

กฎหมายทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน : ศึกษารูขุมที่เป็นการส่งเสริมหรือ
เลือกอำนวยความสะดวก



นางสาว พันไมล์ ธาราสุข

ศูนย์วิทยพัทยากร

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชานิติศาสตร์

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา ๒๕๕๓

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

LAW OF TRUST FOR TRANSACTIONS IN CAPITAL MARKET : A STUDY IN RELATION
TO THE TRANSACTIONS WHICH ARE SUPPORTIVE OR BENEFICIAL
TO CAPITAL MARKET

The emblem of Chulalongkorn University, featuring a central golden sunburst with a lamp in the center, a tiered golden stupa below it, and a pink oval base with decorative elements.

Miss Panmile Tarasuk

ศูนย์วิทยุทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

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

Chulalongkorn University

Academic Year 2010

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

กฎหมายทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน : ศึกษาธุรกรรมที่
เป็นการส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน

โดย

นางสาวพันไมล์ ธาราสุข

สาขาวิชา

นิติศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ชัยนติ ไกรกาญจน์

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

อาจารย์ สุทธิชัย จิตรวาณิช

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้รับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

๑๖-๑๕๑๑

คณบดีคณะนิติศาสตร์

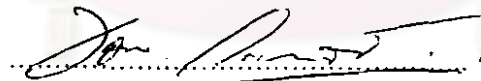
(รองศาสตราจารย์ ดร.ศักดิ์ อดิบุตร)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

M.

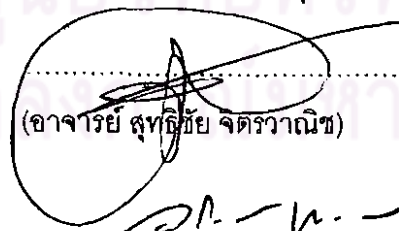
ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ สำเริง เมฆเกรียงไกร)



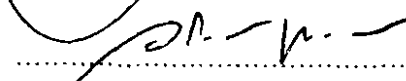
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ชัยนติ ไกรกาญจน์)



อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

(อาจารย์ สุทธิชัย จิตรวาณิช)



กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย

(อาจารย์ วสันต์ เทียนหอม)

พันไมล์ อาราสูช : กฎหมายทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน : ศึกษาธุรกรรมที่เป็นการส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน (LAW OF TRUST FOR TRANSACTIONS IN CAPITAL MARKET : A STUDY IN RELATION TO THE TRANSACTIONS WHICH ARE SUPPORTIVE OR BENEFICIAL TO CAPITAL MARKET)
 อ. ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก : ผศ. ชัยนติ ไกรกาญจน์ อ. ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม : อ.สุทธิชัย จิตรวานิช, ๑๙๐ หน้า.

พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ บัญญัติให้ทรัสต์อาจเกิดขึ้นเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน จึงมีปัญหว่าธุรกรรมใดบ้างที่อาจนำรูปแบบของทรัสต์มาใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินธุรกรรมได้ จากการศึกษาพบว่ามีธุรกรรมที่สมควรให้นำทรัสต์มาใช้เป็นกลไกในการดำเนินการ ได้แก่ ธุรกรรมการออกตราสารคงที่ ธุรกรรมการออก Covered Bond ธุรกรรม Real Estate Investment Trust (REIT) และการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

โดยธุรกรรมการออก Covered Bond โดยใช้ทรัสต์เป็นกลไก อาจมีประเด็นเกี่ยวกับการมีผลประโยชน์ขัดกันระหว่างผู้ก่อตั้งทรัสต์กับทรัสต์ที่เป็นบุคคลเดียวกัน ดังนั้น จึงอาจใช้กลไกการมีทรัสต์ร่วม คือ มีทรัสต์ที่ออกหลักทรัพย์และทรัสต์ที่ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์ ส่วนธุรกรรม REIT เห็นว่า ควรใช้โครงสร้าง Co-Trustee กล่าวคือ ให้มีทรัสต์ที่ทำหน้าที่เป็น REIT Manager ทำหน้าที่จัดการ REIT และยื่นเอกสารการจัดตั้ง REIT และทรัสต์ที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของ REIT

ศูนย์วิทยทรัพยากร จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สาขาวิชา นิติศาสตร์.....ลายมือชื่อ นิสิต พันไมล์ อาราสูช
 ปีการศึกษา ๒๕๕๓.....ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก.....
 ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม.....

5086009334 : MAJOR LAWS

KEYWORDS : TRUST / CAPITAL MARKET / SECURITIZATION / SUKUK / REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS / COVERED BOND

PANMILE TARASUK : LAW OF TRUST FOR TRANSACTIONS IN CAPITAL MARKET : A STUDY IN RELATION TO THE TRANSACTIONS WHICH ARE SUPPORTIVE OR BENEFICIAL TO CAPITAL MARKET . THESIS ADVISOR : ASST. PROF. CHAYANTI GREIGARN, THESIS CO-ADVISOR : SUTHICHA CHITVANICH, 190 pp.

Trust for Transactions in Capital Market Act, B.E 2550 prescribes that trust shall be established for the purpose of transactions in capital market. But there is an issue where transactions can be executed via trust. After my research, it found the trust can be used for Sukuk Bonds, Covered Bonds, Real Estate Investment Trusts (REIT) and Securitizations.

The concerning issues over the Covered Bond transactions are the conflict of interest between the trust's settlor and the trustee. The problem lies when the trust's settlor and the trustee is the same person. Thus, Co-trustee principle may be applied in such transaction i.e. there shall be one trustee who performs the securities issuer and another trustee who performs the duty of trust asset maintenance. In addition, Co-Trustee principle shall also be applied in REIT. There shall be REIT manager trustee who conducts the duty of trust management and REIT establishment as well as trustee who conducts the duty of trust asset maintenance.

Field of Study : LAWS.....

Academic Year : 2010.....

Student's Signature Pannile Tarasuk

Advisor's Signature Chayanti Greigarn

Co-Advisor's Signature Suthichai Chitvanich



กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะสำเร็จมิได้เลย หากขาดการอุปถัมภ์จากท่านอาจารย์ที่เป็น คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ทุกท่านผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ชยันติ ไกรกาญจน์และอาจารย์สุทธิชัย จิตรวาณิช อย่างยิ่งที่ได้กรุณารับเป็นที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมทั้งให้ความรู้คำปรึกษา รวมทั้งคำแนะนำในการทำวิจัยตลอดมา และขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์สำเรียง เมฆเกรียงไกร และอาจารย์วสันต์ เทียนหอม ที่ได้กรุณาสละเวลาในการเป็นกรรมการสอบ ช่วยชี้แนะและให้ข้อคิดเห็นเพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณคุณคุณจันทิมา เพียรเวช และคุณกุลศักดิ์ ช่วยชูที่ ช่วยให้คำแนะนำในประเด็นต่าง ๆ ตลอดจนสนับสนุนแหล่งข้อมูลในการวิจัยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

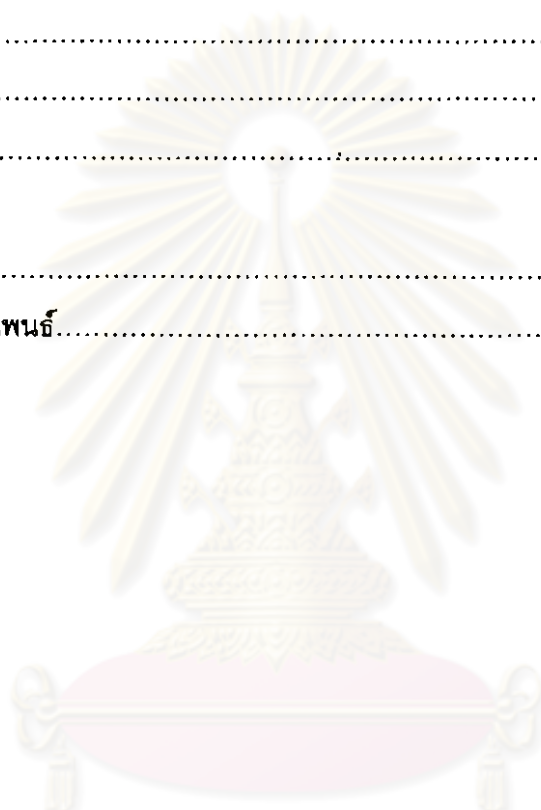
	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
บทที่ ๑ บทนำ.....	๑
๑. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	๑
๒. วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	๔
๓. ขอบเขตของการวิจัย.....	๔
๔. สมมติฐานของการวิจัย.....	๔
๕. วิธีดำเนินการวิจัย.....	๕
๖. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	๕
บทที่ ๒ ความเป็นมาของทรัสต์ ทรัสต์ตามกฎหมายไทย และธุรกรรมที่เอื้ออำนวยต่อ ตลาดทุน.....	๖
๑. ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับทรัสต์.....	๖
๑.๑ ความหมายของทรัสต์.....	๑๑
๑.๒ ลักษณะของทรัสต์.....	๑๒
๑.๓ ประเภทของทรัสต์.....	๑๔
๒. ประโยชน์ของทรัสต์.....	๑๘
๓. การใช้ทรัสต์เพื่อทำธุรกรรมในตลาดทุนตามกฎหมายไทย.....	๒๕
๓.๑ กฎหมายทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน.....	๒๕
๓.๑.๑ การกำหนดบทนิยาม.....	๒๕
๓.๑.๒ ขอบเขตของทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน.....	๒๕
๓.๑.๓ การกำหนดมาตรการเพื่อคุ้มครองบุคคลที่เกี่ยวข้อง.....	๒๗
๓.๑.๔ การกำกับดูแลทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน.....	๒๗
๓.๑.๕ การก่อตั้งทรัสต์.....	๒๘
๓.๑.๖ สิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์.....	๓๒
๓.๑.๗ สิทธิของผู้รับประโยชน์และความคุ้มครอง.....	๓๖

๓.๑.๘ ความระงับสิ้นไปของทรัสต์.....	๓๘
๓.๑.๙ การกำกับดูแลทรัสต์.....	๓๙
๓.๑.๑๐ พนักงานเจ้าหน้าที่.....	๔๐
๓.๑.๑๑ บทกำหนดโทษ.....	๔๐
๓.๑.๑๒ อายุความและคณะกรรมการเปรียบเทียบปรับ.....	๔๑
๔. การใช้ทรัสต์เพื่อธุรกรรมที่เชื่ออำนาจต่อตลาดทุน.....	๔๗
๔.๑ ธุรกรรมการออกตราสารศุภก.....	๔๘
๔.๑.๑ หลักการทำธุรกรรมตามกฎหมายอิสลาม.....	๔๙
๔.๑.๒ ธุรกรรมการออกตราสารศุภก.....	๕๗
๔.๑.๓ การทำธุรกรรมออกศุภกในปัจจุบันตามกฎหมายไทย.....	๖๐
๔.๒ ธุรกรรมการออก Covered Bond.....	๗๗
๔.๓ ธุรกรรม Real Estate Investment Trust.....	๘๐
๔.๔ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	๘๗
๔.๔.๑ หลักการทั่วไปของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	๘๗
๔.๔.๒ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายไทย.....	๘๘
๔.๔.๒.๑ การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ.....	๘๘
๔.๔.๒.๒ ขั้นตอนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	๘๘
๔.๔.๒.๓ การดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	๘๙
๔.๔.๒.๔ การรับโอนสินทรัพย์.....	๙๐
๔.๔.๒.๕ การเลิกโครงการ.....	๙๓
๔.๕ การนำทรัสต์มาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนในต่างประเทศ.....	๙๕
๑. การทำธุรกรรม ตราสารศุภก ในต่างประเทศ.....	๙๕
๑.๑ ตราสารศุภก ในตลาดทุนระหว่างประเทศ.....	๙๕
๑.๒ หลักเกณฑ์การกำกับดูแลที่ใช้บังคับกับตราสารตามหลักอิสลาม.....	๙๕
๑.๓ องค์การที่เกี่ยวข้องกับตราสารตามหลักอิสลาม.....	๙๗
๑.๔ การกำกับดูแลธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารศุภก ในประเทศมาเลเซีย.....	๙๘
๑.๔.๑ ความหมายและการตีความ.....	๙๙
๑.๔.๒ การขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์.....	๙๙

๒. Covered Bond ในต่างประเทศ.....	๑๐๗
๒.๑ ภาพรวมของ Covered Bond ในยุโรป.....	๑๐๗
๒.๑.๑ ประวัติศาสตร์ความเป็นมาของ covered bonds.....	๑๐๗
๒.๑.๒ วัตถุประสงค์ของ covered bonds.....	๑๐๗
๒.๑.๓ กรอบทางกฎหมาย.....	๑๐๘
๒.๑.๔ กรอบกฎหมายของระบบ covered bond ในยุโรป.....	๑๐๙
๒.๑.๕ ลักษณะโดยทั่วไปของ covered bonds	๑๑๑
๒.๒ การดำเนินธุรกรรม covered bond ในเยอรมันนี.....	๑๑๒
๒.๒.๑ ข้อมูลตลาด	๑๑๒
๒.๒.๒ ประเภทของ Pfandbriefe (Pfandbriefe แบบระบุชื่อ (registered Pfandbriefe) กับ Pfandbriefe ผู้ถือ (bearer Pfandbriefe)).....	๑๑๓
๒.๒.๓ โครงสร้างกฎหมายเกี่ยวกับ covered bond.....	๑๑๓
๒.๒.๓.๑ ภาพรวมของกฎหมาย.....	๑๑๓
๒.๒.๓.๒ กระบวนการออกใบอนุญาต.....	๑๑๓
๒.๒.๓.๓ การเปิดเผยข้อมูล.....	๑๑๔
๒.๒.๓.๔ ลักษณะสำคัญของ Pfandbriefe.....	๑๑๔
๒.๒.๓.๕ การดูแลสินทรัพย์รองรับ.....	๑๑๕
๓. การใช้ทรัสต์เพื่อทำธุรกรรม Real Estate Investment Trust : REIT.....	๑๑๖
๓.๑ การทำธุรกรรม REIT ในสิงคโปร์.....	๑๑๖
๓.๑.๑ ขอบเขตการบังคับใช้กฎหมายในส่วนของ Trustee Companies Act.....	๑๑๖
๓.๑.๒ ขอบเขตการบังคับใช้กฎหมายในส่วนของ Business Trust Act	๑๑๙
๓.๑.๓ การดำเนินธุรกรรม REIT ในสิงคโปร์	๑๒๖
๓.๒. การทำธุรกรรม REIT ในญี่ปุ่น.....	๑๓๒
๓.๒.๑ ประวัติความเป็นมาของกระบวนการร่างกฎหมายเกี่ยวกับทรัสต์.	๑๓๒
๓.๒.๒ ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับทรัสต์ตามกฎหมายญี่ปุ่น.....	๑๓๕
๓.๒.๓ การทำธุรกรรม REIT ในญี่ปุ่น.....	๑๓๗
๓.๒.๓.๑ ความเป็นมาของ J-REIT.....	๑๓๘
๓.๒.๓.๒ โครงสร้างทางกฎหมายของ J-REIT.....	๑๔๐

๔ การดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	๑๕๑
๔.๑ ประเทศสหรัฐอเมริกา.....	๑๕๑
๔.๑.๑ ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์.....	๑๕๑
๔.๑.๒ วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์.....	๑๕๓
๔.๑.๓ กรณีเกิดการล้มละลายหรือการฟื้นฟูกิจการ.....	๑๕๓
๔.๒ ประเทศอังกฤษ.....	๑๕๕
๔.๒.๑ ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์.....	๑๕๕
๔.๒.๒ วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์.....	๑๕๖
๔.๒.๓ กรณีมีการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ.....	๑๕๗
บทที่ ๔ วิเคราะห์การนำทรัสต์ไปใช้ในธุรกรรมที่เอื้ออำนวยหรือสนับสนุนต่อตลาดทุน.....	๑๕๘
๑. กรอบทางกฎหมายทั่วไปในการใช้ทรัสต์เพื่อดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน.....	๑๕๘
๒. ธุรกรรมการออกตราสารศุภก.....	๑๕๒
๒.๑ ประโยชน์และความจำเป็นในการออกตราสารศุภก.....	๑๕๒
๒.๒ การออกตราสารศุภกโดยใช้แนวความคิดเรื่องทรัสต์.....	๑๕๓
๒.๓ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการออกตราสารศุภกในต่างประเทศกับใน ประเทศไทย.....	๑๕๔
๓. ธุรกรรม covered bond.....	๑๕๗
๓.๑ ลักษณะของ covered bond.....	๑๕๗
๓.๒ ข้อดีของธุรกรรม covered bond.....	๑๖๑
๓.๓ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการออก covered bond ในต่างประเทศกับใน ประเทศไทย.....	๑๖๑
๔. ธุรกรรม Real Estate Investment Trust.....	๑๖๔
๔.๑ ข้อดีของการนำ REIT มาใช้แทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์.....	๑๖๔
๔.๒ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการทำธุรกรรม REIT ในต่างประเทศกับใน ประเทศไทย.....	๑๖๕

๕. การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	๑๗๔
๕.๑ ข้อดีของการใช้ทรัสต์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์.....	๑๗๔
๕.๒ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ใน ต่างประเทศกับในประเทศไทย.....	๑๗๔
 บทที่ ๕.....	๑๗๗
๑. บทสรุป.....	๑๗๗
๒. ข้อเสนอแนะ.....	๑๘๓
 รายการอ้างอิง.....	๑๘๕
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	๑๙๐



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ ๑ บทนำ

๑. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

โดยที่พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ มีสาระสำคัญเป็นการ (๑) กำหนดความหมายและหลักการของทรัสต์ โดยให้ทรัสต์ หมายถึงนิติสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สิน ซึ่งมีบุคคลที่เกี่ยวข้อง ๓ ฝ่ายด้วยกัน ได้แก่ ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ และผู้รับประโยชน์ โดยลักษณะของทรัสต์ในที่นี้คือกองทรัพย์สินหรือกองทรัสต์ ซึ่งผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้โอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินดังกล่าวไปให้บุคคลที่เรียกว่าทรัสต์ (Trustee) เพื่อให้ทรัสต์ทำหน้าที่จัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่นที่เรียกว่าผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) หรือผู้ลงทุน โดยทรัพย์สินของทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่แยกต่างหากจากทรัพย์สินของทรัสต์ และทรัพย์สินของทรัสต์มีเพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์และไม่สามารถนำไปชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของทรัสต์

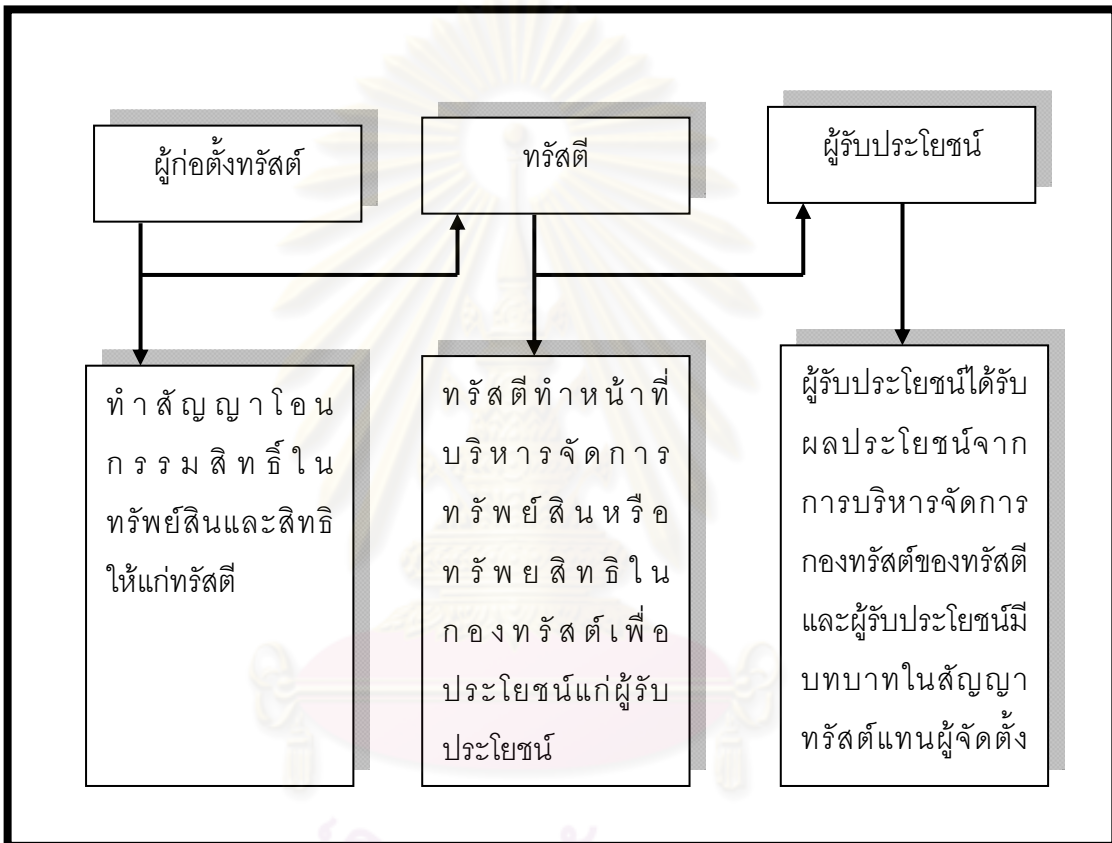
ในกรณีที่ทรัสต์ล้มละลาย (๒) กำหนดหลักเรื่องกรรมสิทธิ์โดยกฎหมายและกรรมสิทธิ์โดยธรรม ซึ่งกรรมสิทธิ์โดยกฎหมาย เป็นกรณีที่ทรัสต์มีสิทธิตามกฎหมายเหนือทรัพย์สินในกองทรัสต์ โดยเป็นผู้มีอำนาจจำหน่ายโอนและจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ให้เป็นไปตามกรอบสัญญาที่กำหนดไว้ แต่ไม่มีสิทธิได้ประโยชน์จากทรัพย์สินนั้น เว้นแต่สัญญาทรัสต์จะกำหนดให้ทรัสต์เป็นผู้รับประโยชน์ด้วย ส่วนกรรมสิทธิ์โดยธรรม ซึ่งผู้รับประโยชน์จะเป็นเพียงผู้ที่ได้รับประโยชน์จากทรัพย์สินในกองทรัสต์เท่านั้น แต่ไม่มีอำนาจจำหน่ายโอนทรัพย์สินในกองทรัสต์ (๓) กำหนดขอบเขตของการใช้ทรัสต์ โดยจำกัดขอบเขตการใช้เฉพาะธุรกรรมที่เกิดขึ้นในตลาดทุน เช่น การออกและเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เป็นต้น (๔) กำหนดการมีผลใช้บังคับของสัญญาทรัสต์ โดยกำหนดว่าทรัสต์เกิดขึ้นโดยสมบูรณ์เมื่อผู้จัดตั้งทรัสต์ได้มีการทำสัญญากับทรัสต์และได้โอนทรัพย์สินไปให้ทรัสต์แล้ว สำหรับในกรณีที่ผู้จัดตั้งทรัสต์และทรัสต์เป็นบุคคลเดียวกันนั้น ทรัสต์เกิดขึ้นโดยสมบูรณ์ได้เมื่อผู้ก่อตั้งทรัสต์จะต้องแสดงเจตนาเป็นหนังสือและมอบหนังสือดังกล่าวแก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) (๕) กำหนดคุณสมบัติของผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ และผู้รับประโยชน์ ได้แก่ ผู้ก่อตั้งทรัสต์ และผู้รับประโยชน์ จะเป็นบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลก็ได้ ทรัสต์ต้องเป็นนิติบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. (๖) กำหนดการเปลี่ยนแปลง

สัญญาทรัสต์และทรัสต์ โดยหากมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขสัญญาทรัสต์ให้เป็นไปตามสัญญาทรัสต์ที่กำหนดไว้ในกรณีที่สัญญาไม่ได้กำหนดวิธีการแก้ไขไว้ให้ผู้รับประโยชน์และทรัสต์ตกลงกัน (๗) กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ โดยให้ทรัสต์มีหน้าที่จัดการทรัพย์สินให้เป็นไปตามสัญญาทรัสต์และที่กำหนดไว้ในร่างพระราชบัญญัติฯ โดยทรัสต์ต้องจัดการทรัพย์สินด้วยความซื่อสัตย์สุจริตเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้รับประโยชน์และจัดการทรัพย์สินด้วยความระมัดระวัง และเมื่อมีการผิดหน้าที่ในการจัดการทรัสต์ และหากมีการจัดการทรัพย์สินไม่ถูกต้องหรือไม่เป็นไปตามสัญญา ทรัสต์ต้องรับผิดชอบใช้ความเสียหายให้แก่กองทรัสต์และผู้รับประโยชน์ (๘) กำหนดการกำกับดูแลทรัสต์ โดยทรัสต์ต้องเป็นนิติบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งจะต้องมีความมั่นคงทางการเงินโดยกำหนดให้มีการนำทรัพย์สินมาวางเป็นประกัน และมีความน่าเชื่อถือและความไว้วางใจในการประกอบธุรกิจโดยกำหนดคุณสมบัติของกรรมการและผู้บริหารของทรัสต์ เป็นต้น

