเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือก็ได้ หลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์สนับสนุนมักจะได้อันดับ AAA หรือ Aaa หรือ D&P-1 ส่วนใหญ่มักเป็นการลดอันดับมากกว่าเพิ่มอันดับ การเปลี่ยนแปลงอันดับเป็นผลมาจากความเปลี่ยนแปลงคุณภาพทางความน่าเชื่อถือของผู้รับประกันความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่สนับสนุน<sup>12</sup>

#### 5) ทรัสต์ (Trustee)

ทรัสต์ เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ลงทุน โดยทำหน้าที่ประสานงานระหว่างผู้ให้บริการกับผู้ลงทุน และระหว่างผู้รับประกันความเสี่ยงกับผู้ลงทุน ทรัสต์มีหน้าที่ในการซื้อสินทรัพย์จากผู้ออกตราสารในนามของทรัสต์ และออกไปรับรองให้แก่ผู้ลงทุน หลังจากที่ผู้ให้บริการได้รวบรวมเงินต้นและดอกเบี้ยที่ลูกหนี้ได้ชำระให้แก่กองสินทรัพย์ ผู้ให้บริการจะฝากเงินที่ได้รับเข้าบัญชีของทรัสต์ และทรัสต์จะส่งผ่านรายได้ดังกล่าวให้แก่ผู้ลงทุน หากเงินกองทุนไม่พอที่ชำระให้แก่ผู้ลงทุน ทรัสต์ยังมีหน้าที่ในการพิจารณารายงานที่ผู้ให้บริการจัดทำให้แก่ผู้ลงทุนว่ารายงานฉบับใดที่ผู้ให้บริการจัดทำมีความสำคัญและยังประโยชน์เพียงพอให้แก่ผู้ลงทุน และเป็นผู้จัดส่งรายงานดังกล่าวให้แก่ผู้ลงทุน นอกจากนั้นทรัสต์อาจจะต้องรับผิดชอบในหน้าที่ของผู้ให้บริการในกรณีที่ผู้ให้บริการขอถอนตัวหรือไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้

ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ได้แก่ผู้ออกตราสาร และทรัสต์ ซึ่งกองทรัสต์จะประกอบไปด้วยกลุ่มของสินทรัพย์ ซึ่งได้แก่เงินกู้ และสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้ตามเงินกู้นั้น ผลประโยชน์จากหลักประกันเงินกู้ และการประกันภัย รวมทั้งการรับประกันความเสี่ยง ทรัสต์แบ่งเป็น 2 ประเภทคือ The Grantor Trust และ The Owner Trust การขายสินทรัพย์ให้แก่ทรัสต์ทั้งสองลักษณะ

<sup>12</sup>Pavel, Ibid., 32-35.

ถือเป็นการขายสินทรัพย์ที่แท้จริง (True Sale) ให้แก่ผู้ออกตราสาร ทรัสต์ทั้งสองประเภท ต่างกันที่วิธีปฏิบัติทางภาษี และชนิดของตราสารที่ออก<sup>13</sup>

## 2.4 รูปแบบและวิธีการของการโอนสินทรัพย์

ในเบื้องต้นสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ สินทรัพย์นั้นต้องเป็นสินทรัพย์ประเภทที่ก่อให้เกิดรายได้ (Cash Flow Receivable) ในลักษณะต่อเนื่องสม่ำเสมอ (Continuous) นอกจากนี้ จะต้องคำนึงถึงคุณลักษณะดังนี้

ประการแรก สินทรัพย์จะต้องมีคุณสมบัติที่ใกล้เคียงกัน

ประการที่สอง มูลค่าของสินทรัพย์นั้นควรมีขนาดใหญ่เพียงพอ และสามารถประมาณมูลค่าได้ง่าย

ประการที่สาม เป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ประจำ อย่างน้อยเดือนละครั้ง และกระแสรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์นั้นต้องสามารถคาดคะเนได้ และสินทรัพย์นั้นควรมีระยะเวลาไถ่ถอนที่แน่นอนพอสมควร โดยมีระยะเวลาประมาณ 18 เดือนถึง 2 ปี รวมทั้งมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ เช่น ลูกหนี้เงินกู้ ซึ่งรายได้เกิดขึ้นในรูปของการใช้คืนเงินต้นและดอกเบี้ย หรือโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งรายได้อยู่ในรูปของค่าเช่าในแต่ละเดือน

โดยทั่วไปสินทรัพย์ที่มีคุณสมบัติดังกล่าว และนิยมนำมาทำการแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ ได้แก่ เงินให้กู้ยืมซื้อที่อยู่อาศัย เงินให้กู้ซื้อรถยนต์ สินเชื่อบัตรเครดิต หรือเงินให้กู้ยืมซื้อเครื่องจักร หรือซื้อคอมพิวเตอร์<sup>14</sup>

### 2.4.1 รูปแบบการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อาจไม่ตรงกับคำว่า “Securitization” ในภาษาอังกฤษเสียทีเดียวเพราะคำในภาษาไทยเป็นคำที่ทำให้เกิดความเข้าใจผิดว่า รูปแบบและวิธีการของเรื่องดังกล่าวคือการนำสินทรัพย์มาแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งในทางการเงินมิได้มีการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ไปแต่อย่างใด สินทรัพย์ก็ยังคงเป็นสินทรัพย์อยู่เช่นเดิม แต่ในทาง

<sup>13</sup>Pavel, Ibid., 35-37.

<sup>14</sup>“ซีคิวริไทเซชัน (securitization)” ไทยไฟแนนเชียล, 25 (ตุลาคม 2537), 18-19



การเงินจะถือว่าสินทรัพย์ที่โอนมายังนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นประกันการออกตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน โดยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในตราสารจะสัมพันธ์และขึ้นอยู่กับกระแสรายรับ (Cash Flow) ที่เกิดจากสินทรัพย์ที่โอนมายังนิติบุคคลเฉพาะกิจนั่นเอง ซึ่งลักษณะดังกล่าวในทางการเงินถือว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ไม่มีสภาพคล่องให้เป็นตราสารที่มีสภาพคล่องได้

สำหรับรูปแบบในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามแบบสากลอาจสรุปได้

3 วิธีคือ

1) การออกหลักทรัพย์ประเภทส่งผ่านผลตอบแทนเต็มจำนวนไปให้ผู้ลงทุน โดยตรง หรือ Pass-Through

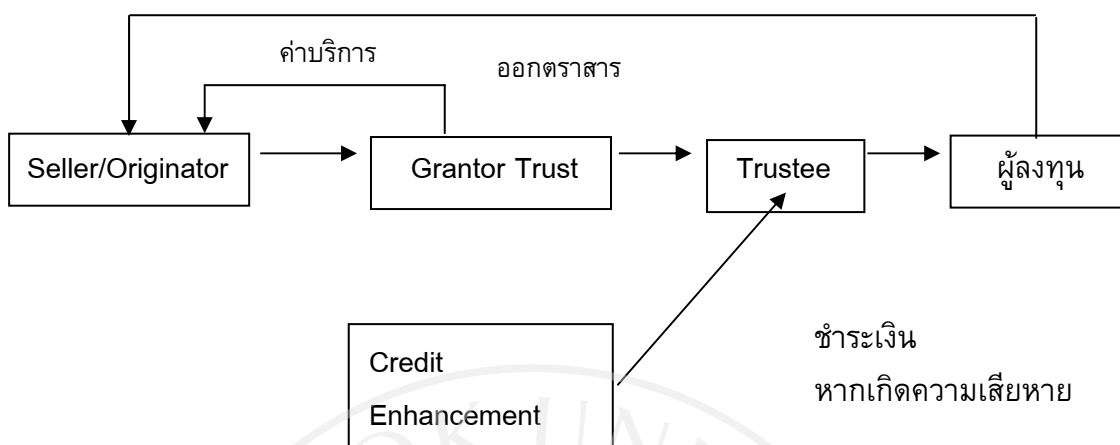
Pass-Through เป็นวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยการขายสินทรัพย์เพื่อลดความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงอันเกิดจากหนี้เสีย

โดยทั่วไปการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยวิธีนี้ สถาบันการเงินซึ่งถือเป็นเจ้าหนี้เดิม จะทำการรวบรวมสินเชื่อหลายๆ รายรวมเป็นกองสินทรัพย์ (Pool of Asset) และขายให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งอยู่ในรูปของทรัสต์ ภายใต้การดูแลของทรัสต์ และทรัสต์จะออกตราสาร (Certificate) ขายให้แก่ผู้ลงทุน ซึ่งตราสารดังกล่าวจะเป็นหลักฐานที่แสดงส่วนหนึ่งของความเป็นเจ้าของผลประโยชน์ (Beneficiaries) ในสินทรัพย์ และผลประโยชน์ที่เกิดจากสินทรัพย์ที่อยู่ในทรัสต์ รูปแบบนี้ในทางการเงินถือว่าผู้ลงทุนเป็นเจ้าของทรัพย์สินและผลประโยชน์ที่เกิดจากสินทรัพย์นั้นโดยตรงและในทางกฎหมายทรัสต์จะแยกว่าผู้ลงทุนมีความเป็นเจ้าของในผลประโยชน์ที่ได้รับ (Beneficiary Ownership) และมีหน้าที่บริหารสินทรัพย์เพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุน ผู้ลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ประเภทนี้จะได้รับผลตอบแทน คือ เงินต้นรวมดอกเบี้ยหลังหักค่าบริการโดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเท่ากับสัดส่วนของกองสินทรัพย์ที่ตนถือครอง<sup>15</sup>

<sup>15</sup> พรณพิศ คงลาภ, การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายล้มละลาย : ศึกษาเปรียบเทียบกับกฎหมายของสหรัฐอเมริกา (วิทยานิพนธ์ นิติศาสตรมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2541), 21-22.



### ชำระเงินค่าสินทรัพย์



ภาพที่ 1 Pass-Through

ตามภาพ เจ้าหนี้เดิมจะขายสินทรัพย์ ซึ่งได้แก่สิทธิที่จะได้รับชำระหนี้ให้แก่ทรัสต์ เนื่องจากทรัสต์มีสภาพเป็นกองทรัสต์สินจึงมีผู้จัดการงานที่เรียกว่า ทรัสต์ ทรัสต์จะระดมเงินจากผู้ลงทุนมาซื้อสินทรัพย์โดยทรัสต์จะออกตราสารขายให้แก่ผู้ลงทุน ตราสารดังกล่าวเป็นใบแสดงสิทธิในทรัสต์ ดังนั้น ผู้ลงทุนที่ซื้อตราสารจะเป็นเจ้าของสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้ ผู้ลงทุนจึงจะได้รับเงินจากการชำระคืนของลูกหนี้หักด้วยค่าบริการต่างๆ เช่น ค่าบริการในการจัดเก็บหนี้หรือค่าบริการของผู้รับประกันความเสี่ยงซึ่งจะชำระค่าเสียหายให้กรณีหนี้สูญ

2) การออกหลักทรัพย์โดยใช้สินทรัพย์เป็นประกันหรือ Asset Backed Securities (ABS)

Asset Backed Securities (ABS) เป็นหลักทรัพย์ที่ออกโดยมีทรัพย์สินในงบดุลเป็นประกัน ซึ่งอาจได้แก่การจำนองอสังหาริมทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่นเช่น สินเชื่อการเช่าซื้อเครื่องจักร สินเชื่อการเช่าซื้อรถยนต์ เป็นต้น

ลักษณะที่สำคัญ คือมีการนำทรัพย์สินมาเป็นประกันความเสี่ยงของหลักทรัพย์ประเภทนี้อยู่ในระดับ AAA เนื่องจากคุณสมบัติของหลักทรัพย์ที่มาประกันมีมูลค่ามากกว่าจำนวนเงินที่กู้ยืมที่มีภาระผูกพันในการออกหลักทรัพย์

ตามรูปแบบนี้ จะทำการรวบรวมลูกหนี้เป็นกองสินทรัพย์แล้วขายกองสินทรัพย์นั้นออกไปให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ แล้วนิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกตราสารเพื่อนำเงินนั้นไปซื้อกองสินทรัพย์จากเจ้าหนี้เดิม เมื่อลูกหนี้นำเงินมาชำระนิติบุคคลเฉพาะกิจก็จะนำเงินนั้นมาจ่ายให้ผู้ถือตราสาร

การออก ABS มีข้อแตกต่างจาก Pass-Through ที่สำคัญคือ ตราสาร ABS ที่ออกไม่ได้แสดงถึงความเป็นเจ้าของในกองสินทรัพย์เพียงแต่ตราสารนั้นมีกองสินทรัพย์เป็นประกัน ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับหุ้นกู้มีประกัน และผู้ลงทุนไม่ได้รับรายได้ทั้งหมดจากกองสินทรัพย์แบบวิธี Pass-Through

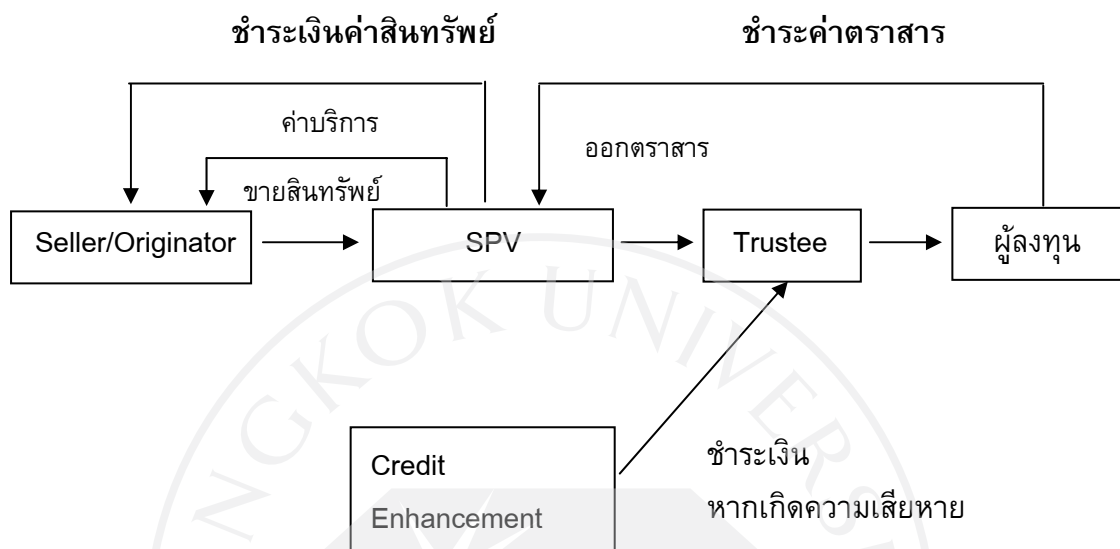
3) การออกหลักทรัพย์ซึ่งจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนโดยผ่านนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Pay Through)

วิธีนี้เป็นการรวมลักษณะของการออกหลักทรัพย์ แบบ Pass-Through และ Asset Backed Securities เข้าด้วยกันโดยหลักทรัพย์ประเภทนี้จะมีกองสินทรัพย์เป็นประกันและจะปรากฏอยู่ในงบดุลของผู้ออกตราสาร

รูปแบบนี้เจ้าหนี้เดิมจะขายกองสินทรัพย์ให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจและนิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกตราสารขายให้กับผู้ลงทุนอีกต่อหนึ่ง โดยนิติบุคคลเฉพาะกิจจะถูกจัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัท บางครั้งเรียกว่า Special Purpose Company (SPC) ผู้ลงทุนในตราสาร SPC มีสิทธิเพียงได้รับชำระต้นเงินและดอกเบี้ยตามจำนวนที่ระบุไว้ในตราสาร ในทางการเงินถือว่าผู้ลงทุนเป็นเพียงผู้ถือหลักทรัพย์ออกโดยกิจการที่มีรายได้ของกิจการในรูปของสินทรัพย์และผลประโยชน์ที่เกิดจากสินทรัพย์เท่านั้น ดังนั้น ผู้ลงทุนจะไม่ใช่เจ้าของสินทรัพย์เหมือนเช่นวิธี Pass-Through

โครงสร้างของวิธีนี้คล้ายกับแบบ ABS ตรงที่เจ้าหนี้เดิมจะขายกองทรัพย์สินให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ และนิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกตราสารขายให้กับผู้ลงทุนอีกต่อหนึ่ง แต่ลักษณะที่แตกต่างกับ ABS คือกระแสรายรับที่เกิดจากกองทรัพย์สินจะถูกส่งต่อไปให้ผู้ถือตราสารทั้งหมดหลังจากหักค่าบริการแล้ว ซึ่งคล้ายกับ Pass-Through ลักษณะสำคัญอีก

ประการหนึ่งก็คือ ตราสารที่ออก โดยทั่วไปจะถูกแบ่งเป็นกลุ่มตามอายุหนี้ (Tranches) ตราสารแต่ละกลุ่มจะคาดการณ์ถึงการคืนหนี้ก่อนกำหนด (Prepayment) ที่อาจเกิดขึ้นได้



ภาพที่ 2 ABS และ Pay Through

ตามภาพ เจ้าหนี้เดิมจะขายสินทรัพย์ คือสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ หากนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นทรัสต์ก็จะมีทรัสต์เป็นผู้ดูแลนิติบุคคลเฉพาะกิจจะออกตราสารซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่มีสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้เป็นประกันขายให้แก่ ผู้ลงทุน โดยมีผู้รับประกันความเสี่ยงรับชำระค่าเสียหาย หากมีความเสียหายเกิดขึ้นในกรณีนี้ผู้ลงทุนจะได้รับชำระหนี้ต้นเงินและดอกเบี้ยตามที่ระบุไว้ในตราสารเท่านั้น ข้อแตกต่างระหว่าง ABS และ Pay Through คือ ในกรณีของ ABS เมื่อลูกหนี้ชำระหนี้นิติบุคคลเฉพาะกิจจะนำกระแสรายรับดังกล่าวมาเก็บไว้เพื่อไว้จ่ายเป็นค่าดอกเบี้ยและค่าไถ่ถอนตราสาร แต่กรณี Pay Through กระแสรายรับจะจ่ายผ่านไปให้ผู้ลงทุน

#### 2.4.2 วิธีการโอนสินทรัพย์

ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จะต้องมีการโอนสินทรัพย์ซึ่งเป็นสิทธิรับชำระหนี้จากเจ้าหนี้เดิมไปยังองค์กรอื่นซึ่งได้แก่ นิติบุคคลเฉพาะกิจโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจจะ

ชำระราคาค่าซื้อ โดยการออกตราสารให้แก่ผู้ลงทุน ดังนั้นการโอนจึงเป็นสิ่งจำเป็นในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งการโอนสินทรัพย์อาจทำได้หลายวิธี ดังนี้

1) การแปลงหนี้ใหม่ (Novation) หลักการของวิธีนี้เป็นการขจัดลูกหนี้และเจ้าหนี้ตามสัญญาเดิม และแทนที่โดยสัญญาใหม่ซึ่งเป็นสัญญาที่ก่อให้เกิดสิทธิรับชำระหนี้คู่สัญญาตามสัญญาใหม่ คือลูกหนี้และนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยจะมีข้อสัญญาเช่นเดียวกับสัญญาเดิม<sup>16</sup>

วิธีนี้จะแปรสภาพหนี้ใหม่อย่างสมบูรณ์ เจ้าหนี้เดิมจะขายบัญชีลูกหนี้ออกไปเมื่อบัญชีลูกหนี้ได้รับการแปรสภาพแล้ว เจ้าหนี้เดิมอาจซื้อตราสารซึ่งเกิดจากการแปรสภาพบัญชีลูกหนี้กลับคืน กรณีนี้ถือว่าเจ้าหนี้เดิมได้เปลี่ยนเป็นผู้ซื้อหลักทรัพย์ การแปรสภาพอาจต้องได้รับความยินยอมจากลูกหนี้ หากไม่ได้มีการระบุไว้อย่างชัดเจนในสัญญาเดิม ส่วนขนาดของหนี้ในการแปรสภาพแต่ละครั้ง ต้องมีขนาดใหญ่พอที่จะคุ้มกับรายจ่ายที่เกิดขึ้น

2) การโอนสิทธิเรียกร้อง (Assignment) วิธีนี้บุคคลที่ไม่ใช่พนักงานหมายมักจะเรียกว่าเป็นการขาย (Sale) เพราะผลของวิธีนี้จะเกิดการโอนความเป็นเจ้าของในสิทธิที่จะรับชำระหนี้ (Title to the receivables) จากเจ้าหนี้คนเดิมไปยังเจ้าหนี้คนใหม่ โดยเจ้าหนี้คนใหม่ยังคงอาศัยข้อตกลงตามสัญญาที่เจ้าหนี้คนเดิมทำไว้กับลูกหนี้ เจ้าหนี้เดิมจะต้องตรวจสอบเรื่องดังต่อไปนี้

(1) ตรวจสอบเอกสารสัญญาซึ่งก่อให้เกิดสิทธิที่จะรับชำระหนี้ เช่น สัญญาซื้อขาย ข้อตกลงทางการเงิน หรือสัญญากู้ยืมเงินโดยมีจำนอง เพื่อให้แน่ใจว่าในสัญญาไม่มีข้อห้ามในการโอนไปยังบุคคลอื่น

(2) ตรวจสอบลักษณะของสิทธิที่จะรับชำระหนี้ ในบางประเทศห้ามโอนสิทธิที่จะรับชำระหนี้บางชนิด เช่น ในประเทศเยอรมัน เนเธอร์แลนด์ และอิตาลี ห้ามโอนสิทธิที่จะรับชำระหนี้ซึ่งเป็นสิทธิเฉพาะตัว หากการโอนจะเปลี่ยนลักษณะของสิทธิที่จะรับชำระหนี้ เช่น สิทธิที่จะได้รับค่าเลี้ยงดู หรือเงินช่วยเหลือเนื่องจากทุพพลภาพ ขณะที่บางประเทศ

<sup>16</sup>Robert Palache and Ian Bell, "Legal and Tax Issues." in *International Securitisation*, ed. Helena Morrissey (London: IFR, 1992), 93.