แม้ว่าภายใต้กฎหมายของไทยที่ใช้ก่อนหน้านี้จะมีธุรกรรมในตลาดทุนหลายธุรกรรมที่ดำเนินการคล้ายทรัสต์อยู่แล้ว แต่เป็นไปอย่างมีขอบเขตและมีข้อจำกัด เช่น ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ และผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม จึงทำให้ธุรกรรมเหล่านี้ยังไม่มีประสิทธิภาพมากเท่าที่ควร นอกจากนี้ ผลผูกพันตามกฎหมายที่สร้างขึ้นมาจะมีผลบังคับได้ในเชิงสัญญาเท่านั้น กล่าวคือ คู่สัญญาไม่มีสิทธิฟ้องร้องค่าเสียหาย หรือบังคับให้ส่งมอบทรัพย์สินในกรณีที่มีการผิดสัญญาขึ้นเท่านั้น ซึ่งมีผลแตกต่างจากการมีทรัสต์ คือ การให้สิทธิแก่ผู้รับประโยชน์ในการติดตามและเรียกร้องเอาทรัพย์สินในกองทรัสต์คือจากบุคคลที่สามที่รับโอนทรัพย์สินจากทรัสต์ในกรณีที่ทรัสต์จัดการทรัสต์โดยมิชอบ และการให้มีหลัก Bankruptcy Remote ซึ่งเป็นการกันทรัพย์สินให้ปลอดภัยจากการล้มละลายของทรัสต์โดยมิชอบและการให้ปลอดภัยจากการล้มละลายของทรัสต์ เป็นต้น ดังนั้น หากมีการนำทรัสต์มาใช้ก็จะช่วยอำนวยความสะดวกหรือแก้ไขปัญหาการทำธุรกรรมในบางประการในตลาดทุนได้ รวมทั้งจะทำให้การทำธุรกรรมในตลาดทุนสามารถปรับตัวได้ทันต่อความเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วดังเช่นในภาวะปัจจุบัน อีกทั้งยังเป็นการช่วยพัฒนาตลาดทุนให้เป็นแหล่งระดมเงินทุนแทนตลาดเงินเมื่อเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ และนอกจากนี้ในอนาคตข้างหน้าธุรกรรมในตลาดทุนอาจมีการพัฒนาไปในรูปแบบต่าง ๆ มากยิ่งขึ้นและทรัสต์ก็อาจถูกนำไปใช้เพื่อส่งเสริมให้ธุรกรรมเหล่านั้นมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นได้ รวมทั้งจะทำให้การทำธุรกรรมในตลาดทุนสามารถปรับตัวได้ทันต่อความเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วดังเช่นในภาวะปัจจุบัน

อีกทั้งยังเป็นการช่วยพัฒนาตลาดทุนให้เป็นแหล่งระดมเงินทุนแทนตลาดเงินเมื่อเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ จึงจำเป็นต้องมีการนำเครื่องมืออันก่อให้เกิดศักยภาพและประสิทธิภาพในการทำธุรกรรมในตลาดทุนมาใช้ ซึ่งทรัสต์ถือเป็นเครื่องมือดังกล่าวประการหนึ่ง

โดยที่ทรัสต์เป็นนิติสัมพันธ์ที่เกี่ยวกับทรัพย์สินซึ่งมีบุคคลที่เกี่ยวข้องสามฝ่าย ได้แก่ ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ และผู้รับประโยชน์ ตามภาพข้างล่างดังต่อไปนี้



โดยที่พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ ได้กำหนดให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจกำหนดธุรกรรมอื่นที่จะสนับสนุนหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุนนอกจากที่กำหนดไว้แล้วในพระราชบัญญัติ ดังนั้น จึงสมควรศึกษาธุรกรรมอื่นที่อาจเอื้ออำนวยต่อการดำเนินการในตลาดทุน

๒. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ปัจจุบันได้มีการตราพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่ออำนวยความสะดวกหรือแก้ไขปัญหาการทำธุรกรรมในบางประการในตลาดทุนได้ และจะทำให้การทำธุรกรรมในตลาดทุนสามารถปรับตัวได้ทันต่อความเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วดังเช่นในภาวะปัจจุบัน อีกทั้งยังเป็นการช่วยพัฒนาตลาดทุนให้เป็นแหล่งระดมเงินทุนแทนตลาดเงินเมื่อเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ และนอกจากนี้ในอนาคตข้างหน้า ธุรกรรมในตลาดทุนอาจมีการพัฒนาไปในรูปแบบต่าง ๆ มากยิ่งขึ้นและทรัสต์ก็อาจถูกนำไปใช้เพื่อส่งเสริมให้ธุรกรรมเหล่านั้นมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นได้ อย่างไรก็ตาม มีธุรกรรมอีกหลายประเภท นอกจากที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติที่จะเป็นการเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน จึงสมควรที่จะศึกษาธุรกรรมอื่นที่อาจเอื้ออำนวยต่อการดำเนินตลาดทุน

๓. ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยนี้จะศึกษาวิเคราะห์กฎหมายไทย คือ พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ โดยวิเคราะห์ถึงแนวทางการนำทรัสต์มาใช้ในธุรกรรมอื่นที่นอกเหนือไปจากที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติ ได้แก่ ธุรกรรมตราสารคูปอง ธุรกรรม Covered Bond ธุรกรรม Real Estate Investment Trust และการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ อันเป็นธุรกรรมที่ส่งเสริมหรืออำนวยความสะดวกต่อตลาดทุน โดยเปรียบเทียบกับกฎหมายต่างประเทศ คือ ประเทศญี่ปุ่น สิงคโปร์ มาเลเซีย เยอรมัน อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา

๔. สมมติฐานของการวิจัย

ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ บัญญัติให้ทรัสต์อาจเกิดขึ้นเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน และกำหนดธุรกรรมที่ส่งเสริมหรืออำนวยความสะดวกต่อตลาดทุนไว้ จึงควรศึกษาว่าธุรกรรมใดบ้างเป็นธุรกรรมที่เข้าข่ายตามเจตนารมณ์ของกฎหมาย และเสนอแนวทางทางกฎหมาย เพื่อให้ธุรกรรมต่าง ๆ มีความเหมาะสมและมีประสิทธิภาพ

๕. วิธีดำเนินการวิจัย

วิธีวิจัยที่จะใช้ในการทำวิทยานิพนธ์เรื่องนี้ เป็นการศึกษาวิจัยทางเอกสาร (Documentary Research) โดยศึกษาค้นคว้าและรวบรวมข้อมูลวิเคราะห์เอกสารและบทความทางวิชาการที่น่าเชื่อถือทั้งในประเทศและต่างประเทศ ตลอดจนการสัมภาษณ์เชิงสนทนากับผู้ทรงคุณวุฒิ และผู้เกี่ยวข้องในเรื่องนี้

๖. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

๑. เพื่อให้ทราบถึงระบบของทรัสต์และการนำมาใช้กับธุรกรรมในตลาดทุน
๒. เพื่อประโยชน์ในการนำทรัสต์ไปใช้ในธุรกรรมที่เอื้ออำนวยหรือสนับสนุนตลาดทุน
๓. เพื่อให้ทราบถึงแนวคิดของกฎหมายต่างประเทศเกี่ยวกับทรัสต์ที่ใช้ในตลาดทุน
๔. เพื่อนำเสนอข้อคิดเห็นจากผลการศึกษาและวิเคราะห์ต่อผู้เกี่ยวข้องในเรื่องที่วิจัยนี้ เพื่อใช้ประกอบการพิจารณาในการกำหนดนโยบายและมาตรการในการแก้ไขที่เหมาะสมและมีประสิทธิภาพต่อไป
๕. ทำให้มีความรู้ในเรื่องการทำวิทยานิพนธ์และระเบียบวิธีวิจัยมากขึ้น
๖. ทราบถึงแนวคิดในการจัดการผลกระทบจากการจัดตั้งทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน
๗. เพื่อสร้างองค์ความรู้ และเพิ่มศักยภาพให้กับนิสิต นักศึกษา ประชาชน ผู้สนใจทั่วไป

บทที่ ๒

ความเป็นมาของทรัสต์ ทรัสต์ตามกฎหมายไทย และธุรกรรมที่เชื่ออำนาจต่อตลาดทุน

๑. ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับทรัสต์

ทรัสต์ คือ นิติสัมพันธ์ที่เกี่ยวกับทรัพย์สินซึ่งเกิดจากการที่บุคคลหนึ่งเรียกว่า ผู้ก่อตั้งทรัสต์โอนหรือก่อทรัพย์สินใด ๆ ให้บุคคลอีกฝ่ายหนึ่งที่เรียกว่า “ทรัสต์” เพื่อให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สิน ทรัพย์สิน หรือสิทธิใด ๆ นั้น เพื่อประโยชน์ของบุคคลที่เรียกว่า ผู้รับประโยชน์ ซึ่งนิติสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นแนวความคิดและหลักกฎหมายที่เกิดขึ้นประเทศที่ใช้ระบบกฎหมายคอมมอนลอว์ที่ได้แบ่งแยกสิทธิในทรัพย์สิน ดังนี้^๑

๑. สิทธิในทรัพย์สินที่เรียกว่า Legal Interest ซึ่งเป็นกรณีที่ทรัสต์มีสิทธิตามกฎหมายเหนือทรัพย์สินในกองทรัสต์ โดยมีอำนาจจำหน่ายโอนและจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ตามที่สัญญาทรัสต์กำหนดไว้ แต่ไม่มีสิทธิที่จะได้รับประโยชน์จากทรัพย์สิน

๒. สิทธิในทรัพย์สินที่เรียกว่า Equitable Interest ซึ่งเป็นกรณีที่ผู้รับประโยชน์ไม่มีสิทธิตามกฎหมายเหนือทรัพย์สินในกองทรัสต์ แต่เป็นผู้ที่จะได้รับประโยชน์จากทรัพย์สินในกองทรัสต์ตามกฎหมาย

ทั้งนี้ แม้ทรัพย์สินในกองทรัสต์จะเป็นสิทธิตามกฎหมายของทรัสต์ แต่ทรัสต์จะต้องแยกทรัพย์สินดังกล่าวออกจากทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์ ทรัสต์ไม่สามารถใช้ทรัพย์สินนั้นเพื่อประโยชน์ของตนเองได้ไม่ว่าในกรณีใด เว้นแต่ตามสัญญาทรัสต์จะกำหนดให้ทรัสต์เป็นผู้รับประโยชน์ด้วย

นอกจากนี้ ทรัพย์สินในกองทรัสต์จะไม่อยู่ภายใต้การบังคับชำระหนี้ของบุคคลที่เป็นเจ้าหนี้ของทรัสต์ ตลอดจนไม่ตกเป็นกองทรัพย์สินของผู้ล้มละลายในกรณีที่ทรัสต์ล้มละลาย

^๑ บันทึกวิเคราะห์สรุปประกอบร่างพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ที่สำนักเลขาธิการคณะรัฐมนตรีส่งถึงสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา ที่ นร ๐๕๐๓/๑๙๒๔๓ ลงวันที่ ๒๖ ธันวาคม ๒๕๔๖ (กระทรวงการคลัง, ๒๕๔๖)

และในฐานะที่ได้รับความไว้วางใจให้ถือสิทธิในทรัพย์สินเพื่อจัดการประโยชน์ให้แก่ผู้อื่น ทรัสด์จึงถูกกำหนดหน้าที่ที่จะต้องจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต (Fiduciary Duty) และด้วยความระมัดระวัง (Duty of Care) หากมีการจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ไม่เป็นไปตามที่กฎหมายและสัญญาทรัสต์กำหนด ทรัสด์ต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นให้แก่ทรัพย์สินในกองทรัสต์หรือผู้รับประโยชน์ แล้วแต่ว่าความเสียหายนั้นเกิดขึ้นแก่ทรัพย์สินในกองทรัสต์หรือเกิดขึ้นแก่ผู้รับประโยชน์

สำหรับผู้ก่อตั้งทรัสต์ เมื่อมีการจัดตั้งทรัสต์ขึ้นแล้ว ผู้ก่อตั้งทรัสต์จะไม่มีสิทธิหน้าที่ หรือบทบาทในฐานะเป็นผู้สัญญาเกี่ยวกับทรัสต์อีกต่อไป (เว้นแต่สัญญาทรัสต์กำหนดสิทธิอำนาจ หรือหน้าที่ของผู้ก่อตั้งทรัสต์ไว้เป็นการเฉพาะ) โดยผู้รับประโยชน์จะเป็นผู้มีบทบาทตามสัญญาทรัสต์แทนผู้ก่อตั้งทรัสต์ ซึ่งหลักในกรณีนี้จะแตกต่างจากหลักสัญญาตามกฎหมายไทยที่โดยทั่วไปคู่สัญญาแต่ละฝ่ายย่อมมีสิทธิและหน้าที่ตามสัญญาเป็นหลัก

ในส่วนของผู้รับประโยชน์ในฐานะที่มี Equitable ที่จะได้รับประโยชน์จากการจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์แล้ว ผู้รับประโยชน์ยังมีสิทธิเหนือทรัพย์สินในกองทรัสต์ในการที่จะติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากบุคคลภายนอกได้หากทรัสต์จำหน่าย หรือโอนทรัพย์สินในกองทรัสต์ให้แก่บุคคลภายนอกโดยขัดต่อสัญญาทรัสต์ สิทธิในกรณีนี้ของผู้รับประโยชน์ในทางตำราถือว่าเป็นทรัพย์สินชนิดหนึ่ง แต่เป็นสิทธิที่ไม่อาจยกขึ้นต่อสู้บุคคลภายนอกผู้สุจริตและเสียค่าตอบแทน ลักษณะของสิทธิดังกล่าวของผู้รับประโยชน์จะต่างจากหลักกฎหมายไทยที่บุคคลผู้มีสิทธิในการติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากผู้ไม่มีสิทธิจะยึดถือไว้ได้ บุคคลนั้นต้องเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินนั้น

ประเทศอังกฤษเป็นประเทศแรกของโลกที่มีการใช้ “ทรัสต์” มาเป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการทรัพย์สิน ซึ่งต้นกำเนิดที่แท้จริงของทรัสต์ในแรกกำเนิด คือ ผู้สร้างระบบทรัสต์ประสงค์จะนำทรัสต์มาแก้ไขข้อจำกัดบางประการในการถือครองทรัพย์สินของตนเองตลอดจนการบริหารทรัพย์สินนั้นต่อไป

จุดกำเนิดของทรัสต์ตามหลักฐานทางประวัติศาสตร์ที่อาจสืบค้นมาได้นั้นพอที่จะสันนิษฐานในเบื้องต้นได้ว่าการเกิดทรัสต์นั้นมีที่มาจากประเทศอังกฤษ โดยอาจจะเกิดขึ้น

ในช่วงสมัยศตวรรษที่ ๑๒-๑๓ ซึ่งข้อมูลนี้อาจสืบค้นได้บ่งชี้ว่ามีเหตุปัจจัยในการก่อให้เกิดทรัสต์
ใน ๒ ลักษณะ กล่าวคือ^๒

๑. ทรัสต์กำเนิดขึ้นจากความจำเป็นของนักบวชในศาสนาคริสต์นิกาย
Franciscan Flairs เนื่องจากตามหลักศาสนาของนิกายนี้ห้ามมิให้นักบวชในนิกายถือครอง
ทรัพย์สิน ซึ่งรวมถึงการจำหน่ายแจกทรัพย์สินต่าง ๆ อย่างไรก็ตาม ยังมีศาสนิกชน
ที่เลื่อมใสศรัทธาในนิกาย Franciscan Flairs นี้บริจาคทรัพย์สินต่าง ๆ ให้แก่นักบวชในนิกาย
จึงก่อให้เกิดแนวคิดของการโอนทรัพย์สินซึ่งได้จากการอุทิศถวายจากศาสนิกชนให้แก่นิกาย หรือ
นักบวชของนิกายให้แกบุคคลภายนอกที่สามารถไว้วางใจและสามารถเชื่อถือได้ถือครองทรัพย์สิน
นั้นแทนนักบวช ทั้งนี้ การให้บุคคลภายนอกถือครองทรัพย์สินนั้นเอาไว้ก็เพื่ออำนวยความสะดวก
แก่นักบวชซึ่งไม่อาจถือครองไว้ได้ด้วยตนเองตามหลักศาสนา โดยในยุคสมัยดังกล่าวการโอน
ทรัพย์สินในลักษณะนี้ยังเป็นการโอนทรัพย์สินโดยเด็ดขาด เมื่อโอนให้แก่กันแล้ว ศาสนิกชนผู้เป็น
เจ้าของทรัพย์สินแต่เดิม หรือ นักบวชในนิกายไม่อาจฟ้องร้องต่อผู้รับโอนได้ หากผู้รับโอนทรัพย์สิน
ไม่ปฏิบัติตามพันธะผูกพันที่จะให้ประโยชน์จากทรัพย์สินตกแก่นักบวช ดังนั้น หากผู้รับโอนเกิด
ทุจริตคิดไม่ซื่อยึดถือทรัพย์สินที่รับโอนเป็นของตนเองก็ไม่มียุติวิธีที่จะเรียกทรัพย์สินนั้นกลับคืน

ทั้งนี้เหตุการณ์ดังกล่าวเป็นผลสืบเนื่องจากหลักกฎหมายตามระบบ Common
Law ในสมัยนั้นถือเคร่งครัดในเรื่องกรรมสิทธิ์อย่างยิ่ง หากผู้ใดซึ่งได้กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินแล้ว
ผู้นั้นย่อมมีสิทธิยึดถือไว้ใช้หรือจำหน่ายออกไป เพื่อประโยชน์เป็นส่วนตัวได้อย่างเต็มที่ เมื่อเกิด
เหตุเช่นนี้ “ศาลเอคควิตี้” จึงเข้ามามีบทบาทในการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยอาศัยหลักมโนธรรม
(Conscience) มาตัดสินข้อพิพาทที่เกิดจากเหตุการณ์ดังกล่าว กล่าวคือ ศาลศาสนายังคงยอมรับ
ว่าผู้รับโอนยังคงเป็นเจ้าของในทรัพย์สินที่รับโอนมา แต่ผู้รับโอนต้องมีมโนธรรมในการถือครอง
ทรัพย์สิน ยังคงต้องเคารพและปฏิบัติตามข้อกำหนดหรือเงื่อนไขเดิมที่เจ้าของเดิมกำหนดไว้
เพราะผู้รับโอนเป็นผู้ที่ได้รับความไว้วางใจ และความเชื่อถือจากเจ้าของเดิม ทั้งนี้ แนววินิจฉัย

^๒ ภูษงค์ ธีรนนทรพร, “ปัญหากฎหมายตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน
พ.ศ. ๒๕๕๐ : ศึกษากรณีการก่อตั้งทรัสต์โดยมีเจตนาหลบเลี่ยงการชำระหนี้” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหาร
สาขาวิชานิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, ๒๕๕๑), หน้า ๗.

ดังกล่าวจึงก่อให้เกิดสิทธิและหน้าที่ของผู้รับโอนอันเนื่องมาจากความไว้วางใจ และความเชื่อใจของผู้โอนเป็นครั้งแรก

๒. ทฤษฎีในอังกฤษเชื่อกันว่าอาจถูกพัฒนามาจาก “วาคฟ์” หรือ “วะกัฟ” (waqf – องค์การรับบริจาคเพื่อสาธารณกุศล ส่วนใหญ่ใช้กับอสังหาริมทรัพย์และสังหาริมทรัพย์ที่ไม่ใช่เงิน) ซึ่งได้รับเผยแพร่เข้ามาในช่วงศตวรรษที่ ๑๒ - ๑๓ หรือในช่วงสงครามครูเสด โดยประเทศในยุโรป ซึ่งหมายรวมถึงประเทศอังกฤษด้วยนั้นได้รับอิทธิพลของวัฒนธรรมของศาสนาอิสลามเข้ามาปรับปรุงพัฒนาสังคมตลอดจนนำมาเอาหลักปฏิบัติบางประการมาปรับใช้ให้เข้ากับสังคมตามหลักศาสนาคริสต์จึงเป็นจุดกำเนิดหลักกฎหมายทรัสต์ โดยเจ้าของที่ดิน (Landowner) สมัยยุคกลางในระบบฟิวดัล (Feudal system) มีความจำเป็นต้องไปรบในสงครามครูเสดซึ่งมีความเสี่ยงอย่างยิ่งที่จะไม่ได้กลับมายังภูมิภาคเดิมนั้นอีก ดังนั้น จึงต้องมอบหมายให้ผู้ดูแลที่ดินของตน ในขณะที่ตนเองไม่อยู่ ซึ่งโดยปกติของการถือครองที่ดินในระบบฟิวดัล (Feudal system) นั้นขุนนาง (Lord) จะถือครองทรัพย์สินโดยเฉพาะที่ดินแทนกษัตริย์ (เนื่องจากการรุกรานของชาวนอร์แมน ทำให้พระเจ้าวิลเลียมทรงอ้างสิทธิเหนือที่ดินทั้งหมดเสมือนหนึ่งว่าถูกริบมาเป็นของพระองค์ และทุกคนถือเป็นผู้เช่าโดยถือครองแทนกษัตริย์โดยตรงหรือทางอ้อม) ย่อมต้องมีการให้บริการต่าง ๆ จากบุคคลธรรมดา (Lay tenure) ในพื้นที่หรือบุคคลอื่น ด้วยเหตุผลดังกล่าวทำให้ผู้ดูแลที่ดินแทนจึงต้องได้รับโอนความเป็นเจ้าของมาโดยเด็ดขาด ทั้งนี้ เพื่อดำเนินกิจกรรมในระบบฟิวดัลได้สะดวก แต่ทั้งนี้เจ้าของที่ดินอาจจะต้องให้ผู้รับโอนที่ดินทราบในเงื่อนไขว่าหากตนเองกลับจากสงครามแล้วผู้รับโอนจะต้องโอนที่ดินดังกล่าวกลับคืนสู่ตน แต่ก็บ่อยครั้งที่เจ้าของที่ดินเดิมที่กลับจากการรบก็ถูกปฏิเสธไม่ได้รับการโอนที่ดินคืนตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้จากผู้รับโอนซึ่งมีฐานะเป็นเจ้าของที่ดินตามกฎหมายของอังกฤษในสมัยนั้น

ทั้งนี้ เนื่องจากหลักกฎหมายของอังกฤษมิได้ยอมรับว่าการสร้างเงื่อนไขให้โอนกลับคืนสามารถกระทำได้ในสมัยนั้น (ตามแนววินิจฉัยของ ศาลคอมมอนลอว์) ดังนั้น เจ้าของที่ดินที่โอนทรัพย์สินไปให้บุคคลอื่นแล้วก็จะถูกตัดขาดจากทรัพย์สินนั้นโดยสิ้นเชิง กฎหมายไม่รับรู้ถึงสิทธิใด ๆ ของเจ้าของเดิมอีก ซึ่งหลักกฎหมายเช่นนี้ทำให้เหล่าอัศวินครูเสดไม่พอใจอย่างมาก ในที่สุดจึงถวายฎีกาไปยังพระมหากษัตริย์ โดยเรื่องนี้ถูกส่งไปยังศาลชานเซอร์รี่ (The court of Chancery) เพื่อดำเนินการพิจารณาและตัดสิน จากเหตุการณ์ดังกล่าว ศาลชานเซอร์รี่ได้พิจารณา

โดยรวมหลัก Common Law กับหลัก Equity เข้าไว้ด้วยกัน โดยยึดหลักว่า หากพิจารณาตามหลัก Common Law แล้วมีประเด็นปัญหาและมีข้อต่อสู้ทางหลัก Equity ก็ให้รับฟังข้อต่อสู้ทาง Equity และให้เยียวยาตามหลัก Equity และถ้าในเรื่องนั้นหลัก Common Law ขัดแย้งกับหลัก Equity ก็ให้ใช้หลัก Equity ตัดสินคดี

จากหลัก Equity ผลการตัดสินของศาลชานเซอร์จึงเป็นไปตามแนวทางที่ผู้เป็นเจ้าของที่ดินเดิมยอมมีสิทธิบังคับให้ผู้รับโอนทรัพย์สินต้องคืนที่ดินที่ได้รับโอนไป เมื่อหลักการดังกล่าวถูกใช้เป็นแนวทางปฏิบัติในการตัดสินคดีความเรื่อยมา อัศวินนักรบครูเสดหรือทายาทของอัศวินนักรบครูเสดซึ่งถือเป็นผู้รับผลประโยชน์ และผู้รับโอนที่ดินต้องถูกผูกพันให้ต้องโอนทรัพย์สินกลับคืนเมื่อถูกเรียกร้องโดยผู้รับโอนที่ดินก็คือทรัพย์สินนั่นเอง

จากจุดกำเนิดเบื้องต้นที่กล่าวมาทั้ง ๒ ลักษณะ แม้ว่าเหตุการณ์จะต่างกัน แต่ก็สามารถสรุปได้ว่า สาเหตุที่เป็นปัจจัยบังคับให้เกิดทรัพย์สินที่มาจากข้อจำกัดการโอนทรัพย์สิน เมื่อโอนแล้วเจ้าของเดิมจะไม่มีสิทธิใด ๆ ทั้งสิ้นกับทรัพย์สินที่โอนไปแล้ว แม้ว่าจะมีข้อตกลงระหว่างกันเป็นอย่างไร ก็ไม่มีผลบังคับ จนในที่สุดศาลจึงหาทางออกโดยสร้างหลัก Equity มาทดแทนหลักกฎหมายทรัพย์สินแบบดั้งเดิม

เพื่อความเข้าใจที่ชัดเจนยิ่งขึ้น ขอยกตัวอย่างดังนี้ ก. ทำพินัยกรรมยกเงินให้ ข. ๑๐,๐๐๐ บาท และสั่งให้ ข. ลงทุนซื้อพันธบัตรเงินกู้ของรัฐบาล และให้เอาดอกเบี้ยหรือผลประโยชน์ที่ได้รับจ่ายให้ ค. ในระหว่างที่ ค. ยังมีชีวิตอยู่ และเมื่อ ค. ตายแล้วให้ ข. จัดการขายพันธบัตรนั้น และแบ่งเงินที่ขายได้ให้บุตรของ ค. คนละเท่า ๆ กัน ตามตัวอย่างนี้ เมื่อ ก. ให้เงินแก่ ข. แล้ว ข. ก็ควรจะได้เงินนั้นเป็นกรรมสิทธิ์ และแม้ ก. จะสั่ง ข. ให้จัดการเกี่ยวกับเงินนั้นอย่างไรต่อไป ค. ผู้ได้รับประโยชน์จากคำสั่งของ ก. นั้น ก็ไม่น่าที่จะบังคับ ข. ให้ปฏิบัติตามคำสั่งของ ก. ได้ เพราะ ค. เป็นบุคคลภายนอก ไม่มีนิติสัมพันธ์อย่างใดกับ ข. เลย เหตุนี้กฎหมายคอมมอนลอว์ของอังกฤษจึงไม่ยอมรับบังคับให้ แต่หากพิจารณาตามหลัก Equity แล้ว นักกฎหมายต่างเห็นกันว่า หากปล่อยให้เป็นอย่างนี้น่าจะเป็นการไม่ยุติธรรม เพราะการที่ ก. ให้เงิน ข. ก็โดยเจตนาจะให้ ข. จัดการลงทุนเงินนั้นเพื่อเก็บผลประโยชน์ให้ ค. และเมื่อ ค. ตายแล้ว ก็ต้องการให้เงินนั้นตกเป็นของบุตรของ ค. หากตั้งใจจะให้ เป็นสิทธิขาดแก่ ข. ไม่ ดังนั้น ศาลชานเซอร์ (Chancery Court) ซึ่งเป็นฝ่ายที่ยึดมั่นตามหลัก Equity จึงเข้ามาแทรกแซงบังคับให้ ข. จำต้องปฏิบัติตามคำสั่งที่ ก.