หากสิทธิที่จะรับชำระหนี้ต่างชนิดกันจะใช้กฎหมายที่ใช้บังคับแตกต่างกัน เช่น ในประเทศอิตาลี หากลูกหนี้เป็นรัฐหรือหน่วยงานของรัฐ การโอนสิทธิที่จะรับชำระหนี้จะมีผลเมื่อได้รับการรับรอง เป็นต้น

(3) รูปแบบ (Formalities) และการแจ้งให้ลูกหนี้ทราบ ประเด็นที่ต้องพิจารณาคือ จำเป็นที่เจ้าหนี้เดิมต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบว่า หนี้ของเขาได้ถูกโอนไปแล้วหรือไม่ และผลของการที่ไม่แจ้งให้ลูกหนี้ทราบเป็นอย่างไร ซึ่งทุกประเทศเห็นตรงกันคือ หากลูกหนี้ไม่ได้รับการแจ้งการโอน ลูกหนี้สามารถชำระหนี้กับบุคคลที่เป็นเจ้าหนี้ตามสัญญาได้ เช่น เจ้าหนี้เดิมโอนสิทธิที่จะรับชำระหนี้ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจไปแล้ว แต่ไม่ได้แจ้งให้ลูกหนี้ทราบ ลูกหนี้ไปชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้เดิม หนี้นั้นก็ป็นอันระงับ หรือลูกหนี้มีสิทธิหักกลบ (Set-off) กับหนี้ที่เจ้าหนี้เดิมโอนไป หากลูกหนี้ไม่ได้รับการบอกกล่าวเรื่องการโอนไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ ลูกหนี้สามารถมีสิทธิหักกลบหนี้หนี้ได้

ส่วนเรื่องรูปแบบในการโอนนั้น สามารถแบ่งได้ 3 กลุ่ม

(1) ประเทศที่เห็นว่ามีสัญญาระหว่างเจ้าหนี้เดิม และนิติบุคคลเฉพาะกิจ ก็จะมีเพียงพอที่จะโอนกรรมสิทธิ์ในสิทธิที่จะรับชำระหนี้แล้ว เช่น ประเทศอังกฤษ เยอรมัน และสเปน แต่ในประเทศอังกฤษ ศาลจะแยกความแตกต่างระหว่างกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินตามกฎหมาย (Legal Title) กับ กรรมสิทธิ์ทางเอควิตี (Equitable Title) หรือสิทธิในการใช้และได้ประโยชน์จากทรัพย์สิน การโอนกรรมสิทธิ์ประเภทแรกต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบ ส่วนกรรมสิทธิ์ประเภทหลังไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบ

ปัญหาที่ตามมาเมื่อไม่ต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบถึงการโอนก็คือ การที่เจ้าหนี้เดิมตกเป็นบุคคลล้มละลาย นิติบุคคลเฉพาะกิจมีสิทธิที่จะแจ้งให้ลูกหนี้ทราบเรื่องการโอนได้หรือไม่เพื่อให้ลูกหนี้ชำระเงินต้นและดอกเบี้ยโดยตรงแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ ทั้งสามประเทศเห็นว่า นิติบุคคลมีสิทธิจะแจ้งเช่นนั้นได้ โดยเจ้าหนี้เดิมหรือผู้ชำระบัญชีไม่สามารถขัดขวางได้

(2) ประเทศที่รูปแบบเป็นสายกลาง เช่น นอร์เวย์ ไม่ต้องมีการแจ้งให้ลูกหนี้ทราบ ถ้าการโอนสิทธิที่จะรับชำระหนี้มีผลต่อบุคคลทั้งสาม เช่น ผู้ชำระบัญชี หรือผู้รับ

ของเจ้าหนี้เดิม (Receiver of an Originator) หรือผู้ซื้อสิทธิรับชำระหนี้อันเดียวกัน ไม่ต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบหรือสวิตเดนต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบเฉพาะการโอนหนี้บางอย่างเช่น สิทธิที่จะรับชำระหนี้ทางการค้า เป็นต้น

(3) ประเทศที่เข้มงวดกับการโอน เช่น ฝรั่งเศส และเบลเยียม การโอนสิทธิที่จะรับชำระหนี้สามารถทำได้ แต่ตกอยู่ภายใต้การบัญญัติของกฎหมายพิเศษเรื่องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งต้องแจ้งการโอนไปยังเจ้าหน้าที่ของศาล หรือลูกหนี้ต้องยอมรับการโอนเป็นลายลักษณ์อักษร<sup>17</sup>

(4) การรับช่วงสิทธิ (Subrogation) และการขายลดบัญชีลูกหนี้ (Factoring)

ในประเทศฝรั่งเศสและเบลเยียม การรับช่วงสิทธิซึ่งเป็นวิธีดั้งเดิมของการขายลดบัญชีลูกหนี้ หมายถึง นิติบุคคลเฉพาะกิจจะจ่ายเงินตามจำนวนสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้แก่เจ้าหนี้เดิม และรับช่วงสิทธิของเจ้าหนี้เดิม โดยนิติบุคคลเฉพาะกิจจะได้รับสิทธิ ซึ่งแต่เดิมเป็นของเจ้าหนี้เดิม และการรับช่วงสิทธิไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ลูกหนี้ทราบ อย่างไรก็ตาม นิติบุคคลเฉพาะกิจจะรับช่วงสิทธิเท่ากับจำนวนที่จ่ายจริงแก่เจ้าหนี้เดิม และการชำระราคาซื้อต้องกระทำในเวลาเดียวกับการทำใบรับเงิน (The receipt) ซึ่งเป็นหลักฐานว่าตั้งใจจะรับช่วงสิทธิ

(5) การทำสัญญาเงินกู้รับช่วง (Sub-Participation) วิธีนี้เป็นการหาเงินทุนในการแปลงสินทรัพย์และไม่ได้อาศัยการโอนสิทธิที่จะรับชำระหนี้จากเจ้าหนี้เดิมไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ ตามโครงสร้างของวิธีนี้ผู้ลงทุน (Investment) ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจกู้ยืม และนิติบุคคลเฉพาะกิจ ให้เจ้าหนี้เดิมกู้ยืม หรือผู้ลงทุนให้เจ้าหนี้เดิมกู้ยืมโดยตรง จำนวนที่กู้ยืมโดยปกติจะเท่ากับจำนวนที่ปรากฏ (Face Value) ของสินทรัพย์กลาง (Pool of receivable) หากมีปัญหาหนี้สูญเกิดขึ้นในกองทรัพย์สินกลางจะมีการไล่เบี้ยเป็นช่วงๆ เท่ากับจำนวนที่ปรากฏ (Face Value) อย่างไรก็ตาม วิธีการนี้ผู้ลงทุนยังมีความเสี่ยงเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของเจ้าหนี้เดิม และนิติบุคคลเฉพาะกิจ จึงไม่เป็นวิธีที่จูงใจแก่ผู้ลงทุน<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Palache and Bell, *ibid.*, 93-100.

<sup>18</sup> Palache and Bell, *ibid.*, 100-102.

## 2.5 ข้อดีและข้อเสียของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

### 2.5.1 ข้อดีของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้แก่

1) ช่วยแก้ปัญหาการขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงิน เพราะเป็นการระดมเงินเข้ามาในระบบเศรษฐกิจ ทำให้สถาบันการเงินมีเม็ดเงินใหม่เข้ามาหมุนเวียนโดยไม่ต้องลงทุน ซึ่งจะเกิดผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์สำหรับบริษัทที่จดทะเบียน และจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร

2) ช่วยลดทรัพย์สินเสี่ยงลง เพราะโดยปกติ ธนาคารพาณิชย์จะมีข้อจำกัดในเรื่องเงินกองทุน ที่ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับของธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ หรือ Bank for International Settlement (BIS) ที่กำหนดให้ต้องดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงไว้ 8% ของสินทรัพย์เสี่ยงที่มีอยู่ในงบดุลทั้งหมด ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถขยายสินเชื่อได้หากมีเงินกองทุนรองรับไม่เพียงพอ ซึ่งเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ธนาคารจำหน่ายสินทรัพย์เสี่ยงออกไป จะทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถให้กู้ยืมเงินได้มากขึ้น

3) ลดปัญหาความไม่สัมพันธ์กันระหว่างทรัพย์สินและหนี้สิน เพื่อให้โครงสร้างในการลงทุนสอดคล้องกับการปล่อยสินเชื่อ โดยปกติแล้วสถาบันการเงินจะรับฝากเงินจากประชาชน และนำเงินที่มีอยู่ออกให้กู้ เมื่อขณะรับฝากเงินจากประชาชนนั้นก็ให้ผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย เช่น ให้ดอกเบี้ยทุก 3 เดือน แต่สถาบันการเงินนำเงินไปปล่อยกู้ในธุรกิจที่มีกำหนดเวลาใช้เงิน 10 ปี ซึ่งจะเกิดปัญหาว่าเมื่อเงินฝากครบ 3 เดือน สถาบันการเงินจะนำเงินที่ไหนดมาจ่ายดอกเบี้ยให้กับผู้ฝาก ทำให้เกิดความไม่สัมพันธ์ระหว่างหนี้กับผู้ฝากเงินกับ หนี้ที่ปล่อยออกไป ถ้ามีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เกิดขึ้น สถาบันการเงินบริหารให้หนี้ 2 ตัวนี้ มีความสัมพันธ์กัน คือ เวลาที่มีผู้มาถอนเงินใน 3 เดือน ก็สามารถจ่ายคืนได้พอดีกัน

4) ลดต้นทุนเงินทุน เนื่องจากถ้าสถาบันการเงินนำสินทรัพย์ไปขายเพื่อแปลงเป็นหลักทรัพย์ ทำให้ไม่ต้องรับภาระที่ต้องดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงสามารถนำเงินจากการขายสินทรัพย์นั้น นำไปปล่อยกู้ต่อ หรือนำไปชำระหนี้เจ้าหนี้ทำให้ต้นทุนของสถาบันการเงินลดลง

5) กระจายความเสี่ยงของแหล่งเงินทุน ไม่ให้สถาบันการเงินไปผูกพันแหล่งเงินทุนเฉพาะกับผู้ฝากเงิน หรือทุนของตนเอง เนื่องจากการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้หลายรายมากขึ้น

6) สถาบันการเงินจะเพิ่มรายได้จากค่าธรรมเนียม กรณีที่สถาบันการเงินที่ขายสินทรัพย์ให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ และนิติบุคคลเฉพาะกิจตั้งให้สถาบันการเงินนั้นเป็นการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ ซึ่งจะได้ค่าตอบแทนเป็นค่าธรรมเนียมตรงนี้ด้วย

7) มีตราสารคุณภาพดีให้ผู้ลงทุนเลือกลงทุนมากขึ้น

## 2.5.2 ข้อเสียของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้แก่

1) กรณีเจ้าหนี้เดิม ตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจขึ้นมาเป็นสื่อกลางในการออกรับหลักทรัพย์เพียงเพื่อหลีกเลี่ยงการระดมเงินด้วยตนเอง โดยมีได้มีการโอนสิทธิเรียกร้องที่สมบูรณ์ หรือไม่ใช่เป็นการขายอย่างแท้จริง (True Sale) ซึ่งจะมีผลกระทบกับสินทรัพย์และกระแสเงินที่นิติบุคคลเฉพาะกิจได้ซื้อเข้ามา ถ้าเจ้าหนี้เดิมล้มละลาย เพราะจะทำให้สินทรัพย์นั้นถูกเรียกกลับคืนโดยเจ้าหนี้ของเจ้าหนี้เดิม (Originator) และผู้ซื้อหลักทรัพย์ขาดหลักประกันบางส่วนไป

2) การขายสินทรัพย์ของเจ้าหนี้เดิมออกไปจะถูกมองว่า เจ้าหนี้เดิมกำลังมีปัญหา จึงต้องขายสินทรัพย์ของตัวเอง

3) ลูกหนี้อาจไม่พอใจที่หนี้ของตนถูกขายไป ทำให้เสียความสัมพันธ์อันดีระหว่างลูกหนี้กับเจ้าหนี้เดิม

4) ถ้ามีการพิจารณาประเภทของหนี้ที่จะขายผิดพลาดจะทำให้สัดส่วนความเสี่ยงมากขึ้นก็ได้ เช่น การขายหนี้บ้านที่มีน้ำหนักในการคำนวณความเสี่ยงน้อย อาจทำให้สัดส่วนของหนี้มีความเสี่ยงมากขึ้นเป็นต้น



### บทที่ 3

#### หลักการขายที่แท้จริง

การโอนสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจหากเป็นการโอนอย่างเด็ดขาดจะทำให้กรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์โอนไปอย่างสมบูรณ์โดยผู้โอนไม่เหลือความเสี่ยง (Risk of loss) ในสิทธิกรรมสิทธิ์ หรือผลประโยชน์ใดๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินนั้น การขายที่แท้จริงจึงเป็นการโอนสิทธิการรับชำระหนี้ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งวิธีที่จะโอนเด็ดขาดดังกล่าวนี้เรียกว่า “การขายที่แท้จริง” (True Sale)

#### 3.1 ปัจจัยที่ใช้พิจารณาการขายที่แท้จริง

การพิจารณาว่าการโอนสิทธิรับชำระหนี้มีลักษณะเป็นการขาย หรือการกู้ยืมที่มีหลักประกัน มีปัญหาว่าปัจจัยใดที่เกี่ยวข้องบ้าง หรือปัจจัยใดที่มีน้ำหนักมากกว่าปัจจัยอื่น หัวข้อนี้จะนำเสนอให้เห็นถึงปัจจัยเหล่านั้น ซึ่งอาจจะพอรวบรวมปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการพิจารณาดังกล่าวได้ 7 ประการ ทั้งนี้แต่ละปัจจัยจะเป็นตัวบ่งชี้ว่าระหว่างเจ้าหนี้เดิมกับ นิติบุคคลเฉพาะกิจ ผู้ใดเป็นผู้รับความเสี่ยงทางเศรษฐกิจในอนาคต (Future economic risks) และผลประโยชน์จากกรรมสิทธิ์ (Benefits of ownership) เหนือสินทรัพย์ที่มีการโอน<sup>1</sup> ปัจจัยทั้ง 7 ประการมีดังนี้

##### 3.1.1 การไล่เบี่ย (Recourse)

ในประเทศสหรัฐอเมริกา การที่นิติบุคคลเฉพาะกิจมีสิทธิไล่เบี่ยจากเจ้าหนี้เดิมเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญที่สุด หากนิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับความเสียหายแล้วสามารถไล่เบี่ยจากเจ้าหนี้เดิมได้มากเพียงใดโอกาสที่ศาลจะเห็นว่าเป็นนิติสัมพันธ์ระหว่างเจ้าหนี้เดิมกับนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นการขายที่แท้จริงจะน้อยลง<sup>2</sup> ทั้งนี้ เพราะศาลมีหลักในการพิจารณาว่าในการโอน

---

<sup>1</sup>Schwarcz, op.cit., 28.

<sup>2</sup>Ibid.

สินทรัพย์อย่างเด็ดขาด นิติบุคคลเฉพาะกิจย่อมจะต้องรับความเสี่ยงทั้งหมดที่จะเกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมานั้น หากยอมให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถเรียกร้องเอาค่าเสียหายจากเจ้าหนี้เดิมในกรณีที่มีความสูญเสียเกิดขึ้นจากสินทรัพย์ที่รับโอนมานั้นเท่ากับนิติบุคคลเฉพาะกิจ มิได้รับความเสี่ยงที่จะสูญเสีย (Risk of loss) ในระดับเพียงพอที่จะถือว่าเป็นการขายที่แท้จริง<sup>3</sup>

บุคคลใดต้องรับความเสี่ยงอาจพิจารณาข้อเท็จจริงว่า ใครรับความเสี่ยงหากราคาสินทรัพย์ลดลง ใครรับความเสี่ยงหากมีการลงทุน (Reinvesting) จากรายได้ที่ได้มาจากสินทรัพย์ หรือใครรับความเสี่ยงหากมีการผิดนัดชำระหนี้จากสินทรัพย์<sup>4</sup>

การไล่เบี่ยจากเจ้าหนี้เดิมซึ่งเป็นผู้โอนมีหลายรูปแบบ<sup>5</sup> การวางหลักประกันเกี่ยวกับการเรียกเก็บหนี้ หรือการเรียกคืนจากราคาซื้อ หรือการปรับเปลี่ยนราคาซื้อ ถือเป็น การไล่เบี่ยเช่นกัน บางกรณีการไล่เบี่ยจะเป็นการกำหนดภาระเพิ่มเติมให้แก่ผู้โอน เช่น การให้ผู้โอนรับประกัน หรือการให้ผู้โอนรักษาการจัดการที่ดี เช่น ให้ผู้โอนหาสิทธิรับชำระหนี้ หรือสินทรัพย์อื่นเพิ่มเติม เป็นต้น หรือการเรียกหลักประกันจากผู้โอน รวมถึงการกำหนดภาระซื้อคืน หรือทดแทนสิทธิรับชำระหนี้ซึ่งมักได้รับชำระหนี้ไม่ครบถ้วน (Underperforming receivables)

รูปแบบการไล่เบี่ยยังรวมถึงการที่ผู้โอนยังยึดห่วงวงประโยชน์ลำดับรอง (Subordinated interests) ในสิทธิรับชำระหนี้ หรือผู้โอนยอมรับส่วนของราคาซื้อในรูปของการจ่ายเงิน ซึ่งเป็นเงื่อนไขที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะยอมรับชำระหนี้ หรือการรับประกันความเสี่ยงภายนอก (External credit enhancement) ซึ่งผู้รับประกันความเสี่ยงมีสิทธิเรียกให้ผู้โอนชดใช้คืนส่วนเกินจากความสูญเสียทางเครดิตที่มีเหตุสมควร หรือการที่ผู้โอนชำระเงินล่วงหน้าแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งมีผลให้ผู้โอนรับความเสี่ยงทางความน่าเชื่อถือ นอกจากนี้การที่นิติบุคคล

<sup>3</sup>The committee, op.cit., 18.

<sup>4</sup>Rodney S. Dayan et al. "Legal Overview of Asset-Backed Securities," in **The Handbook of Asset-Backed Securities**, ed. Jess Lederman (New York : New York Institute of Finance, 1990), p.46.

<sup>5</sup>The Committee, op.cit, 18-19.

เฉพาะกิจ หรือตัวแทนเรียกเก็บหนี้ตามสิทธิรับชำระหนี้ ซึ่งผู้โอนยังคงยึดหน่วงประโยชน์อยู่ ถ้านิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น มีสิทธิยึดหน่วงหรือหักกลบลบหนี้กับการเรียกเก็บหนี้ตามสิทธิรับชำระหนี้ที่ขายไม่ได้ถือเป็นการไล่เบียดเช่นกัน<sup>6</sup>

อย่างไรก็ดีการที่นิติบุคคลเฉพาะกิจมีสิทธิไล่เบียดเจ้าหนี้เดิม ไม่ทำให้เป็นการขายที่แท้จริงเสมอไป จะต้องพิจารณาลักษณะของการไล่เบียดด้วยว่า เป็นการไล่เบียดความเสียหายที่เกิดขึ้นหรือไม่ เช่น เจ้าหนี้เดิมให้ประกันแก่ผู้ซื้อว่าสินทรัพย์ทั้งหมดที่ขายมีคุณสมบัติตามเกณฑ์ และเจ้าหนี้เดิมยินยอมชำระค่าเสียหายหากสินทรัพย์ไม่เป็นไปตามคุณสมบัติที่กำหนดไว้ กรณีเช่นนี้ไม่ใช้การประกันความเสี่ยงที่เกิดจากสินทรัพย์แต่เป็นการยอมให้ฟ้องร้องได้ หากสินทรัพย์ที่โอนมิได้มีลักษณะที่กำหนดหากเทียบกับเรื่องซื้อขายแล้วก็เป็นกรณียกฟ้องเรียกค่าเสียหายกรณีที่สินค้าชำรุดบกพร่อง<sup>7</sup> หรือ การมีเงื่อนไขในการซื้อคืน เมื่อกลุ่มของสิทธิรับชำระหนี้ (Receivable Pool) ถึงเปอร์เซ็นต์ที่กำหนดของกลุ่มหนี้เดิม (Original Pool) หรือ การประกันความเสี่ยงโดยบุคคลที่สาม (Third-Party Credit enhancements) เช่น เลตเตอร์ออฟเครดิต หนังสือประกัน (Surety Bond) ประโยชน์ลำดับรอง (Subordinated interests) และการยืมเงินธนาคาร (Bank Borrowings) ซึ่งให้สิทธิที่จะอ้างยันต่อนิติบุคคลเฉพาะกิจเหล่านี้ไม่มีผลเป็นการไล่เบียดผู้โอนสำหรับความเสียหายที่เกิด<sup>8</sup>

### 3.1.2 การหน่วงเหนี่ยวสิทธิและผลประโยชน์ (Retained Rights and Right to surplus)

การพิจารณาว่าบุคคลใดเป็นผู้ได้รับผลประโยชน์จากการโอนอาจพิจารณาจากข้อเท็จจริงที่ว่าใครเป็นผู้รับประโยชน์ที่เกิดจากสินทรัพย์ ไม่ว่าประโยชน์ดังกล่าวจะเป็นรายได้ที่เกิดจากสินทรัพย์หรือมูลค่าของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น<sup>9</sup>

การโอนสินทรัพย์ไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจที่จะถือว่าเป็นการขายที่แท้จริง เจ้าหนี้เดิมจะต้องไม่หน่วงเหนี่ยวสิทธิและประโยชน์ต่าง ๆ ที่เกิดจากสินทรัพย์ หากเจ้าหนี้เดิม

<sup>6</sup>Ibid.

<sup>7</sup>Schwarcz, op.cit., 28.

<sup>8</sup>The Committee, op.cit, 20-21.

<sup>9</sup>Dayan et al., op.cit., 46.

สามารถเรียกสิทธิและประโยชน์ที่เกิดจากสินทรัพย์กลับคืน (Redeem) หรือซื้อคืนสินทรัพย์ (Repurchase)<sup>10</sup> หรือเอาทรัพย์สินอื่นทดแทนสินทรัพย์ที่โอน (Substitute other property for the assets)<sup>11</sup> จะถือว่าเจ้าหนี้เดิมยังคงห่วงเหนียวสิทธิและผลประโยชน์ที่เกิดจากสินทรัพย์ไว้ อยู่

นอกจากนี้หากผู้โอนยังคงมีสิทธิที่จะเรียกส่วนเกิน เมื่อผู้รับโอนเรียกเก็บส่วนที่ลงทุนและอัตราผลตอบแทนที่ตกลงกัน จะบ่งชี้ว่าเป็นการก้ำกัยที่มีหลักประกัน แต่ถ้าผู้รับโอนได้สิทธิที่จะเรียกเก็บทุกอย่างจากสิทธิรับชำระหนี้ที่โอนมาสำหรับบัญชีของตน แม้จะเป็นเวลาหลังจากผู้รับโอนเรียกเก็บส่วนที่ลงทุนและผลตอบแทนแล้ว การโอนสิทธิรับชำระหนี้จะถือเป็นการขายที่แท้จริง<sup>12</sup>

### 3.1.3 การควบคุมภายหลังการโอน (Post-transfer control)

โดยทั่วไปการโอนทรัพย์สินโดยเด็ดขาดย่อมเป็นผลทำให้เจ้าหนี้เดิมไม่อาจควบคุมสินทรัพย์ในเชิงการบริหารสินทรัพย์ที่โอนได้อีกต่อไป เช่น การบริหารและควบคุมการเรียกเก็บเงินตามหนี้ กรรมสิทธิ์ของผู้รับโอนในหนังสือ ทะเบียน และทะเบียนคอมพิวเตอร์ที่เกี่ยวกับสินทรัพย์ที่รับโอนเป็นต้น แต่ในกรณีที่เจ้าหนี้เดิมยังทำหน้าที่เป็นผู้ให้บริการ (Servicer) ด้วยการพิจารณาในประเด็นนี้จึงต้องระมัดระวัง<sup>13</sup> กรณีเช่นนี้ไม่ถือว่าเจ้าหนี้เดิมมีอำนาจควบคุมในเชิงบริหารสินทรัพย์ที่ได้โอนไปแล้ว ทั้งนี้เพราะการทำหน้าที่ของเจ้าหนี้เดิมในฐานะผู้ให้บริการในการทวงถามให้มีการชำระหนี้เป็นเพียงการเป็นตัวแทนของ นิติบุคคลเฉพาะกิจ

การควบคุมในเชิงการบริหาร รวมถึงสิทธิดังต่อไปนี้

1) ควบคุมกิจกรรมของตัวแทนเรียกเก็บหนี้ที่ซื้อ และแต่งตั้งตนเองหรือบุคคลอื่นเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ในเวลาใดๆ ก็ได้

2) วางนโยบายทางเครดิตและการเรียกเก็บในหนี้ที่ซื้อ และ

<sup>10</sup>Schwarcz, op.cit., 27.

<sup>11</sup>The Committee, op.cit, 21.

<sup>12</sup>Schwarcz, op.cit., 29.

<sup>13</sup>The committee, op.cit., 21.

3) แจ่งในเวลาใดๆ ให้ลูกหนี้ของหนี้ที่ซื้อทราบ<sup>14</sup>

ในทางปฏิบัติ ผู้ขายมักได้รับแต่งตั้งเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้การกระทำดังกล่าวไม่ขัดกับลักษณะของการขาย หากเข้าเงื่อนไขดังนี้

1) ผู้ขายในฐานะตัวแทนเรียกเก็บหนี้ จะกระทำการเป็นตัวแทนของผู้ซื้อตามมาตรฐานที่ตั้งขึ้นเช่นเดียวกับตัวแทนอื่นๆ

2) ผู้ขายจะได้รับค่าธรรมเนียมในการเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ซึ่งเป็นค่าธรรมเนียมในการให้บริการ

3) ผู้ซื้อไม่มีสิทธิตั้งตนเองหรือบุคคลอื่น เป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้แทนผู้ขายในเวลาใดๆ ก็ได้<sup>15</sup>

#### 3.1.4 การปฏิบัติทางบัญชี (Accounting treatment)

สินทรัพย์ที่โอนไปอย่างเด็ดขาดที่จะถือว่าเป็นการขายที่แท้จริงต้องมีการบันทึกบัญชีที่ล้างสินทรัพย์นั้นออกจากบัญชีของเจ้าหนี้เดิม หรือบัญชีของหนี้เดิมต้องไม่แสดงว่าสินทรัพย์นั้นยังเป็นเจ้าหนี้เดิม อย่างไรก็ตามในการจัดบัญชีจำเป็นต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามมาตรฐานทางบัญชีที่ยอมรับกันเป็นทั่วไปในประเทศสหรัฐอเมริกา การจัดทำบัญชีจะเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่เรียกว่า Generally Accepted Accounting Principles หรือ GAAP ตาม GAAP จะกำหนดหลักเกณฑ์ในการบันทึกบัญชีว่า กรณีใดที่เข้าเงื่อนไขที่จะสามารถบันทึกบัญชีโดยล้างสินทรัพย์ที่โอนไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจออกจากบัญชีของเจ้าหนี้เดิมได้ เงื่อนไขต่างๆ จะปรากฏอยู่ในมาตรฐานการบัญชีลำดับที่ 125 (Financial Accounting Standard No. 125)

#### 3.1.5 เจตนาของคู่สัญญา

เจตนาของคู่สัญญาที่ปรากฏจากเอกสารหรือการกระทำของคู่สัญญาจะช่วยให้เห็นทัศนคติของคู่สัญญาว่าต้องการให้เป็นการขายที่แท้จริง หรือการกู้ยืมที่มีหลักประกัน โดยเฉพาะที่ปรากฏในเอกสารของคู่สัญญา เช่น หนังสือ ทะเบียน หรือ เอกสารทางภาษี<sup>16</sup>

<sup>14</sup>Schwarcz, op.cit., 29.

<sup>15</sup>Schwarcz, ibid.

<sup>16</sup>Ibid., 27.

ในการขายที่แท้จริงหากไม่มีเอกสารเกี่ยวกับการโอนใดๆ ที่เกี่ยวพันหรืออ้างอิงถึงการโอนจากเจ้าหนี้เดิมก็จะไม่สอดคล้องกับการโอนโดยเด็ดขาด เอกสารไม่ควรแสดงปรากฏเจตนาว่าเป็นการให้ประกัน เช่น อ้างถึงสินทรัพย์ว่าเป็นหลักประกันหนี้หรืออ้างถึงผลประโยชน์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจว่า ผลประโยชน์จากหลักประกันการโอนสินทรัพย์ควรมีตราสารของการโอน เช่น เอกสารการโอนสิทธิ (Assignment) หรือ เอกสารการขาย (Bill of Sale) สิทธิผูกพัน (Ancillary Rights) ทั้งหมด เช่น เลตเตอร์ออฟเครดิต หรือ หลักประกัน ซึ่งสนับสนุนการขายสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ เจ้าหนี้เดิมไม่ควรกำหนดข้อความใดๆ ให้เห็นถึงภาระผูกพันที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะต้องจำคืนสิทธิ และผลประโยชน์ที่เกิดจากสินทรัพย์ให้แก่เจ้าหนี้เดิม ไม่ควรกำหนดข้อห้ามในสัญญาที่ห้ามไม่ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจก่อภาระ (Encumbering) หรือ ห้ามการโอนต่อไปซึ่งสินทรัพย์ที่เจ้าหนี้เดิมได้ขายไปแล้ว<sup>17</sup>

### 3.1.6 กลไกด้านราคา (Pricing mechanism)

ลักษณะของกลไกด้านราคาเป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่ง การกำหนดราคาสินทรัพย์ โดยอิงดัชนีดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไปในตลาดเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับลูกหนี้ชั้นดี (Prime rate) หรือ อัตราดอกเบี้ยพื้นฐาน (Base rate) อาจบ่งชี้ว่าสินทรัพย์เป็นเพียงหลักประกันการกู้ยืมเท่านั้น อีกกรณีหนึ่งคือกลไกราคาที่ปรับเพื่อสะท้อนความเป็นจริงแทนที่จะเป็นจำนวนที่คาดว่าจะเรียกเก็บได้จากหนี้ วิธีการกำหนดราคาสินทรัพย์ที่ถือว่าเป็นการขายที่แท้จริง คือนิติบุคคลเฉพาะกิจจะซื้อสินทรัพย์ในราคาส่วนลด ที่ได้คำนวณให้ครอบคลุมค่าใช้จ่ายของนิติบุคคลเฉพาะกิจในการระดมทุนโดยการออกตราสารแก่ผู้ลงทุน รวมทั้งความเสี่ยงที่จะสูญเสีย ราคาส่วนลดจะตายตัวในการขายแต่ละครั้งและจะไม่ปรับเพื่อครอบคลุมการให้ทุนที่แท้จริง<sup>18</sup>

ในกรณีที่ราคาซื้อสินทรัพย์กำหนดตามอัตราส่วนตายตัวของมูลค่าสินทรัพย์ ไม่ใช่อัตราลอยตัว อาจถือว่าเป็นเรื่องการขาย แม้ในเรื่องอัตราส่วนลอยตัว (Floating discount rates) โดยเฉพาะเมื่อมีการปรับอัตราซึ่งเกี่ยวข้องกับราคาของกองทุนซื้อและไม่

<sup>17</sup>The Committee, op.cit., 22.

<sup>18</sup>Schwarz, op.cit., 29.

เกี่ยวกับคุณภาพของสินทรัพย์ที่ซื้อ ส่วนลดที่ได้รับแม้จะสะท้อนถึงอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่ผู้ลงทุน ก็ยังถือว่าเป็นเรื่องของการขาย<sup>19</sup>

ในเรื่องของราคาอาจจะต้องพิจารณาถึงเวลาที่ซื้อ รวมถึงพิจารณาว่าราคาจะสะท้อนมูลค่าตามราคาตลาดที่เป็นธรรมของสินทรัพย์หรือไม่ และมีการชำระราคาเต็มจำนวนในเวลาขาย หรือ ราคาบางส่วนถูกส่งกลับคืนให้เจ้าหนี้เดิม เมื่อมีกระแสรายรับเกิดขึ้นจากสินทรัพย์

### 3.1.7 ปัจจัยอื่นๆ

ในประเทศสหรัฐอเมริกาศาลได้พิจารณาปัจจัยหลายอย่างซึ่งไม่ใช่ปัจจัยที่กล่าวมาแล้วข้างต้น ซึ่งปัจจัยอื่นๆ ที่ชี้แนะว่าจะเป็นการกู้ยืมโดยมีหลักประกัน เช่น

- 1) เจ้าหนี้เดิมของสิทธิรับชำระหนี้เป็นลูกหนี้ของนิติบุคคลเฉพาะกิจในวันที่ซื้อ หรือก่อนวันที่ซื้อ
- 2) สิทธิของนิติบุคคลเฉพาะกิจเหนือสินทรัพย์สามารถสิ้นไปได้เมื่อเจ้าหนี้เดิมชำระเงิน หรือซื้อคืนสินทรัพย์ หรือมีการชำระเงินจากแหล่งอื่นนอกเหนือจากกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์
- 3) เจ้าหนี้เดิมผูกพันที่ต้องจ่ายค่าใช้จ่ายของนิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งรวมทั้งค่าทนายความ อันเกิดขึ้นจากการเรียกเก็บหนี้ที่ผิดนัดชำระหนี้<sup>20</sup>

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยกรณีอื่นๆ อีก เช่น การที่เจ้าหนี้ของเจ้าหนี้เดิมและบุคคลอื่นได้รับแจ้งเรื่องการขาย หรือผู้โอนยังคงยึดหน่วงเอกสารที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ ต้องพิจารณาถึงสิทธิของผู้ซื้อที่จะตรวจสอบและเรียกให้ส่งมอบเอกสารดังกล่าว หรือ พิจารณาวินิจฉัยที่สินทรัพย์ครบกำหนดเทียบกับวันครบกำหนดของหนี้ที่ขายให้ผู้ลงทุน หรือนำประเด็นเรื่องนโยบายสาธารณะมาเกี่ยวข้องในการวินิจฉัย อาทิ หากการขายถูกถือเป็นการกู้ยืม จะขัดกับกฎหมายที่ให้กู้ยืมเงินในอัตราดอกเบี้ยที่สูงมากหรือไม่<sup>21</sup>

<sup>19</sup> Marsha E. Simms, **Asset Securitization** (Online), Available: WESTLAW

<sup>20</sup> Schwarcz, op.cit., 30.

<sup>21</sup> Dayan et al., op.cit., 46-47.



### 3.2 การขายที่แท้จริง กับ การกู้ยืมที่มีหลักประกัน

เมื่อมีการล้มละลายเกิดขึ้น การขายที่แท้จริงมักใช้ในการวิเคราะห์ว่าการโอนสิทธิชำระหนี้ (Receivables) มีผลเป็นการย้ายสิทธิรับชำระหนี้จากเจ้าหนี้เดิมหรือไม่ หากเจ้าหนี้เดิมตกเป็นบุคคลล้มละลายและสิทธิรับชำระหนี้มีได้เป็นของเจ้าหนี้เดิมแต่เป็นของนิติบุคคลเฉพาะกิจ เช่นนี้นิติบุคคลเฉพาะกิจจะเป็นผู้มีสิทธิเรียกเก็บเงินตามสิทธิรับชำระหนี้ และหากมีการชำระหนี้ นิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายตามหลักทรัพย์โดยไม่ผิดนัด แต่หากการโอนมิใช่การขายที่แท้จริง จะถือว่านิติบุคคลเฉพาะกิจได้จ่ายเงินกู้ให้แก่เจ้าหนี้เดิม โดยเจ้าหนี้เดิมเอาสิทธิรับชำระหนี้มาเป็นประกัน<sup>22</sup> กรณีเช่นนี้นิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีสิทธิเหนือสิทธิรับชำระหนี้ ในฐานะที่สิทธิรับชำระหนี้เป็นหลักประกันการให้เจ้าหนี้เดิมกู้ยืมเงินเท่านั้น ในกรณีนี้เมื่อเจ้าหนี้เดิมมีปัญหาต้องอยู่ภายใต้บังคับประมวลกฎหมายล้มละลาย บทบัญญัติต่างๆ ตามประมวลกฎหมายล้มละลายจะทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับกระแสรายรับ (Cash Flow) ชำก่ากำหนด หรือได้รับน้อยกว่ามูลค่าของสิทธิ เมื่อมีการยื่นฟ้องล้มละลายจะมีผลทำให้ลูกหนี้ได้รับความคุ้มครองเกิดการหยุดนิ่งโดยอัตโนมัติ (Automatic Stay) ซึ่งจะทำให้เจ้าหนี้ทั้งหลายทำให้ไม่สามารถยึดทรัพย์ หรือได้รับทรัพย์สินจากเจ้าหนี้เดิมได้

หากศาลล้มละลายตีความว่าการโอนสิทธิรับชำระหนี้จากเจ้าหนี้เดิมไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นการกู้ยืมที่มีสิทธิรับชำระหนี้ของเจ้าหนี้เดิมเป็นหลักประกันแทนที่จะเป็นการขายที่แท้จริง นิติบุคคลเฉพาะกิจจะไม่ได้รับชำระหนี้ที่เรียกเก็บจากสิทธิรับชำระหนี้เงินกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงในเรื่องการหยุดนิ่งโดยอัตโนมัติ (Automatic Stay) หรือตามมาตรา 363 แห่งประมวลกฎหมายล้มละลาย<sup>23</sup> ศาลคดีล้มละลายอาจอนุญาตให้เจ้าหนี้เดิมที่ถูกฟ้องภายใต้ประมวลกฎหมายล้มละลายนำสิทธิรับชำระหนี้ไปเป็นหลักประกันเพื่อนำมาใช้ในการฟื้นฟู

<sup>22</sup>Steven L. Schwarcz, "Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States," in Asset Securitization, ed. Josep Norton and Paul Spellman England: TJ Press, 1991), 27.

<sup>23</sup>มาตรา 363 บัญญัติเกี่ยวกับเรื่องที่ว่าทรัสต์อาจใช้ ขาย หรือให้เช่าทรัพย์สินจากกองทรัพย์สินของผู้ล้มละลายนอกเหนือจากกรณีปกติทางธุรกิจ



กิจการ (Reorganization) ได้ ซึ่งตามมาตรา 364 (d) แห่งประมวลกฎหมายล้มละลาย<sup>24</sup> ศาลอาจให้สิทธิในหลักประกันในกรณีดังกล่าวเป็นสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้ก่อนเจ้าหนี้อื่นๆ ที่ปรากฏอยู่แล้ว ในขณะที่เจ้าหนี้เดิมถูกยื่นฟ้องตามประมวลกฎหมายล้มละลาย ซึ่งผลของมาตราต่างๆ แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายที่ยกตัวอย่างข้างต้นจะมีผลทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่สามารถได้รับกระแสรายรับที่เพียงพอมาชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนในตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจ นิติบุคคลเฉพาะกิจจะกลายเป็นลูกหนี้ผิดนัดและถูกฟ้องในที่สุด

อย่างไรก็ตามเพื่อหลีกเลี่ยงมิให้เกิดผลเช่นนั้น สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะวิเคราะห์และตรวจสอบว่าโครงสร้างการแปลงสินทรัพย์ที่ที่ปรึกษาทางการเงินออกแบบไว้ นั้นเป็นการขายสินทรัพย์ที่แท้จริงหรือไม่ หรือเป็นเพียงการกู้ยืมเงินระหว่างเจ้าหนี้เดิมและนิติบุคคลเฉพาะกิจโดยมีสินทรัพย์เป็นประกันการชำระหนี้เท่านั้นซึ่งผลการตรวจสอบเป็นเช่นไรย่อมสะท้อนออกมาในรูปแบบการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในตราสารที่นิติบุคคลเฉพาะกิจจะเสนอต่อผู้ลงทุน

ในกรณีการขายสินทรัพย์ของเจ้าหนี้เดิมให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจที่มีใช้การขายที่แท้จริง อัตราความน่าเชื่อถือของตราสารที่นำออกจำหน่ายแก่นักลงทุนจะต่ำ ซึ่งตราสารที่มีอัตราความน่าเชื่อถือต่ำถือว่ามีความเสี่ยงสูง นักลงทุนจะไม่สนใจที่จะลงทุนเว้นแต่จะได้มีการให้ผลตอบแทนในระดับที่สูงพอที่คุ้มค่ากับความเสี่ยง (High risks, high returns) แต่การกำหนดผลตอบแทนที่สูง ก็อาจทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่ประสบผลสำเร็จได้ เพราะต้นทุนสูงไม่คุ้มกับการดำเนินโครงการ ดังนั้นจึงต้องทำให้ตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจมีอัตราความน่าเชื่อถือสูง ซึ่งนิติบุคคลเฉพาะกิจต้องจัดให้มีการรับประกันความเสี่ยง (Credit enhancement) ในรูปแบบต่างๆ ดังที่กล่าวในบทที่ 2 โดยนิติบุคคลเฉพาะกิจเองหรือจัดให้มีบุคคลที่สามารถรับประกันความเสี่ยง และหากบุคคลที่สามเข้ามาเป็นผู้รับประกันความเสี่ยง (Credit enhancement) ผู้รับประกันความเสี่ยงก็จะเข้าไปตรวจสอบโครงการและคุณภาพสินทรัพย์รวมทั้งการจัดโครงสร้างที่ห่างไกลจากการล้มละลายเพื่อวิเคราะห์ว่าควรจะไปเป็นผู้

<sup>24</sup> มาตรา 364 บัญญัติเกี่ยวกับกรณีที่ทรัสต์ได้รับอนุญาตให้ดำเนินธุรกิจของทรัสต์ลูกหนี้ อาจได้รับเครดิตที่ไม่มีหลักประกัน และกำหนดหนี้ที่ไม่มีหลักประกันในกรณีปกติทางธุรกิจ

รับประกันความเสี่ยงในโครงการนั้นๆหรือไม่ หากมีความเสี่ยงในด้านกฎหมาย (Legal Risks) มาก ผู้รับประกันความเสี่ยงอาจปฏิเสธไม่เข้ามาในโครงการ หรือหากจะเข้ามาในโครงการก็จะคิดค่าธรรมเนียมในมูลค่าที่สูงซึ่งผลก็คือจะทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ไม่อาจดำเนินไปได้ เนื่องจากต้นทุนสูงเกินไป ไม่คุ้มค่าที่จะทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

### 3.3 การขายที่แท้จริง กับกฎหมายพาณิชย์

เมื่อนิติบุคคลเฉพาะกิจก่อตั้งขึ้น มีความจำเป็นที่จะป้องกันการโอนสิทธิรับชำระหนี้ให้พ้นจากการกล่าวอ้างของบุคคลที่สามและการล้มละลาย กฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (The Uniform Commercial Code หรือ UCC) ซึ่งมีการนำไปใช้ในทุกรัฐของสหรัฐอเมริกาได้บัญญัติไว้ในมาตรา 9-102<sup>25</sup> ว่าการโอนผลประโยชน์ในบัญชี (Accounts) และ หลักฐานหนี้สิน และดอกเบี้ยในการเช่าทรัพย์สินเฉพาะสิ่ง (Chattel paper) ไม่ว่าจะตั้งใจให้เป็นการโอนหลักประกัน หรือโอนกรรมสิทธิ์ จะสมบูรณ์ต่อเมื่อปฏิบัติตามกระบวนการอย่างใดอย่างหนึ่งที่กำหนดในกฎหมายพาณิชย์ โดยปกติได้แก่การยื่นรายงานทางการเงิน (UCC-1 financing statements) คำวิจารณ์อย่างเป็นทางการลำดับที่ 2 (Official Comment No. 2) อธิบายว่า ผู้ร่างประสกับความลำบากในการหาแนวทางที่จะแยกการโอนว่าเป็นการขาย หรือการกู้ยืมที่มีหลักประกัน จึงกำหนดให้มีการยื่นรายงานทางการเงินทั้งสองกรณี จุดประสงค์ของการยื่นคือ ให้บุคคลที่สามได้ทราบถึงการโอนผลประโยชน์ในสิทธิรับชำระหนี้ เพื่อจะได้ไม่เข้าใจผิดเมื่อมีการเพิ่มสินเชื่อเครดิต หรือติดต่อกับเจ้าหนี้เดิม ผลของการไม่ปฏิบัติตามที่กำหนดคือ คู่สัญญาฝ่ายที่รับการประกันหรือผู้ซื้ออาจไม่สามารถบังคับตามสิทธิต่อเจ้าหนี้มีประกันรายหลัง ซึ่งยื่นรายงาน