ได้ให้ไว้ อันความสัมพันธ์ระหว่าง ข. กับ ค. หรือบุตรของ ค. (ที่เกิดแล้ว หรือจะเกิดขึ้นภายหลัง) ทำให้ ข. มีหน้าที่จำต้องปฏิบัติตามคำสั่งของ ก. และก่อให้เกิดสิทธิแก่ ค. หรือบุตรของ ค. ที่จะบังคับ ข. ให้ปฏิบัติตามคำสั่งของ ก. นั้น เรียกว่า “ทรัสต์” โดย ก. เรียกว่า “ผู้ก่อตั้งทรัสต์” สำหรับ ข. ผู้ได้รับเงินและถือว่าเป็นเจ้าของเงินตามกฎหมาย มีสิทธิจะจัดการเกี่ยวกับเงินได้ทุกประการ เรียกว่า “ทรัสต์ตี” และ ค. ผู้ซึ่งมีสิทธิแต่เพียงจะบังคับให้ ข. ส่งมอบดอกเบี้ยหรือผลประโยชน์ให้ตน ตลอดเวลาที่ยังมีชีวิตอยู่ หรือบุตรของ ค. ผู้ซึ่งมีสิทธิบังคับ ข. ให้ขายพันธบัตรเอาเงินมาแบ่งให้ตน เมื่อ ค. ตายแล้วนั้น เรียกว่า “ผู้รับประโยชน์” (Beneficiaries)

ดังนั้น หลักกฎหมายทรัสต์กับหลัก Equity จึงมีความเกี่ยวโยงกันอย่างใกล้ชิด แต่อย่างไรก็ตามวิธานิพนธ์ฉบับนี้จะไม่กล่าวลงลึกในหลัก Equity มากนัก เพราะหากจะศึกษา ลงลึกในหลัก Equity จำเป็นอย่างยิ่งที่จะศึกษาระบบ Common Law อย่างละเอียดซึ่งหัวข้อการศึกษาวิจัยดังกล่าวมิได้อยู่ในขอบเขตการศึกษาวิจัย แต่อย่างไรก็ตาม จะขอกกล่าวถึงหลัก Equity แต่พอสังเขปเท่านั้น เนื่องจากหลักกฎหมายของทรัสต์จำเป็นอย่างยิ่งที่ต้องอ้างอิงมาจากหลัก Equity

๑.๑ ความหมายของทรัสต์^๓

ในการให้คำจำกัดความของทรัสต์นั้น ยังไม่มีนักกฎหมายคนใดให้คำจำกัดความที่ดีสมบูรณ์โดยไม่บกพร่องได้เลย ดังนั้น จึงสมควรที่จะศึกษาโดยนำคำจำกัดความของนักกฎหมาย และคำจำกัดความตามกฎหมายของต่างประเทศมาพิจารณา โดยมีรายละเอียดดังนี้

George T. Bogert ได้ให้คำจำกัดความของทรัสต์ไว้ว่า “ทรัสต์ คือ ความสัมพันธ์อันไว้วางใจกันระหว่างบุคคลคนหนึ่งที่จะเข้าถือครองทรัพย์สินด้วย เก็บรักษาด้วยหน้าที่อันถูกต้อง และจัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของอีกบุคคล”

Gary Watt ได้ให้คำจำกัดความของ ทรัสต์ส่วนบุคคล ไว้ว่า “ทรัสต์ส่วนบุคคล คือ ความสัมพันธ์ทางกฎหมายระหว่างเจ้าของทรัพย์สินที่แท้จริงกับเจ้าของประโยชน์ในทรัพย์สิน โดยมาตรฐานของทรัสต์ คือ ทรัสต์ทุกคนมีหน้าที่ตามที่ถือว่าจ้างให้เข้ามาเป็นเจ้าของตามกฎหมายเพื่อรักษาประโยชน์ของผู้รับประโยชน์”

^๓ เรื่องเดียวกัน, หน้า ๑๒ - ๑๓.

Trust Act ๑๙๒๒ ของประเทศญี่ปุ่น “มาตรา ๑ ทรัสต์ตามกฎหมาย คือ การโอนหรือจำหน่ายสิทธิในทรัพย์สินให้แก่บุคคลหนึ่งเพื่อจัดการหรือจำหน่ายสิทธิในทรัพย์สินตามวัตถุประสงค์เฉพาะอย่าง”

จากการให้ความหมายสำหรับคำว่า “ทรัสต์” ของนักกฎหมายข้างต้นจะเห็นได้ว่าแตกต่างกันไปในรายละเอียด อย่างไรก็ตาม ในทุกความหมายของทรัสต์ที่เป็นความเห็นของนักกฎหมาย รวมถึงความหมายตามกฎหมายของต่างประเทศนั้น สามารถสรุปเป็นหลักการสำคัญ ได้ว่า ทรัสต์ หมายถึง นิติสัมพันธ์ทางทรัพย์สินอย่างหนึ่งอันเกิดจากบุคคลหนึ่งที่เรียกว่า ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor) โอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินให้อีกบุคคลหนึ่งที่เรียกว่า ผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) ทั้งนี้ ทรัสต์ต้องจัดการทรัพย์สินที่ได้รับโอนกรรมสิทธิ์อย่างซื่อสัตย์และระมัดระวัง (Fiduciary Duty and Duty of Care)

เมื่อพิจารณาความหมายเบื้องต้นแล้ว เห็นได้ว่า ผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) จะเป็นผู้ใดก็ได้ อาจจะไม่ใช่บุคคลซึ่งมีชีวิตจิตใจ แม้จะเป็นสัตว์ก็สามารถรับผลประโยชน์จากทรัพย์สินในกองทรัสต์ได้ หรือจะเป็นบุคคลภายนอกซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor) ก็ได้ รวมถึงจะเป็นตัวผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor) ก็ได้มีเงื่อนไขห้ามแต่อย่างใด หรือแม้กระทั่งจะเป็นตัวทรัสต์เองก็ถือว่าเป็นผู้รับประโยชน์ในกองทรัสต์ได้เช่นกัน

๑.๒ ลักษณะของทรัสต์^๔

เมื่อพิจารณารายละเอียดถึงที่มาและความหมายของทรัสต์ตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้น พบว่าลักษณะของทรัสต์หรือนิติกรรมทรัสต์นั้นจะมีลักษณะค่อนข้างเฉพาะเจาะจง ซึ่งสามารถแยกลักษณะของนิติกรรมทรัสต์ออกเป็นข้อ ๆ ได้ดังนี้

- ทรัสต์ไม่มีสภาพเป็น “บุคคล” ตามกฎหมาย ทรัสต์เป็นเพียงนิติสัมพันธ์ทางทรัพย์สินที่มีความเชื่อมโยงกับกองทรัพย์สินเท่านั้น ซึ่งกองทรัพย์สินดังกล่าวทั่วไปจะเรียกว่า “กองทรัสต์” โดยทั่วไปแล้วสัญญาก่อตั้งทรัสต์จะมีลักษณะคล้ายกันกับสัญญาก่อตั้งบริษัท โดยบริษัทจะดำเนินการภายใต้ความมุ่งหมายและวัตถุประสงค์ของบริษัท ทรัสต์ก็เช่นเดียวกัน เพราะทรัสต์ก็ดำรงอยู่เพื่อวัตถุประสงค์ที่ปรากฏอยู่ในขณะก่อตั้ง

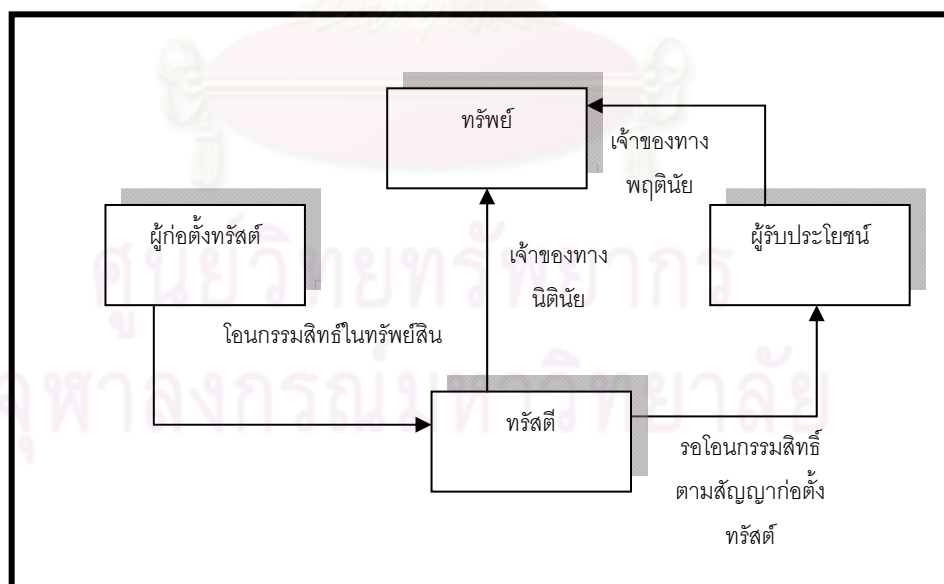
^๔ เรื่องเดียวกัน, หน้า ๒๑ – ๒๓.

- กรรมสิทธิ์ของทรัพย์สินในกองทรัสต์จะแยกออกมาได้เป็น ๒ ส่วน คือ

๑. ความเป็นเจ้าของทางนิติบัญญัติ (Legal Ownership หรือ Legal Estate) คือ การเป็นเจ้าของที่มีชื่อปรากฏอยู่ในทะเบียนหรือในเอกสารอย่างใดอย่างหนึ่งของทรัพย์สินนั้น ๆ (Legal Title) เช่น โฉนดที่ดิน สมุดคู่มือทะเบียนเรือ เจ้าของที่มีชื่อปรากฏอยู่ในทะเบียนย่อมสามารถจำหน่าย จ่าย โอนทรัพย์สินในกองทรัสต์ ซึ่งผู้ถือสิทธิ์นี้ก็คือ ทรัสต์

๒. ความเป็นเจ้าของทางพฤตินัย (Equitable Ownership หรือ Equitable Interest) คือ การเป็นเจ้าของที่มีสิทธิที่จะได้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของกองทรัสต์ แต่ไม่มีอำนาจจำหน่าย จ่าย โอนทรัพย์สินในกองทรัสต์ ซึ่งผู้มสิทธินี้ก็คือ ผู้รับประโยชน์

การแยกลักษณะของสิทธิในทรัพย์สินเป็น ๒ ลักษณะเช่นนี้ ถือเป็นลักษณะสำคัญอย่างยิ่งที่เป็นหลักการพื้นฐานของการก่อกำเนิดทรัสต์ รวมถึงเป็นหลักการพื้นฐานของทรัสต์ที่ทำให้นิติสัมพันธ์ของทรัสต์สามารถดำรงอยู่ได้ในขณะที่ไม่มีผู้ก่อตั้งทรัสต์แล้ว ทรัสต์ที่ผู้ดูแลทรัพย์สินจะมีสิทธิเหนือทรัพย์สินที่ได้รับโอนมาเพียงบางส่วนเท่านั้น ในขณะที่สิทธิบางส่วนของผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ตกไปอยู่กับผู้รับประโยชน์แล้ว ปรากฏตามแผนภาพดังต่อไปนี้



- ทรัพย์สินของกองทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่แตกต่างหากจากทรัพย์สินของทรัสต์ ทรัพย์สินในกองทรัสต์มีเพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์เท่านั้น และไม่สามารถนำไปชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของทรัสต์ได้

- ทรัสต์มีหน้าที่จัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์ (Fiduciary Duty) และด้วยความระมัดระวัง (Duty of Care)

- ผู้รับประโยชน์มีสิทธิที่จะได้รับบรรดาผลประโยชน์ที่ได้จากการจัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์ และผู้รับประโยชน์อาจฟ้องร้องให้ทรัสต์ส่งมอบผลประโยชน์ที่ได้จากกองทรัสต์ดังกล่าวให้แก่ตนเองได้ในนามของผู้รับประโยชน์นั่นเอง

- เนื่องจากผู้รับประโยชน์เป็นผู้ที่มีความเป็นเจ้าของทางพฤตินัย (Equitable Ownership หรือ Equitable Interest) ของทรัพย์สินในกองทรัสต์ ผู้รับประโยชน์จึงมีสิทธิเหนือทรัพย์สินของกองทรัสต์ (Proprietary Right) โดยมีสิทธิติดตามเอาทรัพย์สินของกองทรัสต์คืนจากบุคคลภายนอกได้ (Tracing) หากทรัสต์จำหน่าย หรือโอนทรัพย์สินของกองทรัสต์ให้แก่บุคคลภายนอกโดยขัดต่อสัญญาก่อตั้งทรัสต์ เว้นแต่ว่า บุคคลภายนอกนั้นจะสุจริตโดยไม่ทราบ ว่าทรัสต์โอนทรัพย์สินของกองทรัสต์ให้แก่ตน โดยขัดต่อสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และได้เสียค่าตอบแทนสำหรับทรัพย์สินนั้น

๑.๓ ประเภทของทรัสต์^๕

ทรัสต์สามารถจำแนกประเภทได้ ๖ กลุ่ม ดังนี้

(๑) ทรัสต์โดยแจ้งชัด (Express trust) ทรัสต์โดยปริยาย (Implied trust) และ ทรัสต์ซึ่งกลับมาเป็นประโยชน์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์เอง (Resulting trust)

- ทรัสต์โดยแจ้งชัด (Express trust) คือ ทรัสต์ที่ผู้ก่อตั้งแสดงเจตนา ก่อตั้งขึ้นโดยชัดแจ้งด้วยตนเอง ซึ่งอาจเป็นโดยการประกาศตั้งตนเองเป็นทรัสต์ เพื่อประโยชน์ของผู้อื่น หรือโดยการส่งมอบทรัพย์สินให้ทรัสต์เพื่อให้ยึดถือเป็นประโยชน์แก่ผู้อื่น

- ทรัสต์โดยปริยาย (Implied trust) คือ ทรัสต์ที่ถือว่าเกิดขึ้นโดยการสันนิษฐานเอาจากเจตนาหรือการกระทำของเจ้าของทรัพย์สิน ว่าประสงค์จะให้มียกกองทรัสต์ แต่เจ้าของทรัพย์สินนั้นมิได้แสดงเจตนา ก่อตั้งทรัสต์โดยแจ้งชัด ดังนั้น จึงต้องดูจากการกระทำของผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็นหลัก

^๕ เรื่องเดียวกัน, หน้า ๒๓ - ๒๔.

- ทรัสต์ที่กลับมาเป็นประโยชน์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์เอง (Resulting trust) ทรัสต์เช่นนี้ ความจริงก็ถือว่าเป็นทรัสต์โดยปริยายเหมือนกัน แต่เหตุที่แบ่งออกมาก็เพื่อความสะดวกในการเรียกชื่อนั้น ทรัสต์เช่นนี้เกิดขึ้นได้โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์แต่งตั้งทรัสต์ เพื่อให้จัดการทรัพย์สินอย่างใดอย่างหนึ่ง เพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่นตลอดชีวิตของผู้รับประโยชน์นั้น ดังนี้ ถ้าผู้รับประโยชน์ตายแล้ว มิใช่ว่าผลประโยชน์นั้นจะตกได้แก่ตัวทรัสต์เอง เพราะตามเจตนาของผู้ก่อตั้งทรัสต์ย่อมไม่ประสงค์จะให้ทรัพย์สินนั้นเป็นสิทธิขาดแก่ทรัสต์ ทรัสต์จึงต้องยึดถือทรัพย์สินนั้น เพื่อผู้ก่อตั้งทรัสต์หรือทายาทของผู้ก่อตั้งทรัสต์ต่อไป

(๒) ทรัสต์โดยการสมมุติ (Constructive trust) คือ ทรัสต์ที่เกิดขึ้นโดยการสมมุติตามหลัก Equity โดยไม่คำนึงถึงเจตนาของเจ้าของทรัพย์สินนั้นว่าประสงค์จะให้ทรัสต์ขึ้นหรือไม่ โดยอาจจะกำหนดขึ้นโดยศาล ทั้งนี้ เนื่องจากหลัก Equity ถือว่าถ้าปล่อยให้ผู้ยึดถือทรัพย์สินนั้นยึดถือไว้เพื่อประโยชน์ของตนเองแล้ว ก็จะเป็นการทำลายความไว้เนื้อเชื่อใจที่เจ้าของทรัพย์สินมีต่อตน และเป็นการขัดต่อหลักความเป็นธรรมด้วย ดังนั้น หลัก Equity จึงสมมุติว่าผู้นั้นยึดถือทรัพย์สินนั้นไว้ในฐานะเป็นทรัสต์ ทรัสต์ในลักษณะเช่นนี้อาจเกิดขึ้นได้ เช่น ก. มอบรถยนต์ ๑ คันให้ ข. ยึดถือไว้เพื่อประโยชน์ของ ค. ถ้า ข. โดยสมยอมโอนทรัพย์สินนั้นให้ ง. โดยมีได้รับความยินยอมจาก ค. และ ง. รู้ว่ารถยนต์นั้นตกอยู่ภายใต้ทรัสต์ หรือทราบว่ ค. อยู่ในฐานะเป็นเจ้าของทางพฤตินัย ถือว่า ง. เป็นทรัสต์ของรถยนต์คันนั้น เพื่อ ค. โดยการสมมุติของหลัก Equity สำหรับตัวอย่างคดีที่มีชื่อของอังกฤษคือ คดี Keech v. Sandford ข้อเท็จจริงมีว่าผู้เช่าตลาดแห่งหนึ่งได้ทำพันธกรรมมอบสิทธิในการเช่านั้นให้ทรัสต์ เพื่อประโยชน์ของบุตรของผู้เช่า ต่อมาก่อนจะสิ้นสัญญาเช่า ทรัสต์ได้ขอต่ออายุการเช่าเพื่อบุตรของผู้เช่านั้น แต่ผู้ให้เช่าไม่ยอม ทรัสต์จึงขอทำสัญญาเช่าต่อเพื่อตนเอง ซึ่งผู้ให้เช่ายอม ศาลถือว่าทรัสต์ต้องถือสัญญาเช่านั้นเพื่อประโยชน์ของบุตรผู้เช่าเดิมต่อไป

นอกจากนี้ ทรัสต์โดยการสมมุตินี้อาจเกิดขึ้นได้ โดยการที่ทรัสต์ใช้ตัวทรัพย์สินภายใต้ทรัสต์เพื่อหากำไรให้ตนเอง กำไรที่ได้มาก็ต้องยึดถือไว้ในฐานะเป็นทรัสต์เช่นกัน หรือเมื่อผู้ขายตกลงขายทรัพย์สินให้ผู้ซื้อ ระหว่างที่การซื้อขายยังไม่สมบูรณ์นั้น ถือว่าผู้ขายเป็นทรัสต์ของทรัพย์สินที่ตกลงขายนั้น และยึดถือไว้เพื่อประโยชน์ของผู้ซื้อ หรือเมื่อผู้รับจ้าง

ขายทรัพย์สินที่จำหน่ายได้เงินเกินกว่านี้จำหน่าย ก็ต้องยึดถือเงินส่วนที่เกินนั้นในฐานะเป็นทรัพย์สินแทนผู้จำหน่ายหรือผู้รับจำหน่ายหลัง ๆ ถ้าหากมี

(๓) ทรัสต์ธรรมดา (Simple or Bare trust) และทรัสต์พิเศษ (Special trust) การแบ่งเช่นนี้ถือตามหน้าที่ของทรัสต์ที่จะต้องปฏิบัติตามคำสั่งที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ให้ไว้

- ทรัสต์ธรรมดา (Simple or Bare trust) คือ ทรัสต์ซึ่งทรัสต์มีหน้าที่แต่เพียงเป็นผู้ยึดถือทรัพย์สินไว้เท่านั้น ไม่มีหน้าที่อื่นใดที่จะต้องกระทำอีก

- ทรัสต์พิเศษ (Special trust) คือ ทรัสต์ซึ่งทรัสต์มีหน้าที่จะต้องทำอะไรบางอย่างตามคำสั่งของผู้ก่อตั้งทรัสต์ เช่น ข้อความในพินัยกรรมก่อตั้งทรัสต์มีว่า ให้ทรัสต์เป็นผู้เก็บค่าเช่าผลประโยชน์จากทรัพย์สินภายใต้ทรัสต์ และใช้จ่ายในการบำรุงรักษา หรือประกันตัวทรัพย์สินนั้น และมอบเงินที่เหลือนั้นให้ผู้รับประโยชน์ไปตลอดชีวิต ทรัสต์พิเศษนี้ ส่วนมากได้แก่ ทรัสต์ที่ให้จัดการขายทรัพย์สิน (Trust for sale) และเอาเงินที่ขายได้ชำระหนี้สินของเจ้าของทรัพย์สิน

(๔) ทรัสต์ที่ก่อตั้งเสร็จแล้ว (Executed trust) และทรัสต์ที่ก่อตั้งยังไม่เสร็จ (Executory trust)

- ทรัสต์ที่ก่อตั้งเสร็จแล้ว (Executed trust) คือ ทรัสต์ที่ได้ก่อตั้งกำหนดตัวทรัพย์สิน และหน้าที่ของทรัสต์ไว้แน่นอนแล้ว ไม่จำเป็นต้องทำอะไรต่อไปอีก

- ทรัสต์ที่ก่อตั้งยังไม่เสร็จ (Executory trust) คือ ทรัสต์ที่ยังมิได้ก่อตั้งกำหนดตัวทรัพย์สินและหน้าที่ของทรัสต์ให้แน่นอนลงไป ซึ่งอาจเป็นเพียงข้อตกลงระหว่างคู่กรณีว่าจะก่อตั้งทรัสต์จากทรัพย์สินบางอย่างขึ้น หรืออาจเป็นเพียงคำสั่งในพินัยกรรมสั่งให้ทรัสต์จัดการซื้อที่ดิน และจัดการตั้งเป็นทรัสต์ขึ้น เพื่อประโยชน์แก่ทายาทของผู้ทำพินัยกรรมนั้น เป็นต้น ตัวอย่างเช่น บิดายกที่ดิน ๑ แปลงให้ทรัสต์ยึดถือไว้เพื่อประโยชน์ของบุตรสาว และตกลงไว้ด้วยว่าจะโอนหุ้นในบริษัทแห่งหนึ่งให้แก่ทรัสต์คนนั้น เพื่อให้ยึดถือไว้เพื่อประโยชน์แก่บุตรสาวในทำนองเดียวกัน ดังนี้ สำหรับที่ดินถือว่าเป็นทรัสต์ก่อตั้งเสร็จแล้ว ส่วนหุ้นนั้นเป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งยังไม่เสร็จหรือในกรณีของ ก. และ ข. จะแต่งงานกัน ได้ตกลงกันว่าจะให้ยึดถือทรัพย์สินบางอย่างเป็นทรัสต์เพื่อประโยชน์ของตนเองและบุตรที่จะเกิดมา ดังนี้ เป็นเพียงทรัสต์ที่ก่อตั้งยังไม่เสร็จ เพราะยัง

จะต้องทำตราสารกำหนดตัวทรัพย์สิน และทรัพย์สินที่ตลอดจนประโยชน์ที่ผู้รับประโยชน์จะได้รับให้แน่นอนไปอีกทีหนึ่ง

(๕) ทรัสต์เพื่อเอกชน (Private trust) และทรัสต์เพื่อสาธารณะหรือเพื่อการกุศล (Public or Charitable trust)

- ทรัสต์เพื่อเอกชน (Private trust) คือ ทรัสต์ที่ตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ของเอกชนคนใดคนหนึ่ง หรือกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง

- ทรัสต์เพื่อสาธารณะหรือเพื่อการกุศล (Public or Charitable trust) คือ ทรัสต์ที่ตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ หรือความผาสุกของประชาชนเป็นส่วนใหญ่ แม้ว่าประชาชนจะเป็นผู้รับผลประโยชน์ แต่ก็ห้ามมีสิทธิฟ้องเรียกร้องให้ปฏิบัติตามทรัสต์นั้นได้ไม่ สิทธิที่จะฟ้องร้องบังคับนั้นตกอยู่แก่พนักงานอัยการ

(๖) ทรัสต์ลับ (Secret trust) ซึ่งแบ่งเป็นทรัสต์ลับทั้งหมด (Fully secret trust) และทรัสต์ลับเพียงครึ่งเดียว (Half secret trust)

- ทรัสต์ลับทั้งหมด (Fully secret trust) เกิดขึ้นเมื่อ ก. ทำพินัยกรรมมอบทรัพย์สินให้ ข. โดยมีได้บอกในพินัยกรรมเลยว่า ข. จะต้องยึดถือไว้ในฐานะทรัสต์ี แต่ว่าก่อนทำพินัยกรรมก็ดี หรือภายหลังก็ดี ก. ได้บอกให้ ข. รู้ว่า ข. จะต้องยึดถือไว้ในฐานะเป็นทรัสต์ีของ ค. ถ้า ข. ตกลงโดยตรงหรือโดยปริยายด้วย ถือว่าทรัสต์เกิดขึ้นแล้ว แต่เป็นทรัสต์ลับซึ่ง ค. ผู้รับประโยชน์ชอบจะบังคับได้

ถ้าผู้รับพินัยกรรมมี ๒ คน และคนหนึ่งรับจะเป็นทรัสต์ีตามความประสงค์ของผู้ทำพินัยกรรม ส่วนอีกคนมิได้รู้เห็นด้วย ศาลอังกฤษได้วางหลักเกณฑ์ไว้ในคดี Re Stead (๑๙๐๐ : ๑ ch. ๒๓๗) ดังนี้

- ถ้า ก. ชักจูง ค. ให้ทำพินัยกรรมยกทรัพย์สินให้ ก. และ ข. โดยให้มีส่วนที่แน่นอนในตัวทรัพย์สินร่วมกัน (Tenants in common) และ ก. เป็นผู้เดียวสัญญาหรือยอมรับโดยปริยายว่า ก. และ ข. จะปฏิบัติตามคำสั่งของ ค. แต่ ข. มิได้รู้เห็นกับ ก. ด้วย ดังนี้ ก. ย่อมผูกพันตามสัญญาที่ตนให้ไว้กับ ค. แต่ ข. ไม่ผูกพัน

- ถ้า ค. ทำพินัยกรรมมอบทรัพย์สินให้ ก. และ ข. โดยให้มีกรรมสิทธิ์ร่วมกัน แต่มิได้กำหนดว่าใครมีส่วนเท่าใด (Joint tenants) และ ก. แต่ผู้เดียวสัญญาต่อ ค. ก่อนทำพินัยกรรม สัญญานั้นย่อมผูกพันทั้ง ก. และ ข.