---

<sup>25</sup>มาตรา 9-102 บัญญัติว่า บทบัญญัตินี้ใช้กับธุรกรรมทุกอย่างไม่ว่าจะมีแบบหรือไม่ ถ้าตั้งใจจะให้มีการได้ประโยชน์จากหลักประกัน ( Security interest) ในทรัพย์สินส่วนบุคคลหรือสิ่งที่ติดตั้ง และจะขายบัญชีหรือหลักฐานหนี้สินและดอกเบี้ยในการเช่าทรัพย์สินเฉพาะสิ่ง การได้ประโยชน์จากหลักประกัน จะอยู่ในบังคับของมาตรานี้เมื่อมีกำหนดในสัญญา รวมถึงการจำนำ, การโอน ฯลฯ และสัญญาเช่าหรือสัญญาส่งมอบสินค้าซึ่งตั้งใจให้เป็นหลักประกัน

ทางการเงินครอบคลุมสิทธิรับชำระหนี้อันเดียวกัน หรือต่อทรัพย์สินของเจ้าหนี้เดิมในคดีล้มละลาย

26

อย่างไรก็ดี ได้เกิดปัญหาในการตีความมาตรา 9 ดังเช่นในคดี *Octagon Gas Sys., Inc. v. Rimmer (In re Meridian Reverse, Inc.)* คดีนี้ Rimmer ได้ประโยชน์จากเงินค่าขายก๊าซ ซึ่งระบบก๊าซเป็นของ Poll ต่อมา Poll ใช้บทที่ 11 ของประมวลกฎหมายล้มละลาย (Chapter 11) เพื่อฟื้นฟูกิจการ ตามแผนฟื้นฟูกิจการลูกหนี้ระบบก๊าซไปให้แก่เจ้าหนี้มีประกัน ซึ่งต่อมาตกให้แก่ Octagon และ Octagon ปฏิเสธที่จะรับรู้ผลประโยชน์ของ Rimmer ดังนั้น Rimmer จึงฟ้องคดีนี้

ศาลล้มละลายและศาลแขวง ตัดสินให้ Rimmer ชนะคดี โดยเหตุผลว่า ผลประโยชน์ดังกล่าวไม่เคยตกเป็นส่วนหนึ่งของกองทรัพย์สินของ Poll ศาลอุทธรณ์ภาค 10 (United States Court of Appeal for the Tenth Circuit) พิพากษากลับ โดยอ้างเหตุผลว่า ผลประโยชน์ของ Rimmer เป็นประโยชน์ทางบัญชีตามนิยามของมาตรา 9 ศาลตีความมาตราดังกล่าวเพื่อป้องกันการโอนอย่างอื่นที่นอกเหนือจากผลประโยชน์ของหลักประกันในบัญชี นอกจากนี้ศาลเห็นว่า ตามมาตรา 541 แห่งประมวลกฎหมายล้มละลายทรัพย์สินในคดีล้มละลายรวมถึงทรัพย์สินใดๆ ที่อยู่ภายใต้ผลประโยชน์จากหลักประกัน (Subject to Security Interest) บัญชีที่ขาย (Sold Account) จึงรวมอยู่ในกองทรัพย์สินในคดีล้มละลายด้วย<sup>27</sup> ประเด็นปัญหาอยู่ที่ว่า ศาลในคดีนี้ เห็นว่าความแตกต่างระหว่างการโอนหลักประกันและการขายบัญชีไม่ชัดเจน ดังนั้น การขายบัญชีจึงอยู่ในบังคับมาตรา 9-102(1)(b) ไม่ว่าจะตั้งใจให้เป็นหลักประกันหรือไม่ ผู้ซื้อจะถูกถือว่าเป็นคู่สัญญาฝ่ายที่รับการประกันและผลประโยชน์จากบัญชีจะถูกถือว่าเป็นผลประโยชน์จากหลักประกัน

คดีที่ตัดสินแนวเดียวกันได้แก่คดี *Concrete Equipment Co. v. Fox (In re Vigil Brothers Construction, Inc.)* ศาลอุทธรณ์ภาค 9 ตัดสินว่า สินทรัพย์ที่ถูกหนี้ออนไปเป็นบัญชีภายใต้มาตรา 9 การโอนจึงไม่ใช่การขายบัญชี หรือการโอนบัญชีโดยเด็ดขาด (an absolute

<sup>26</sup>Schwarcz, op.cit., 31.

<sup>27</sup>The Committee., op.cit., 16.

conveyance of the account) แต่เป็นการสร้างผลประโยชน์ในบัญชี (Created a security interest) ดังนั้นบัญชีจึงยังคงเป็นสินทรัพย์ของลูกหนี้ผู้ล้มละลาย<sup>28</sup>

อย่างไรก็ดีมีความเห็นแย้งไม่เห็นด้วยกับคำพิพากษาดังกล่าว เพราะคดีทั้งสองสันนิษฐานว่า ธุรกรรมทุกชนิดหากอยู่ภายใต้บังคับมาตรา 9 จะถูกถือว่าเป็นการให้หลักประกัน แนวความคิดนี้เห็นว่า แม้ว่าการขายบัญชี กับการโอนหลักประกันจะอยู่ในบังคับของมาตรา 9 เหมือนกัน แต่ผลทางกฎหมายของทั้งสองเรื่องแตกต่างกัน หากเป็นการขายลูกหนี้ในคดีล้มละลายผู้ขายจะไม่ได้รับประโยชน์จากบัญชีอีกต่อไป ทำให้ไม่มีทรัพย์สินที่จะตกอยู่ในกองทรัพย์สินของลูกหนี้ผู้ล้มละลายอีก แนวความคิดนี้มีคำพิพากษานับสนุน คือ คดี *Majors Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp.* ของศาลอุทธรณ์ภาค 3 และคดี *Dewhirst v. Citibank (Arizona) (In re Contractors Equipment Supply Co.)* ของศาลอุทธรณ์ภาค 9 ซึ่งคณะกรรมการถาวรในการแก้ไขกฎหมายพาณิชย์ (the Permanent Editorial Board for the UCC) เห็นด้วยกับคำพิพากษาทั้งสอง และแย้งคำพิพากษาในคดี *Octagon*<sup>29</sup>

### 3.4 การขายที่แท้จริงภายใต้หลักเกณฑ์แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ พ.ศ. 2540

การนำบทบัญญัติเรื่องการโอนสิทธิเรียกร้องมาใช้ตามพระราชกำหนดยังได้รับหลักเรื่องการขายที่แท้จริง (True sale) มาใช้ ถ้อยคำ “การรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง” ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ พ.ศ. 2540 มาตรา 20 วรรคสอง เห็นได้ชัดว่า เป็นความพยายามแปลคำว่า True sale มาเป็นภาษาไทย

การที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายมาอย่างแท้จริง จะมีผลทางกฎหมายล้มละลายคือ ไม่ให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483

<sup>28</sup> Charles E. Harrell, James L. Rice III, and W. Robert Shearer, **Securitization of Oil, Gas Other Natural Resource Asset** : Emerging Financing Techniques (Online), Available: WESTLAW

<sup>29</sup> The Committee., op.cit., 17.

มาใช้บังคับ ซึ่งตามพระราชกำหนด มาตรา 20 วรรคสอง กำหนดนิยามของคำว่า “การรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง” ว่าหมายความว่า การโอนสินทรัพย์ที่

- 1) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม
- 2) ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์ และ
- 3) นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

นอกจากนี้คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจประกาศกำหนดลักษณะอื่นเพิ่มเติมด้วยก็ได้

หลักการทั้งสามข้อนำมาจากหลัก การขายที่แท้จริง (True Sale) ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยให้หลักการบัญชีที่เรียกว่า FASB 77 เป็นเกณฑ์ จึงอาจกล่าวได้ว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายไทยได้นำแนวทางการคิดเรื่อง การขายที่แท้จริง (True Sale) มาใช้ โดยอ้างอิงหลักทางบัญชีเป็นแนวทาง

เนื่องจากการโอนสินทรัพย์ระหว่างเจ้าหนี้เดิมกับนิติบุคคลเฉพาะกิจ ยังต้องอยู่ในบังคับของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เรื่องการโอนสิทธิเรียกร้องถ้ากรณีการโอนสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้อง โดยไม่ให้ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ที่เกิดขึ้น ซึ่งไม่เข้าเงื่อนไขมาตรา 15 วรรคหนึ่งของพระกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 การโอนสินทรัพย์นั้นจะต้องปฏิบัติตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 306 กล่าวคือจะต้องมีการบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือไปยังลูกหนี้ หรือลูกหนี้จะต้องยินยอมเป็นหนังสือ โดยที่สินทรัพย์ในการแปลงเป็นหลักทรัพย์จะเป็นสิทธิที่จะรับชำระหนี้ ซึ่งมีลูกหนี้รายย่อยจำนวนมากกระจัดกระจายอยู่ทั่วประเทศ เช่น ลูกหนี้ตามสัญญาเช่าซื้อ หรือ สัญญาบัตรเครดิต ดังนั้นการบอกกล่าวการโอนจะสิ้นเปลืองเวลาและค่าใช้จ่ายในการบอกกล่าวการโอนเป็นจำนวนมาก

นอกจากนี้ การโอนสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ตามพระราชกำหนดใช้หลักเรื่องการขายที่แท้จริง (True Sale) ซึ่งคำนึงถึงรูปแบบการจัดโครงสร้างแบบตรงไปตรงมา คือ เจ้าหนี้เดิมโอนสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งเป็นองค์กรที่ห่างไกลจากการล้มละลายโดยใช้รูปแบบการขายที่แท้จริง นิติบุคคลเฉพาะกิจมีรายได้จากบุคคลที่สามซึ่งเป็นนักลงทุน และส่งรายได้ให้แก่เจ้าหนี้เดิมโดยถือเป็นราคาขายของทรัพย์สินที่โอนมา ผู้ลงทุนจะได้ประโยชน์ในสินทรัพย์หรือหนี้ที่มีสินทรัพย์เป็นประกัน แต่ในทางการเงินการจัดโครงสร้างมีความหลากหลายซึ่งพัฒนาขึ้น

เพื่อตอบสนองความแตกต่างของธุรกรรมในแต่ละประเภท เช่น ความมุ่งหมายทางเศรษฐกิจของ เจ้าหนี้เดิมลักษณะของสินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงกฎหมายและข้อกำหนดที่มีต่อผู้ให้สินเชื่อและ เจ้าหนี้เดิม ภาษี และข้อปฏิบัติที่เกี่ยวข้อง ความต้องการทางการตลาดที่เกี่ยวข้องและการ ยอมรับของนักลงทุนต่อการลงทุนที่หลากหลาย ดังนั้น ความสลับซับซ้อนเกี่ยวกับการจัด โครงสร้างของการโอนสินทรัพย์ จึงอาจมีขึ้นได้ในอนาคต กรณีในเรื่องการรับโอนสินทรัพย์จาก ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง ที่กำหนดในมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดฯ อาจประสบ ปัญหาในการวินิจฉัยการโอนสินทรัพย์ที่มีความซับซ้อนเพิ่มขึ้นในอนาคต และ ผู้ลงทุนจะมีความ เข้าใจเกี่ยวกับความเสี่ยงภัยต่างๆ น้อยลง

### 3.5 การโอนสิทธิเรียกร้องตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540

การนำบทบัญญัติเรื่องการโอนสิทธิเรียกร้องตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้ ยังมีกฎหมายเกณฑ์ที่เคร่งครัด พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 จึงได้ผ่อนคลาย การปฏิบัติตามบทบัญญัติเรื่องการโอนสิทธิเรียกร้องไว้บางประการ กล่าวคือ มาตรา 15 วรรค หนึ่ง แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 บัญญัติว่า “ในกรณีการรับโอน สิทธิทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้อง โดยให้ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ที่ เกิดขึ้น การโอนสิทธิเรียกร้องดังกล่าวเป็นอันชอบด้วยกฎหมายโดยไม่ต้องบอกกล่าวการโอนไป ยังลูกหนี้ตามบทบัญญัติมาตรา 306 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่ไม่ กระทบกระเทือนสิทธิของลูกหนี้ที่จะยกข้อต่อสู้ตามมาตรา 308 วรรคสอง แห่งประมวล กฎหมายแพ่งและพาณิชย์”

จุดประสงค์ของบทบัญญัติมาตรานี้เพื่อลดค่าใช้จ่ายในการบอกกล่าวไปยังลูกหนี้ซึ่งอาจ มีจำนวนมาก แต่การไม่ต้องบอกกล่าวการโอนจะต้องอยู่ในเงื่อนไขที่ว่า ต้องให้เจ้าหนี้เดิมเป็น ผู้เรียกเก็บหนี้ เงื่อนไขดังกล่าวสร้างขึ้นมาเพื่อไม่ให้ขัดแย้งกับประมวลกฎหมายแพ่งและ พณิชย์ มาตรา 306 ที่ให้มีการบอกกล่าวเพื่อป้องกันการชำระหนี้ผิดตัว ดังนั้นนิติบุคคลเฉพาะ กิจจะไปจ้างเจ้าหนี้เดิมเรียกเก็บหนี้ต้นเงินและดอกเบี้ย และจัดการเกี่ยวกับลูกหนี้ให้ หรืออีกนัย หนึ่งให้เจ้าหนี้เดิมทำหน้าที่เป็น Servicing Agent ก็จะไม่เกิดปัญหาของการชำระหนี้ผิดตัว

เพราะการที่ลูกหนี้ชำระหนี้ให้เจ้าหนี้เดิม ก็คือการชำระหนี้ให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดยมีเจ้าหนี้เดิมเป็นตัวแทนของนิติบุคคลเฉพาะกิจ

นอกจากนี้ในเรื่องเกี่ยวกับเรื่องหลักประกัน มาตรา 305 วรรคหนึ่งแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์บัญญัติว่า “เมื่อโอนสิทธิเรียกร้องไป สิทธิจำนองหรือจำนำที่มีอยู่เกี่ยวพันกับสิทธิเรียกร้องนั้นก็ดี สิทธิอันเกิดแต่การค้ำประกันที่ให้ไว้เพื่อสิทธิเรียกร้องนั้นก็ดีย่อมตกไปได้แก่ผู้รับโอนด้วย” แต่ตามพระราชกำหนดได้ยอมรับหลักประกันด้วยสมุดเงินฝากหรือการเอาลูกหนี้ของลูกหนี้มาเป็นประกันการชำระหนี้โดยพระราชกำหนด มาตรา 16 บัญญัติว่า “การโอนสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติถ้าเป็นสินทรัพย์มีหลักประกันอย่างอื่นที่มีใช้สิทธิจำนอง สิทธิจำนำ หรือสิทธิอันเกิดขึ้นแต่การค้ำประกัน ให้สิทธิตามสินทรัพย์นั้นตกแก่ผู้รับโอนทุกช่วงจนถึงนิติบุคคลเฉพาะกิจ”

### 3.6 การเพิกถอนการโอน

การเพิกถอนการโอนเป็นมาตรการให้ความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้เดิมเพื่อสามารถติดตามทรัพย์สินของเจ้าหนี้เดิมได้ หากเจ้าหนี้เดิมได้ทำการโอนสินทรัพย์ซึ่งเป็นการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น หรือกรณีฉ้อฉล หรือทำการโอนโดยไม่สุจริต

การเพิกถอนการโอนประมวลกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา จะเกิดขึ้นในกรณีการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ (Preference) และการฉ้อฉล (Fraudulent Conveyance) ซึ่งตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ก็ได้มีบทบัญญัติทำนองเดียวกัน กล่าวคือ การให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ ได้แก่บทบัญญัติมาตรา 115 ส่วนกรณีการฉ้อฉล หรือการโอนโดยไม่สุจริต ได้แก่บทบัญญัติมาตรา 113 และ 114 ตามลำดับ

แม้เรื่องการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ และการฉ้อฉล จะอยู่ในเรื่องหลักเกณฑ์พื้นฐานในการควบคุมการจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้ที่ได้กระทำมาแล้วก่อนล้มละลาย แต่ก็มีข้อแตกต่างกันดังนี้

- 1) เรื่องการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ เป็นกรณีที่กฎหมายเข้ามาเพิกถอนการชำระหนี้ที่เกิดจากการเลือกชำระหนี้ของลูกหนี้ที่มีต่อบรรดาเจ้าหนี้ แม้การชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้บางรายจะ



เกิดจากหนี้ที่ชอบธรรม แต่เมื่อการชำระหนี้เกิดขึ้นเกิดจากเจตนาเลือกชำระหนี้ ซึ่งมีผลให้เกิดการได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างเจ้าหนี้ และเป็นการรุกรอนสิทธิของเจ้าหนี้ที่ยังไม่ได้รับชำระหนี้ ทำให้เขาได้รับชำระหนี้ไม่เต็มจำนวนตามสัดส่วนที่เขาสมควรที่จะได้รับ

ส่วนเรื่องการฉ้อฉลเป็นเรื่องที่ลูกหนี้ยักย้ายถ่ายเททรัพย์สินเพื่อให้ทรัพย์สินลดน้อยถอยลง การโอนทรัพย์สินดังกล่าวจึงเป็นเรื่องที่ลูกหนี้เจตนาหลบหนีเจ้าหนี้ทั้งปวงทำให้ทรัพย์สินไม่พอชำระแก่เจ้าหนี้<sup>30</sup>

2) การเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ ทำให้เจ้าหนี้ที่ถูกเพิกถอนสามารถยื่นคำขอรับชำระหนี้ต่อเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้ ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาตรา 92 ส่วนการเพิกถอนการฉ้อฉลนั้น บุคคลที่ถูกเพิกถอนไม่สามารถยื่นคำขอรับชำระหนี้ต่อเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้<sup>31</sup>

### 3.6.1 การเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย

#### มาตรา 115

พระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาตรา 115 บัญญัติว่า “การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใดๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามเดือนก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น โดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้”

การเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้บางคน เป็นการป้องกันมิให้เจ้าหนี้ได้เปรียบซึ่งกันและกันอันเป็นความประสงค์ของกฎหมายล้มละลายที่จะให้เจ้าหนี้ได้รับความเสมอภาคและความยุติธรรมเสมอกัน กฎหมายล้มละลายจึงได้บัญญัติถึงวิธีที่จะป้องกันการที่ลูกหนี้จะ

<sup>30</sup> สมบูรณ์ ภูมิการพานิช, ปัญหาและอุปสรรคการบังคับใช้กฎหมายมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ (วิทยานิพนธ์นิติศาสตรมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2537), 12.

<sup>31</sup> สมบูรณ์ ภูมิการพานิช, ปัญหาและอุปสรรคการบังคับใช้กฎหมายมาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 ว่าด้วยการเพิกถอนการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ (วิทยานิพนธ์นิติศาสตรมหาบัณฑิต คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2537), 15, 37-55.



ให้เปรียบเทียบแก่เจ้าหนี้บางคนไว้ เพราะเมื่อลูกหนี้รู้ว่าจะล้มละลายก็มักจะโอนทรัพย์สินไปยังบุคคลอื่นบ้าง เลือกใช้หนี้แก่เจ้าหนี้บางคนที่ชอบ

การเพิกถอนการโอน หรือการกระทำตามมาตรานี้มีหลักเกณฑ์ดังนี้ คือ

1) ลูกหนี้ได้โอนทรัพย์สินอย่างไรก็ดี หรือกระทำการใดๆ ซึ่งไม่ว่าจะกระทำเอง หรือยินยอมให้กระทำ<sup>32</sup>

2) ลูกหนี้มุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่น การให้เปรียบแก่เจ้าหนี้บางคนนั้นถือเอาเจตนาของลูกหนี้ฝ่ายเดียว คือถ้าลูกหนี้มีเจตนามุ่งหมายให้เจ้าหนี้ที่รับโอนทรัพย์สินไปได้เปรียบแก่เจ้าหนี้คนอื่นแล้ว เจตนาของเจ้าหนี้ไม่สำคัญถึงเจ้าหนี้จะมีเจตนาสุจริตเพียงใดก็ตามจะยกขึ้นมาเป็นข้อแก้ตัวหรือป้องกันการเพิกถอนการโอนหาได้ไม่<sup>33</sup>

การที่ลูกหนี้ได้ชำระหนี้ไปโดยถูกเจ้าหนี้บังคับขู่เข็ญ เช่นว่าจะฟ้องคดีอาญา ถือว่าลูกหนี้ไม่ได้ชำระหนี้ไปด้วยความสมัครใจหรือยินยอม แต่การที่เจ้าหนี้รู้ว่าถ้าไม่ชำระหนี้จะฟ้องคดีแพ่งนั้นไม่ถือว่าเป็นการบังคับขู่เข็ญ หรือการที่ลูกหนี้ได้ชำระหนี้ไปตามปกติธุรกิจการค้า ก็ไม่ถือว่าลูกหนี้มุ่งหมายให้เจ้าหนี้ได้เปรียบซึ่งกันและกัน

3) ได้กระทำภายในเวลาสามเดือน ก่อนมีการขอให้ล้มละลาย หรือภายหลังนั้นก็ตาม กฎหมายไม่ถือวันถูกพิทักษ์ทรัพย์ เพราะถ้าถือวันถูกพิทักษ์ทรัพย์อาจไม่ได้ผล เพราะในบางคดีกว่าศาลจะได้มีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์ใช้เวลานาน และในระหว่างที่ยังไม่ถูกพิทักษ์ทรัพย์ลูกหนี้อาจทำนิติกรรมให้เปรียบเทียบแก่เจ้าหนี้บางคนได้ จึงได้บัญญัติให้นับวันถูกฟ้องเป็นเกณฑ์<sup>34</sup>

4) เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอให้ศาลสั่งเพิกถอนการโอน หรือการกระทำนั้น โดยทำเป็นคำร้องไม่ต้องยื่นเป็นคำฟ้อง แต่ทั้งนี้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ มีหน้าที่นำสืบแสดงให้ได้ความ 3 ประการดังกล่าวข้างต้น

<sup>32</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 398/2530, 716/2530, 2453/2527, 311/2527, 361/2526.

<sup>33</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3181/2524.

<sup>34</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 3169/2531, 398/2530, 1926/2527.

### 3.6.2 การเพิกถอนการฉ้อฉล ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย มาตรา 113

มาตรา 113 บัญญัติว่า “การขอให้ศาลเพิกถอนการฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์นั้น ให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอได้โดยทำเป็นคำร้อง”

การฉ้อฉลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ตามที่กล่าวในมาตรานี้ได้มีบัญญัติไว้ในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 237-240 ให้เจ้าหนี้ร้องขอให้ศาลเพิกถอนเสียได้ โดยมีหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

- 1) ลูกหนี้ทำนิติกรรมโดยรู้ว่าจะเป็นการให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ คำว่า นิติกรรมใดๆ อันลูกหนี้ได้กระทำลงมีความหมายรวมถึงการอื่น ๆ นอกจากการโอนทรัพย์สิน เช่น การที่ลูกหนี้ยอมปลด หรือยกหนี้สินซึ่งตนเป็นเจ้าของอยู่ หรือการสละมรดกซึ่งการกระทำเหล่านี้ย่อมทำให้กองทรัพย์สินของลูกหนี้ลดน้อยลง
- 2) บุคคลซึ่งเป็นผู้ที่ได้ลางอกแต่การนั้นได้รู้เท่าถึงข้อความจริงอันเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบนั้นด้วย เว้นแต่ในกรณีให้โดยเสนหา ซึ่งลูกหนี้เป็นผู้รู้ฝ่ายเดียวเท่านั้นก็พอ
- 3) นิติกรรมใดอันมิได้มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สิน เจ้าหนี้จะขอเพิกถอนไม่ได้ เพราะนิติกรรมอันมิได้มีวัตถุประสงค์เป็นสิทธิในทรัพย์สินนั้น เป็นกิจส่วนตัวของลูกหนี้หรือครอบครัว ซึ่งโดยปกติไม่นับว่าเกี่ยวแก่ทรัพย์สิน แม้แห่งการกระทำนิติกรรมเช่นนั้น จะทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้หมดเปลืองไปก็ตาม เช่น การสมรส การหมั้น หรือการรับรองบุตร เป็นต้น
- 4) เจ้าหนี้ต้องฟ้องขอให้เพิกถอนเสียภายใน 1 ปี นับแต่วันที่เจ้าหนี้ได้รู้ต้นเหตุอันเป็นมูลให้เพิกถอน หรือภายในกำหนด 10 ปี นับแต่ได้ทำนิติกรรมนั้น

การเพิกถอนการฉ้อฉลดังกล่าว เป็นเรื่องที่เจ้าหนี้มีสิทธิจะดำเนินการตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่เมื่อลูกหนี้ถูกพิทักษ์ทรัพย์หรือล้มละลายลงแล้วพระราชบัญญัติล้มละลาย มาตรา 113 ได้บัญญัติไว้ให้เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์เป็นผู้ขอให้เพิกถอนการฉ้อฉลได้ โดยทำเป็นคำร้องไม่ต้องทำเป็นคำฟ้อง เพื่อจะได้ไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียม<sup>35</sup>

<sup>35</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 533/2535, 854/2534, 209/2521, 1877/2494.

### 3.6.3 การเพิกถอนการโอนหรือการกระทำอันไม่สุจริต ตามพระราชบัญญัติ ล้มละลาย มาตรา 114

มาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 แก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2511 มาตรา 10 อันเป็นบทบัญญัติดั้งเดิมก่อนแก้ไขเมื่อปี พ.ศ. 2542 บัญญัติว่า “การโอนทรัพย์สินหรือการกระทำใดๆ เกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำ หรือยินยอมให้กระทำในระหว่างระยะเวลาสามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย และภายหลังจากนั้น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้ เว้นแต่ผู้รับโอนหรือผู้รับประโยชน์จะแสดงให้พอใจศาลว่า การโอนหรือการกระทำนั้นได้กระทำโดยสุจริตและมีค่าตอบแทน”

เดิม มาตรา 114 บัญญัติเฉพาะการโอนทรัพย์สินของลูกหนี้เพียงอย่างเดียว ซึ่งไม่รวมถึงการกระทำอื่นๆ ที่ไม่มีผลถึงขนาดเป็นการโอน ยกตัวอย่างเช่น นิติกรรมจำนอง การก่อทรัพย์สินสิทธิเหนืออสังหาริมทรัพย์ เช่น สิทธิเก็บกิน สิทธิอาศัย ภาระจำยอม ภาระติดพัน เป็นต้น ดังนั้นกฎหมายใหม่จึงแก้ไขให้ครอบคลุมถึงการกระทำดังกล่าวนี้ด้วย ทั้งนี้ไม่ว่าลูกหนี้จะกระทำด้วยตนเองหรือยินยอมให้ผู้อื่นกระทำก็ตาม

นอกจากนี้เกี่ยวกับระยะเวลาโอนหรือการกระทำใดๆ เดิมกฎหมายใช้คำว่าสามปีก่อนล้มละลาย ซึ่งเป็นข้อความที่ไม่แน่นอน ดังนั้นในปี 2511 กฎหมายจึงแก้ไขเป็นสามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย ซึ่งหมายถึงก่อนวันฟ้องหรือวันขอให้ล้มละลาย ยิ่งกว่านั้นกฎหมายยังเพิ่มเติมให้เพิกถอนได้แม้กระทั่งการโอนหรือการกระทำใดๆ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมให้กระทำภายหลังการขอให้ล้มละลายอีกด้วย

ในกรณีที่ศาลจะไม่สามารถเพิกถอนการโอนหรือการกระทำไม่ได้ ก็ได้แก่การที่ผู้รับโอนหรือผู้รับประโยชน์แสดงให้พอใจศาลว่าการโอนหรือการกระทำนั้นได้กระทำอย่างสุจริตและมีค่าตอบแทน<sup>36</sup>

<sup>36</sup>วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย ฉบับสมบูรณ์, พิมพ์ครั้งที่ 8 (กรุงเทพฯ: นิติบรรณการ, 2544), 230-231.

“สุจริต” ตามพระราชบัญญัติล้มละลายฯ มาตรา 114 หมายถึง ผู้รับโอนหรือผู้รับประโยชน์ไม่รู้ว่าลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว<sup>37</sup> ส่วนคำว่า “ค่าตอบแทน” ถอดมาจากภาษาอังกฤษว่า “Valuable Consideration” ซึ่งแต่เดิมเรียกว่า “สินจ้าง” หมายถึงสิ่งตอบแทนอันคิดมูลค่าเป็นเงินได้นั่นเอง ค่าตอบแทนที่เหมาะสมย่อมเป็นเครื่องมือที่แสดงถึงความสุจริต ถ้าค่าตอบแทนเป็นจำนวนน้อยกว่าราคาทรัพย์สินที่โอนไปมากนัก ก็เป็นเหตุที่ทำให้เห็นว่าได้รับโอนไปโดยไม่สุจริตได้<sup>38</sup>

อย่างไรก็ดี พระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 มาตรา 27 ได้แก้ไขหลักเกณฑ์ของมาตรา 114 เดิมโดยสิ้นเชิง กล่าวคือได้ยกเลิกข้อความเดิมและใช้ข้อความใหม่ บัญญัติว่า “ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 ถ้าเกิดขึ้นในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนาหา หรือเป็นการที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภนอกแต่การนั้นรู้อยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้ต้องเสียเปรียบ” บทบัญญัตินี้กลายเป็นหลักการเพิกถอนการฉ้อฉล ตามมาตรา 113 นั้นเอง ทั้งๆ ที่มาตรา 114 เดิมได้วางหลักการเพิกถอนการโอนสำหรับผู้รับโอนทั่วไปไว้อย่างดี ยิ่ง เพราะสามารถเพิกถอนได้ หากโอนภายในสามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย ทั้งยังคุ้มครองผู้รับโอนที่สุจริตและเสียค่าตอบแทนด้วย

ผลของการแก้ไขเพิ่มเติมจะทำให้ลูกหนี้ซึ่งประกอบกิจการมีกำไรสามารถจำหน่ายจ่ายแจกทรัพย์สินของตนไปยังบุคคลอื่นได้ และหากลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ก็ไม่อาจเพิกถอนได้ เพราะการโอนไม่เป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียเปรียบและไม่เข้าหลักเกณฑ์ของการเพิกถอนการฉ้อฉล<sup>39</sup>

<sup>37</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 1042/2532, 4357/2531, 87-89/2509.

<sup>38</sup> ทวี กสิยพงศ์, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย พร้อมด้วยระเบียบปฏิบัติ (กรุงเทพฯ: กรุณสยามการพิมพ์, 2526), 327.

<sup>39</sup> วิชา มหาคุณ, คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย ฉบับสมบูรณ์, พิมพ์ครั้งที่ 8 (กรุงเทพฯ : นิติบรรณการ, 2544), 230-231.

### 3.6.4 พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 มาตรา 20 วรรคหนึ่ง

ตามมาตรา 20 วรรคหนึ่งแห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 บัญญัติว่า “ในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง มิให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช 2483 มาใช้บังคับ” มาตรานี้ บัญญัติขึ้นเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่กระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพราะถ้ามีการโอนสินทรัพย์ในช่วง 3 ปีก่อนที่เจ้าหนี้เดิมจะล้มละลายเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ไม่สามารถขอเพิกถอนการโอนได้ดังเช่นกรณีปกติ แต่มีเงื่อนไขว่านิติบุคคลเฉพาะกิจจะต้องได้รับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์อย่างแท้จริง หรืออีกนัยหนึ่งคือ การโอนจะต้องเข้าลักษณะเป็นการขายที่แท้จริง (True Sale) ซึ่งองค์ประกอบคือ การโอนนั้นมีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม ผลจากการโอนทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์และสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

ตามพระราชกำหนดนี้ได้กำหนดเงื่อนไขในเรื่องความสุจริตไว้ ซึ่งตามแนวคำพิพากษาฎีกา คำว่า “สุจริต” หมายถึง ผู้รับโอน หรือผู้รับประโยชน์มิได้รู้ว่าลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว ประเด็นในเรื่องความสุจริตจึงยากที่จะพิสูจน์ เพราะเจ้าหนี้เดิมกับนิติบุคคลเฉพาะกิจจะมีความสัมพันธ์ต่อกันไม่ทางใดก็ทางหนึ่ง

### 3.6.5 ปัญหาเรื่องการเพิกถอนการโอน

ในการเสนอร่างพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้คณะกรรมการกฤษฎีกาพิจารณานั้น กรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริงจะไม่นำมาตรา 113 และ มาตรา 115 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับด้วย แต่ปรากฏว่า คณะกรรมการกฤษฎีกาได้ตัดมาตราทั้งสองออกโดยให้เหตุผลว่า

หากการโอนสิทธิ์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจกับผู้จำหน่ายสิทธิ์กระทำการโดยสุจริตก็ ย่อมจะไม่อยู่ในบังคับของบทบัญญัติดังกล่าว<sup>40</sup>

ตามความเห็นของผู้เขียนคิดว่า เมื่อพระราชบัญญัตินิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 ไม่ได้บัญญัติไว้อย่างชัดเจนว่า ถ้ามีการเพิกถอนตามมาตรา 113 และ มาตรา 115 จึงอาจ เกิดเป็นปัญหาการตีความกฎหมายขึ้นได้ว่า สามารถนำมาตรา 113 และ มาตรา 115 มาใช้ บังคับได้ และเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ อาจขอให้เพิกถอนการโอนได้หากเข้าองค์ประกอบของ มาตรา 113 หรือมาตรา 115 โดยเฉพาะอย่างยิ่งการโอนโดยให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ตามมาตรา 115 แม้ลูกหนี้จะกระทำโดยสุจริต แต่โอนไปโดยมุ่งหมายให้เจ้าหนี้คนหนึ่งคนใดได้เปรียบเจ้าหนี้คน อื่น เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถขอเพิกถอนตามหลักทั่วไปได้อยู่แล้ว การโอนโดยสุจริต ไม่ทำให้ลูกหนี้หลุดพ้นจากบังคับมาตรา 115 ได้เจ้าหนี้ของเจ้าหนี้เดิมยังมีช่องทางที่จะเพิกถอน การโอนระหว่างเจ้าหนี้เดิม กับนิติบุคคลเฉพาะกิจได้ ซึ่งจะส่งผลถึงความเชื่อมั่นต่อพื้นฐานของ การแปลงสิทธิ์เป็นหลักทรัพยที่พยายามแยกสิทธิ์ของเจ้าหนี้เดิมกับนิติบุคคลเฉพาะกิจ ออกจากกัน

---

<sup>40</sup> ปรากฏจาก “หนังสือสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา ด่วนที่สุดที่ นร 0601/439,” 23 มิถุนายน 2540. ว่า “9. ได้ตัดบทบัญญัติที่คุ้มครองนิติบุคคลเฉพาะกิจจากการที่ผู้จำหน่ายสิทธิ์ถูกศาลมีคำสั่ง พิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด หรือล้มละลายในกรณีที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ขอให้ศาลเพิกถอนตามมาตรา 113 และมาตรา 115 แห่งกฎหมายว่าด้วยล้มละลายออก เนื่องจากเห็นว่า หากการโอนสิทธิ์ของนิติบุคคล เฉพาะกิจกับผู้จำหน่ายสิทธิ์กระทำการโดยสุจริตก็ย่อมจะไม่อยู่ในบังคับของบทบัญญัติดังกล่าว”

## บทที่ 4

### การวิเคราะห์การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายสหรัฐอเมริกา และกฎหมายไทย

ประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่อยู่ในระบบกฎหมายคอมมอนด์ลอว์ (Common Law) ดังนั้นจึงยังไม่มีกฎหมายเฉพาะเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ดี มีกฎหมายที่มาเกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าวดังนี้ UCC: the Uniform Commercial Code, FBC: the Federal Bankruptcy Code of 1978, the Securities Act of 1933, the Securities and Exchange Act of 1934, the Trust Indenture Act of 1999 และ the Investment Company Act of 1940 ผู้เขียนจะไม่อธิบายบทบัญญัติข้างต้นทั้งหมด แต่จะศึกษาวิเคราะห์หลักกฎหมายที่พอที่จะนำมาเป็นแนวทางแก้ไขปัญหากฎหมายตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ พ.ศ. 2540 เรื่องการขายที่แท้จริง (True Sale) เท่านั้น

#### 4.1 ประเทศสหรัฐอเมริกา

##### 4.1.1 Federal Bankruptcy Code (FBC)

ในการพิจารณาสถานะทางกฎหมายของการขายที่แท้จริง (True Sale) มักจะมุ่งเน้นไปที่ประเด็นการล้มละลายเป็นส่วนใหญ่ ดังนั้นมักจะกล่าวถึงการขายที่แท้จริง (True Sale) ว่าเป็น True Sale for Bankruptcy Propose การพิจารณาว่ากรณีใดเป็น “การขายที่แท้จริง” ของประเทศนี้จึงอยู่ในอำนาจของศาลล้มละลายและเป็นไปตามกฎหมายล้มละลายเป็นสำคัญ

ศาลที่พิจารณาคดีล้มละลายมีอำนาจที่จะทำการพิจารณาและกำหนดคุณลักษณะของนิติกรรมในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เสียใหม่ (Recharacterized) ได้ ซึ่งถ้าการโอนสินทรัพย์ระหว่าง ผู้ล้มละลาย (Originator) และ นิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) ถูกพิจารณาว่าเป็นหลักประกันการกู้ยืมเงิน (Secured Loan) ไม่ใช่เป็นการขาย (sale) แล้ว นิติบุคคลเฉพาะกิจก็จะไม่สามารถที่จะนำรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์มาชำระหนี้แก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของ นิติ



บุคคลเฉพาะกิจได้ทั้งนี้เพราะสินทรัพย์ที่รับโอนมาจะถูกพิจารณาว่าเป็นเพียงหลักประกัน (Security interest) ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับไว้ในกาให้ ผู้ล้มละลายกู้ยืมเงินเท่านั้น ซึ่งเมื่อผู้ล้มละลายล้มละลายตามมาตรา 362 ของ Federal Bankruptcy Code<sup>1</sup> (FBC) กำหนดให้การกระทำทุกอย่างของเจ้าหนี้ในการจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้ผู้ล้มละลายต้องระงับลงในทันที (Automatic Stay) และโดยผลของมาตรา 363<sup>2</sup> และ 365<sup>3</sup> ของ FBC ศาลอาจมีคำสั่งให้นำกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์มาใช้เป็นเงินหมุนเวียน (Working Capital) ภายในกิจการของลูกหนี้ผู้ล้มละลายก็ได้ หรือลูกหนี้ผู้ล้มละลายจะใช้สินทรัพย์นั้นเป็นหลักประกันในการก่อหนี้รายใหม่โดยให้เจ้าหนี้รายใหม่มีสิทธิเท่าเทียม (Pari Passu) กับ นิติบุคคลเฉพาะกิจหรือมีสิทธิดีกว่านิติบุคคลเฉพาะกิจก็ได้

ในการพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์ระหว่าง Originator ที่เป็นผู้ล้มละลาย และ นิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นการค้ำประกันการชำระหนี้ (Secured Loan) หรือเป็นการขาย (A sale) นั้น มีตัวอย่างแนวทางที่ศาลได้เคยใช้พิจารณาในคดีที่ผ่านมา ยกตัวอย่างเช่น

1. การไล่เบี้ย (Recourse) ถ้าในการโอนสินทรัพย์ Originator ยอมตกลงที่จะให้ SPV มีสิทธิที่จะฟ้องเรียกร้องให้ Originator ต้องรับผิดชอบใช้ค่าเสียหายในกรณีที่ลูกหนี้ตามสินทรัพย์ที่รับโอนมานั้นไม่ชำระหนี้ กรณีนี้จะถือว่าไม่ใช่การขายที่แท้จริง ทั้งนี้ เพราะถ้าเป็นการขายที่แท้จริงความเสี่ยงในการที่จะไม่ได้รับชำระหนี้จากลูกหนี้แห่งสินทรัพย์ที่รับโอนมาอย่างเด็ดขาดย่อมเป็นความเสี่ยงของผู้รับโอน ไม่ใช่ยังคงตกเป็นความเสี่ยงของผู้โอนอยู่เช่นเดิม

2. การยึดหน่วงและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ (Retained right and right to surplus) ศาลจะพิจารณาจากข้อเท็จจริงว่าสิทธิและผลประโยชน์ในสินทรัพย์แท้จริงแล้วเป็นของ

---

<sup>1</sup>Section 362 of Federal Bankruptcy Code ใน Bankruptcy Code, Rules And Official Forms, 1995 Law School Edition, Published by West Publishing Co., 103-107

<sup>2</sup>Section 362 of Federal Bankruptcy Code ใน Bankruptcy Code, Rules And Official Forms, 1995 Law School Edition, Published by West Publishing Co., 110-113

<sup>3</sup>Section 362 of Federal Bankruptcy Code ใน Bankruptcy Code, Rules And Official Forms, 1995 Law School Edition, Published by West Publishing Co., 116-117



ผู้ใดซึ่งตามธรรมชาติของการโอน หรือ “การขายที่แท้จริง” บรรดาสิทธิและผลประโยชน์ย่อมต้องเป็นของผู้รับโอน แต่ถ้าสิทธิและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ยังคงตกอยู่ให้แก่ผู้โอน กรณีเช่นนี้จะถือว่าการโอนสินทรัพย์นั้นเป็นแค่เพียงหลักประกันการชำระหนี้เท่านั้น เช่น ถ้าผู้โอนมีสิทธิที่จะซื้อสินทรัพย์คืน (Repurchase) หรือมีสิทธิที่จะไถ่ถอนสินทรัพย์กลับคืนไป (Redeem) กรณีนี้ศาลจะพิจารณาว่าผู้โอนมีการยึดหน่วงและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ (Retained Right) ซึ่งเป็นสิทธิอย่างเดียวกันกับสิทธิของลูกหนี้ที่จะไถ่ถอนหลักประกันก่อนที่เจ้าหนี้จะบังคับหลักประกันตามมาตรา 9-506 แห่ง Uniform Commercial Code หรือในอีกตัวอย่างหนึ่ง ถ้าผู้โอนมีสิทธิที่จะได้รับผลประโยชน์จากสินทรัพย์ในส่วนที่เกินกว่าที่ผู้รับโอนได้ลงทุนไว้รวมทั้งดอกเบี้ย (เช่น A โอนสิทธิเรียกร้องในหนี้เงินกู้ที่มีต้นเงินจำนวน 100 บาท และอัตราดอกเบี้ย 10% ให้แก่ B โดย B ชำระค่าโอนให้ A เป็นจำนวน 90 บาท ซึ่งเมื่อถึงกำหนดที่ลูกหนี้ต้องชำระต้นเงินและดอกเบี้ย B จะได้รับชำระเงินคืนเท่ากับจำนวนเงินที่ลงทุนไว้เท่ากับ 90 บาท และดอกเบี้ยจากการลงทุนเพียง 9% ส่วนที่เหลือเป็นสิทธิของ A) กรณีเช่นนี้มีลักษณะเป็นการยึดหน่วงและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ (Retained right to surplus) ศาลจะถือว่าการโอนสินทรัพย์เป็นเพียงหลักประกันการกู้ยืมเงิน (Secured loan)

3. การกำหนดราคาขายสินทรัพย์ (Pricing mechanism) หากการกำหนดราคาขายสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับคุณภาพของสินทรัพย์รวมทั้งราคาตลาด ก็จะถูกพิจารณาว่าเป็นการขายมากกว่าการกู้ยืม แต่ถ้าเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกัน ราคาซื้อขายสินทรัพย์อาจมีการปรับเปลี่ยนตลอดเวลาได้

4. การจัดการสินทรัพย์ภายหลังการโอน (Administration and Collection of Account) จะเป็นการพิจารณาข้อเท็จจริงว่าอำนาจการบริหารและจัดการสินทรัพย์เป็นของใคร บรรดาเอกสารที่เกี่ยวข้องอยู่ในอำนาจการควบคุมของผู้ใด หากมีอำนาจดังกล่าวเป็นของ Originator อยู่เช่นเดิมก็อาจพิจารณาว่าไม่ใช่ “การขายที่แท้จริง” แต่ทั้งนี้ไม่รวมถึงข้อเท็จจริงที่ได้มีการแต่งตั้งหรือมอบหมายให้ Originator เป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ (Servicing agent) อย่างไรก็ตาม หากปรากฏข้อเท็จจริงว่าการที่ Originator ได้รับเก็บหนี้ให้ SPV แต่รายรับที่ได้

นั้นไม่ได้มีการแบ่งแยกออกจากทรัพย์สินของ Originator หรือไม่ได้มีหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่า Originator ได้เก็บรักษาไว้เพื่อ SPV กรณีเช่นนี้อาจถูกพิจารณาว่าไม่ใช่ “การขายที่แท้จริง”