- ถ้า ค. ทำพินัยกรรมยกทรัพย์สินให้ ก. และ ข. โดยให้มีกรรมสิทธิ์ร่วมกัน และ ก. สัญญาต่อ ค. หลังจากที ก. ทำพินัยกรรม ดังนี้ ก. แต่ผู้เดียวผูกพันตามสัญญา

- ทรัสต์ลับเพียงครึ่งเดียว (Half secret trust) เกิดขึ้นเมื่อพินัยกรรมที่ยกทรัพย์สินให้ นั้น มีข้อความว่าได้ยกทรัพย์สินให้ในฐานะเป็นทรัสต์ แต่มิได้ระบุต่อไปว่าทรัสต์จะต้องยึดถือทรัพย์สินนั้นเพื่อประโยชน์ของใคร และต้องจัดการอย่างไร ดังนี้ถ้าผู้ทำพินัยกรรมได้แจ้งให้ผู้รับทรัพย์สินทราบก่อน หรือในขณะที่ทำพินัยกรรมว่า ให้ยึดถือทรัพย์สินนั้นไว้เพื่อผู้ใดและให้จัดการอย่างไร ทั้งได้แจ้งในพินัยกรรมด้วยว่าได้บอกข้อความนี้ให้ทรัสต์ทราบแล้ว ทรัสต์ย่อมผูกพันตามคำสั่งของผู้ทำพินัยกรรมนั้น ทรัสต์เช่นนี้นี้มักมีข้อความว่า ข้าพเจ้าขอทำพินัยกรรมมอบที่ดิน ๑ แปลงให้ ข. ในฐานะเป็นทรัสต์

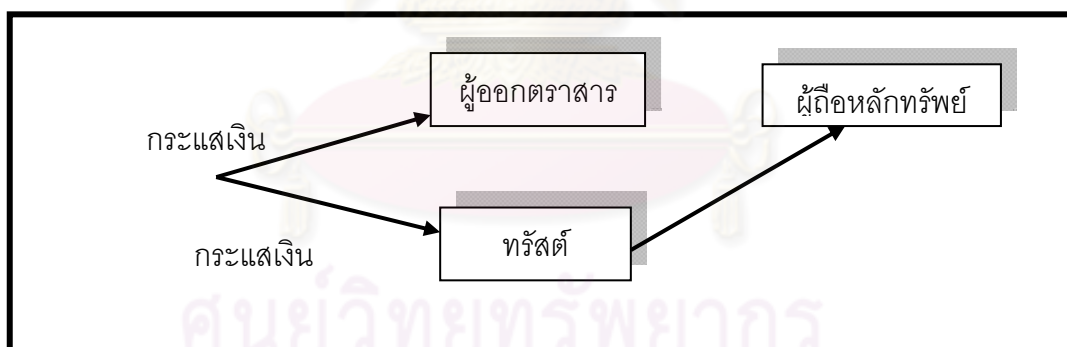
๒. ประโยชน์ของทรัสต์^๖

หลักกฎหมายทรัสต์ดังกล่าวข้างต้นนี้ ได้รับการยอมรับจากประเทศในระบบกฎหมายคอมมอนลอว์มาเป็นเวลานานแล้วว่ามีผลสำคัญต่อการจัดการทรัพย์สิน โดยได้นำไปใช้เกี่ยวกับการจัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของผู้ก่อตั้งทรัสต์สำหรับบุคคลในครอบครัว บุคคลใกล้ชิด หรือแม้แต่เพื่อประโยชน์ในการกุศล นอกจากนี้ ยังได้มีการประยุกต์ใช้กับการประกอบธุรกิจและการระดมทุนในตลาดทุน เพื่ออำนวยความสะดวกหรือแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ในการประกอบธุรกิจและการระดมทุนในตลาดทุน ซึ่งอาจยกตัวอย่างของการนำทรัสต์ไปใช้ในการประกอบธุรกิจและการระดมทุนในตลาดทุนได้ดังนี้

^๖ บันทึกวิเคราะห์สรุป ประกอบร่างพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ส่งพร้อมหนังสือกระทรวงการคลัง ที่ กค ๑๐๑๒/๑๖๔๖๐ ถึงเลขาธิการคณะรัฐมนตรี ลงวันที่ ๑๘ กันยายน ๒๕๔๖

๑. การนำทรัสต์ไปใช้ในการระดมทุนตามโครงการ Project Financing ซึ่งการระดมทุนตามโครงการดังกล่าวเป็นกรณีที่บริษัทที่มีกิจการลงทุนที่ต้องใช้เงินจำนวนมากประสงค์จะกู้ยืมเงินจากบุคคลต่าง ๆ ในหลายรูปแบบเพื่อนำเงินกู้ยืมดังกล่าวมาลงทุนในกิจการของตน เช่น กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินในรูปแบบของสัญญากู้ยืม และขณะเดียวกันได้กู้ยืมเงินจากประชาชนโดยการออกหุ้นกู้จำหน่าย ทั้งนี้ บริษัทจะใช้ทรัพย์สินและกระแสรายรับที่เกิดขึ้นจากการประกอบธุรกิจมาเป็นประกันการชำระหนี้ให้แก่สถาบันการเงินและผู้ถือหุ้นกู้ร่วมกัน เพื่อให้การบริหารและจัดการทรัพย์สินและกระแสรายรับเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ บริษัทจะจัดตั้งทรัสต์โดยให้ทรัสต์มีสิทธิเหนือทรัพย์สินในฐานะผู้รับหลักประกันและเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในกระแสรายรับ ทรัสต์จะเป็นผู้ดูแลหลักประกันและจัดสรรกระแสรายรับให้บุคคลต่าง ๆ เช่น ใช้คืนสถาบันการเงินและผู้ถือหุ้นกู้ และหากมีเงินส่วนที่เหลือจึงจะจ่ายคืนให้บริษัทเพื่อนำไปใช้ประกอบธุรกิจต่อไป เป็นต้น การนำทรัสต์มาใช้กรณีนี้จะทำให้ผู้ให้กู้ยืมเงินมั่นใจได้ว่ากระแสรายรับที่เกิดขึ้นของผู้จะไม่ถูกนำไปใช้ในกิจการก่อนที่จะมีการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ผู้ให้กู้ยืมเงิน

ตัวอย่าง แผนผังแสดงการชำระหนี้ตามหลักทรัพย์สินประเภทตราสารหนี้



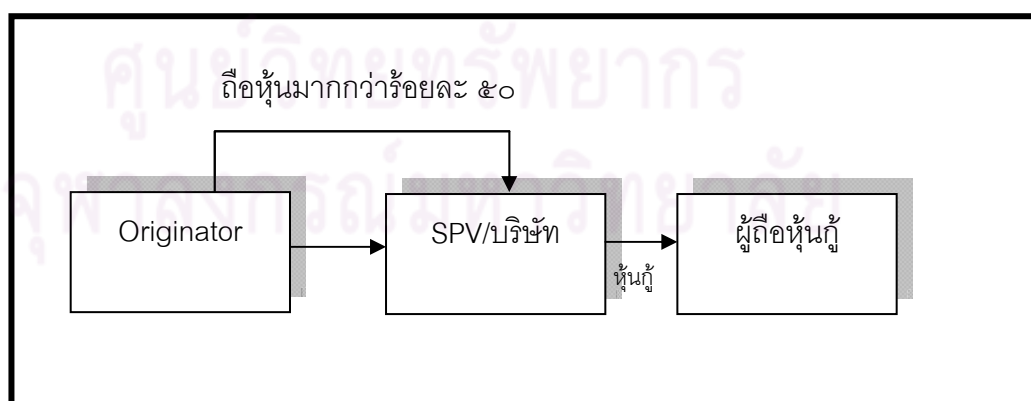
กระแสเงินสดบางส่วนจะถูกส่งเข้ากองทรัสต์ เพื่อประโยชน์ในการชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ เมื่อถึงกำหนดชำระหนี้ ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับชำระดอกเบี้ยและต้นเงินอย่างแน่นอนไม่ว่าผู้ออกหลักทรัพย์จะขาดสภาพคล่อง หรือประสบปัญหาเกี่ยวกับฐานะการเงิน

๒. การนำทรัสต์ไปใช้ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ในกรณีของการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV) เพื่อซื้อสินทรัพย์จากผู้โอนสินทรัพย์ (Originator) หากนิติบุคคลเฉพาะกิจเป็นบริษัทย่อยของ Originator เมื่อ

Originator ล้มละลายทรัพย์สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจจะถูกรวมเข้าเป็นทรัพย์สินของ Originator ซึ่งจะเป็นผลเสียต่อผู้ถือหุ้นที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจ ดังนั้น เพื่อให้ทรัพย์สินของนิติบุคคลเฉพาะกิจไม่ถูกกระทบเมื่อ Originator ล้มละลาย จึงต้องมีการจัดตั้งทรัสต์ขึ้น เพื่อให้ทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้นของนิติบุคคลเฉพาะกิจแทน Originator หรือในบางกรณีนิติบุคคลเฉพาะกิจ อาจถูกตั้งในรูปของทรัสต์เลยก็ได้ ซึ่งลักษณะของทรัสต์จะทำให้ทรัพย์สินในกองทรัสต์ (สินทรัพย์ที่รับโอนมาจาก Originator) ไม่ถูกกระทบเมื่อ Originator หรือทรัสต์ล้มละลาย

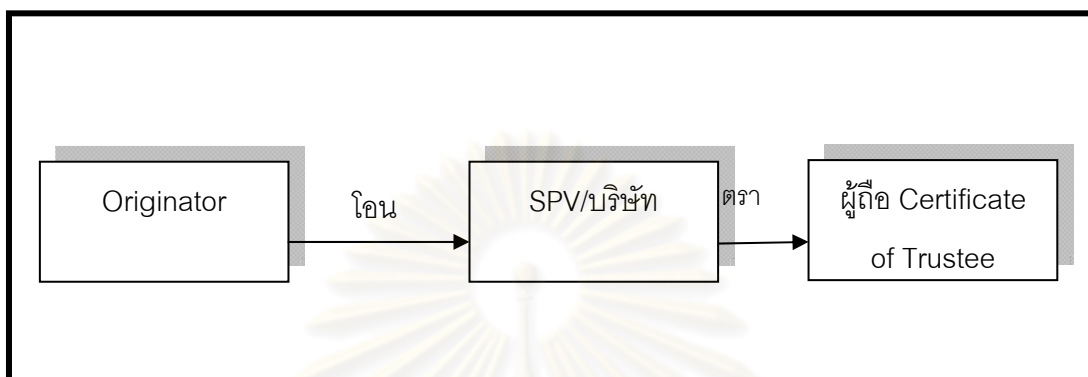
นอกจากนี้ ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ยังนำทรัสต์มาใช้ในอีกลักษณะหนึ่ง คือ ในกรณีที่ Originator เป็นผู้เรียกเก็บหนี้ (Servicing Agent) ให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ ซึ่งในระหว่างที่ Originator เรียกเก็บหนี้จากลูกหนี้ของนิติบุคคลเฉพาะกิจได้ แต่ยังมีได้ส่งเงินนั้นให้แก่นิติบุคคลเฉพาะกิจ หากต่อมา Originator ล้มละลาย เงินที่ Originator เรียกเก็บให้ในฐานะเป็น Servicing Agent จะถูกนำไปรวมเป็นกองทรัพย์สินในคดีล้มละลายของ Originator เพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว Originator จะจัดตั้งทรัสต์ขึ้นโดยประกาศตัวเองเป็นทรัสต์เพื่อถือเงินดังกล่าวเพื่อประโยชน์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจ โดย Originator ที่ประกาศตนเป็นทรัสต์เพื่อการดังกล่าว จะนำเงินที่รับไว้ในฐานะ Servicing Agent ใส่ไว้ใน Trust Account ที่แยกออกจากทรัพย์สินของ originator ซึ่งในกรณีนี้ถ้า Originator ล้มละลาย นิติบุคคลเฉพาะกิจก็ยังมีสิทธิใน Trust Account นั้นอยู่ในฐานะผู้รับประโยชน์

ตัวอย่างการแปลงสินทรัพย์โดยไม่ใช้ทรัสต์



กรณีที่ SPV ถูกถือหุ้นโดย Originator เกินกว่าร้อยละ ๕๐ ของหุ้นทั้งหมดของ SPV ต้องนำสินทรัพย์มารวมกับสินทรัพย์ของ Originator ทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ทางการเงินกับ Originator

ตัวอย่างการแปลงสินทรัพย์โดยใช้ทรัสต์

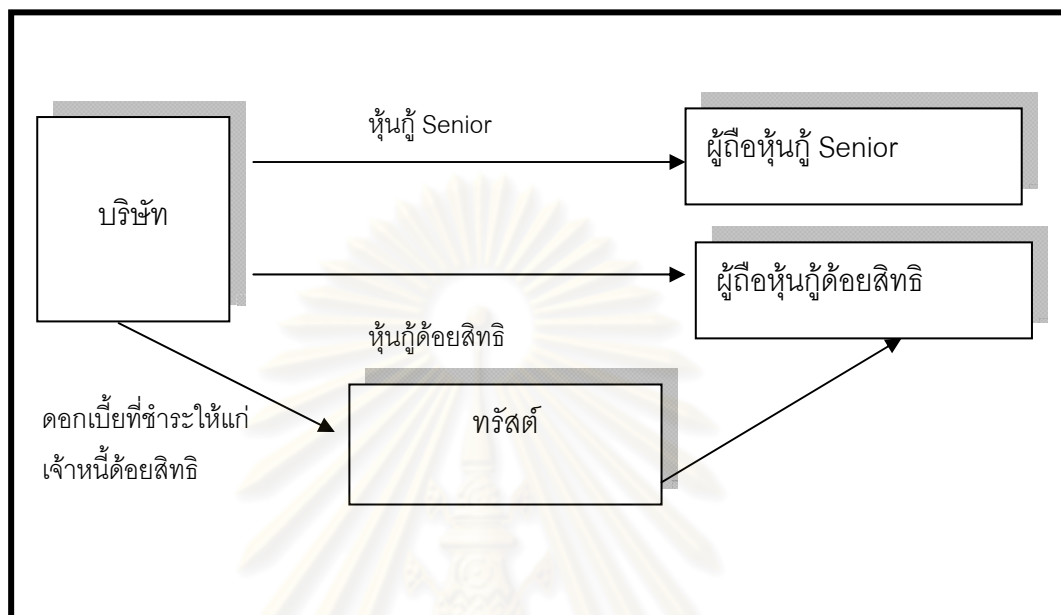


ทรัสต์เป็นรูปแบบที่จัดโครงสร้างเป็นการขายสินทรัพย์อย่างแท้จริง และทรัพย์สินในกองทรัสต์จะไม่อยู่ภายใต้การบังคับชำระหนี้ของเจ้าหนี้ Originator

๓. การนำทรัสต์ไปใช้เพื่อคุ้มครองทรัพย์สินของลูกค้านักลงทุนของบริษัทหลักทรัพย์ กล่าวคือ ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์รับเงินจากลูกค้าเพื่อนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ในระหว่างที่ยังไม่มีการนำเงินไปลงทุน หากบริษัทหลักทรัพย์ล้มละลาย ลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ก็จะอยู่ในฐานะเจ้าหนี้ที่ต้องยื่นขอรับชำระหนี้ในคดีล้มละลายจากทรัพย์สินของบริษัทหลักทรัพย์นั้น แต่เพื่อเป็นหลักประกันให้แก่ลูกค้าของบริษัทหลักทรัพย์ว่าเงินที่ลูกค้ามอบให้บริษัทหลักทรัพย์นำไปลงทุนจะไม่ถูกนำไปรวมเป็นกองทรัพย์สินในคดีล้มละลายเมื่อบริษัทหลักทรัพย์ล้มละลาย บริษัทหลักทรัพย์จะประกาศตัวเป็นทรัสต์เพื่อถือครองเงินของลูกค้าเพื่อประโยชน์ของลูกค้า ซึ่งหลักทรัสต์จะถูกนำมาใช้ คือ ทรัพย์สินของลูกค้าที่บริษัทหลักทรัพย์ถือไว้ในฐานะเป็นทรัสต์จะไม่อยู่ภายใต้การบังคับชำระหนี้ของเจ้าหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์ และไม่เป็ทรัพย์สินที่จะถูกรวบรวมเป็นทรัพย์สินในคดีล้มละลายหากบริษัทหลักทรัพย์ล้มละลายในเวลาต่อมา

๔. การนำทรัสต์ไปใช้ในการออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิ เพื่อให้การชำระหนี้เป็นไปตามลำดับ สิทธิระหว่างเจ้าหนี้สามัญของผู้ออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิกับเจ้าหนี้ผู้ถือหุ้นกู้ด้วยสิทธิเป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิ จึงมีการจัดตั้งทรัสต์ขึ้นมาเรียกว่า “Subordination Trust” โดยบรรดาทรัพย์สินที่ผู้ถือหุ้นกู้ด้วยสิทธิได้รับจากการจัดการกองทรัพย์สินในคดีล้มละลาย

เมื่อผู้ออกหุ้นกู้ด้อยสิทธิล้มละลาย จะถูกถือโดยทรัสต์เพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ที่มีลำดับสิทธิ ในทางสัญญาดีกว่าผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิ และทรัสต์จะจัดสรรทรัพย์สินนั้นให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิ ต่อเมื่อเจ้าหนี้สามัญของผู้ออกหุ้นกู้ด้อยสิทธิได้รับชำระหนี้จนครบถ้วนแล้ว



ทรัสต์จะถือเงินไว้เพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ด้อยสิทธิ และจะระจอนกว่าเจ้าหนี้ Senior จะได้รับชำระดอกเบี้ยจากบริษัทแล้ว ทรัสต์จึงจะส่งมอบดอกเบี้ยให้เจ้าหนี้ด้อยสิทธิ หากเดือนใดเจ้าหนี้ Senior ไม่ได้ชำระหนี้จากบริษัท ทรัสต์ก็จะส่งมอบดอกเบี้ยของเจ้าหนี้ด้อยสิทธิ ให้เจ้าหนี้ Senior แทน

ในอดีตที่ผ่านมาพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๓๕ ได้มีการสร้างกลไกต่าง ๆ ที่ต้องการให้มีรูปแบบมีที่ผลเหมือนทรัสต์อยู่เช่นกัน นั่นคือในเรื่องของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ กองทุนรวม และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ซึ่งการสร้างกลไกดังกล่าวยังมีได้นำหลักกฎหมายสำคัญเกี่ยวกับเรื่องทรัสต์มาบัญญัติไว้ จึงเป็นการเลียนแบบการสร้างทรัสต์ขึ้นอย่างมีขอบเขตและมีข้อจำกัด ทำให้ธุรกรรมในตลาดทุนหลายกรณีไม่ได้รับประโยชน์จากเรื่องดังกล่าว โดยตัวอย่างของธุรกรรมในตลาดทุนที่อาจนำทรัสต์มาใช้ได้ แต่เนื่องจากในขณะนั้นยังไม่มีกฎหมายทรัสต์ในประเทศไทย จึงทำให้ธุรกรรมเหล่านี้ยังไม่มีประสิทธิภาพมากนัก ได้แก่

๑. การออกไปสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ ในประเภทที่มีหุ้นรองรับอยู่เต็มจำนวน (Covered Warrant) ในกรณีบริษัทที่ออก Covered Warrant มีหุ้นที่สามารถส่งมอบให้แก่ผู้ถือ

Covered Warrant ได้อยู่เต็มจำนวนอยู่แล้วในขณะที่ออก Covered Warrant ผู้ลงทุนจึงยังไม่มี ความเสี่ยงในการที่จะได้รับชำระหนี้โดยการส่งมอบหุ้นเมื่อมีการใช้สิทธิ อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ ความมั่นคงดังกล่าวยังคงอยู่ตลอดไปจนกระทั่งมีการใช้สิทธิ จึงจำเป็นต้องมีมาตรการขึ้นมา รองรับซึ่งในต่างประเทศจะนำหลักการเรื่องทรัสต์มาใช้ กล่าวคือ บริษัทที่ออก Covered Warrant จะโอนกรรมสิทธิ์ในหุ้นให้แก่ทรัสต์ โดยทรัสต์จะต้องถือกรรมสิทธิ์เพื่อประโยชน์ของบริษัทที่ออก Covered Warrant ในการที่จะได้รับเงินปันผลและสิทธิในการออกเสียง แต่ทรัสต์จะจำหน่ายหุ้น ไม่ได้ ทรัสต์ต้องถือหุ้นไว้เพื่อรอเวลาที่จะส่งมอบให้แก่ผู้ถือที่แสดงเจตนาใช้สิทธิซื้อหุ้น การนำทรัสต์มาใช้ จะป้องกันมิให้บริษัทที่ออก Covered Warrant จำหน่ายหุ้นไปให้บุคคลอื่นภายหลัง จากการขายได้แล้ว ตลอดจนจะช่วยผู้ลงทุนไม่ให้เกิดผลกระทบจากการที่บริษัทที่ออก Covered Warrant ล้มละลายและไม่สามารถชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนได้

ในขณะที่ประเทศไทยยังไม่มีหลักกฎหมายทรัสต์ที่จะนำมาใช้กับกรณีดังกล่าวได้ หลักเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นในการอนุญาตให้ออก Covered Warrant จึงกำหนดให้บริษัทที่ออก Covered Warrant ดังกล่าวนำหุ้นไปฝากไว้กับผู้รับฝากทรัพย์สิน แต่ข้อกำหนดดังกล่าวเป็นเพียง การเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้ลงทุนที่เดิมมีความเสี่ยงอยู่กับบริษัทที่ออกมาเป็นความเสี่ยงที่มีกับ ผู้รับฝากทรัพย์สิน ในกรณีที่ผู้รับฝากทรัพย์สินล้มละลายหรือล้มละลาย หรือแม้แต่บริษัทที่ออก Covered Warrant ล้มละลาย ก็จะทำให้ผู้ถือ Covered Warrant มีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับชำระ หนี้โดยการส่งมอบหุ้นตาม Covered Warrant อยู่เช่นเดิม แต่หลักการของทรัสต์แล้ว ถ้าทรัสต์ หรือบริษัทที่ออก Covered Warrant ล้มละลาย จะไม่มีผลต่อหุ้นที่เป็นทรัพย์สินในกองทรัสต์ ผู้ถือ Covered Warrant จะยังสามารถได้รับหุ้นเมื่อมีการใช้สิทธิตาม Covered Warrant และใน กรณีทรัสต์ล้มละลายโดยการจำหน่ายหุ้นให้แก่บุคคลอื่น ผู้ถือ Covered Warrant ก็สามารถติดตาม เอาหุ้นนั้นกลับคืนมาเป็นทรัพย์สินในกองทรัสต์ได้

๒. การเสนอขายหุ้นให้แก่กรรมการและพนักงาน การที่บริษัทมหาชนจำกัด พยายามที่จะจูงใจกรรมการและพนักงานในการปฏิบัติงานให้บริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ บริษัทจึง จัดทำโครงการเสนอขายหุ้นให้แก่พนักงาน ซึ่งตามหลักการในเรื่องนี้อาจมีความจำเป็นที่บริษัท ต้องจำกัดมิให้กรรมการและพนักงานที่ซื้อหุ้นจากบริษัทจำหน่ายหุ้นนั้นโดยทันที เพื่อป้องกันมิให้ กรรมการและพนักงานแสวงหากำไรจากหุ้นในทันที เพราะวัตถุประสงค์ของการเสนอขายหุ้นให้