5. การมีหนังสือบอกกล่าวการโอนให้แก่ลูกหนี้ หากเป็นการขายขาดย่อมจะมีหนังสือบอกกล่าวการโอนแจ้งแก่ลูกหนี้ทราบ แต่ถ้าเป็นการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันยอมไม่มีหนังสือบอกกล่าวการโอนแจ้งให้แก่ลูกหนี้ทราบ

6. การปฏิบัติทางภาษีและบัญชี หากเป็นการขายขาดจะต้องเกิดภาวะภาษีจากการขายสินทรัพย์และมีการตัดสินทรัพย์ออกจากบัญชีงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตามมาตรฐานบัญชี “the Statement of Financial Accounting Standards No.125” แต่ถ้าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกันยอมไม่เกิดภาวะภาษีข้างต้นและยังคงสินทรัพย์นั้นในบัญชีงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ต่อไป

7. เจตนาของคู่สัญญา หากเป็นการขายขาด เอกสารต่าง ๆ ที่ทำกันระหว่างคู่สัญญาต้องแสดงว่าเป็นการขายขาด แต่ถ้าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน เอกสารต่าง ๆ ดังกล่าวต้องแสดงว่าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน

นอกจากอำนาจในการ Recharacterized ดังข้างต้น ยังมีหลัก Equity ที่เรียกว่า Substantive Consolidation ซึ่งให้ศาลใช้ดุลยพินิจที่จะสั่งให้มีการรวมสินทรัพย์และหนี้สินของ SPV เป็นสินทรัพย์ของ Originator ผู้ล้มละลายได้ภายใต้สภาวะการณที่เหมาะสม ซึ่งการที่ศาลจะสั่งเช่นนั้นศาลจะใช้ดุลยพินิจพิจารณาข้อเท็จจริงเป็นรายกรณี โดยศาลจะพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง SPV และ Originator ประกอบกับผลที่บรรดาเจ้าหน้าที่ของบุคคลดังกล่าวจะได้รับหากศาลมีคำสั่งให้มีการรวมสินทรัพย์และหนี้สินของบุคคลทั้งสองด้วยกัน ข้อเท็จจริงที่จะเป็นข้อพิจารณาในการมีคำสั่ง เช่น ความยุ่งยากในการแบ่งแยกสินทรัพย์และหนี้สินของ SPV และ Originator ผู้ที่มีผลประโยชน์ใน SPV และ Originator ในฐานะที่เป็นเจ้าของ SPV และ Originator เป็นกลุ่มคนเดียวกับหรือไม่ เป็นต้น<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Joseph Nortom and Paul Spellman, Asset Securitization: International Financial and Legal Perspective, (Massachusetts: Basil Blackwell, Inc. 1991), 24

นอกจากนี้ตาม FBC ได้ให้อำนาจทรัสต์<sup>5</sup> ที่จะวินิจฉัยให้สินทรัพย์ที่ถูกโอนไปยัง SPV กลับคืนมาเป็นทรัพย์สินของ Originator ผู้ล้มละลายได้ หากปรากฏว่า

1. การโอนสินทรัพย์ระหว่าง Originator และ SPV เป็นการทำให้เจ้าหนี้รายอื่นอยู่ในฐานะที่เสียเปรียบ (Preferential transfer) ตามมาตรา 547 FBC<sup>6</sup> ในกรณีของการแปลงสินทรัพย์ SPV อาจต้องรับผลของมาตราดังกล่าวหากปรากฏว่าก่อนการโอนสินทรัพย์ SPV จะถูกจัดตั้งขึ้นมาเพื่อเป็นเพียงตัวกลางของ Originator และผู้ลงทุน จึงไม่ควรเป็นเจ้าหนี้ของ Originator อย่างไรก็ตาม กรณีก็อาจถูกพิจารณาได้ว่า SPV เป็นเจ้าหนี้ของ Originator หาก SPV จัดตั้งขึ้นโดยบรรดาเจ้าหนี้ของ Originator หรือเจ้าหนี้ของ Originator ถือหุ้นทั้งหมดใน (SPV)

2. การโอนสินทรัพย์ระหว่าง Originator และ SPV เป็นการโอนในลักษณะเป็นการฉ้อฉล (Fraudulent Conveyance) ตามมาตรา 548 FBC<sup>7</sup>

#### หลักการโอนสินทรัพย์ที่ไม่อาจถูกเพิกถอนได้

ในประเทศสหรัฐอเมริกาได้มี“หลักการโอนสินทรัพย์ที่ไม่อาจถูกเพิกถอนได้” เกิดขึ้นโดยเป็นหลักที่นิติบุคคลเฉพาะกิจใช้ในการจัดโครงสร้างธุรกรรมดังกล่าวซึ่งช่วยหลีกเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ กล่าวคือ โดยปกติกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาได้กำหนดว่าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์กลายเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่กำหนดที่รวบรวมทรัพย์สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อนำไปชำระหนี้แก่เจ้าหนี้สามารถเรียกเอาสินทรัพย์ที่โอนให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจไปแล้วกับเข้ามายังกองสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ (Claw Back) ในกรณีดังต่อไปนี้

<sup>5</sup>บุคคลที่มีอำนาจในการจัดการทรัพย์สินของลูกหนี้ผู้ล้มละลายในประเทศสหรัฐอเมริกาเรียกว่า ทรัสต์ (trustee)

<sup>6</sup>Section 547 of Federal Bankruptcy Code ใน Bankruptcy Code, Rules And Official Forms, 1995 Law Scholl Edition, Published By West Publishing Co. 216-219.

<sup>7</sup>Section 548 of Federal Bankruptcy Code ใน Bankruptcy Code, Rules And Official Forms, 1995 Law Scholl Edition, Published By West Publishing Co. 222-223.

### 1. การโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้รายอื่น (Preferential Transfer)

มาตรา 541 (b) แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเพิกถอนการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจ หากเข้าองค์ประกอบทั้ง 4 ข้อ ดังต่อไปนี้

(1) โอนเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้

(2) โอนเพื่อชำระหนี้ที่มีอยู่แล้วก่อนการโอนสินทรัพย์

(3) โอนไปขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว

(4) โอนภายใน 90 วันก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลายหรือในช่วงเวลา ระหว่าง 90 วันและ 1 ปี สำหรับกรณีเจ้าหนี้ที่รับโอนเป็นบุคคลวงใน (Insider) กล่าวคือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถเพิกถอนการโอนที่ลูกหนี้เลือกปฏิบัติต่อเจ้าหนี้รายใดรายหนึ่งเป็นพิเศษโดยการให้เจ้าหนี้บางคนรับชำระหนี้ดีกว่าเจ้าหนี้รายอื่นอันเป็นการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้รายอื่นและถือเป็นการทำลายหลักการปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน

### 2. การโอนที่มีลักษณะฉ้อฉล (Fraudulent Conveyance)

มาตรา 548 แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเพิกถอนการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจที่กระทำภายใน 1 ปี ก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลายได้ หากเข้าองค์ประกอบดังต่อไปนี้

(1) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์โอนโดยมีเจตนาที่แท้จริงให้เจ้าหนี้รับชำระหนี้ล่าช้าหรือฉ้อโกงเจ้าหนี้

(2) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้รับค่าตอบแทนน้อยอย่างไม่สมเหตุผลสมผลสำหรับการโอนดังกล่าว

(3) โอนขณะที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีหนี้สินล้นพ้นตัวหรือตกเป็นผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัวเพราะการโอนนั้น กล่าวคือ เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถเพิกถอนการโอนที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีเจตนาฉ้อฉลยกย้ายถ่ายเททรัพย์สินในช่วงเวลา 1 ปี ก่อนมีการล้มละลายได้ โดยการโอนนั้นมีราคาน้อยกว่ามูลค่าจริงอย่างไม่สมเหตุผลหรือเลี่ยงการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้เมื่อถึงกำหนด

### 3. การปฏิเสธหรือไม่ยอมรับสัญญา (Executory Contract)

มาตรา 365 แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจปฏิเสธหรือไม่ยอมรับสัญญาได้ ถ้าปรากฏว่าสัญญานั้นก่อภาระหนักเกินกว่าประโยชน์ที่ควรได้

อนึ่ง เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจต้องถูกเพิกถอนการโอนไป จึงต้องมีการจัดโครงสร้างธุรกรรมไม่ให้มีลักษณะตามที่กล่าวมาข้างต้น<sup>8</sup>

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่าประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีการจัดโครงสร้างธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยการจัดองค์กรผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจให้ขาดจากกัน (Non-Consolidation) การโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจมีลักษณะขายขาด (True Sale) และไม่อาจถูกเพิกถอนได้ และนิติบุคคลเฉพาะกิจมีลักษณะที่ไม่อาจล้มละลายได้จนทำให้สามารถหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจล้มละลายหรือถูกฟื้นฟูกิจการ และจำกัดความเสี่ยงของผู้ลงทุนอยู่ที่คุณภาพของกองสินทรัพย์ได้ในที่สุด

#### 4.1.2 The Uniform Commercial Code (UCC)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาได้ใช้วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ตามมาตรา 9 แห่ง UCC ซึ่งเป็นกฎหมายปัจจุบันกำหนดไว้ โดยทุกๆ มลรัฐของสหรัฐอเมริกาได้รับรองให้ใช้บังคับได้ยกเว้นมลรัฐหลุยส์เซียนา กล่าวคือตามมาตรา 9-102 แห่ง UCC ได้กำหนดว่า “การโอนขายบัญชีลูกหนี้ (Account) หรือเอกสารแห่งหนึ่ง (Chattel Paper) แต่ละครั้งไม่ว่าโอนแบบให้เป็นหลักประกันหรือให้เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์เพื่อให้มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมาย (Perfection of Transfer) จำต้องยื่นหรือจดแจ้งเอกสารทางการเงิน (the Filing of UCC-1 Financing Statement) ที่สำนักงานเจ้าหน้าที่ของรัฐที่ทรัพย์สินประกันตั้งอยู่ โดยเอกสารดังกล่าว

<sup>8</sup>Tamar Frankel, *Securitization: Structured Financing, Financing Asset pools, and Asset-Backed Securities (the United States of America: Little, Brown & Company (Canada) Limited, 1998, 405-416.*

จะแสดงถึงสิทธิของผู้รับโอนและจะระบุชนิดสินทรัพย์ที่โอนเอาไว้ซึ่งช่วยแสดงว่าสินทรัพย์ตกแก่ผู้รับโอนแบบขายขาดแล้ว เนื่องจากทางปฏิบัติเป็นการยากที่จะวางกฎเกณฑ์ (Guidelines) การแบ่งแยกระหว่างการโอนแบบขายขาดหรือการกู้แบบมีประกัน และตามมาตรา 9-106 แห่ง UCC ได้กำหนดว่า “บัญชีลูกหนี้ (Account) หมายถึงสิทธิใดๆ ที่จะได้รับการชำระเงินจากการขายสินค้าหรือการให้เช่าหรือการบริการซึ่งไม่ปรากฏว่ามีหลักฐานแห่งหนี้หรือเอกสารใดๆ” และตามมาตรา 9-105(1)(b) แห่ง UCC ได้กำหนดว่า “เอกสารแห่งหนี้ (Chattel Paper) หมายถึงสิทธิใดๆ ที่จะได้รับการชำระเงินโดยมีเอกสารหลักฐานที่เป็นลายลักษณ์อักษร” และวัตถุประสงค์ของการยื่นหรือจัดแจ้งเอกสารดังกล่าวเพื่อเป็นการบอกกล่าวการโอนสินทรัพย์นั้น (Notice) แก่บุคคลที่ 3 เพื่อให้บุคคลเหล่านั้นไม่เข้าใจผิดเกี่ยวกับกองสินทรัพย์นั้นและระบบดังกล่าวยังเปิดโอกาสให้บุคคลภายนอกซึ่งเป็นสาธารณชนสามารถตรวจสอบได้

ผลของการไม่ปฏิบัติตามวิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ข้างต้น มีดังนี้

1) หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้โอนขายสินทรัพย์อันเดียวกันไปยังผู้รับโอนหลายรายนิติบุคคลเฉพาะกิจผู้รับโอนก่อนไม่อาจบังคับตามสิทธิที่ตนมีต่อผู้โอนขึ้นอภัยยันต่อผู้รับโอนรายหลังซึ่งยื่นหรือจัดแจ้งเอกสารทางการเงินก่อนได้ โดยผู้รับโอนรายหลังนั้นมีสิทธิเหนือกองสินทรัพย์นั้นดีกว่า แม้จะรับโอนทีหลังก็ตาม (first in time, first in right) ตามมาตรา 9-312 (5) แห่ง UCC

2) นิติบุคคลเฉพาะกิจไม่อาจอภัยยันสิทธิในสินทรัพย์ที่ตนรับโอนมาต่อบุคคลภายนอกได้ เช่น เจ้าหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ในคดีล้มละลาย<sup>9</sup>

ณ ขณะนี้มาตรา 9 แห่ง UCC ข้างต้นถูกแก้ไขเพิ่มเติมแล้ว โดยทั้ง 50 มลรัฐตกลงยอมอนุวัติการณ์ตามเนื่องจากเห็นว่าเอื้ออำนวยต่อการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนมากขึ้น และให้มีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม ค.ศ.

<sup>9</sup> Steven L. Schwarcz, “Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States,” in **Asset Securitization**. (England: Basil Blackwell Ltd., 1991), 31-32.

2001 ที่ผ่านมาสำหรับ 46 มลรัฐ ส่วนอีก 4 มลรัฐจะมีผลใช้บังคับก่อนวันที่ 1 มกราคม ค.ศ. 2002<sup>10</sup> โดยมีข้อแตกต่างระหว่างกฎหมายเก่าและกฎหมายใหม่ดังนี้

### 1) ชนิดสินทรัพย์ที่โอนกันได้

ตามมาตรา 9-102 (1) แห่ง UCC ได้กำหนดชนิดสินทรัพย์ที่โอนกันได้ไว้แคบกว่า ได้แก่ บัญชีลูกหนี้ (Accounts) หรือเอกสารแห่งหนี้ (Chattel Paper) เท่านั้น

ตามมาตรา 9-109 (3) แห่ง UCC (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ได้กำหนดขยายชนิดสินทรัพย์ที่โอนกันได้ไว้รวมเป็น 4 ชนิด ดังนี้ 1. บัญชีลูกหนี้ (Accounts) 2. เอกสารแห่งหนี้ (Chattel Paper) 3. สิทธิที่จะได้รับชำระหนี้จากทรัพย์สินอันคำนวณเป็นตัวเงินได้ (Payment Intangible) 4. ตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Notes)

### 2) สถานที่ยื่นเอกสารทางการเงิน

ตามมาตรา 9-103(3) แห่ง UCC ได้กำหนดให้ยื่น ณ สถานที่ที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือสินทรัพย์ตั้งอยู่ในทางปฏิบัติได้เกิดปัญหาว่า สถานที่ใดที่ถือว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตั้งอยู่ และกรณีที่สินทรัพย์มีลักษณะจับต้องไม่ได้ หรือสามารถเคลื่อนที่ได้จะถือว่าที่ใดเป็นที่ยื่นเอกสารดังกล่าว

ตามมาตรา 9-307 แห่ง UCC (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ได้แก้ไขปัญหาวางต้นโดยกำหนดว่าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายรัฐใด ให้ถือว่ายื่นเอกสารดังกล่าวที่รัฐนั้น เช่น หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายรัฐ Delaware ต้องยื่นเอกสารดังกล่าวที่รัฐ Delaware โดยไม่คำนึงถึงสินทรัพย์หรือสถานที่ประกอบธุรกิจของผู้จำหน่ายสินทรัพย์อีก

### 3) การผสมปนเปกองสินทรัพย์

ตามมาตรา 1-201 (22) แห่ง UCC ได้กำหนดว่า เมื่อผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย นิติบุคคลเฉพาะกิจยอมสูญเสียกระแสรายได้จากสินทรัพย์ที่รับโอนมาเนื่องจากเกิดการผสมปนเปกองสินทรัพย์นั้นกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เมื่อพิจารณาบทบัญญัตินี้จะเห็นได้ว่านิติบุคคลเฉพาะกิจยอมไม่ได้รับความยุติธรรมเนื่องจากอันที่จริงผู้จำหน่ายทรัพย์สินไม่ใช่เจ้าของ

<sup>10</sup>“UCC Change Advances,” **Asset-Backed Alert** (16 July 2001) : 2.



สินทรัพย์นั้นแล้วและถือว่าจำกัดการโอนสินทรัพย์ที่สมบูรณ์ลงเพียงแค่เกิดการผสมปนเปซึ่งอาจทำให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์จงใจหรือเจตนาผสมปนเปดังกล่าวทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องได้รับความเสียหายได้

ตามมาตรา 9-306 (1) แห่ง UCC (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ได้แก้ไขปัญหาลักษณะนี้โดยกำหนดขยายความสมบูรณ์ของการโอนสินทรัพย์ยังคงมีอยู่ต่อไป หลังจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายและถือว่าไม่มีการผสมปนเปของสินทรัพย์กัน

#### 4) นอกจากนี้มาตรา 9 แห่ง UCC (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม)

ยังช่วยลดกระดาษและใช้ระบบคอมพิวเตอร์แทนในการยื่นเอกสารดังกล่าว (Electronic filings of financing statement) อีกด้วย<sup>11</sup>

#### สิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นในอนาคต (Future Flow Receivables)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นในอนาคตหรือที่เรียกว่า “สินทรัพย์ในอนาคต” (Future Flow-Backed Securities) หมายถึง การยอมให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์นำสินทรัพย์ซึ่งจะเกิดขึ้นในอนาคตก่อนข้างแน่นอนมาเป็นประกันหลักทรัพย์ที่ออกขายแก่ผู้ลงทุนโดยการชำระหนี้ตามหลักทรัพย์ขึ้นกับความสามารถของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่จะก่อให้เกิดรายได้อย่างต่อเนื่อง โดยสามารถแยกเป็น 3 ชนิดดังนี้<sup>12</sup>

1. Export Future Flow Receivables คือ สินทรัพย์ในอนาคตที่เกิดจากการส่งออกสินค้าต่าง ๆ ไม่ว่าสินค้านั้นเป็นโภคบริโภค (Commodities Goods) เช่น น้ำมัน แก๊ส กาแฟ ทองแดง หรือ สินค้าผลิตขึ้น (Manufactured Goods) เช่น รองเท้าแตะ สิ่งทอ เป็นต้น

2. Financial Future Flow Receivables คือ สินทรัพย์ในอนาคตที่เกิดจากธุรกรรมการเงิน เช่น ค่าธรรมเนียมการใช้บัตรเครดิต หรือรายได้จากการทำงานต่างประเทศ เป็นต้น

<sup>11</sup>Steven L. Schwarcz, “the Impact on Securitization of Revised UCC Article 9.” Chicago-Kent Law Review 74, No. 947(1999): 947-956.

<sup>12</sup>Duff & Phelps Credit Rating Co., Ltd. “Risk Ratings and the Future of Securitization,” in Securitization in Emerging Markets Handbook (Hongkong : Workable Company Limited, 1998), 30.



3. Other Services Future Flow Receivables คือ สินทรัพย์ในอนาคตที่เกิดจากรกรกรรมการให้บริการต่างๆ เช่น ค่าผ่านทาง ค่าใช้สนามบิน ค่าใช้โทรศัพท์ หรือโครงการสาธารณูปโภค เป็นต้น

ลักษณะการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ในอนาคตเกิดมี 2 กรณีคือ<sup>13</sup>

**กรณีที่ 1** สินทรัพย์ในอนาคตแบบผสม หมายถึง เป็นกรณีลูกหนี้เกิดขึ้นแล้วขณะทำสัญญาโอนขายลูกหนี้ (Existing Receivables) แต่ยังมีหนี้ที่ยังไม่เกิดขึ้นอีกส่วนหนึ่งแต่จะเกิดขึ้นในอนาคต (Future Receivables) เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิตซึ่งมีลักษณะเกิดขึ้นหมุนเวียนต่อเนื่อง (Revolving Transactions) ซึ่งเรียกว่า “a Contracted Future Payment”

**กรณีที่ 2** สินทรัพย์ในอนาคตแบบแท้ หมายถึง เป็นกรณีที่ยังไม่มีการทำสัญญากันเลย และลูกหนี้ยังไม่เกิดขึ้นเลยแต่อย่างใด (Future Receivables) แต่ทว่าผู้จัดจำหน่ายสินทรัพย์ก็ขายสิทธิที่จะได้รับเงินในอนาคตโดยรับเงินล่วงหน้ามาก่อนแล้ว ซึ่งเรียกว่า “An Uncontracted Future Payment”

ข้อแตกต่างระหว่างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว (Existing Receivables) กับสินทรัพย์ในอนาคต (Future Receivables) มีดังนี้

1. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว ลูกหนี้ได้เกิดขึ้นแล้วขณะทำสัญญาโอนสินทรัพย์กัน แต่สินทรัพย์ในอนาคต ลูกหนี้ไม่เกิดขึ้นเลยขณะทำสัญญาโอนดังกล่าว
2. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วสามารถตัดยอดลูกหนี้ที่ขายออกจากบัญชีงบดุลได้ แต่สินทรัพย์ในอนาคตไม่สามารถตัดยอดลูกหนี้ที่ขายออกจากบัญชีงบดุลได้
3. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วมีการคิดเรตตั้งบนพื้นฐานคุณภาพสินทรัพย์ แต่สินทรัพย์ในอนาคตมีการคิดเรตตั้งบนพื้นฐานคุณภาพผู้จำหน่ายสินทรัพย์ในแง่ความสามารถในการก่อกระแสรายได้

---

<sup>13</sup> Clive Rough, “Future Flow Securitizations,” The Asia Securitization and Structured Finance Guide (2000) : 25.

4. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วสามารถมีเรตติ้งที่ดีได้เนื่องจากสามารถแยกสินทรัพย์ออกจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่ล้มละลายได้ แต่สินทรัพย์ในอนาคตสามารถมีเรตติ้งที่ดีได้เนื่องจากส่วนใหญ่ลักษณะธุรกรรมจะทำที่ต่างประเทศ (Off Shore) และกำหนดให้การก่อรายได้อย่างต่อเนื่องของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เท่านั้นที่อยู่ภายในประเทศ (On Shore) ทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมาไม่ถูกกดดันจากเรตติ้งประเทศผู้จำหน่ายสินทรัพย์ แต่จะมีเรตติ้งตามประเทศที่หลักทรัพย์ออกขายแก่ผู้ลงทุนซึ่งก็คือเรตติ้งต่างประเทศ

5. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว ความเสี่ยงเรื่องการปฏิบัติการชำระหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ย่อมไม่มีเนื่องจากเกิดกระแสรายได้ขึ้นแล้ว แต่สินทรัพย์ในอนาคต เนื่องจากมูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกมาเกินกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ทำให้ยังมีความเสี่ยงเรื่องการปฏิบัติการชำระหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์<sup>14</sup>

#### เหตุผลของการนำสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าวมีดังนี้<sup>15</sup>

1. สามารถบรรเทาความเสี่ยงด้านการเมืองและความเสี่ยงภายในประเทศได้ (Sovereign and Political Risks) เช่น อาจมีกฎหมายจำกัดการส่งออกสินค้าเพราะประเทศนั้นขาดแคลนสินค้าบางชนิด เป็นต้น กล่าวคือ บริษัทซึ่งมีศักยภาพดีแต่ตั้งอยู่ในประเทศที่มีความเสี่ยงดังกล่าวและมีเรตติ้งที่ไม่ดียอมส่งผลให้บริษัทได้รับเรตติ้งไม่ดีไปด้วย (Non-Investment Grade) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ในอนาคตสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้เนื่องจากส่วนใหญ่ของธุรกรรมและหลักทรัพย์ที่ออกมาจะอยู่ที่ต่างประเทศและกำหนดให้การก่อกระแสรายได้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพียงอย่างเดียวเท่านั้นที่อยู่ภายในประเทศอันยอมทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมารับความเสี่ยงดังกล่าวน้อยที่สุดและสามารถมีเรตติ้งที่ดีได้ (Investment Grade)

2. สามารถบรรเทาความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Convertibility Risk) และการโอนเงินตราออกนอกประเทศ (Transfer Risk) เช่น อาจมี

<sup>14</sup>Bank of America, "Asset Securitization & Asset Backed Securities," Paper presented at the JW Marriott, Kuala Lumpur, 24-25 July 2001.

<sup>15</sup>Suhas Ketkar and Dilip Ratha, "Securitization of Future Flow Receivables : a Useful Tool for Developing Countries," Finance & Development (March 2001), 1-2

กฎหมายจำกัดความสามารถในการเปลี่ยนสกุลเงินท้องถิ่นเป็นสกุลเงินต่างประเทศหรือห้ามส่งเงินตราออกนอกประเทศ เป็นต้น เนื่องจากส่วนใหญ่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในอนาคตจะดำเนินการอยู่ต่างประเทศและกำหนดให้การก่อกระแสรายได้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพียงอย่างเดียวเท่านั้นที่อยู่ภายในประเทศยอมทำให้ประสบความสำเร็จดังกล่าวน้อยที่สุดและสามารถมีเครดิตที่ดีได้ (Investment Grade)

3. สามารถทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมามีเรตติ้งที่สูงกว่าเรตติ้งประเทศผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ เนื่องจากธุรกรรมดังกล่าวได้รับการบรรเทาความเสี่ยงตามที่กล่าวแล้วข้างต้น ยอมได้เรตติ้งที่ดีกว่าเดิม

4. สามารถได้รับสินเชื่อที่มีสกุลเงินตราที่แข็งแกร่ง (Hard Currency) เช่น ดอลลาร์หรือมาร์ค เป็นต้น เนื่องจากธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินเชื่อในอนาคตและมีลักษณะการเปิดบัญชี การรับชำระเงิน และการดำเนินการอื่นๆ ในต่างประเทศทั้งหมด

5. สามารถเข้าถึงตลาดทุนต่างประเทศได้ (The International Capital Market) เนื่องจากตามปกติหากประเทศประสบความสำเร็จหรือปัญหาภายในประเทศมากย่อมส่งผลให้เรตติ้งของหลักทรัพย์ไม่ดีและไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุนต่างประเทศ

6. สามารถระดมทุนได้มากกว่าและใช้ต้นทุนต่ำกว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วเนื่องจากกรณีสินทรัพย์ในอนาคตเป็นการระดมทุนที่ยังไม่มีลูกหนี้หรือสินทรัพย์อยู่เลยจึงยอมใช้ปริมาณสินทรัพย์ในการระดมทุนต่ำกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วไม่ว่าเวลาใดๆ และทำให้ระดมทุนในระยะยาวได้

### ข้อเสียของการนำสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าว มีดังนี้

1. การชำระหนี้ให้แก่นักลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกมายังขึ้นกับคุณภาพผู้จำหน่ายสินทรัพย์เนื่องจากลูกหนี้ยังไม่เกิดขึ้นเลยขณะทำสัญญาโอนดังกล่าว ฉะนั้นจึงมีความเสี่ยงเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ (Performance Risk) ได้แก่ การก่อรายได้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตการผิดนัดชำระหนี้ของผู้ชำระหนี้ตามสัญญาและการไม่เรียกเก็บและรับชำระหนี้โดยอาจส่งผลให้ธุรกรรมหยุดชะงักได้ แต่อย่างไรก็ดีสามารถรับประกันความเสี่ยงด้วยรูปแบบต่างๆ ได้ (Credit Enhancement)

2. ไม่สามารถตัดยอดลูกหนี้ที่ขายออกจากบัญชีบุคคลได้เนื่องจากลูกหนี้ยังไม่เกิดขึ้นจริง

## 4.2 ประเทศไทย

### 4.2.1 การขายที่แท้จริงตามมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540

สำหรับประเทศไทยมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ซึ่งในมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดฯ ได้บัญญัติถึงเรื่อง “การขายที่แท้จริง” ไว้ว่า

“มาตรา 20 ในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง มิให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2543 มาใช้บังคับการรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริงตามวรรคหนึ่ง หมายความว่า การโอนสินทรัพย์ที่

- (1) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม
- (2) ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์ และ
- (3) นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

นอกจากลักษณะของการรับโอนสินทรัพย์อย่างแท้จริงตามที่กำหนดในวรรคสองแล้ว คณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจประกาศกำหนดลักษณะอื่นเพิ่มเติมด้วยก็ได้”

พระราชกำหนดฯ เป็นกฎหมายที่มีได้บัญญัติขึ้นเพื่อควบคุมการทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่เป็นกฎหมายที่บัญญัติขึ้นเพื่อให้เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของวิธีในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กล่าวคือ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เป็นธุรกรรมที่ไม่ต้องห้าม บุคคลใดประสงค์จะทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ก็อาจทำได้โดยไม่จำเป็นต้องขออนุญาตและได้รับอนุญาตจากหน่วยงานใดก่อนเว้นแต่จะไปเกี่ยวข้องกับงานในการกำกับดูแลของหน่วยงานใดตามกฎหมายอื่น (เช่น ถ้ามีการออกหลักทรัพย์ ก็อาจต้องอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือในการขายสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน

บางแห่งอาจต้องอยู่ภายในการกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย) อย่างไรก็ตาม ถ้าเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ดำเนินการตามเงื่อนไขของพระราชกำหนดฯ ก็จะได้รับสิทธิประโยชน์และความคุ้มครองบางประการ เช่น การได้รับยกเว้นไม่ต้องบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องตามมาตรา 15 การได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอนสินทรัพย์และหลักประกันตามมาตรา 17 การได้รับยกเว้นจากข้อกฎหมายตามมาตรา 654 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ เป็นต้น ซึ่งมาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดฯ เป็นสิทธิประโยชน์และความคุ้มครองประการหนึ่ง นั่นคือ ถ้าได้มีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ที่เป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในมาตรา 20 ต่อมาหาก Originator ล้มละลาย แม้การโอนสินทรัพย์จาก Originator ไปยัง SPV จะเกิดขึ้นในช่วงสามปีก่อนที่ Originator จะล้มละลายศาลก็จะให้อำนาจตามมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายฯ เพิกถอนการโอนนั้นไม่ได้

ตามเนื้อหาของมาตรา 20 จะเห็นได้ว่าเป็นข้อกำหนดเกี่ยวกับ “การขายที่แท้จริง” ที่เกี่ยวกับการล้มละลาย ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าบทบัญญัติดังกล่าวเป็น True Sale for Bankruptcy Purpose และแนวทางในการกำหนดว่ากรณีใดจะเป็น “การขายที่แท้จริง” ตามมาตรา 20 นี้รับแนวทางมาจากหลักเกณฑ์ในการบันทึกบัญชีตามมาตรฐานการบัญชีของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่เรียกว่า Financial Accounting Standard No.77<sup>16</sup> โดยต่อมามาตรฐานทางบัญชีดังกล่าวถูกเปลี่ยนเป็นฉบับใหม่ คือ Financial Accounting Standard No.125 ซึ่งในทางปฏิบัติบทบัญญัตินี้ดังกล่าวก่อให้เกิดการปัญหาการตีความถ้อยคำที่ไม่ชัดเจนขึ้นมากมายซึ่งทำธุรกรรมไม่อาจเกิดขึ้นได้จริง<sup>17</sup> ตัวอย่างเช่น

คดีหมายเลขดำที่ กค. 205/2543 ระหว่าง บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ชิทก้า จำกัด (มหาชน) โจทก์ และ บริษัท ชิทก้าเอสพีวี จำกัด ซึ่งมีข้อเท็จจริงว่า เมื่อวันที่ 14 พฤษภาคม 2540 โจทก์ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยรวบรวมสินเชื่อเข้าซื้อรถยนต์เป็นจำนวนเงิน 1,837,158,539 บาท ขายแก่จำเลยซึ่งเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อ

<sup>16</sup> มาตรฐานการบัญชีฉบับดังกล่าวได้ถูกแก้ไขเปลี่ยนแปลงไปโดยมาตรฐานการบัญชีฉบับใหม่ คือ Financing Accounting Standard No.125.

<sup>17</sup> จันทิมา เพียรเวช, “การขายที่แท้จริง (True Sale) ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์,” วารสารนิติศาสตร์ 29: 422-425.

ขอกู้เงินจากบริษัท ซิทคาร์สฟัฟนดิง จำกัด ซึ่งจดทะเบียนเป็นนิติบุคคลที่เกาะเคย์แมน ประเทศเคย์แมน เพื่อออกหลักทรัพย์ขายแก่ผู้ลงทุนต่างประเทศเป็นจำนวนเงิน 83 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา โดยมีบริษัท เอ็มบีไอเอ อินชัวร์รันส์ คอร์ปอเรชั่น เป็นผู้รับประกันความเสี่ยง และมี ING Bank N.V. เป็นผู้รับประกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ต่อมาโจทก์ถูกสั่งปิดกิจการโดยคำสั่งของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ลงวันที่ 26 มิถุนายน 2540 และวันที่ 5 สิงหาคม 2540 ทั้งนี้ตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์และมีการแต่งตั้งคณะกรรมการตามมาตรา 30 แห่งพระราชกำหนดการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน พ.ศ. 2540 เพื่อให้ดำเนินการแทนโจทก์ซึ่งได้ยื่นฟ้องจำเลยขอให้จำเลยโอนเงินค่าเช่าซื้อซึ่งจำเลยไม่มีสิทธิจะรับนั้นคืนแก่โจทก์ จะเห็นได้ว่าประเด็นในคดีคือการขายสินทรัพย์ระหว่างโจทก์และจำเลยดังกล่าวมีลักษณะเป็นการขายที่แท้จริง หรือการกู้เงินโดยมีหลักประกันเนื่องจากหากเป็นการขายที่แท้จริง โจทก์ซึ่งอยู่ในภาวะถูกปิดกิจการนั้นย่อมไม่อาจเรียกสินทรัพย์ของจำเลยนั้นกลับคืนสู่กองสินทรัพย์ตนได้ แต่หากเป็นเพียงการกู้เงินมีประกันโจทก์ย่อมเรียกสินทรัพย์ของจำเลยกลับคืนสู่กองสินทรัพย์ตนได้ ซึ่งพบว่าได้เกิดปัญหาการตีความถ้อยคำตาม (1) คำว่า “ราคาตลาดที่เป็นธรรม (Fair Market Value)” นั้น เพราะตามปกติธุรกรรมนี้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจแบบราคาหักลดมาก (Discount Price) หรือมีการให้หลักประกันเกินกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ ทั้งนี้เพื่อประกันความเสี่ยงที่อาจเกิดจากสินทรัพย์ล่วงหน้า เช่น ลูกหนี้ผิดนัดไม่ชำระหนี้ เหตุนี้จึงไม่สามารถซื้อขายในราคาตลาดดังกล่าวได้และถือเป็นเรื่องยากที่จะพิสูจน์ว่าเป็นราคาตลาดที่เป็นธรรมหรือไม่เนื่องจากนำเอาหลักบัญญัติมาปนกับหลักกฎหมาย และนอกจากนี้ถ้อยคำตาม (2) (3) ก็เป็นข้อกำหนดที่อิงกฎเกณฑ์บัญญัติซึ่งไม่มีความชัดเจนเช่นกัน

จะเห็นว่าเหตุนี้เอง มาตรา 20 จึงถูกพิจารณาว่าก่อให้เกิดปัญหาการตีความถ้อยคำที่มีความไม่ชัดเจนยากแก่การนำมาปรับใช้ให้ธุรกรรมเกิดขึ้นได้จริง ด้วยเหตุที่ว่าได้นำหลัก “การขายที่แท้จริง” (True Sale) ในด้านบัญญัติมาปนกับหลัก “การขายที่แท้จริง” (True Sale) ในด้านกฎหมาย

ในปัญหานี้ ถ้าหากเปรียบเทียบกับ “หลักการขายที่แท้จริง” ที่มีอยู่ในหลักกฎหมายต่างประเทศ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา จะพบว่าการพิจารณาหลักการดังกล่าวของทั้งสองประเทศนั้นจะพิจารณาตามบทบัญญัติกฎหมายที่เกี่ยวข้อง เช่น กฎหมายล้มละลาย กฎหมายแพ่งทั่วไป และอำนาจศาลที่จะพิจารณานิติกรรมนั้นว่าเป็นการขายที่แท้จริง หรือการกู้ยืมเงิน โดยมีหลักประกัน โดยไม่มีบทบัญญัติพิเศษเฉพาะแต่อย่างใด อันต่างกันกรณีของประเทศไทยที่มีกฎหมายเฉพาะแต่กลับนำหลักทางบัญชีมาบัญญัติเป็นหลักกฎหมายซึ่งตามปกติต้องพิจารณาหลักการขายที่แท้จริงในลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) การโอนสินทรัพย์ย่อมมีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายหรือไม่ (Perfection of Transfer)
- (2) นิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในกองสินทรัพย์ที่นำมาออกหลักทรัพย์หรือไม่ (True Sale) และ
- (3) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายหรืออยู่ในภาวะฟื้นฟูกิจการหรือไม่ (Bankruptcy Proof or Remoteness) อาทิเช่น นิติกรรมการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจถูกเพิกถอนตามกฎหมายล้มละลายได้หรือไม่ เป็นต้น

**ข้อสังเกต** หลักกฎหมายไทยไม่ได้ให้อำนาจศาลไทยที่จะพิจารณานิติกรรมใดๆ ว่าเป็นการขายที่แท้จริงหรือการกู้ยืมเงินโดยมีหลักประกันดังเช่นหลักกฎหมายต่างประเทศข้างต้น อย่างไรก็ตาม เจตนารมณ์ของมาตรา 20 ประสงค์จะให้ประโยชน์กับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ไม่ต้องได้รับผลกระทบจากกรณีที่ศาลใช้อำนาจตามมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลายฯ ซึ่งเป็นบทบัญญัติก่อนที่จะมีการแก้ไขโดยพระราชบัญญัติ



ล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542<sup>18</sup> แต่เมื่อได้มีการแก้ไขมาตรา 114<sup>19</sup> และเนื้อหาของ บทบัญญัติเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมโดยสิ้นเชิง จึงทำให้ดูเหมือนว่ามาตรา 20 แห่งพระราชกำหนดฯ ในส่วนที่เกี่ยวกับมาตรา 114 ไม่น่าจะมีผลใช้บังคับได้อีกต่อไปเพราะสิ่งที่มาตรา 20 ประสงค์ที่จะให้ประโยชน์นั้นได้เปลี่ยนแปลงไปในสาระสำคัญแล้ว แต่มาตราดังกล่าวก็อาจถูกพิจารณาได้ว่ายังไม่ถึงกับเสียไปเลย ทั้งนี้เพราะเนื้อหาของบทบัญญัติมาตรา 114 ใหม่ก็เป็นข้อสันนิษฐานที่ให้ถือว่าลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภงอกรู้ว่าการทำนิติกรรมเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ เมื่อนำมาตรา 20 มาปรับใช้ก็จะได้ผลเป็นว่าถ้าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้ทำในลักษณะที่กำหนดไว้ในมาตรา 20 วรรคสอง ข้อสันนิษฐานตามมาตรา 114 ใหม่ก็จะไม่ถูกนำมาใช้ แม้การโอนสินทรัพย์จาก Originator มายัง SPV จะได้กระทำขึ้นในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย หรือเป็นการโอนโดย Originator ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกิดสมควรก็ตาม (แต่ถ้าพิสูจน์ข้อเท็จจริงได้ว่าเป็นการโอนโดยฉ้อฉลก็ต้องตกอยู่ภายใต้บังคับตามมาตรา 113 แม้จะไม่ต้องด้วยข้อสันนิษฐานตามมาตรา 114 ก็ตาม)

นอกจากบทบัญญัติมาตรา 20 จะถูกระทบโดยการแก้ไขบัญญัติมาตรา 114 ดังข้างต้นแล้ว บทบัญญัติมาตรา 20 ยังถูกพิจารณาด้วยว่าถ้อยคำมีความไม่ชัดเจนอย่างเพียงพอ ยกแก่การนำมาปรับใช้ในการทำธุรกรรมที่จะเกิดขึ้นจริง เช่นคำว่า “ราคาตลาดที่เป็นธรรม” ดังนั้น จึงจะต้องการให้มีการแก้ไขมาตราดังกล่าวให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

<sup>18</sup> มาตรา 114 ก่อนการแก้ไขเพิ่มเติม พระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 บัญญัติว่า “การโอนสินทรัพย์หรือการกระทำใดๆ ที่เกี่ยวกับทรัพย์สินของลูกหนี้ ซึ่งลูกหนี้ได้กระทำหรือยินยอมกระทำให้ระหว่างระยะเวลาสามปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น ถ้าเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีคำขอโดยทำเป็นคำร้อง ศาลอาจมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนหรือการกระทำนั้นได้ เว้นแต่ผู้รับโอนหรือผู้รับประโยชน์จะแสดงให้เห็นพอใจศาลว่าการโอนหรือการกระทำนั้นได้กระทำโดยสุจริตและมีค่าตอบแทน”

<sup>19</sup> มาตรา 114 ที่แก้ไขเพิ่มเติมโดย พระราชบัญญัติล้มละลาย (ฉบับที่ 5) พ.ศ. 2542 บัญญัติว่า “ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลตามมาตรา 113 นั้น เกิดขึ้นภายในระยะเวลาหนึ่งปีก่อนมีการขอให้ล้มละลาย และภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสนหาหรือเป็นการที่ลูกหนี้ได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าเป็นการกระทำที่ลูกหนี้และผู้ที่ได้ลาภงอกแต่การนั้นรู้อยู่ว่าเป็นทางให้เจ้าหนี้เสียเปรียบ”



## บทที่ 5

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

#### บทสรุป

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) เป็นกระบวนการที่นำสินทรัพย์ของบริษัทที่เรียกว่า สิทธิเหนือการให้กู้ยืม หมายความว่ารวมถึงรายรับในรูปของการชำระหนี้ เงินต้น และดอกเบี้ยตลอดจนหลักทรัพย์ที่ผู้กู้ใช้ค้ำประกันการกู้ยืม ซึ่งถือว่าเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำมารวมกันเป็นกองสินทรัพย์แล้วนำมาแปลงเป็นตราสารทางการเงินที่ถือว่ามีสภาพคล่องสูง โดยการนำตราสารทางการเงินดังกล่าวมาขายต่อนักลงทุนที่เรียกว่านิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle = SPV)

แนวความคิดในการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เริ่มมีตั้งแต่ปี 2535 และถูกกำหนดอยู่ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 7 (พ.ศ. 2535-2539) และได้ตราเป็นกฎหมายสำเร็จในปี 2540 โดยมีมุ่งหมายจะใช้กระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาการขาดสภาพคล่อง และการขาดแคลนเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาว

ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 นิติบุคคลเฉพาะกิจอาจตั้งในรูปของบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด กองทุนรวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะเป็นผู้กำกับดูแลการดำเนินงานของนิติบุคคลเฉพาะกิจ

ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์มีประเด็นทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายล้มละลาย รวม 2 ประการคือ

#### 1. หลักการขายที่แท้จริง (True Sale)

การขายที่แท้จริงจะทำให้สินทรัพย์ของเจ้าหนี้เดิมโอนไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ ทำให้สินทรัพย์นั้นไม่ถูกกระทบกระเทือนหากเจ้าหนี้เดิมตกเป็นบุคคลล้มละลายแต่ถ้าหากการ

โอนสินทรัพย์จากเจ้าหนี้เดิมไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจ ถูกจัดให้เป็นเรื่องเจ้าหนี้เดิมกู้ยืมเงินจากนิติบุคคลเฉพาะกิจโดยมีสินทรัพย์ที่โอนไปเป็นหลักประกัน (Secured loan) สินทรัพย์ที่โอนยังถือว่าเป็นสินทรัพย์ของเจ้าหนี้เดิม และเมื่อเจ้าหนี้เดิมล้มละลาย บทบัญญัติเรื่อง Automatic Stay ตามมาตรา 362 (a) แห่งประมวลกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกาจะนำมาใช้บังคับ

ในการพิจารณานิติสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นเป็นการขายที่แท้จริง หรือกู้ยืมโดยมีหลักประกัน ศาลจะตรวจสอบปัจจัยหลายอย่างเพื่อใช้ในการวินิจฉัยคดี ตัวอย่างเช่น ความเสี่ยงที่จะสูญเสีย (Risk of loss) และผลประโยชน์อันเกิดจากความเป็นเจ้าของ (Benefits of ownership) ยังคงถูกยึดหน่วงอยู่ที่เจ้าหนี้เดิม หรือได้โอนไปให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจแล้ว กรณีที่ผู้รับโอนสามารถไล่เบียด (Recourse) จากผู้โอนได้มากเท่ากับความเสี่ยงที่จะสูญเสียยังไม่ได้โอนไปยังผู้รับโอน หรือผู้โอนยังมีสิทธิที่จะซื้อคืน (Redeem or Repurchase) สิทธิที่จะรับชำระหนี้ที่โอนไป หรือผู้โอนมีสิทธิที่จะรับส่วนเกินที่ได้รับจากการเรียกเก็บหนี้ เป็นปัจจัยที่แสดงว่าเจ้าหนี้เดิมยังยึดหน่วงประโยชน์จากความเป็นเจ้าของอยู่ ซึ่งจะทำให้ถูกถือว่าเป็นการกู้ยืมโดยมีหลักประกัน

ในการบริหารงานหรือควบคุมการเรียกเก็บหนี้ก็มักจะนำมาพิจารณาด้วยเพราะหากอำนาจในการควบคุมการเรียกเก็บหนี้ (Collection of account) เป็นของผู้รับโอนจะทำให้มีลักษณะเป็นการขายที่แท้จริง รวมทั้งศาลอาจจะอ้างถึงเจตนาของคู่สัญญาในการทำสัญญา แต่ศาลไม่ถูกผูกมัดโดยชนิดของสัญญาตามถ้อยคำที่คู่สัญญาใช้ แต่จะพิจารณาจากลักษณะที่แท้จริงของสัญญานั้น

ตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจฯ พ.ศ. 2540 นำหลักเรื่อง True Sale มาใช้โดยเรียกว่า การรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง ซึ่งหมายถึง การโอนสินทรัพย์ที่มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์ และนิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

## 2. การเพิกถอนการโอน

ตามประมวลกฎหมายล้มละลายของประเทศสหรัฐอเมริกา ทรัสต์ในคดีล้มละลายสามารถบอกล้างการโอนที่มีลักษณะเป็นการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้บางคน หรือการโอนที่กระทำโดยฉ้อฉล ผลก็คือหากมีการเพิกถอนการโอนสินทรัพย์จากเจ้าหนี้เดิมไปยังนิติบุคคลเฉพาะกิจจะเสียไป ซึ่งตามพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ก็มีบทบัญญัติมาตรา 113-115 ที่จะสามารถเพิกถอนการโอนที่เป็นการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้ และการโอนโดยฉ้อฉลได้ ผลของการเพิกถอนจะทำให้การโอนเสียไป

หลักการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น การเพิกถอนการโอนสินทรัพย์จะกระทบต่อผู้ลงทุนด้วย จำเป็นต้องมีการจำกัดการเพิกถอน และพระราชกำหนดฯ มาตรา 20 วรรคแรก บัญญัติว่า ในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริงมิให้นำมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับโดยนัยของมาตรา 20 วรรคแรกก็คือ ยังมีกรณีเพิกถอนการโอนได้หากไม่เข้าเงื่อนไขที่กำหนด

ส่วนประเทศสหรัฐอเมริกามีหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องแก่ธุรกรรมดังกล่าว ในประเด็นต่างๆ ดังนี้

1. วิธีจำหน่ายสินทรัพย์ ตามมาตรา 9 แห่ง UCC: The Uniform Commercial Code กำหนดว่าการโอนขายบัญชีลูกหนี้หรือเอกสารแห่งหนี้ไม่ว่าโอนแบบให้เป็นหลักประกัน หรือเจ้าของกรรมสิทธิ์ให้มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายจำต้องยื่นหรือจดทะเบียนการเงิน (the Filing of UCC-Financing Statements) ที่สำนักงานเจ้าหน้าที่แห่งรัฐที่ทรัพย์ประกันตั้งอยู่ แต่อย่างไรก็ดีกฎหมายฉบับนี้ถูกแก้ไขแล้วซึ่งมีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม ค.ศ. 2001 ที่ผ่านมาสำหรับ 46 มลรัฐ ส่วนอีก 4 มลรัฐจะมีผลใช้บังคับก่อนวันที่ 1 มกราคม ค.ศ. 2002 โดยขยายชนิดสินทรัพย์รวมเป็น 4 ชนิดดังนี้ 1. บัญชีลูกหนี้ 2. เอกสารแห่งหนี้ 3. สิทธิที่จะรับชำระหนี้จากทรัพย์สินอันคำนวณเป็นตัวเงินได้ 4. ตัวสัญญาใช้เงิน และถ้าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายรัฐใดให้ถือว่ายื่นเอกสารดังกล่าวที่รัฐนั้น เพื่อ

แก้ไขปัญหาที่ว่าสถานที่ใดถือเป็นผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตั้งอยู่และกรณีสินทรัพย์จับต้องไม่ได้หรือเคลื่อนที่ได้จะถือว่าที่ใดเป็นที่ยื่นเอกสารดังกล่าว

2. สิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ในประเทศสหรัฐอเมริกาเดิมไม่มีกฎหมายเฉพาะว่าด้วยการนำสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าวไม่ว่าบทบัญญัติกฎหมายปัจจุบันหรือศาลล้มละลายก็ไม่มีกล่าวถึงการโอนขายสินทรัพย์ในอนาคตแต่อย่างใด แต่อย่างไรก็ดี ขณะนี้มาตรา 9 UCC (ฉบับแก้ไขแล้ว) บัญญัติว่าสินทรัพย์ในอนาคตสามารถโอนขายให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ และบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจจะไม่สูญเสียสินทรัพย์ในอนาคต หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย

3. ความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ ในประเทศสหรัฐอเมริกาได้มีวิธีการจัดโครงสร้างธุรกรรมแปลงสินทรัพย์ที่สามารถหรือขจัดความเสี่ยงล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการของผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือบริษัทนิติบุคคลเฉพาะกิจได้โดยมีหลักกฎหมายที่สำคัญมาเกี่ยวข้องดังนี้

1) หลักการจัดองค์กรให้ขาดจากกัน คือ หลักที่ใช้จัดโครงสร้างธุรกรรมให้มีลักษณะที่นิติบุคคลเฉพาะกิจและผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายแยกจากกันชัดเจน ทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงมิให้ศาลสั่งรวมสินทรัพย์และหนี้สินขององค์กรทั้งสองเข้าด้วยกันเพื่อชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์

2) หลักการขายที่แท้จริง คือ การโอนความเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจโดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่เหลือความเสี่ยงหรือประโยชน์ใดอีก และหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายยอมทำให้ไม่อาจเรียกสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมานั้นกลับไปได้อีก

3) หลักการโอนที่ไม่อาจถูกเพิกถอนได้ตาม the Bankruptcy Code ปี ค.ศ. 1978 คือ หลักที่ใช้จัดโครงสร้างธุรกรรมที่ทำให้การโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจไม่อาจถูกเพิกถอนตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้อันเนื่องจากบทบัญญัติเหล่านี้ได้ให้อำนาจเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถเรียกสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนไปแล้วกลับเข้ากองสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์โดยการเพิกถอน

การโอนในกรณีต่างๆ ดังนี้ การโอนที่มีลักษณะให้เปรียบเจ้าหน้าที่ตามมาตรา 547 (b) หรือการโอนที่มีลักษณะฉ้อฉลตามมาตรา 548 เป็นต้น

### ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาในเรื่องการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์: ศึกษากรณีเฉพาะการขายที่แท้จริง (True Sale) ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะประเด็นต่างๆ ดังต่อไปนี้

1. ผู้เขียนมีความเห็นว่าจะต้องมีหน่วยงานที่เป็นผู้นิยามความหมายของคำว่า “การขายที่แท้จริง” (True Sale) ซึ่งไม่ต้องอ้างอิงถึงหลักการทางบัญชีอย่างที่ผ่านๆ มา พร้อมกับให้เกิดความชัดเจนมากยิ่งขึ้นอีกทั้งไม่ก่อให้เกิดความยุ่งยากต่อหน่วยงานของรัฐแต่อย่างใด คุณสมบัติของหน่วยงานที่สามารถนิยามความหมายของคำว่า “การขายที่แท้จริง” จะต้องมีความสอดคล้องดังต่อไปนี้

- 1) เป็นที่ยอมรับ เพราะจะต้องนิยามความหมายของคำว่า “การขายที่แท้จริง” ได้อย่างไม่ต้องสงสัย
- 2) ทราบถึงราคากลางของตลาด เช่น องค์กรเอกชน, กระทรวงพาณิชย์ ฯลฯ ที่เป็นผู้มีข้อมูลราคากลางอยู่แล้ว

ความเห็นของผู้เขียนเห็นว่า “การขายที่แท้จริง” คือ ราคาสินค้าที่สามารถอ้างอิงถึงได้มีหน่วยงานที่ให้คำรับรองและยืนยันว่าสินค้าที่จะแปลงจากสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นมีราคาที่เหมาะสมและเป็นธรรม โดยทำเป็นหนังสือเพื่อรับประกันว่าหน่วยงานดังกล่าวเป็นผู้นิยามความหมาย หากเกิดปัญหาในภายหลังหน่วยงานนั้นจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบและได้รับการลงโทษ

2. ผู้เขียนเห็นว่า มาตรา 20 ได้เอาหลักเกณฑ์การบันทึกบัญชีตามมาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกาที่เรียกว่า “FASB. 77 : Financial Accounting Standard No. 77” มาบัญญัติเป็นหลักกฎหมายเรื่องการขายขาดซึ่งย่อมไม่ถูกต้อง โดยเป็นการนำ True Sale ในด้านบัญชีปนกับ True Sale ในด้านกฎหมาย จะเห็นได้ว่าได้ก่อให้เกิดปัญหาเรื่องถ้อยคำที่ไม่ชัดเจนขึ้น อาทิเช่น คำว่า “ราคาตลาดที่เป็นธรรม” อันทำให้ยากแก่การนำมาปรับใช้ในธุรกรรม ซึ่งเมื่อ

เปรียบเทียบกับหลักกฎหมายสหรัฐอเมริกาแล้วพบว่า ได้พิจารณาตามบทบัญญัติกฎหมายที่เกี่ยวข้องทั่วไปโดยไม่บทบัญญัติพิเศษเฉพาะอันต่างกับประเทศไทยที่มีกฎหมายเฉพาะ แต่กลับนำหลักทางบัญชีมาบัญญัติเป็นหลักกฎหมาย ซึ่งตามปกติควรจะต้องพิจารณาหลักดังต่อไปนี้

(1) การโอนสินทรัพย์ มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายหรือไม่ (Perfection of Transfer)

(2) นิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในกองสินทรัพย์ที่นำมาออกหลักทรัพย์หรือไม่

(3) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายหรืออยู่ในภาวะฟื้นฟูกิจการหรือไม่ (Bankruptcy Proof or Remoteness) อาทิเช่น นิติกรรมการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจถูกเพิกถอนตามกฎหมายล้มละลายได้หรือไม่ เป็นต้น

ดังนั้น จึงเห็นสมควรยกเลิกพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 มาตรา 20 ในส่วนที่นำหลักบัญชีมาบัญญัติเป็นหลักกฎหมาย และใช้บทบัญญัติที่เกี่ยวข้องทั่วไปในกรณีดังกล่าว ทั้งนี้เพื่อมิให้เกิดปัญหาเรื่องถ้อยคำซ้ำอีก

3. นอกจากนี้ผู้เขียนเห็นว่ามาตรา 20 นี้ไม่มีผลใช้บังคับแล้ว เนื่องจากมาตรา 114 แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ได้ถูกแก้ไขเนื้อหาในสาระสำคัญไปแล้ว โดยพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติม ฉบับที่ 5 พ.ศ. 2542 มาตรา 114 ใหม่ได้ยกเลิกมาตรา 114 เดิมโดยสิ้นเชิงและพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติม ฉบับที่ 4 พ.ศ. 2541 ได้บัญญัติเพิ่มเติมหมวด 3/1 เรื่องการฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ มาตรา 90/40 และ มาตรา 90/41 อีกด้วย อันทำให้สิ่งที่กฎหมายคุ้มครองไม่เหลืออยู่แล้วและกฎหมายล้มละลายก็เป็นบทบัญญัติว่าด้วยความสงบเรียบร้อยของประชาชนต้องตีความโดยเคร่งครัด ฉะนั้นการตีความเป็นผลประการอื่นย่อมไม่ถูกต้อง ฉะนั้นจึงเสนอว่าควรยกเลิกมาตรานี้เสียทั้งหมด หรือนิยามคำจำกัดความให้มีความหมายที่ชัดเจนยิ่งขึ้น เพื่อป้องกันปัญหาการตีความในเรื่องดังกล่าว

จากที่กล่าวมาข้างต้นเป็นเพียงข้อเสนอแนะเกี่ยวกับตัวบทกฎหมายของพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 แต่เนื่องจากธุรกรรมอาจมีการพัฒนาไปได้ในอนาคต ปัญหาใหม่ๆ จึงมักเกิดขึ้นเสมอ ฉะนั้นจึงต้องอาศัยนักกฎหมายและผู้ที่สนใจค้นคว้าข้อเสนอแนะเพื่อปรับปรุงกฎหมายให้ทันกับสภาพการณ์ของประเทศไทยต่อไป อันจะช่วยสร้างแหล่งเงินทุนและพัฒนาตลาดการเงินของประเทศไทยให้ก้าวหน้ายิ่งขึ้น



## บรรณานุกรม

### เอกสารภาษาไทย

#### หนังสือ

- จิต เศรษฐบุตร. (2532). **หลักกฎหมายแพ่งลักษณะหนี้**. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพมหานคร: โครงการตำราและเอกสารประกอบการสอน คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ทวี กสิยพงศ์. (2526). **คำอธิบายพระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2548**. กรุงเทพมหานคร: กรุงเทพมหานครการพิมพ์.
- ปรีชา พานิชวงศ์. (2536). **คำอธิบายกฎหมายล้มละลาย**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์นิติบรรณการ.
- สำนักวิจัยตลาดทุน. (ม.ป.ป.). **Securitization**. กรุงเทพมหานคร: บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย.
- ประมวลความรู้เรื่องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์**. (ม.ป.ป.). กรุงเทพมหานคร: บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย.
- เสนีย์ ปราโมช, ม.ร.ว. (2527). **ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยนิติกรรมและหนี้ เล่ม 2 (ภาคบริบูรณ์)**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์ไทยวัฒนาพานิชย์จำกัด.
- โสภณ รัตนากร. (2533). **คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยหนี้**. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานอบรมกฎหมาย แห่งเนติบัณฑิตยสภา.

#### วิทยานิพนธ์ และสารนิพนธ์

- ไกววัล ชุ่มวัฒนะ. (2528). **ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการโอนสิทธิเรียกร้อง**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปัญญา พันธจารุณี. (2538). **การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณีลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์**. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.



พรรณพิศ คงลาภ. (2541). การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย

ล้มละลาย : ศึกษาเปรียบเทียบกับกฎหมายของสหรัฐอเมริกา. วิทยานิพนธ์

ปริญญาามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

วสินทร์ อุทาสิน. (2539). การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณีการ

แปลงลูกหนี้ลิสซึ่งเป็นหลักทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญาามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัย

รามคำแหง.

ศินีนาถ จงภักดีไพศาล, สุเทพ ตั้งรัตนิขิต และ ชื่นสุข ศุภประเสริฐ. (2537). การแปลง

สินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization). สารนิพนธ์โครงการปริญญาโทสาขา

บัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สุทธิชัย จิตรวาณิช. (2524). การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ : ศึกษาเฉพาะกรณี

การแปลงลูกหนี้ลิสซึ่งเป็นหลักทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญาามหาบัณฑิต,

มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

## บทความ

กอบชัย ฉิมกุล และณัฐพล ชวลิตชีวัน. (ม.ป.ป.). **Securitization**. กรุงเทพฯ: สำนักวิจัย

ตลาดทุนบริษัทเงินทุน อุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย.

กอบชัย ฉิมกุล. (2535). การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ใน

ประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้. กรุงเทพฯ: สำนักงานวิจัยตลาดทุน บริษัทเงินทุน

อุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, 22-43.

จารุสุดา เรืองสุวรรณ. (2540). Securitization โอกาสที่ใกล้จะมาถึง. ผู้จัดการรายเดือน.

14(161), 182-188.

จิรพัฒนา ศิระ หรือ ศิระพงษ์ประภา และโยธิน คุณสมิทธิ. (2536). แนวความคิดและ

ข้อเสนอแนะเบื้องต้น. ในการแปรทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization).

กรุงเทพฯ: ฝ่ายวิจัยและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 1-16.

- จันทิมา เพียรเวช. (2541). พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็น  
หลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 และพัฒนาการในประเทศไทย. วารสารนักบัญชี. 44(3), 2-5.
- ภัทรกิตต์ เนตินิยม. (2536). การแปลงสภาพสินทรัพย์ให้เป็นตราสารในประเทศไทย.  
วารสารบริหารธุรกิจ. 16(64), 35-45.
- มานิดา ชิมเมอร์แมน. (2540). Securitization. ดุลพาห. 44(2), 67-82.

### เอกสารอื่นๆ

- จันทิมา เพียรเวช. (2541). พัฒนาการ **Securitization** ในประเทศไทย (เอกสาร  
ประกอบการบรรยายวิชา น. 513 กฎหมายเกี่ยวกับธุรกิจการเงิน). โครงการ  
ประกาศนียบัตรบัณฑิตทางกฎหมายธุรกิจ คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พิชิตพล เอี่ยมมงคลชัย. (2541). **Securitization** (เอกสารประกอบการอบรมหลักสูตรการเงิน  
ธุรกิจสำหรับนักกฎหมาย. สำนักงานอนุญาโตตุลาการ กระทรวงยุติธรรม.

### เอกสารภาษาอังกฤษ

- Bonsall, David C. (1990). **Securitization**. ed. London: Butterworths.
- Committee on Bankruptcy and Corporation Reorganization of the Association of the Bar  
of the City of New York. (1995). **The Structured Financing Techniques**. The  
United States of American: American Bar Association.
- Cowans, Daniel R. (1987). **Cowans Bankruptcy Law and Practice**. 3 vols. St. Paul:  
West.
- Dayan, Daniel S., Charles M. Adelman, Maurine R. Bartlett, Barry J. Dichter, Bronislaw  
E. Grala, and John W. Osborn. (1990). Legal Overview of Asset-Backed  
Securities. **In The Handbook of Asset-Backed Securities**. ed. New York:  
New York Institute of Finance, 46.

- Eisenberg, Theodore. (1988). **Bankruptcy and Debtor-Creditor Law**. 2<sup>nd</sup> ed. Westbury: The Foundation.
- Fabozzi, Frank F., and Franco Modigliani. (1992). **Mortgage & Mortgage-Backed Securitization Markets**. The United States of America: The President and Fellows of Harvard College.
- Francis, Jack Clark. (1993). **Management of Investment**. Singapore: Mc. Graw-Hill.
- Gardener, Edward, P.M., and Jack Revell. (1991). **Securitisations: History, Forms and Risk**. Bangor: Institute of European Finance.
- Khun, Robert Lawrence. (1990). **Mortgage and Asset Securitization**. ed. The United States of American: R.R. Donnelly & Sons.
- Lederman, Jess. (1990). **The Handbook of asset-backed securities**. ed. New York: New York Institute of Finance.
- Morrissey, Helena. (1992). International Securitisation. **In International Securitisation**. London: IFR, 5.
- Norton, Joseph, and Paul Spellman. (1991). **Asset Securitization**. ed. England: T.J.
- Norton, Joseph, and Raymond M. Auerback. (1993). **International Finance in the 1990s**. ed. Great Britain: BPC Wheatons.
- Palache, Robert and Ian Bell. (1992). Legal and Tax Issues. **In International Securitisation**. ed. Helena Morrissey. London: IFR, 93.
- Pavel, Christine E. (1989). **Securitization**. The United States of American; Probus.
- Rivett, Phil and Peter Speak. (1991). **The Financial Jungle: A Guide to Financial Instruments**. England: BPC Wheatons.
- Rosenthal, James, A. And Juan Ocampo M. (1988). **Securitization of Credit**. New York: John Wiley & Sons.

Schwarcz, Steven L. (1991). Structuring and legal Issues of Asset Securitization in the United States. **In Asset Securitization**, ed. Josep Norton and Paul Spellman. England: TJ Press, 27.

Wood, Philip, R. (1995). **Principles of Internation Insolvency**. London: Sweet & Maxwell.

Wood, Philip, R. (1995), **Tittle Finance, Derivatives, Securitisation, Set-Off and Netting**. London: Sweet & Maxwell.

### สื่ออิเล็กทรอนิกส์

Harrell, Charles E., James L. Rice III, and W. Robert Shearer. (no date).

**Securitization of Oil, Gas, and Others Natural Resource Asset: Emerging Financing Techniques** [Online]. Available: WESTLAW.

Simms, Marsha E. (no date). **Asset Securitization** [Online]. Available: WESTLAW.

Standard & Poor's. (no date). **Cash Flow CBO/CLO Transaction Rating Criteria** [Online]. Available: WESTLAW.

**ประวัติผู้เขียน**

- ชื่อ - สกุล : นางสาวมณฑิตา กุมาลย์วิสัย
- วัน เดือน ปี : 4 เมษายน 2521
- วุฒิการศึกษา : ปี 2545 สำเร็จปริญญาตรีนิติศาสตรบัณฑิต  
จากมหาวิทยาลัยรามคำแหง
- ประสบการณ์การทำงาน : ปี 2551 ฝ่ายต่างประเทศ บริษัท ฟาร์อีสท์ อินเตอร์  
เนชั่นแนล ลีเกิ้ล จำกัด  
ปี 2550 ฝ่ายกฎหมาย บริษัท สำนักงานกฎหมาย  
ฟาร์อีสท์ (ประเทศไทย) จำกัด  
ปี 2548 ฝ่ายการตลาด บริษัท เอเชีย มาร์เก็ตติ้ง  
เซอร์วิส จำกัด