กรรมการและพนักงานเพื่อจูงใจในการปฏิบัติงานให้บริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ อันจะส่งผลต่อการประกอบกิจการที่ดีของบริษัท และจะมีผลต่อราคาหุ้นของบริษัทด้วย จึงได้มีการสร้างกลไกในการป้องกันมิให้กรรมการและพนักงานจำหน่ายหุ้นในทันทีโดยการกำหนดให้มีบุคคลที่เรียกว่า ผู้รับช่วงซื้อหลักทรัพย์เพื่อทำหน้าที่คล้ายทรัสต์โดยการรับโอนหุ้นมาจากบริษัทโดยถือไว้เพื่อประโยชน์ของกรรมการและพนักงาน ในช่วงเวลาที่ประเทศไทยยังไม่มีหลักการเรื่องทรัสต์ การกำหนดนิติสัมพันธ์ของผู้รับช่วงซื้อหลักทรัพย์และบริษัทจึงถูกรองรับด้วยหลักการของสัญญาเป็นสำคัญ ซึ่งนิติสัมพันธ์ในลักษณะนี้อาจยังไม่เพียงพอในกรณีที่ผู้รับช่วงซื้อหลักทรัพย์กระทำการโดยฉ้อฉลหรือล้มละลาย ซึ่งผลเสียหายย่อมตกได้แก่กรรมการและพนักงานของบริษัทที่ออกหุ้นนั้น

๓. การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หลักการที่สำคัญประการหนึ่งในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ หลักการ Bankruptcy Remoteness กล่าวคือ ในการจัดโครงสร้างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่จะทำให้อตราสารที่ออกโดยนิติบุคคลเฉพาะกิจได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในอัตราสูงสุดหรืออีกนัยหนึ่ง คือ จะทำให้ผู้ลงทุนในตราสารของนิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถได้รับชำระหนี้จากกระแสรายรับ ที่เกิดจากสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมาจาก Originator โดยจะไม่ถูกกระทบสิทธิโดยเจ้าหนี้ของ Originator หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจจะต้องมีการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจให้อยู่ในรูป Bankruptcy Remoteness และการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปของทรัสต์เป็นรูปแบบหนึ่งที่จะสนับสนุนให้เป็นไปตามหลักการ Bankruptcy Remoteness ทั้งนี้ เพราะตามหลักการทรัสต์ ทรัพย์สินในกองทรัสต์ย่อมไม่ถูกกระทบจากการที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์หรือทรัสต์ล้มละลายอยู่แล้ว

ศูนย์วิจัยหลักทรัพย์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

๓. การใช้ทรัพย์สินเพื่อทำธุรกรรมในตลาดทุนตามกฎหมายไทย

แนวความคิดเกี่ยวกับทรัพย์สินตามกฎหมายไทย เป็นไปอย่างจำกัด การจัดตั้งทรัพย์สินจะต้องเป็นการจัดตั้งเพื่อดำเนินการในขอบเขตเฉพาะเท่านั้น กล่าวคือ จะต้องเป็นการจัดตั้งทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน โดยกฎหมายไทยที่เกี่ยวข้องกับเรื่องทรัพย์สิน จะมีกฎหมายหลัก คือ พระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ ส่วนการบังคับตามสัญญาก่อตั้งทรัพย์สินและนิติสัมพันธ์พื้นฐานของทรัพย์สินจะเป็นไปตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยเรื่องสัญญา

๓.๑ กฎหมายทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน^๗

การพิจารณากฎหมายว่าด้วยทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนของประเทศไทย อาจแบ่งการพิจารณาได้ ดังต่อไปนี้

๓.๑.๑ การกำหนดบทนิยาม

หลักการของร่างพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ ได้กำหนดให้ผู้ก่อตั้งทรัพย์สินและทรัพย์สินเป็นบุคคลเดียวกัน โดยถือว่าหนังสือแสดงเจตนาของผู้ก่อตั้งทรัพย์สินเป็นสัญญาก่อตั้งทรัพย์สิน

๓.๑.๒ ขอบเขตของทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน

ในชั้นพิจารณาของคณะกรรมการกฤษฎีกา (คณะที่ ๓) เห็นว่า การนำหลักการในเรื่องทรัพย์สินมาใช้ต้องมีลักษณะเป็นการเฉพาะกิจ เนื่องจากโดยทั่วไปยังคงนำหลักการเรื่องทรัพย์สินไปใช้ไม่ได้ ยกเว้นกรณีตามที่กฎหมายนี้กำหนดไว้เท่านั้น จึงได้กำหนดให้เกิดความชัดเจนในมาตรา ๔ แห่งพระราชบัญญัติดังกล่าวว่า “ทรัพย์สินอาจก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน” และเนื่องจากคำว่า “ธุรกรรมในตลาดทุน” มีความหมายในลักษณะกว้างและไม่มีคำจำกัดความไว้ในกฎหมายฉบับใดมาก่อน จึงได้ระบุให้ชัดเจนว่าธุรกรรมดังกล่าวเป็นไปตามกฎหมายใด กล่าวคือ (๑) การออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (๒) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจ

^๗ บันทึกสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา ประกอบร่างพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ.

เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และธุรกรรมอื่นใดที่เป็นการส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน ซึ่งตามกรณีที่ (๓) นี้เป็นการกำหนดเพื่อรองรับสถานการณ์ในอนาคตที่อาจมีธุรกรรมอื่นตามกฎหมายอื่น

ปัจจุบันได้มีประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กข. ๘/๒๕๕๒ เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้ โดยกำหนดธุรกรรมของทรัสต์ดังนี้

(๑) ทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุน (Active trust) ที่มีการออกไปทรัสต์ ซึ่งได้แก่

(ก) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและรายใหญ่ (Institutional Investor & High Net Worth Trust Fund)

(ข) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust)

(ค) การตั้ง Exchange-traded fund ในรูปทรัสต์

(ง) การตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปทรัสต์ (Special Purpose Trust)

(จ) การก่อตั้งทรัสต์ที่เกี่ยวข้องกับการออกตราสารสุกุก (Sukuk)

(๒) ทรัสต์สำหรับการถือครองทรัพย์สินหรือเพื่อประโยชน์ในการชำระหนี้ในการออกหลักทรัพย์ (Passive trust) ได้แก่

(ก) การใช้ทรัสต์ในการออกและเสนอขายหุ้นให้กรรมการและพนักงาน

(ข) การใช้ทรัสต์ในโครงการร่วมลงทุนระหว่างนายจ้างและลูกจ้าง (Employee Joint Investment Program)

(ค) การใช้ทรัสต์ในการออกไปสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์

(ง) การตั้งบัญชีเงินสำรอง (Reserve account) หรือเงินทุนทยอยชำระ (Sinking fund) ในรูปทรัสต์เพื่อการชำระหนี้ในการออกหุ้นกู้

(จ) การตั้งบัญชีทรัพย์สินในรูปทรัสต์ในการเรียกเก็บหนี้ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ

๓.๑.๓ การกำหนดมาตรการเพื่อคุ้มครองบุคคลที่เกี่ยวข้อง

พระราชบัญญัตินี้ได้กำหนดหลักการเรื่องการประกาศให้ทราบถึงระยะเวลาในการพิจารณาและการสั่งการในการอนุญาตและให้ความเห็นชอบ เพื่อเป็นมาตรการคุ้มครองผู้ยื่นขออนุญาตและขอความเห็นชอบว่าจะทราบผลการพิจารณาจากหน่วยงานของรัฐภายในระยะเวลาที่กำหนด และกำหนดให้ระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ คำสั่ง หรือข้อกำหนดที่ออกตามพระราชบัญญัตินี้ซึ่งมีผลใช้บังคับเป็นการทั่วไป โดยให้มีผลใช้บังคับเมื่อประกาศในราชกิจจานุเบกษา ตามมาตรา ๔ แห่งพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าว

๓.๑.๔ การกำกับดูแลทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน

พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดให้มีการกำกับดูแลโดยแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่

ส่วนที่หนึ่ง ให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจหน้าที่วางนโยบายเกี่ยวกับการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน รวมทั้งการออกระเบียบ ข้อบังคับ การกำหนดค่าธรรมเนียม และการกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้บังคับพระราชบัญญัตินี้^๔

ส่วนที่สอง ให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจหน้าที่ในการปฏิบัติการเพื่อให้เป็นไปตามมติของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และปฏิบัติงานอื่นตามที่กำหนดในพระราชบัญญัตินี้^๕

^๔ มาตรา ๔ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^๕ มาตรา ๙ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

นอกจากนี้ ได้กำหนดเพิ่มเติมให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลในทุกกรณีที่เกี่ยวข้องกับการกระทำความผิดและการลงโทษบุคคลซึ่งกระทำความผิดตามพระราชบัญญัตินี้ เพื่อเป็นมาตรการลงโทษผู้กระทำความผิด ส่วนการเปิดเผยข้อมูลอื่นใดที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้รับเนื่องจากการปฏิบัติตามพระราชบัญญัตินี้ กำหนดให้เป็นดุลพินิจของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการให้ความคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล^{๑๐}

๓.๑.๕ การก่อตั้งทรัสต์ ประกอบด้วย

ส่วนที่หนึ่ง สัญญาก่อตั้งทรัสต์

- พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดวิธีการก่อตั้งทรัสต์ โดยให้ทำสัญญาเป็นหนังสือ และผู้ก่อตั้งทรัสต์ต้องโอนทรัพย์สินหรือก่อให้เกิดทรัพย์สินสิทธิใด ๆ ที่จะให้เป็นกองทรัสต์แก่ทรัสต์แล้ว สำหรับการก่อตั้งทรัสต์โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็นบุคคลเดียวกับทรัสต์ ทรัสต์จะเกิดขึ้นเมื่อผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ทำหนังสือแสดงเจตนาก่อตั้งทรัสต์ยื่นต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตามมาตรา ๑๑ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ โดยผู้ที่จะเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ต้องเป็นนิติบุคคลตามประเภทของธุรกรรมในตลาดทุนที่สามารถนำหลักการเรื่องทรัสต์มาใช้กับธุรกรรมนั้นได้ (อันได้แก่ บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาด จำหน่ายสินทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือนิติบุคคลที่มีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด) เพื่อให้สอดคล้องกับการกำหนดขอบเขตเรื่องทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนตามมาตรา ๑๒ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

- กำหนดรองรับกรณีที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์หรือทรัสต์เป็นผู้รับประโยชน์โดยกำหนดให้ต้องมีบุคคลอื่นเป็นผู้รับประโยชน์รวมอยู่ด้วย ทั้งนี้ เพื่อไม่ให้เกิดการก่อตั้งทรัสต์เป็นเพียงการบริหารจัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นกรรมสิทธิ์ของตนเองและเพื่อตนเองเท่านั้น โดยการกำหนดเช่นนี้จะเป็นการรองรับกรณีการออกหุ้นกู้ของบริษัทหลักทรัพย์ ที่บริษัทหลักทรัพย์อาจเป็นทั้งผู้ก่อตั้งทรัสต์

^{๑๐} มาตรา ๑๐ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

ทรัพย์สิน และผู้รับประโยชน์ในคราวเดียวกัน เพราะต้องมีหน้าที่ควบคุมดูแลการจัดสรรผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้และเมื่อจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นผู้ทั้งหมดแล้ว ผลประโยชน์ตอบแทนคงเหลือดังกล่าวก็จะตกแก่ผู้ถือหุ้นผู้ พระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดผลของการฝ่าฝืนไว้ว่า หากผู้ก่อตั้งทรัพย์สินหรือทรัพย์สินได้รับประโยชน์เกินกว่าสัดส่วนที่กำหนดให้ส่วนที่เกินนั้นตกเป็นของผู้รับประโยชน์รายอื่น^{๑๑}

- กำหนดให้สัญญาก่อตั้งทรัพย์สินต้องมีสาระสำคัญตามรายการที่กำหนดไว้ หากไม่มีรายการตามที่กฎหมายกำหนด ให้สัญญานั้นเป็นโมฆะ^{๑๒} และให้อำนาจสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในการกำหนดรายการเพิ่มเติมและสั่งให้แก้ไขสัญญาให้ครบถ้วนได้^{๑๓} นอกจากนี้ ได้กำหนดเหตุที่ทำให้การก่อตั้งทรัพย์สินเป็นโมฆะ อันได้แก่ (๑) การก่อตั้งทรัพย์สินที่ไม่เป็นไปตามมาตรา ๑๑ และมาตรา ๑๒ แห่งพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ และ (๒) การก่อตั้งทรัพย์สินซึ่งผู้เป็นทรัพย์สินไม่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัพย์สินตามพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ หรือถูกพักการประกอบธุรกิจเป็นทรัพย์สินเป็นการชั่วคราว หรือถูกเพิกถอนการอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัพย์สิน หรือถูกสั่งห้ามมิให้ทำสัญญาก่อตั้งทรัพย์สิน^{๑๔} ตลอดจนกำหนดให้ในกรณีที่สัญญาก่อตั้งทรัพย์สินมีข้อกำหนดที่ขัดหรือแย้งกับพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ให้ข้อกำหนดเฉพาะส่วนที่ขัดหรือแย้งเท่านั้นเป็นโมฆะ^{๑๕}

ส่วนที่สอง ผลของการก่อตั้งทรัพย์สิน

- พระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดสิทธิและหน้าที่ของผู้ก่อตั้งทรัพย์สิน ทรัพย์สิน และผู้รับประโยชน์ ภายหลังจากที่ได้ก่อตั้งทรัพย์สินขึ้นแล้ว ตามมาตรา ๑๔ แห่งพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ กล่าวคือ ผู้ก่อตั้งทรัพย์สินย่อมมีสิทธิหรือหน้าที่เฉพาะเท่าที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัพย์สิน ทรัพย์สินมีสิทธิตามกฎหมายเหนือกองทรัพย์สินตามสัญญา

^{๑๑} มาตรา ๑๓ แห่งพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๒} มาตรา ๑๔ แห่งพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๓} มาตรา ๑๕ แห่งพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๔} มาตรา ๑๖ แห่งพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๕} มาตรา ๑๗ แห่งพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

ก่อตั้งทรัสต์ในฐานะผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือผู้มีสิทธิเหนือทรัพย์สิน และมีหน้าที่จัดการกองทรัสต์ตามสัญญา^{๑๖}

- พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดให้ทรัสต์ที่ได้ก่อตั้งขึ้นแล้วจะไม่ถูกกระทบกระเทือนในกรณีที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ หรือผู้รับประโยชน์ ตาย ล้มละลาย เลิกกิจการ หรือสิ้นสุดความเป็นบุคคลตามกฎหมาย ทั้งนี้ เว้นแต่สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นตามมาตรา ๑๙ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

ส่วนที่สาม การเปลี่ยนแปลงสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และทรัสต์

- พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดให้กระทำได้ตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ หากสัญญาก่อตั้งทรัสต์มิได้กำหนดไว้ ผู้รับประโยชน์และทรัสต์อาจตกลงกันเองได้ แต่ต้องไม่ขัดต่อเจตนารมณ์ของการก่อตั้งทรัสต์^{๑๗}

- สำหรับการเปลี่ยนแปลงทรัสต์ ให้กระทำได้ตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ หรือเมื่อมีเหตุตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัตินี้ ได้แก่ ทรัสต์ลาออกจากการทำหน้าที่ ทรัสต์ถูกพิทักษ์ทรัพย์ สิ้นสภาพนิติบุคคล หรือสิ้นสภาพธนาคารพาณิชย์ ทรัสต์ถูกถอดถอนจากการทำหน้าที่ หรือคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สั่งพักการประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ชั่วคราวหรือสั่งเพิกถอนการอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์^{๑๘} ทั้งนี้ กรณีที่ทรัสต์ลาออก หรือถูกถอดถอนนั้นต้องเป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัตินี้ด้วย คือ กรณีที่ทรัสต์ลาออก ทรัสต์ต้องแจ้งการลาออกเป็นหนังสือให้ผู้รับประโยชน์ทราบ ตามหลักเกณฑ์และระยะเวลาที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด และต้องไม่ทำให้ผู้รับประโยชน์เสียหาย ส่วนการถอดถอนทรัสต์นั้น ผู้รับประโยชน์อาจถอดถอนทรัสต์ได้ หากทรัสต์มิได้จัดการทรัสต์ตามหน้าที่ที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ^{๑๙}

^{๑๖} มาตรา ๑๙ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๗} มาตรา ๒๐ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๘} มาตรา ๒๒ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๑๙} มาตรา ๒๓ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

- เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทรัสต์แล้วให้การแต่งตั้งทรัสต์รายใหม่เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ หากสัญญาก่อตั้งทรัสต์มิได้กำหนดไว้ ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด^{๒๐} โดยทรัสต์รายเดิม หรือทรัสต์รายที่เหลืออยู่ต้องดำเนินการให้ทรัสต์รายใหม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ต่อไปได้ โดยในการส่งมอบดังกล่าว ทรัสต์รายเดิมหรือทรัสต์รายที่เหลืออยู่ แล้วแต่กรณี ลงลายมือชื่อในหนังสือเพื่อรับรองความถูกต้องและครบถ้วนของสิ่งที่ส่งมอบให้ทรัสต์รายใหม่ และมอบหนังสือดังกล่าวให้ทรัสต์รายใหม่เก็บรักษาไว้^{๒๑}

- อย่างไรก็ตาม กฎหมายได้กำหนดไว้ว่า ในกรณีที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดให้มีทรัสต์รายเดียว หรือในกรณีที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดให้มีทรัสต์หลายรายโดยกำหนดให้ทรัสต์แต่ละรายแยกกันจัดการกองทรัสต์ หากมีเหตุให้ต้องเปลี่ยนแปลงทรัสต์แต่ยังมีอาจแต่งตั้งทรัสต์รายใหม่ได้และสัญญาก่อตั้งทรัสต์มิได้กำหนดไว้เป็นประการใด ให้การจัดการกองทรัสต์เป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(๑) ในกรณีที่ทรัสต์ลาออก ให้ทรัสต์รายเดิมทำหน้าที่ทรัสต์ต่อไปจนกว่าทรัสต์รายใหม่จะมีสิทธิโดยสมบูรณ์เหนือกองทรัสต์

(๒) ในกรณีที่ทรัสต์เลิกกิจการ ชำระบัญชี ถูกระงับการดำเนินกิจการหรือล้มละลาย ให้ผู้ชำระบัญชี เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ หรือบุคคลอื่นใดที่มีอำนาจตามกฎหมายอื่นในทำนองเดียวกับบุคคลดังกล่าว แล้วแต่กรณี ดำเนินการเกี่ยวกับกองทรัสต์เท่าที่จำเป็นและสมควร จนกว่าทรัสต์รายใหม่จะมีสิทธิโดยสมบูรณ์เหนือกองทรัสต์

(๓) ในกรณีที่ทรัสต์ถูกถอดถอนหรือคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ สั่งพักการประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์เป็นการชั่วคราวหรือเพิกถอนการอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ ให้ทรัสต์รายเดิมทำหน้าที่ทรัสต์ต่อไปแต่เฉพาะการดูแลรักษาประโยชน์

^{๒๐} มาตรา ๒๔ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๒๑} มาตรา ๒๖ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

หรือการใช้สิทธิในกองทรัสต์เพื่อมิให้กองทรัสต์เสียหาย เสื่อมค่า หรือไร้ประโยชน์ จนกว่าทรัสต์รายใหม่จะมีสิทธิโดยสมบูรณ์เหนือกองทรัสต์^{๒๒}

- นอกจากนี้กฎหมายยังได้กำหนดให้ ให้ทรัสต์รายใหม่ต้องแจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรให้บุคคลภายนอกที่ตนทราบว่าเป็นคู่สัญญากับทรัสต์รายเดิมหรือกับทรัสต์รายที่เหลือนอยู่ ว่าตนได้เข้าสวมสิทธิและหน้าที่แทนทรัสต์รายเดิมหรือร่วมกับทรัสต์รายที่เหลือนอยู่ ในกรณีที่ทรัสต์รายใหม่มิได้แจ้งให้บุคคลภายนอก หากมีความเสียหายเกิดขึ้นทรัสต์รายใหม่ต้องรับผิดชอบทรัพย์สินในกองทรัสต์หรือต่อบุคคลภายนอก แล้วแต่กรณี^{๒๓}

- ในกรณีที่มีเหตุให้ต้องมีการเปลี่ยนแปลงทรัสต์แต่มีอาจแต่งตั้งทรัสต์รายใหม่ เพราะมีเหตุอันมิอาจหลีกเลี่ยงได้ ให้ผู้มีส่วนได้เสียร้องขอต่อศาลให้มีการแต่งตั้งทรัสต์รายใหม่ ถ้ามีอาจแต่งตั้งได้ให้ศาลมีคำสั่งเลิกทรัสต์ ทั้งนี้ ให้ศาลมีอำนาจแต่งตั้งบุคคลใดเข้าจัดการกองทรัสต์ โดยได้รับค่าตอบแทนตามที่ศาลกำหนดได้^{๒๔}

๓.๑.๖ สิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์

การพิจารณาถึงสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์ถือเป็นเรื่องที่มีความสำคัญเพื่อจะทำให้ทราบได้ว่า ภาระหน้าที่ของทรัสต์นั้น เป็นอย่างไร หากเกิดความเสียหายขึ้น ทรัสต์จะมีความรับผิดชอบเป็นอย่างไร

ก. สิทธิของทรัสต์

(๑) การจัดการกองทรัสต์เป็นเรื่องเฉพาะตัวของทรัสต์ ทรัสต์จะมอบหมายให้ผู้อื่นจัดการกองทรัสต์มิได้ เว้นแต่สัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดไว้เป็นอย่างอื่น การทำธุรกรรมที่มีใช้เรื่องที่ต้องทำเฉพาะตัวและไม่จำเป็นต้องใช้วิชาชีพเยี่ยงทรัสต์ การทำธุรกรรมที่โดยทั่วไปผู้เป็นเจ้าของทรัสต์ซึ่งมีทรัพย์สินและวัตถุประสงค์ของการจัดการในลักษณะทำนองเดียวกันกับ

^{๒๒} มาตรา ๒๕ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๒๓} มาตรา ๒๘ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๒๔} มาตรา ๒๙ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

กองทรัสต์ จะพึงกระทำในการมอบหมายให้บุคคลอื่นจัดการแทน กรณีอื่นใดที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนดให้มอบหมายให้บุคคลอื่นจัดการแทน^{๒๕}

(๒) ในการจัดการกองทรัสต์และการมอบหมายให้ผู้อื่นจัดการกองทรัสต์โดยชอบนั้น หากมีค่าใช้จ่ายหรือทรัสต์ต้องชำระเงินหรือทรัพย์สินอื่นให้กับบุคคลภายนอกด้วยเงินหรือทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์เองโดยชอบตามความจำเป็นอันสมควร ให้ทรัสต์มีสิทธิได้รับเงินหรือทรัพย์สินคืนจากกองทรัสต์ได้ เว้นแต่สัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดไว้ให้การชำระเงินหรือทรัพย์สินอื่นนั้นเป็นภาระของทรัสต์^{๒๖}

ข. หน้าที่ของทรัสต์มีดังต่อไปนี้

(๑) ทรัสต์มีหน้าที่จัดการกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพ รวมทั้งด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์ เพื่อประโยชน์ในการปฏิบัติหน้าที่ของทรัสต์ดังกล่าว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อาจประกาศกำหนดรายละเอียดของการทำหน้าที่ดังกล่าวได้ ทั้งนี้ สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะมีข้อความยกเว้นความรับผิดชอบในกรณีที่ทรัสต์ไม่ปฏิบัติหน้าที่โดยเจตนา โดยไม่สุจริต หรือโดยประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงมิได้^{๒๗}

(๒) ห้ามมิให้ทรัสต์กระทำการใดอันเป็นการขัดแย้งกับประโยชน์ของกองทรัสต์ไม่ว่าการกระทำนั้นจะเป็นไปเพื่อประโยชน์ของทรัสต์เองหรือประโยชน์ของผู้อื่น เว้นแต่เป็นการเรียกค่าตอบแทนในการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ หรือทรัสต์แสดงให้เห็นได้ว่าได้จัดการกองทรัสต์ในลักษณะที่เป็นธรรมและได้เปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องให้ผู้รับประโยชน์ทราบก่อนอย่างเพียงพอแล้ว โดยผู้รับประโยชน์ที่ได้ทราบข้อมูลดังกล่าวมิได้แสดงการคัดค้าน ทั้งนี้ การเปิดเผยข้อมูลและการคัดค้านดังกล่าวให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด^{๒๘}

^{๒๕} มาตรา ๓๗ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๒๖} มาตรา ๔๑ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๒๗} มาตรา ๓๐ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๒๘} มาตรา ๓๑ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

(๓) ในกรณีที่มีการแต่งตั้งทรัสต์หลายราย ทรัสต์ต้องจัดการกองทรัสต์ร่วมกัน เว้นแต่สัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดหน้าที่ของทรัสต์แต่ละรายไว้เป็นการเฉพาะในการจัดการกองทรัสต์ร่วมกันของทรัสต์ ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ตามมาตรา ๓๙ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ดังต่อไปนี้

- ในกรณีที่กองทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่มีหลักฐานแสดงสิทธิ ต้องดำเนินการให้ปรากฏชื่อทรัสต์ทุกรายเป็นผู้มีทรัพย์สิน หรือสิทธิใด ๆ ร่วมกันในหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินนั้น

- หากต้องมีมติ ต้องได้มติเอกฉันท์ เว้นแต่สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น หากการจัดการดังกล่าวไม่เป็นไปตามนี้ กรณีที่เป็นการทำนิติกรรมกับบุคคลภายนอก หรือมีความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอก ให้การทำไปนั้นผูกพันทรัสต์ที่ทำการดังกล่าวเป็นการส่วนตัวไม่ผูกพันกองทรัสต์

(๓) ในกรณีที่ทรัสต์เข้าทำนิติกรรมหรือทำธุรกรรมต่าง ๆ กับบุคคลภายนอก ให้ทรัสต์แจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรให้บุคคลภายนอกทราบว่าเป็นการกระทำในฐานะทรัสต์ และต้องระบุในเอกสารหลักฐานของนิติกรรมหรือธุรกรรมนั้นให้ชัดเจนว่าเป็นการกระทำในฐานะทรัสต์^{๒๙}

(๔) ให้ทรัสต์จัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองทรัสต์แยกต่างหากจากบัญชีอื่นๆ ของทรัสต์ ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์หลายกอง ทรัสต์ต้องจัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองทรัสต์แต่ละกองแยกต่างหากออกจากกัน ทั้งนี้ ต้องบันทึกบัญชีให้ถูกต้องครบถ้วนและเป็นปัจจุบันด้วย ในการจัดการกองทรัสต์ ทรัสต์ต้องแยกกองทรัสต์ไว้ต่างหากจากทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์และทรัพย์สินอื่นที่ทรัสต์ครอบครองอยู่ และในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์หลายกอง ทรัสต์ต้องแยกกองทรัสต์แต่ละกองออกจากกันด้วย^{๓๐}

^{๒๙} มาตรา ๓๓ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๓๐} มาตรา ๓๔ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

(๕) ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงทรัพย์สิน หากทรัพย์สินรายใหม่พบว่ามีมูลค่าที่ทรัพย์สินรายใหม่เข้ารับหน้าที่ มีการจัดการกองทรัสต์ที่ไม่เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัตินี้จนเป็นเหตุให้กองทรัสต์เสียหาย ให้ทรัพย์สินรายใหม่ดำเนินการ ดังต่อไปนี้

- เรียกร้อยค่าเสียหายจากทรัพย์สินที่ต้องรับผิดชอบ

- ติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากบุคคลภายนอก ไม่ว่าบุคคลนั้นจะได้ทรัพย์สินมาโดยตรงจากทรัพย์สินเดิมหรือไม่ และไม่ว่าทรัพย์สินในกองทรัสต์จะถูกเปลี่ยนรูปหรือถูกเปลี่ยนสภาพไปเป็นทรัพย์สินอย่างอื่นก็ตาม เว้นแต่บุคคลดังกล่าวจะได้มาโดยสุจริต เสียค่าตอบแทนและไม่รู้หรือไม่มีเหตุอันควรรู้ว่าทรัพย์สินนั้นได้มาจากการจัดการกองทรัสต์โดยมิชอบ^{๓๑}

ค. ความรับผิดชอบของทรัสต์มีดังต่อไปนี้

(๑) ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์ไม่เป็นไปตามที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัตินี้ ทรัสต์ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่กองทรัสต์ ในกรณีที่มีความจำเป็นและมีเหตุผลอันสมควรเพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ ทรัสต์อาจขอความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ก่อนที่จะจัดการกองทรัสต์เป็นอย่างอื่นให้ต่างไปจากที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ได้ และหากทรัสต์ได้จัดการตามที่ได้รับเห็นชอบนั้นด้วยความสุจริตและเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของกองทรัสต์แล้ว ทรัสต์ไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบดังกล่าว ในกรณีที่เป็นการจัดการกองทรัสต์ร่วมกันของทรัสต์หลายราย ให้ทรัสต์ทุกรายรับผิดชอบอย่างลูกหนี้ร่วม โดยความรับผิดชอบระหว่างทรัสต์ด้วยกันเองมิให้นำหลักเรื่องลูกหนี้ร่วมมาใช้บังคับ แต่ให้เป็นไปตามข้อตกลงระหว่างกันของทรัสต์นั่นเองและไม่ว่าจะตกลงกันได้เช่นใดทรัพย์สินรายที่พิสูจน์ได้ว่าตนได้คัดค้านหรือถูกกลั่นแกล้งในการไม่ปฏิบัติตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัตินี้ ไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อทรัพย์สินอื่น^{๓๒}

^{๓๑} มาตรา ๔๐ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๓๒} มาตรา ๔๓ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

(๒) ในกรณีที่ทรัสต์จัดทำบัญชีทรัพย์สิน จนเป็นเหตุให้กองทรัสต์ปะปนอยู่กับทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์จนมิอาจแยกได้ว่าทรัพย์สินใดเป็นของกองทรัสต์และทรัพย์สินใดเป็นทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์เอง ให้สันนิษฐานว่า

- ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นของกองทรัสต์
- ความเสียหายและหนี้ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นความเสียหายและหนี้ที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์
- ผลประโยชน์ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นของกองทรัสต์

ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่ ให้หมายความรวมถึงทรัพย์สินที่ถูกเปลี่ยนรูปหรือถูกเปลี่ยนสภาพไปจากทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นด้วย^{๓๓}

(๓) ความรับผิดสำหรับการมอบหมายให้ผู้อื่นจัดการกองทรัสต์โดยไม่ชอบให้การที่ได้กระทำไปดังกล่าวผูกพันทรัสต์เป็นการส่วนตัว โดยไม่ผูกพันกองทรัสต์^{๓๔}

๓.๑.๗ สิทธิของผู้รับประโยชน์และความคุ้มครอง

การกำหนดสิทธิและความคุ้มครองได้กำหนดเท่าที่จำเป็นเพื่อไม่ให้ผู้รับประโยชน์เสียหายเท่านั้น โดยก่อให้เกิดอุปสรรคต่อการทำงานตามปกติของทรัสต์น้อยที่สุด พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดสิทธิของผู้รับประโยชน์และความคุ้มครอง ดังนี้

๑. ผู้รับประโยชน์ย่อมมีสิทธิเรียกร้องให้ทรัสต์ปฏิบัติให้เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัตินี้ รวมทั้งมีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายเพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์ไม่เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัตินี้ อันเป็นผลให้ทรัพย์สินในกองทรัสต์ถูกจำหน่ายจ่ายโอนไปยังบุคคลภายนอก ผู้รับประโยชน์มีสิทธิติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากบุคคลนั้นเพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ได้ ไม่ว่าบุคคลนั้นจะได้ทรัพย์สินมาโดยตรงจากทรัสต์หรือไม่ และไม่ว่าทรัพย์สินในกองทรัสต์

^{๓๓} มาตรา ๓๕ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๓๔} มาตรา ๓๗ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

จะถูกเปลี่ยนรูปหรือเปลี่ยนสภาพไปเป็นทรัพย์สินอย่างอื่นก็ตาม เว้นแต่เป็นการได้มาโดยสุจริต เสียค่าตอบแทน และไม่รู้หรือไม่มีเหตุอันควรรู้ว่าทรัพย์สินนั้นได้มาจากการจัดการกองทรัสต์ โดยมีชอบ บรรดาค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการใช้สิทธิดังกล่าว ผู้รับประโยชน์มีสิทธิเรียกคืนจากกองทรัสต์ได้เท่าที่จ่ายจริงตามที่ศาลเห็นสมควร^{๓๕}

๒. บุคคลได้รับโอนทรัพย์สินในกองทรัสต์หรือดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่งเพื่อสนับสนุนหรือช่วยเหลือให้มีการโอนทรัพย์สินในกองทรัสต์ โดยรู้หรือมีเหตุอันควรรู้ว่าทรัสต์ทำการโอนทรัพย์สินในกองทรัสต์ไม่เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัตินี้ หากการโอนเช่นนั้นก่อให้เกิดความเสียหายแก่กองทรัสต์ บุคคลนั้นต้องรับผิดชอบร่วมกับทรัสต์อย่างลูกหนี้ร่วม โดยผู้รับประโยชน์มีสิทธิเรียกให้บุคคลดังกล่าวชดใช้ค่าเสียหายเพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ ความรับผิดชอบดังกล่าว ศาลอาจกำหนดให้บุคคลนั้นรับผิดชอบเป็นจำนวนตามที่ศาลเห็นสมควรได้ โดยคำนึงถึงพฤติการณ์ในการมีส่วนร่วมของบุคคลนั้นในการก่อให้เกิดความเสียหายแก่กองทรัสต์^{๓๖}

๓. สิทธิเรียกร้องค่าเสียหายต่อทรัสต์รายใหม่ที่ไม่ปฏิบัติหน้าที่ภายในระยะเวลาอันสมควร กล่าวคือ ในกรณีที่ผู้รับประโยชน์แจ้งให้ทรัสต์รายใหม่ปฏิบัติหน้าที่ตามมาตรา ๔๐ ภายในระยะเวลาอันสมควรแล้ว แต่ทรัสต์รายใหม่ยังมีได้ปฏิบัติหน้าที่ภายในระยะเวลาดังกล่าว ผู้รับประโยชน์มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายจากทรัสต์รายที่ต้องรับผิด หรือใช้สิทธิติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากบุคคลภายนอก แล้วแต่กรณี เพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ได้ และให้นำความในมาตรา ๔๔ วรรคสาม มาใช้บังคับโดยอนุโลม^{๓๗}

๔. ในกรณีที่มีผู้รับประโยชน์หลายราย พระราชบัญญัตินี้ได้กำหนดสัดส่วนของการใช้สิทธิในกรณีต่าง ๆ ให้ชัดเจน โดยให้การใช้สิทธิในเรื่องที่มีความสำคัญ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงสัญญาก่อตั้งทรัสต์ตามมาตรา ๒๐ หรือมาตรา ๒๑ การถอดถอนทรัสต์ตามมาตรา ๒๓ (๒) การแต่งตั้งทรัสต์รายใหม่ตามมาตรา ๒๔ หรือการร้องขอให้เลิกทรัสต์ตามมาตรา ๕๑ (๒) จะกระทำได้ต่อเมื่อได้รับความเห็นชอบจากผู้รับประโยชน์ซึ่งมีสิทธิได้รับ

^{๓๕} มาตรา ๔๔ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๓๖} มาตรา ๔๕ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๓๗} มาตรา ๔๖ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

ประโยชน์จากกองทรัสต์รวมกันไม่น้อยกว่าสามในสี่ของประโยชน์ในกองทรัสต์ทั้งหมด ส่วน การเรียกร้องค่าเสียหายเพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ตามมาตรา ๒๖ วรรคสี่ การเรียกร้องให้ทรัสต์ ปฏิบัติตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัตินี้ หรือการเรียกร้องค่าเสียหายเพื่อประโยชน์ ของกองทรัสต์หรือการติดตามเอาทรัพย์สินในกองทรัสต์คืนตามมาตรา ๔๔ มาตรา ๔๕ หรือ มาตรา ๔๖ ผู้รับประโยชน์รายใดรายหนึ่งจะใช้สิทธิดังกล่าวโดยลำพังก็ได้^{๓๘}

๕. ผู้รับประโยชน์แต่ละรายมีสิทธิตรวจดูและขอคัดสำเนาบัญชีของกองทรัสต์ หรือเอกสารอื่นตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดได้ใน เวลาทำการของทรัสต์^{๓๙}

๖. กองทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่มีอำนาจชำระหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ได้^{๔๐}

๓.๑.๘ ความระงับสิ้นไปของทรัสต์

ทรัสต์ย่อมสิ้นสุดลงตามที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และในกรณีตามมาตรา ๕๑ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ดังต่อไปนี้

- (๑) เมื่อได้ปฏิบัติตามวัตถุประสงค์ของสัญญาก่อตั้งทรัสต์ครบถ้วนแล้ว
- (๒) เมื่อศาลมีคำพิพากษาหรือมีคำสั่งให้เลิกทรัสต์
- (๓) เมื่อปรากฏว่าเหลือทรัสต์เป็นผู้รับประโยชน์เพียงฝ่ายเดียว
- (๔) เมื่อปรากฏเหตุที่ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงทรัสต์ แต่สัญญาก่อตั้งทรัสต์ กำหนดไว้มิให้มีการเปลี่ยนแปลงทรัสต์

เมื่อทรัสต์สิ้นสุดลง ให้ทรัสต์ทำหน้าที่ต่อไปเพื่อรวบรวม จำหน่าย และจัดสรร ทรัพย์สิน เว้นแต่เป็นกรณีที่ทรัสต์สิ้นสุดลงเนื่องจากทรัสต์เลิกกิจการ ชำระบัญชี หรือล้มละลาย

^{๓๘} มาตรา ๔๙ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๓๙} มาตรา ๔๗ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

^{๔๐} มาตรา ๕๐ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

ให้ผู้ชำระบัญชี หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์แล้วแต่กรณี เป็นผู้รวบรวม จำหน่าย หรือจัดสรร ทรัพย์สินจนเสร็จสิ้น^{๔๑}

๓.๑.๙ การกำกับดูแลทรัสต์

การกำกับดูแลทรัสต์จะเริ่มตั้งแต่การขออนุญาตประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ และการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจ

(๑) ผู้มีอำนาจกำกับดูแลการขออนุญาตประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ คือ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้ขออนุญาตประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ ต้องมีคุณสมบัติตามที่พระราชบัญญัตินี้กำหนด คือ ธนาคารพาณิชย์ตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น นิติบุคคลอื่นใดตามที่ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด ผู้ยื่นขออนุญาตต้องมีฐานะทางการเงิน ระบบงาน และคุณสมบัติ รวมทั้งต้องชำระค่าธรรมเนียมตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศรายชื่อบุคคลซึ่งได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ต่อ สาธารณชน

(๒) การกำกับดูแลการประกอบธุรกิจ ได้แก่

- การกำหนดให้ทรัสต์ต้องจัดให้มีระบบงานที่เหมาะสมในการจัดการ กองทรัสต์เพื่อเป็นหลักเกณฑ์ในเบื้องต้นเกี่ยวกับความพร้อมของผู้ที่จะประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์

- การกำหนดให้ทรัสต์ต้องจัดทำงบการเงินของทรัสต์แยกต่างหากจาก งบการเงินของทรัสต์

- การกำหนดให้ทรัสต์ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ที่คณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด

^{๔๑} มาตรา ๕๒ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

* ปัจจุบันกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์ ได้ถูกยกเลิกโดยพระราชบัญญัติธุรกิจ สถาบันการเงิน พ.ศ. ๒๕๕๑

- การกำหนดให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจที่จะมีคำสั่งตามที่เห็นสมควรให้ทรัสต์ีกระทำการหรืองดเว้นกระทำการใด ๆ ภายในเวลาที่กำหนดเพื่อป้องกันความเสียหายซึ่งอาจเกิดขึ้นกับกองทรัสต์หรือสาธารณชน

๓.๑.๑๐ พนักงานเจ้าหน้าที่

พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ กำหนดให้พนักงานเจ้าหน้าที่มีอำนาจตามที่กำหนดในพระราชบัญญัตินี้ เพื่อการรวบรวมเอกสารและข้อมูลที่เกี่ยวข้อง และเพื่อการตรวจสอบการกระทำ ความผิดหรือการดำเนินการตามพระราชบัญญัตินี้ โดยได้กำหนดขอบการใช้อำนาจดังกล่าวไว้ด้วย เพื่อมิให้มีผลเป็นการกระทบสิทธิของบุคคลมากเกินไปจนความจำเป็น

๓.๑.๑๑ บทกำหนดโทษ

พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้นำเรื่องโทษทางปกครองมา กำหนดเพิ่มเติม โดยกำหนดให้ใช้โทษทางปกครองสำหรับความผิดที่การฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามนั้น ไม่สมควรได้รับโทษทางอาญา โทษทางปกครองตามพระราชบัญญัตินี้ ประกอบด้วย

- (๑) ภาคทัณฑ์
- (๒) ปรับทางปกครอง
- (๓) ตำหนิโดยเปิดเผยต่อสาธารณชน
- (๔) จำกัดการประกอบธุรกิจที่ได้รับอนุญาตตามพระราชบัญญัตินี้
- (๕) พักการประกอบธุรกิจที่ได้รับอนุญาตภายในระยะเวลาที่กำหนด โดยอาจสั่งพักการเป็นทรัสต์ีเฉพาะสัญญาก่อตั้งทรัสต์ีใดหรือทุกสัญญาก็ได้
- (๖) เพิกถอนการอนุญาต

บุคคลที่มีอำนาจลงโทษทางปกครอง ได้แก่ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการพิจารณาโทษทางปกครองตามมาตรา ๗๒ และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในการสั่งลงโทษทางปกครอง ผู้มีอำนาจลงโทษจะลงโทษอย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่างก็ได้ และมีอำนาจสั่งให้ผู้ถูกลงโทษกระทำการ

หรืองดเว้นกระทำการเพื่อแก้ไขหรือป้องกันมิให้เกิดการฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามพระราชบัญญัติหลักเกณฑ์ คำสั่ง หรือเงื่อนไขที่กำหนดตามพระราชบัญญัตินี้ซ้ำอีกได้

๓.๑.๑๒ อายุความและคณะกรรมการเปรียบเทียบปรับ

(๑) ความผิดตามหมวดนี้ที่มีโทษทางปกครอง หากมิได้มีการลงโทษทางปกครอง ภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่พนักงานเจ้าหน้าที่วินิจฉัยว่ามีการกระทำความผิด หรือภายในห้าปีนับแต่วันที่มีการกระทำความผิด เป็นอันขาดอายุความ^{๔๒}

(๒) ความผิดซึ่งไม่มีผลเสียหายร้ายแรงต่อกองทรัสต์ หรือในกรณีที่ได้รับประโยชน์ ได้รับความเสียหายด้วยแต่ผู้กระทำผิดได้แก้ไขเยียวยาความเสียหายจนเป็นที่พอใจแก่ผู้รับประโยชน์แล้ว ให้คณะกรรมการเปรียบเทียบความผิดซึ่งรัฐมนตรีแต่งตั้งตามกฎหมายว่าด้วย หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจเปรียบเทียบได้ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด เมื่อคณะกรรมการเปรียบเทียบความผิดได้ ทำการเปรียบเทียบกรณีใด และผู้ต้องหาได้ชำระค่าปรับตามค่าเปรียบเทียบภายในระยะเวลาที่ คณะกรรมการเปรียบเทียบความผิดกำหนดแล้ว ให้สิทธินำคดีอาญามาฟ้องในกรณีแห่งความผิด นั้นเป็นอันระงับไป

โดยสรุปแล้วพระราชบัญญัติฉบับนี้ได้กำหนดบทนิยามคำว่า "ทรัสต์" "สัญญา ก่อตั้งทรัสต์" และ "กองทรัสต์" กำหนดขอบเขตของทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน กำหนด มาตรการเพื่อคุ้มครองบุคคลที่เกี่ยวข้อง กำหนดมาตรการกำกับดูแลทรัสต์ กำหนดสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์ การกำกับดูแลทรัสต์ ความระงับสิ้นไปของทรัสต์ และบทกำหนด โทษ การนำหลักกฎหมายเรื่องทรัสต์มาประยุกต์ใช้กับการระดมทุนในตลาดทุน และกำหนดสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์ สิทธิของผู้รับประโยชน์ และความคุ้มครอง ให้พนักงาน เจ้าหน้าที่เป็นเจ้าพนักงานตามประมวลกฎหมายอาญาและมีอำนาจ เช่น ค้นสถานที่ประกอบ ภารกิจของทรัสต์ หรือสถานที่ซึ่งรวบรวม หรือประมวลข้อมูลของทรัสต์ เพื่อตรวจสอบกิจการในส่วน ที่เกี่ยวข้องกับประกอบธุรกิจทรัสต์ หรือเข้าไปในธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงิน เพื่อ

^{๔๒} มาตรา ๙๓ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐

ตรวจสอบสมุดบัญชี เอกสารหรือหลักฐานที่อาจเกี่ยวข้องกับการตรวจสอบหรือดำเนินการตามพระราชบัญญัติดังกล่าว หรือค้นสถานที่ใด ๆ ที่มีเหตุอันควรสงสัยว่ามีการกระทำความผิดตามพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ และในการปฏิบัติหน้าที่เพื่อค้นสถานที่ พนักงานเจ้าหน้าที่ต้องไม่กระทำการอันมีลักษณะเป็นการข่มขู่ และต้องปฏิบัติตามประมวลกฎหมายวิธีพิจารณาความอาญาเว้นแต่มีเหตุอันควรเชื่อได้ว่าหากเน้นซ้ำกว่าจะเอาหมายค้นมาได้ เอกสารหรือหลักฐานดังกล่าวจะถูกยึดย้าย ชุกซ่อน ทำลาย หรือทำให้เปลี่ยนแปลงสภาพไปจากเดิม และกำหนดให้ผู้กระทำความผิดได้รับโทษในทางปกครองและโทษทางอาญาดังนี้

อย่างไรก็ตาม โดยที่พระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ถูกนำมาใช้อย่างจำกัดไม่ได้มีลักษณะเป็นกฎหมายทั่วไป ในส่วนของสัญญาทรัพย์สินระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องจึงยังต้องเป็นไปตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วยเรื่องสัญญา ซึ่งอาจสรุปสาระสำคัญได้ดังนี้^{๕๓}

ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มีได้บัญญัตินิยามของคำว่าสัญญาไว้ แต่ตามการศึกษาโดยทั่วไปแล้วอาจกล่าวได้ว่า สัญญา คือ การแสดงเจตนาเสนอสอนของต้องตรงกันที่มุ่งจะก่อให้เกิด เปลี่ยนแปลง หรือระงับนิติสัมพันธ์ กล่าวคือ การกระทำของบุคคลโดยชอบด้วยกฎหมายและด้วยใจสมัคร มุ่งในการผูกนิติสัมพันธ์ระหว่างบุคคล เพื่อจะก่อให้เกิดความเคลื่อนไหวในสิทธิ และได้มีการแบ่งนิติกรรมออกเป็นหลายประเภท ทั้งนิติกรรมฝ่ายเดียว นิติกรรมสองฝ่าย และนิติกรรมหลายฝ่าย

(๑) องค์ประกอบที่เป็นสาระสำคัญของสัญญา

๑.๑ บุคคล หรือที่เรียกว่า “คู่สัญญา” กล่าวคือ เป็นผู้ทำสัญญาเพื่อที่จะสร้างนิติสัมพันธ์และให้ผลของสัญญาที่เกิดขึ้น

^{๕๓} จี๊ด เศรษฐบุตร แก้ไขเพิ่มเติมโดย นายจิตติ ดิงศภิทัย. หลักกฎหมายแพ่งลักษณะนิติกรรมและหนี้ (พิมพ์ครั้งที่ ๒ กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์), ๒๕๒๒.

๑.๒ วัตถุประสงค์ ซึ่งก็คือเป้าหมายหรือประโยชน์สุดท้ายที่จะได้จากการทำสัญญา ในสัญญาทุกชนิดจะต้องมีวัตถุประสงค์เสมอโดยมีลักษณะที่ค่อนข้างแน่นอน

๑.๓ เจตนา สำหรับเจตนาในการทำสัญญานั้นต้องเป็นเจตนาที่ไม่วิปริต เพราะความสำคัญผิด กลั่นแกล้ง หรือการข่มขู่ โดยต้องเป็นเจตนาที่แท้จริง และวิธีการในการแสดงเจตนาก็ต้องเป็นไปตามหลักนิติกรรมว่า อาจแสดงเจตนาโดยวาจา หรือเป็นลายลักษณ์อักษรก็ได้ และต้องแสดงเจตนาออกมาตรงกับเจตนาที่แท้จริงภายใน จากนั้นจึงพิจารณาว่าเจตนาที่คู่สัญญาแสดงออกมานั้นมีลักษณะเป็นคำเสนอหรือเป็นคำสนองหรือไม่ แล้วค่อยพิจารณาว่าคำเสนอและคำสนองนั้น “ต้องตรงกัน” หรือไม่

๑.๔ แบบ หรือวิธีการในการแสดงเจตนา ซึ่งอาจจะเป็นวิธีใดก็ได้ ไม่ว่าจะด้วยวาจาหรือกายอาการ หรือลายลักษณ์อักษรที่ชัดเจน หรือด้วยการกระทำที่สันนิษฐานได้ว่าเป็นการแสดงเจตนาก็ได้ ยกเว้นแต่กรณีที่กฎหมายกำหนดให้สัญญาบางประเภทต้องทำตามแบบเฉพาะ มิฉะนั้นสัญญาจะตกเป็นโมฆะ

(๒) องค์ประกอบเสริมของสัญญา

องค์ประกอบเสริมของสัญญาที่คู่สัญญาสามารถที่จะกำหนดได้ มีดังต่อไปนี้

- เงื่อนไข
- เงื่อนไขเวลา
- มัดจำ
- เบี้ยปรับ

(๓) กระบวนการในการก่อให้เกิดสัญญา

กระบวนการในการก่อให้เกิดสัญญาโดยทั่วไปเริ่มด้วยคำเสนอและจบด้วยคำสนอง

(๔) คำเสนอ**ลักษณะของคำเสนอ**

- เป็นการแสดงเจตนาขอทำสัญญา
- เป็นการแสดงเจตนาที่ชัดแจ้ง
- คำเสนอต้องมีข้อความชัดเจนแน่นอนพอที่จะทำให้สัญญาเกิดได้หากผู้รับ

คำสนองตอบรับกลับมา

- คำเสนออาจทำต่อบุคคลใดบุคคลหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจงก็ได้ หรืออาจทำต่อสาธารณชนก็ได้

(๕) คำสนอง

คำสนอง คือ การแสดงเจตนาตอบรับเสนอเพื่อที่จะเข้าทำสัญญากับผู้เสนอ

ลักษณะของคำสนองมีดังนี้

- คำสนองมีลักษณะเป็นการแสดงเจตนาโดยอาจเป็นการแสดงเจตนาโดยชัดแจ้งหรือโดยปริยายก็ได้ และคำสนองต้องกระทำต่อบุคคลที่เจาะจงตัว

(๖) ผลของสัญญา

เมื่อสัญญาเกิดขึ้นในทางกฎหมายแล้ว จะก่อให้เกิดนิติสัมพันธ์ขึ้นทางกฎหมาย ดังนี้

- ผลต่อคู่สัญญา

สัญญาย่อมก่อให้เกิดผลโดยตรงต่อตัวคู่สัญญาซึ่งเป็นผู้ทำสัญญา ผลต่อคู่สัญญานี้ขยายไปยังบุคคลที่อยู่ในสถานะเช่นเดียวกับคู่สัญญาด้วย ซึ่งได้แก่ ทายาทโดยธรรมชาติของคู่สัญญาแต่ละฝ่าย ทายาทโดยพินัยกรรม หรือผู้รับโอนสิทธิของคู่สัญญาแต่ละฝ่าย

การที่สัญญาก่อให้เกิดผลโดยตรงต่อคู่สัญญานี้ เพราะคู่สัญญาเองมีเสรีภาพอย่างเต็มที่ที่จะทำสัญญาหรือไม่ก็ได้ ดังนั้น เมื่อมีเจตนาร่วมกันที่จะกำหนดขอบเขตทางกฎหมาย

ของตนเอง โดยกฎหมายรับรองให้เป็นไปตามนั้นแล้ว คู่สัญญาก็ต้องเคารพความผูกพันนั้น ประหนึ่งว่าเป็นกฎหมายที่เขาสร้างขึ้นมาบังคับระหว่างกันด้วยเจตนา

ความผูกพันนี้ไม่อาจเลิกกันไปเพราะเจตนาของคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งแต่เพียงฝ่ายเดียว นอกจากจะต้องมาตกลงทำสัญญากันใหม่เพื่อที่จะยกเลิกสัญญาฉบับเดิม หรือจะบอกเลิกสัญญาในกรณีที่มีเหตุบอกเลิกสัญญา

- ผลต่อบุคคลภายนอก

การที่คู่สัญญาจะกำหนดให้ผลของสัญญาตกกับบุคคลภายนอกโดยตรงนั้น ถือเป็นกรณีที่เป็นข้อยกเว้น และทำได้ตามที่กฎหมายกำหนด

สัญญาที่กำหนดให้ผลของสัญญาตกอยู่กับบุคคลภายนอกสัญญา ได้แก่ สัญญาเพื่อประโยชน์ของบุคคลภายนอก โดยมีสาระสำคัญดังนี้

- (๑) กำหนดให้ผลที่เป็นประโยชน์เท่านั้น ที่ตกอยู่กับบุคคลภายนอก
- (๒) บุคคลภายนอกยังมีเสรีภาพที่จะเลือกรับผลตามสัญญานั้น หรือไม่ก็ได้ มิได้ถูกจำกัดเสรีภาพหรือถูกบังคับให้ต้องรับผลของสัญญานั้น
- (๓) ถ้าบุคคลภายนอกต้องการรับผลของสัญญาก็ทำได้โดยการแสดงเจตนาแก่คู่สัญญาฝ่ายที่เป็นลูกหนี้ว่าประสงค์ที่จะถือเอาประโยชน์จากสัญญานั้น^{๔๔}
- (๔) เมื่อบุคคลภายนอกมีสิทธิแล้วก็ย่อมเรียกให้ลูกหนี้ตามสัญญาชำระหนี้แก่ตนได้โดยตรง
- (๕) ถ้าลูกหนี้แห่งสัญญาหรือคู่สัญญาฝ่ายที่จะต้องเป็นผู้ชำระหนี้มีข้อต่อผู้อะไรในการที่จะไม่ชำระหนี้ต่อบุคคลภายนอก โดยข้อต่อผู้นั้นมีมูลมาจากสัญญาที่อาจยกต่อผู้บุคคลภายนอกได้ด้วย^{๔๕}

^{๔๔} มาตรา ๓๗๔ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

^{๔๕} มาตรา ๓๗๖ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

- ผลที่เกิดขึ้นตามสัญญา

ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลง หรือโอนสิทธิเรียกร้อง เมื่อสัญญาเกิด ผลที่เกิดจากสัญญาก็คือหนี้ หรือความผูกพันที่คู่สัญญาจะต้องปฏิบัติตามชำระหนี้ต่อไป ตลอดจนก่อให้เกิดผลทางทรัพย์สิน กล่าวคือ ก่อให้เกิด เปลี่ยนแปลง หรือโอนสิทธิในทางทรัพย์สิน

- ผลของสัญญาต่างตอบแทนและผลในเรื่องของความเสียหาย

สำหรับสัญญาต่างตอบแทนนั้น มีลักษณะพิเศษต่างจากสัญญาธรรมดาอยู่บ้าง ตรงที่สัญญาต่างตอบแทนนั้นยอมก่อให้เกิดหนี้ต่อคู่สัญญาทั้งสองฝ่ายที่จะต้องปฏิบัติตามชำระหนี้ตอบแทนกัน ผลแห่งสัญญามีดังนี้

(๑) การที่คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายจะต้องปฏิบัติตามชำระหนี้ตอบแทนกันและกัน ซึ่งถ้าฝ่ายหนึ่งไม่ชำระหนี้หรือไม่ขอปฏิบัติตามชำระหนี้ อีกฝ่ายหนึ่งก็มีสิทธิที่จะไม่ชำระหนี้เช่นเดียวกัน เว้นแต่หนี้ของฝ่ายแรกยังไม่ถึงกำหนด

(๒) ผลในเรื่องภัยพิบัติที่เกิดขึ้นกับตัวทรัพย์สินอันเป็นวัตถุแห่งสัญญาหรือเกิดกับการชำระหนี้ตามสัญญา ถ้ามีภัยพิบัติเกิดขึ้น ความเสียหายหรือบาปเคราะห์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นโดยมิใช่ความผิดของคู่สัญญาฝ่ายใดนั้น พิจารณาได้ดังนี้

- สัญญามีวัตถุที่ประสงค์โอนทรัพย์สิน (มาตรา ๓๗๐ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์)

กรณีเป็นสัญญาต่างตอบแทน โดยมีเป้าหมายในการทำให้เกิดหรือโอนทรัพย์สิน ทรัพย์สินที่โอนต้องเป็นทรัพย์สินเฉพาะสิ่ง มีความสูญหายหรือเสียหายแก่ทรัพย์สินนั้น โดยมิใช่ความผิดของลูกหนี้แล้ว เจ้าหนี้ต้องรับบาปเคราะห์นั้น

แต่หากกรณีเป็นที่เป็นการผิดลูกหนี้ เจ้าหนี้ก็มีสิทธิไม่ชำระหนี้ ตามมาตรา ๓๖๙ และอาจมีสิทธิบอกเลิกสัญญาตามมาตรา ๓๘๙ โดยหากเจ้าหนี้ได้ชำระหนี้ในส่วนของตนไปแล้ว ก็มีสิทธิเรียกสิ่งที่ชำระไปคืนได้ ซึ่งหากเจ้าหนี้มีสิทธิเรียกให้ลูกหนี้ชดใช้ ค่าสินไหมทดแทน

- สัญญามีวัตถุประสงค์โอนทรัพย์สิน แต่มีเงื่อนไขบังคับก่อน (มาตรา ๓๗๑ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์)

ในกรณีที่เป็นสัญญาต่างตอบแทนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการโอนทรัพย์สิน ซึ่งสัญญาอยู่ภายใต้เงื่อนไขบังคับก่อน หากทรัพย์สินตามสัญญาสูญหายหรือถูกทำลาย ในระหว่างที่เงื่อนไขบังคับก่อนยังไม่สำเร็จ ภัยพิบัติไม่ตกเป็นพัวพันกับเจ้าหนี้แต่เป็นพัวพันกับลูกหนี้ กล่าวคือ ลูกหนี้ไม่มีสิทธิเรียกให้ชำระหนี้

- สัญญาที่ไม่มีวัตถุประสงค์โอนทรัพย์สิน (มาตรา ๓๗๒ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์)

กรณีที่มีการชำระหนี้ตกเป็นพันวิสัยและไม่ใช่ความผิดของคู่สัญญาแล้ว ลูกหนี้หลุดพ้นจากการชำระหนี้และไม่มีสิทธิได้รับหนี้

๕. การใช้ทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมที่เอื้ออำนวยต่อตลาดทุน

โดยที่พระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ ได้กำหนดการนำหลักการในเรื่องทรัพย์สินมาใช้ต้องมีลักษณะเป็นการเฉพาะกิจ เนื่องจากโดยทั่วไปยังคงนำหลักการเรื่องทรัพย์สินไปใช้ไม่ได้ ยกเว้นกรณีตามที่กฎหมายนี้กำหนดไว้เท่านั้น จึงได้กำหนดให้เกิดความชัดเจนในมาตรา ๔ แห่งร่างพระราชบัญญัติดังกล่าวว่า “ทรัพย์สินอาจก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน” และเนื่องจากคำว่า “ธุรกรรมในตลาดทุน” มีความหมายในลักษณะกว้างและไม่มีคำจำกัดความไว้ในกฎหมายฉบับใดมาก่อน จึงได้ระบุให้ชัดเจนว่า ธุรกรรมดังกล่าวเป็นไปตามกฎหมายใด กล่าวคือ (๑) การออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (๒) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และธุรกรรมอื่นใดที่เป็นการส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน ซึ่งตามกรณีนี้ (๓) นี้เป็นการกำหนดเพื่อรองรับสถานการณ์ในอนาคตที่อาจมีธุรกรรมอื่นตามกฎหมายอื่น

โดยที่ปัจจุบันได้มีประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กข. ๘/๒๕๕๒ เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้ ซึ่งออกโดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา ๔ และมาตรา ๘ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ โดยกำหนดให้ทรัสต์อาจก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน ได้แก่ ก่อตั้งขึ้นเพื่อ (๑) ทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุน (Active trust) ที่มีการออกใบทรัสต์ซึ่งได้แก่ (ก) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและรายใหญ่ (Institutional Investor & High Net Worth Trust Fund) และ (ข) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust) (ค) การตั้ง Exchange-traded fund ในรูปทรัสต์ (ง) การตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ ในรูปทรัสต์ (Special Purpose Trust) (๑) การก่อตั้งทรัสต์ที่เกี่ยวกับการออกตราสารสุกุก (Sukuk) และ (๒) ทรัสต์สำหรับการถือครองทรัพย์สินหรือเพื่อประโยชน์ในการชำระหนี้ในการออก หลักทรัพย์ (Passive trust) ได้แก่ (ก) การใช้ทรัสต์ในการออกและเสนอขายหุ้นให้กรรมการและ พนักงาน (ข) การใช้ทรัสต์ในโครงการร่วมลงทุนระหว่างนายจ้างและลูกจ้าง (Employee Joint Investment Program) (ค) การใช้ทรัสต์ในการออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (ง) การตั้งบัญชี เงินสำรอง (Reserve account) หรือเงินทุนทยอยชำระ (Sinking fund) ในรูปทรัสต์เพื่อการชำระ หนี้ในการออกหุ้นกู้ (๑) การตั้งบัญชีทรัพย์สินในรูปทรัสต์ในการเรียกเก็บหนี้ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ ทั้งนี้ ประกาศฉบับนี้มีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ ๑ กรกฎาคม พ.ศ. ๒๕๕๒ เป็นต้นไป ทั้งนี้ ในต่างประเทศนั้น ได้มีการนำทรัสต์ไปใช้เพื่อประโยชน์ในตลาดทุนอย่างแพร่หลาย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ธุรกรรมการออกตราสารสุกุก ธุรกรรมการออก Covered Bond ธุรกรรม Real Estate Investment Trust และ การใช้ทรัสต์เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

๔.๑ ธุรกรรมการออกตราสารสุกุก

ก่อนที่จะกล่าวถึงรายละเอียดเกี่ยวกับตราสารสุกุก นั้น จำเป็นที่จะต้องเข้าใจ หลักการของระบบการเงินและการลงทุนตามหลักอิสลามก่อน โดยที่ปัจจุบันธุรกรรมการเงิน และการลงทุนของอิสลามมีความแพร่หลายอย่างกว้างขวางและถือเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญ ในตลาดเงินและตลาดทุนระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ระบบการเงินและการลงทุนไม่ว่าจะเป็น การธนาคาร การประกันภัย หรือการระดมทุนต้องเป็นไปตามหลักศาสนาและจริยธรรม ที่เรียกว่า

Shariah ดังนั้น จึงได้มีการคิดค้นและดัดแปลงเครื่องมือทางการเงินการลงทุนให้สอดคล้องกับหลักดังกล่าว ดังนี้

๔.๑.๑ หลักการทำธุรกรรมตามกฎหมายอิสลาม^{๔๖}

หลักเกี่ยวกับการทำธุรกรรมทางการเงินของศาสนาอิสลามเป็นเรื่องที่มีความสำคัญ เนื่องจากศาสนาอิสลามจะมีข้อห้ามหลายประการที่ส่งผลต่อการทำธุรกรรมทางการเงินบางประเภท ดังนั้น จึงต้องศึกษาหลักการดังกล่าวเพื่อให้ทราบถึงข้อห้ามต่าง ๆ เหล่านี้

(๑) ธุรกรรมที่ต้องห้ามตามหลักอิสลาม

ธุรกรรมทางพาณิชย์ลักษณะต่าง ๆ สามารถทำได้ เว้นแต่ต้องห้ามโดยชัดแจ้งตามหลัก Shariah ซึ่งได้แก่

ก. ดอกเบี้ย (Riba) หมายความว่า ความมากเกินไปจนความจำเป็น หมายถึง การมากขึ้นหรือเพิ่มขึ้นของทุนอย่างไม่ถูกต้อง กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การไม่มีการตอบแทนคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งในมูลค่าที่เท่าเทียมกันไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มขึ้นจากการให้กู้หรือการขายสินทรัพย์ ดังนั้น การกำหนดผลประโยชน์ตอบแทนในทางบวกเป็นจำนวนแน่นอนไว้ล่วงหน้า ซึ่งมีลักษณะเป็นการประกันผลตอบแทนโดยไม่คำนึงถึงผลประกอบการอันเป็นที่มาของผลตอบแทนนั้น ๆ จึงต้องห้ามตามหลักอิสลาม

ข. ความไม่แน่นอน (Gharar) หมายถึง ธุรกรรมซึ่งประกอบด้วยความไม่แน่นอนความคลุมเครือ หรือการหลอกลวง เช่น ความไม่แน่นอนของสินค้าหรือราคาสินค้า การหลอกลวงผู้ซื้อในราคาสินค้า โดยธุรกรรมที่ต้องห้ามตามข้อนี้ ได้แก่

- การประกันภัยตามความหมายทั่วไป ซึ่งผู้รับประกันภัยตกลงจะจ่ายค่าสินไหมทดแทนเมื่อเกิด

^{๔๖} นกนวลพรรณ ภวสันต์, บทศึกษาเรื่องตราสารสุกุก (Sukuk : Islamic Bond), (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ๒๖ กันยายน ๒๕๔๘).

เหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งขึ้นในอนาคตและค่า
สินไหมทดแทนมีจำนวนไม่แน่นอนขึ้นอยู่กับความ
เสียหายที่เกิดขึ้น

- ค. การพนัน (Qimar) หมายถึง ธุรกรรมระหว่างคู่สัญญาตั้งแต่สองฝ่ายขึ้นไป ซึ่ง
ผลของธุรกรรมนั้นทำให้มีฝ่ายหนึ่งเสีย ถือเป็น การหาประโยชน์จากความ
สูญเสีย หรือค่าใช้จ่ายของอีกฝ่ายหนึ่ง
- ง. ธุรกรรมเกี่ยวกับสินค้าและบริการต้องห้าม หมายถึง ธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับ
เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ ผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับสุกร รวมทั้งสินค้าหรือบริการที่ขัด
ต่อจริยธรรม เช่น สื่อลามก การค้าประเวณี เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม หลักอิสลามส่งเสริมให้มีการร่วมลงทุนในลักษณะของการแบ่งสรร
และร่วมรับความเสี่ยง โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเป็นส่วนแบ่งกำไร ทั้งนี้ กำไรถือเป็นสิ่งที่
ควรได้เพราะเป็นสิ่งที่ได้มาจากความพยายามและแสดงให้เห็นถึงผลสำเร็จในการดำเนินธุรกิจ
ต่างจากดอกเบี้ยซึ่งเป็นการกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้ล่วงหน้า โดยไม่คำนึงว่าผลประกอบการ
อันเป็นที่มาของดอกเบี้ยนั้นจะดีหรือขาดทุน

(๒) โครงสร้างทางการเงินและการลงทุนตามหลักอิสลาม^{๔๗}

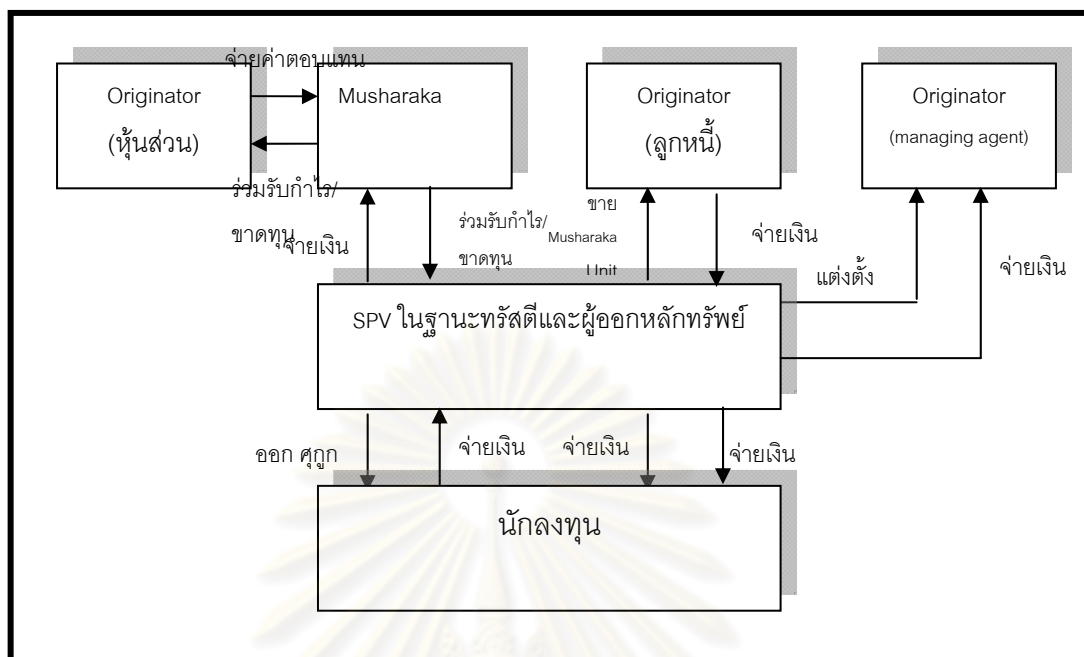
- ก. โครงสร้างในส่วนของ Equity Finance อยู่บนพื้นฐานของการแบ่งสรรกำไร
(Mudharabah) และการแบ่งสรรกำไรและขาดทุน (Musharakah) ซึ่งมี
ลักษณะเช่นเดียวกับการลงทุนในหุ้นของบริษัทหรือการลงทุนในห้างหุ้นส่วน
นั่นเอง ในกรณีนี้ผู้ลงทุนไม่สามารถกำหนดจำนวนผลตอบแทนที่แน่นอนไว้
ล่วงหน้า โดยความเสี่ยงและกำไรที่ได้รับจะมีการแบ่งสรรกันไปตามสัดส่วนที่
ตกลง

^{๔๗} เรืองเดียวกัน

ตัวอย่างโครงสร้างการลงทุนในลักษณะดังกล่าว^{๔๔}

๑. ตัวกลางเฉพาะกิจ SPV ออกตราสารศุภุก แล้วเสนอขายนักลงทุน
๒. นักลงทุนจองซื้อตราสารศุภุก
๓. ทรัสต์เข้าทำสัญญา Musharaka กับผู้ก่อตั้งทรัสต์ ตามทรัสต์ได้ให้เงินผู้ก่อตั้งทรัสต์จากการเสนอขายตราสารศุภุก
๔. ผู้ก่อตั้งทรัสต์เข้าทำสัญญา Musharaka กับทรัสต์ตามที่ได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินหรือค่าตอบแทนเป็นอย่างอื่น
๕. ทรัสต์จะได้รับเงินจากส่วนแบ่งของกำไรที่ตกลงกันไว้ก่อนจากสินทรัพย์ Musharaka ในแต่ละงวด และกรณีที่สินทรัพย์นั้นขาดทุน ทรัสต์ก็ต้องร่วมรับการขาดทุนเช่นว่านั้นด้วย
๖. ผู้ก่อตั้งทรัสต์จะได้รับส่วนแบ่งกำไรที่ตกลงกันไว้ก่อนจากสินทรัพย์ Musharaka ในแต่ละงวด และหากเกิดการขาดทุน ผู้ก่อตั้งทรัสต์ก็ต้องรับผลขาดทุนเช่นว่านั้นด้วย
๗. SPV จะต้องจ่ายผลตอบแทนกรณีมีกำไรให้นักลงทุน
๘. ทรัสต์จะขายคืนหน่วยลงทุนทั้งหมดใน Musharaka ในราคาที่ตกลงกัน โดยมีมูลค่าเท่ากับราคาตลาดที่เป็นธรรมสำหรับสินทรัพย์ Musharaka เมื่อมีการผิदनชำระหนี้หรือมีการขอใช้สิทธิตามสัญญาจะซื้อสินทรัพย์หรือสัญญาจะขายสินทรัพย์
๙. SPV จะจ่ายผลตอบแทนให้กับนักลงทุนตามที่ได้รับเงินจากผู้ก่อตั้งทรัสต์
๑๐. ทรัสต์และผู้ก่อตั้งทรัสต์จะเข้าทำสัญญาบริหารจัดการ (Management Agreement) โดยทรัสต์จะแต่งตั้งผู้ก่อตั้งทรัสต์ให้เป็นผู้บริหารจัดการเพื่อจัดการ Musharaka เกี่ยวกับแผนธุรกิจ

^{๔๔} Clifford Chance, Sukuk Guidebook, (Dubai International Financial Centre, November 2009), p. 21.



ข. โครงสร้างในส่วนของ Debt Finance ต้องมีสินทรัพย์รองรับ (Underlying Asset) เป็นเนื้อหาสำคัญ มิใช่เป็นเพียงการกู้ยืมหรือหนี้ตามความหมายทั่วไป รูปแบบของธุรกรรมที่นำมาปรับใช้มีดังต่อไปนี้

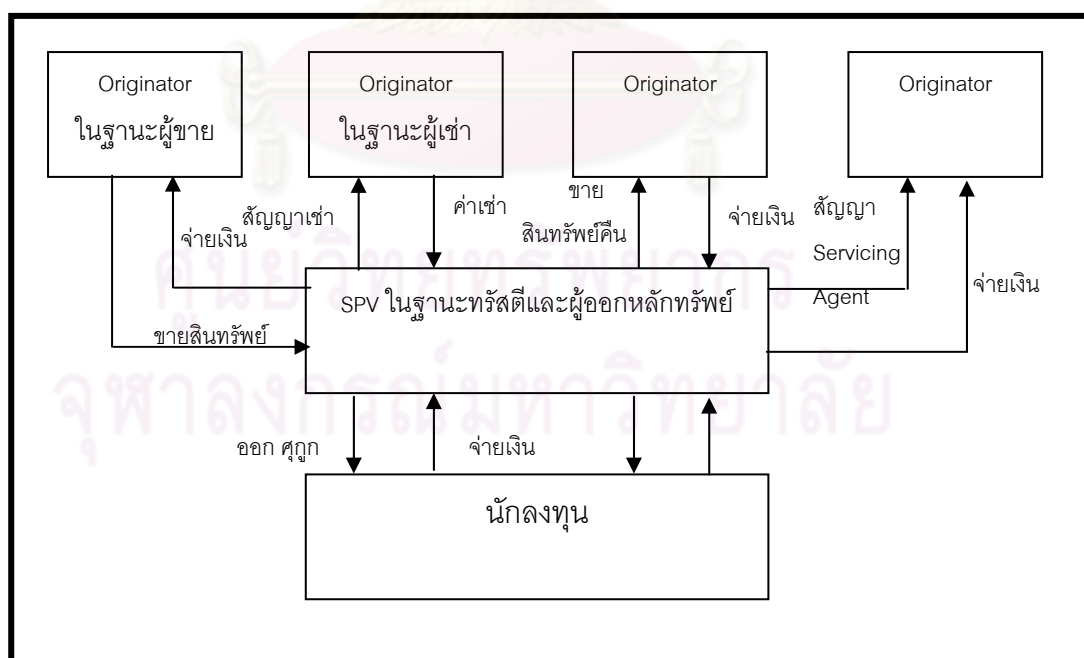
- ธุรกรรมการเช่าทรัพย์สิน (Ijarah) มักใช้ในการให้เงินทุนเพื่อซื้อสินทรัพย์ โดยผู้ให้เงินทุนนำทรัพย์สินออกให้เช่าและอาจตกลงให้กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินดังกล่าวโอนไปยังผู้เช่าเมื่อชำระค่าเช่าครบตามกำหนด ซึ่งเทียบได้กับการเช่าซื้อนั่นเอง

ตัวอย่างโครงสร้างของการออกตราสารศุภก ในธุรกรรม Ijarah^{๔๙}

๑. ตัวกลาง SPV ออกตราสารศุภก ซึ่งแสดงถึงผลประโยชน์แห่งความเป็นเจ้าของที่ยังไม่ได้แบ่งแยก โดยมีสินทรัพย์รองรับ
๒. นักลงทุนจะจองซื้อตราสารศุภก และจะจ่ายเงินให้กับ SPV โดยที่ SPV จะประกาศกองทรัสต์เหนือสินทรัพย์รองรับ และ SPV จะทำหน้าที่เป็นทรัสต์บนกองทรัสต์

^{๔๙} Ibid., p. 14.

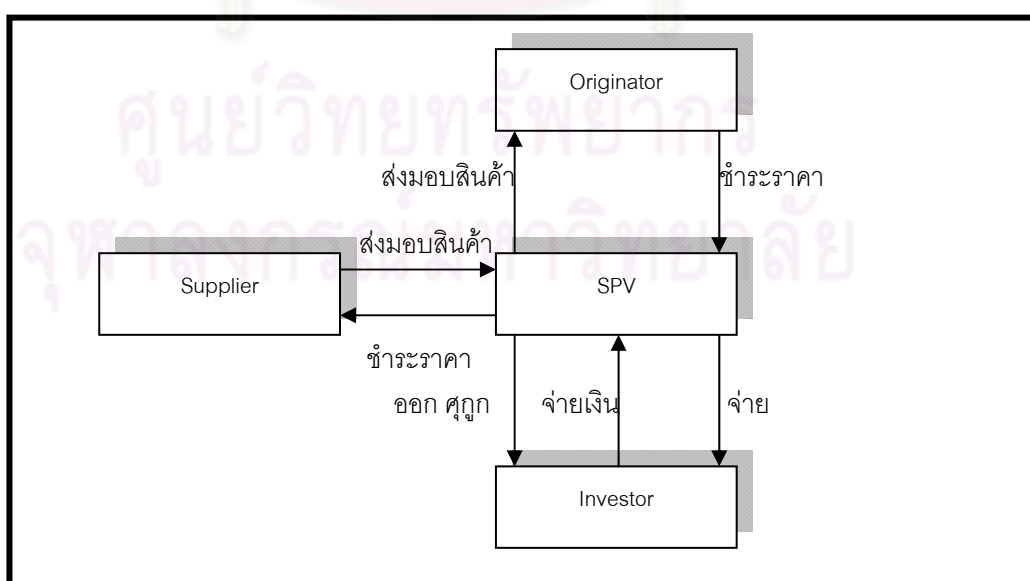
๓. ผู้ก่อตั้งทรัสต์ก็จะเข้าทำสัญญาซื้อขายสินทรัพย์รองรับกับทรัสต์ตามที่ได้ตกลงกัน
๔. ทรัสต์จะจ่ายเงินค่าซื้อสินทรัพย์รองรับให้ผู้ก่อตั้งทรัสต์
๕. ทรัสต์จะให้ผู้ก่อตั้งทรัสต์เช่าสินทรัพย์รองรับดังกล่าวภายในกำหนดระยะเวลาเมื่อครบกำหนดตามตราสารศุภก
๖. ผู้ก่อตั้งทรัสต์ในฐานะผู้เช่าจะจ่ายค่าเช่าให้กับทรัสต์ในฐานะผู้ให้เช่า โดยจำนวนค่าเช่าในแต่ละงวดจะเท่ากับจำนวนเงินที่ต้องจ่ายตามระยะเวลาในตราสารศุภก
๗. SPV จะนำเงินค่าเช่าตามข้อ ๖. มาจ่ายตอบแทนให้แก่นักลงทุน
๘. เมื่อเกิดการผิดนัดหรือเมื่อมีการใช้สิทธิตามสัญญาว่าจะขายคืนหรือซื้อคืนแล้ว ทรัสต์จะขายสินทรัพย์รองรับดังกล่าวคืนให้กับผู้ก่อตั้งทรัสต์
๙. SPV จะจ่ายเงินตามข้อ ๘. ให้กับนักลงทุน
๑๐. ทรัสต์และผู้ก่อตั้งทรัสต์จะเข้าทำสัญญา Service Agency Agreement โดยทรัสต์จะแต่งตั้งให้ผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็น Servicing Agent ภายใต้สัญญาเช่าซึ่งจะต้องผูกพันให้บำรุงรักษาสินทรัพย์ จัดทำประกัน และจ่ายภาษีต่าง ๆ



- การค้าซึ่งคำนวณรวมกำไร (Murabahah) และการขายโดยยึดเวลาชำระราคา (Bai bithaman ajil) เป็นธุรกรรมที่ผู้ให้เงินทุนตกลงซื้อสินทรัพย์เพื่อที่จะขายสินทรัพย์นั้นให้แก่คู่สัญญาฝ่ายที่ต้องการเงินทุนในราคาที่สูงขึ้น (Mark – up cost) โดยยึดเวลาการชำระราคาออกไปหรือกำหนดแบ่งชำระเป็นงวด

ตัวอย่างโครงสร้างการทำ Sukuk al – Murabaha^{๕๐}

๑. SPV ออกตราสารสุกุก
๒. นักลงทุนจองซื้อตราสารสุกุก
๓. ผู้ก่อตั้งทรัสต์ในฐานะผู้ซื้อเข้าทำสัญญา Murabaha กับทรัสต์ในฐานะผู้ขายที่จะซื้อขายสินค้าจากทรัสต์ตามข้อตกลงการส่งมอบและการชำระราคา ผลของการชำระราคานั้นจะเป็นไปตามตราสารสุกุก โดยทรัสต์จะซื้อสินค้าจากบุคคลภายนอกในราคาต้นทุน
๔. ผู้ขายสินค้าจะส่งมอบสินค้าให้กับทรัสต์
๕. ทรัสต์จะขายสินค้าให้กับผู้ก่อตั้งทรัสต์ตามข้อกำหนดในสัญญา Mudaraba
๖. ผู้ก่อตั้งทรัสต์ในฐานะผู้ซื้อจะชำระราคาให้กับทรัสต์ ราคาในแต่ละงวดจะเท่ากับผลตอบแทนภายใต้ตราสารสุกุก
๗. SPV จะจ่ายผลตอบแทนให้กับนักลงทุน



^{๕๐} Ibid., p. 47.

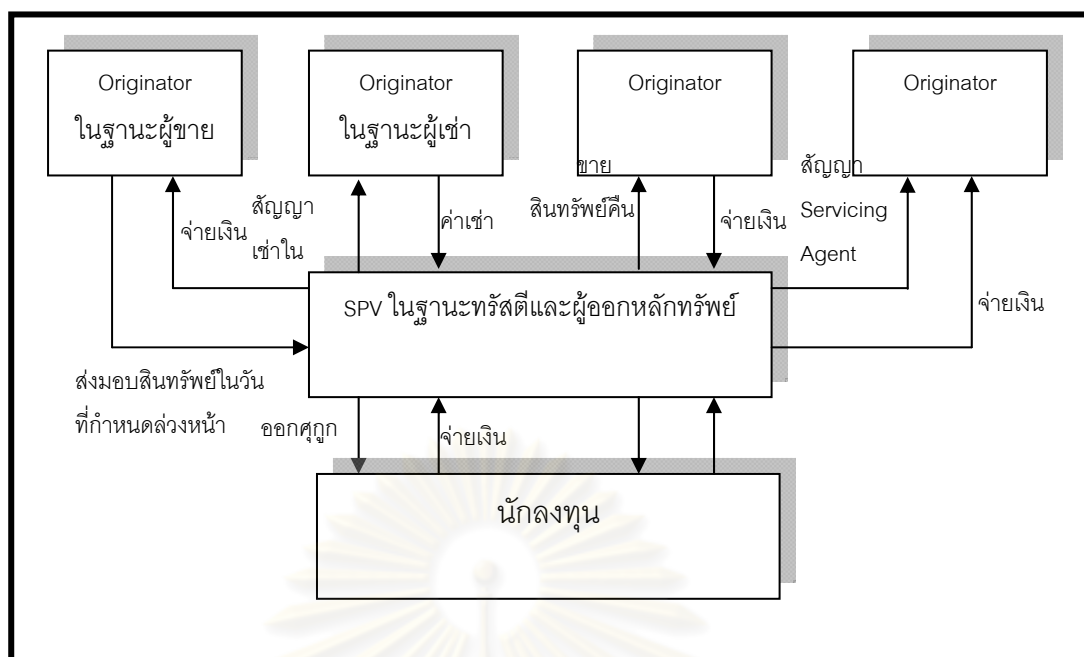
- การซื้อล่วงหน้า (Bai al – salam) และคำสั่งซื้อ (Istisna) เป็นธุรกรรม การซื้อขายที่ยืดระยะเวลาการส่งมอบสินทรัพย์ออกไป โดยชำระราคา ด้วยเงินสด ณ เวลาทำสัญญาในกรณีของธุรกรรมการซื้อล่วงหน้า หรือ กำหนดชำระราคาตามแต่ตกลงในกรณีของธุรกรรมคำสั่งซื้อ

ตัวอย่างโครงสร้าง Sukuk al-Istisna^{๕๑}

๑. SPV ออกตราสารศุภุก
๒. นักลงทุนจองซื้อตราสารศุภุก พร้อมทั้งชำระราคา (เงินสด)
๓. ผู้ก่อตั้งทรัสต์เข้าผูกพันตาม Istisna กับทรัสต์ ตามที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ตกลงจะ ก่อสร้างสินทรัพย์และจะรับผิดชอบในการส่งมอบสินทรัพย์ดังกล่าวใน อนาคต และทรัสต์ตกลงที่จะให้คำตอบแทนในอนาคต
๔. ทรัสต์ชำระราคาให้กับผู้ก่อตั้งทรัสต์เมื่อถึงเวลาที่กำหนด
๕. ทรัสต์จะรับผิดชอบในการปล่อยให้ผู้ก่อตั้งทรัสต์เช่าสินทรัพย์ภายใต้สัญญา เช่าล่วงหน้า (เรียกว่า Ijara mawsufah fi al – dimmah) โดยมีข้อกำหนดมา จากวันครบกำหนดชำระงวดโดยใช้หนี้ของตราสารศุภุก
๖. ผู้ก่อตั้งทรัสต์ในฐานะผู้เช่าจะชำระราคาของค่าเช่าล่วงหน้าก่อนที่จะมีการส่ง มอบสินทรัพย์และค่าเช่าที่แท้จริงเมื่อได้มีการส่งมอบสินทรัพย์แล้ว (Actual Rental)
๗. SPV จะจ่ายผลตอบแทนให้กับนักลงทุนในแต่ละงวดจากค่าเช่าตามข้อ ๖.
๘. การส่งมอบสินทรัพย์จะเกิดขึ้นเมื่อมีการผิมนัดชำระหนี้หรือมีการใช้สิทธิตาม สัญญาจะซื้อคืนหรือจะขายคืน

ศูนย์วิจัยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

^{๕๑} Ibid., p. 41.



(๓) ลักษณะตราสารตามอิสลาม^{๕๒}

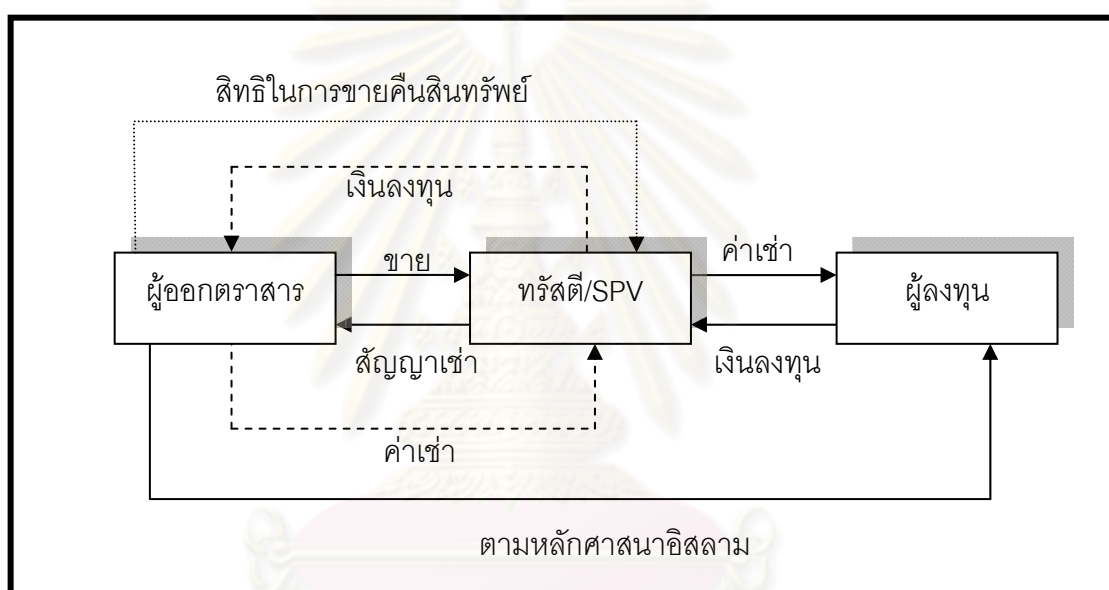
ตราสารอิสลามมีโครงสร้างในลักษณะที่ผู้ออกตราสารทำการออกตราสารให้แก่ผู้ลงทุนเพื่อแสดงถึงความเป็นเจ้าของหรือการมีส่วนร่วมในสินทรัพย์รองรับที่เป็นไปตามหลัก Shariah รูปแบบต่าง ๆ ข้างต้น เช่น ตราสารทุนที่แสดงถึงความเป็นเจ้าของในธุรกิจที่มีการแบ่งสรรกำไรตราสารหนี้ที่แสดงถึงความผูกพันตามธุรกรรมการขายโดยยึดเวลาชำระราคา หรือตราสารหนี้ที่แสดงถึงความผูกพันตามธุรกรรมการเช่าทรัพย์สิน เป็นต้น

ตัวอย่างของตราสารอิสลาม

ผู้ออกตราสารทำสัญญาขายสินทรัพย์ให้แก่ผู้ลงทุนแลกกับการชำระราคา (เงินลงทุน) กรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์นั้นจะโอนไปยังผู้ลงทุน จากนั้นผู้ออกตราสารจะทำการซื้อสินทรัพย์นั้นคืนทันที กรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์จะโอนคืนมายังผู้ออกตราสาร โดยมีข้อตกลงยึดเวลาการชำระราคาซึ่งได้แก่ ราคาขายในครั้งแรกรวมกำไรออกไป และผู้ออกตราสารทำการออกตราสารให้แก่ผู้ลงทุนเพื่อเป็นหลักฐานของความผูกพันดังกล่าว

^{๕๒} นกนวลพรรณ ภวสันต์, บทศึกษาเรื่องตราสารสุกุก (Sukuk : Islamic Bond).

ในกรณีธุรกรรมการเช่าทรัพย์สิน ผู้ออกตราสารทำสัญญาขายสินทรัพย์ให้กับบุคคลภายนอกซึ่งอาจเป็นทรัสต์หรือนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV) กรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์โอนไปยังทรัสต์ในฐานะผู้กระทำการแทนผู้ลงทุน จากนั้นทรัสต์ให้ผู้ออกตราสารเช่าสินทรัพย์ดังกล่าว โดยผู้ออกตราสารให้ค่าเช่าแก่ทรัสต์ตลอดระยะเวลาการเช่า และออกตราสารให้แก่ผู้ลงทุนเพื่อเป็นหลักฐานของความผูกพันดังกล่าว ทั้งนี้ ราคาไถ่ถอนของตราสารที่ผู้ลงทุนจะได้รับเมื่อครบกำหนด ได้แก่ จำนวนเงินลงทุนบวกกับกำไรจากการให้เช่า ตลอดจนผู้ออกตราสารอาจให้ทางเลือกแก่ทรัสต์ในการที่จะขายสินทรัพย์ตามสัญญาเช่าคืนแก่ผู้ออกตราสารเมื่อครบกำหนดเวลาตามสัญญา ดังภาพ



๔.๑.๒ ธุรกรรมการออกตราสารสุกุก^{๕๓}

(๑) ลักษณะของตราสารสุกุก

ตราสารสุกุก หมายถึงเอกสารหรือตราสารอันเป็นหลักฐานแห่งความเป็นเจ้าของซึ่งแบ่งแยกไม่ได้เหนือสินทรัพย์รองรับตามสัดส่วน สุกุก เป็นตราสารเปลี่ยนมือได้ สามารถซื้อขายได้ตามราคาที่ตราไว้ หรือในราคาที่สูงหรือต่ำกว่า

ดังนั้น ตราสารสุกุก จึงเป็นตราสารซึ่งแสดงสิทธิของผู้ถือตราสารในความเป็นเจ้าของหรือการร่วมลงทุนในสินทรัพย์รองรับหรือกลุ่มของสินทรัพย์รองรับ แบ่งเป็นหน่วยแต่ละ

^{๕๓} เรื่องเดียวกัน

หน่วยมีมูลค่าเท่ากัน โดยผลตอบแทนที่ผู้ถือตราสารจะได้รับไม่ใช่ดอกเบี้ย คือ มิได้มีการประกันผลตอบแทนเป็นการ pass through กระแสเงินได้ที่เกิดจากสินทรัพย์ดังกล่าวนั่นเอง ทั้งนี้สินทรัพย์รองรับหรือกลุ่มของสินทรัพย์รองรับนั้นต้องเป็นไปตามหลัก Shariah

(๒) ประเภทของตราสารสุกุก

ตราสารสุกุก แบ่งได้ตามลักษณะของสินทรัพย์รองรับ ดังนี้

- ก. Pure Ijarah Sukuk ได้แก่ สุกุก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นธุรกรรมกรรมการเช่าทรัพย์สิน โดยกำหนดอัตราผลตอบแทนไว้แน่นอนหรือลอยตัว
- ข. Hybrid/Pooled Sukuk ได้แก่ สุกุก ที่กลุ่มของสินทรัพย์รองรับประกอบไปด้วยสินทรัพย์หลายประเภท เช่น ธุรกรรมกรรมการเช่าทรัพย์สิน ความผูกพัน (หนี้) ตามคำสั่งซื้อหรือการค้ำซึ่งคำนวณรวมกำไร การรวมกลุ่มของสินทรัพย์ชนิดต่าง ๆ กันดังกล่าว เปิดโอกาสให้สามารถระดมทุนได้มากขึ้น เนื่องจากสามารถนำสินทรัพย์ประเภทธุรกรรมคำสั่งซื้อหรือการค้ำซึ่งคำนวณรวมกำไรมารวมเป็นกลุ่มของสินทรัพย์รองรับได้ อย่างไรก็ตามสินทรัพย์ในกลุ่มนี้อย่างน้อยร้อยละ ๕๑ ต้องเป็นสินทรัพย์ประเภทธุรกรรมกรรมการเช่าทรัพย์สิน โดยตราสารประเภทนี้จะมีการกำหนดผลตอบแทนไว้เป็นอัตราที่แน่นอน
- ค. Variable Rate Redeemable Sukuk ได้แก่ สุกุก ที่อัตราดอกเบี้ยผันขึ้นอยู่กับสภาพกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากงบดุลของกิจการ
- ง. Zero – Coupon Non – Tradable Sukuk ได้แก่ สุกุก ที่สินทรัพย์รองรับยังไม่เกิดมีขึ้น วัตถุประสงค์ของการระดมทุนก็เพื่อก่อให้เกิดสินทรัพย์ดังกล่าวโดยธุรกรรมคำสั่งซื้อ อย่างไรก็ตามตราสารประเภทนี้ไม่สามารถซื้อขายได้ เนื่องจากหนี้ซึ่งเกิดขึ้นจากคำสั่งซื้อไม่สามารถซื้อขายได้ตามหลัก Shariah

๑. Embedded Sukuk ได้แก่ ศุฎก ประเภท Zero – Coupon Sukuk ประเภท Pure Ijarah หรือ ศุฎก ประเภท Hybrid ที่มีทางเลือกให้สามารถแปลงสภาพไปเป็นสินทรัพย์รูปแบบอื่นได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขที่กำหนด
๒. ศุฎก ประเภทอื่น ๆ ตามที่ The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) กำหนด ดังต่อไปนี้
- ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นทรัพย์สินที่ให้เช่า
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นสิทธิเก็บกินในทรัพย์สินที่มีอยู่แล้วหรือสิทธิเก็บกินในทรัพย์สินที่จะมีขึ้นในอนาคต
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นบริการตามที่กำหนด
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นบริการที่จะมีขึ้นในอนาคต
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นธุรกรรมประเภทการซื้อขายล่วงหน้า
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นธุรกรรมประเภทคำสั่งซื้อ
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นธุรกรรมประเภทการค้าซึ่งควมรวมกำไร
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นโครงการที่อยู่บนพื้นฐานของสัญญาแบ่งสรรกำไร
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นโครงการที่มีการจัดการโดยตัวแทนการลงทุน
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็น Muzara'a (Sharecropping)
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็น Musaqa (Irrigation)
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็น Mugarasa (Agricultural)
 - ศุฎก ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นการดำเนินการตามสัมปทาน

(๒) เปรียบเทียบลักษณะตราสารศุภก กับตราสารหนี้ทั่วไป

	ศุภก	ตราสารหนี้ทั่วไป
การแลกเปลี่ยน	ได้รับสิทธิในทรัพย์สินแลกเปลี่ยนกับเงินลงทุน	ได้รับใบตราสาร (Bond Certificate)
ผลตอบแทนที่ได้รับ	ผลกำไรหรือรายได้ที่มาจากทรัพย์สิน	ดอกเบี้ย
สิทธิเรียกร้องต่อผู้ออกตราสาร	สิทธิความเป็นเจ้าของในทรัพย์สิน	สิทธิในฐานะเจ้าหนี้ของผู้ออกตราสาร
การซื้อขาย	เป็นการซื้อขายส่วนแบ่งในสินทรัพย์	เป็นการซื้อขาย debt instrument
วัตถุประสงค์ของการใช้เงิน	เป็นไปตามหลักกฎหมายและจริยธรรม	ไม่จำกัดประเภทการใช้เงิน

๔.๑.๓ การทำธุรกรรมออก ศุภก ในปัจจุบันตามกฎหมายไทย^{๕๔}

โดยที่ศุภกจะหมายถึงเอกสารอันเป็นหลักฐานแห่งความเป็นเจ้าของสินทรัพย์รองรับตามสัดส่วน ซึ่งโดยสภาพและจุดประสงค์ของการออกใช้เพื่อระดมทุนในลักษณะของ Debt Finance แบ่งเป็นหน่วยแต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากัน มีการกำหนดอัตราผลตอบแทนไว้ล่วงหน้าในลักษณะที่เชื่อมโยงกับสินทรัพย์รองรับ ดังนั้น จึงมีความหมายเช่นเดียวกับหุ้นกู้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๓๕ ซึ่งหมายถึง ตราสารแห่งหนึ่งไม่ว่าจะเรียกชื่อใดที่แบ่งเป็นหน่วยแต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากันและกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้เป็นการล่วงหน้าในอัตราเท่ากันทุกหน่วย โดยบริษัทออกให้แก่ผู้ให้กู้ยืมเงินหรือผู้ซื้อ เพื่อแสดงสิทธิที่จะได้รับเงินหรือผลประโยชน์ของผู้ถือตราสารดังกล่าว โดยไม่รวมถึงตัวเงิน

^{๕๔} เรืองเดียวกัน

ดังนั้น ตราสารศุภก จึงมีลักษณะเช่นเดียวกับหุ้นกู้ที่มีสินทรัพย์รองรับซึ่งเป็นไปตามหลัก Shariah ทั้งนี้ เพื่อมิให้ตราสารดังกล่าวออกบนพื้นฐานของการกู้ยืมและการคิดดอกเบี้ย ซึ่งต้องห้ามตามหลักอิสลาม

(๑) การออกหุ้นกู้ตามกฎหมายไทย^{๕๕}

สำหรับการออกหุ้นกู้ หากเป็นบริษัทจำกัด ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ จะไม่สามารถดำเนินการได้ เพราะเป็นการต้องห้ามตามมาตรา ๑๒๒๙ แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่เดิมบริษัทจำกัดสามารถออกหุ้นกู้ได้ แต่เมื่อมีการตราพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. ๒๕๒๑ ออกใช้บังคับ ก็ได้แก้ไขมาตรา ๑๒๒๙ เป็น “บริษัทจะออกหุ้นกู้ไม่ได้” และยกเลิกมาตราในส่วนที่เกี่ยวกับหุ้นกู้คือ มาตรา ๑๒๓๐ – ๑๒๓๕ ทั้งหมด เจตนารมณ์ก็เพื่อให้เป็นส่วนหนึ่งของความแตกต่างระหว่างบริษัทจำกัด และบริษัทมหาชนจำกัด ที่หากเป็นบริษัทจำกัดจะไม่สามารถออกหุ้นกู้ได้ บริษัทจำกัดที่ฝ่าฝืนออกหุ้นกู้เป็นความผิดทางอาญาตามมาตรา ๒๓ ของพระราชบัญญัติกำหนดความผิดเกี่ยวกับห้างหุ้นส่วนจดทะเบียน ห้างหุ้นส่วนจำกัด บริษัทจำกัด สมาคม มูลนิธิ พ.ศ. ๒๕๔๙ มีโทษปรับไม่เกินห้าหมื่นบาท

ส่วนบริษัทมหาชนจำกัด สามารถจะออกหุ้นกู้ได้ แต่ต้องใช้มติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน การเสนอขายหุ้นกู้ต่อประชาชนให้เป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ความหมายของหุ้นกู้^{๕๖} ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ลักษณะหุ้นส่วนบริษัท และกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัด ไม่ได้ให้คำนิยามไว้ แต่ตามกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ให้คำนิยามของหุ้นกู้ไว้ คือ “ตราสารแห่งหนึ่งไม่ว่าจะเรียกชื่อใดที่แบ่งเป็นหน่วย แต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากัน และกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้ล่วงหน้าในอัตราเท่ากัน โดยบริษัทออกให้แก่ผู้กู้ยืมหรือผู้ซื้อเพื่อแสดงสิทธิที่จะได้รับเงินหรือผลประโยชน์อื่นของผู้ซื้อ” ซึ่งการออกหุ้นกู้ก็คือวิธีการอย่างหนึ่งในการกู้ยืมเงินจากประชาชนนั่นเอง การออกหุ้นกู้สามารถ

^{๕๕} กล ชาญสุทธิวารินทร์, การออกหุ้นกู้และการเพิ่มทุนของบริษัท [ออนไลน์], ๑๔ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๔. แหล่งที่มา : <http://www.nidambe11.net/ekonomiz/2008q4/2008december09p2.htm>

ออกได้หลายรูปแบบ แต่ละรูปแบบมีความแตกต่างกันที่เงื่อนไขอันเป็นลักษณะเฉพาะของหุ้นกู้ แต่ละรูปแบบนั้น เท่าที่ปรากฏว่ามีการเสนอขายกันในขณะนี้ อาทิหุ้นกู้ด้อยสิทธิ เป็นหุ้นกู้ที่มีสิทธิในการได้รับชำระหนี้คืนเมื่อผู้ออกหุ้นมีหนี้สินล้นพ้นตัวเป็นอันดับรองจากหนี้สามัญ หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นหุ้นกู้ที่มีสิทธิที่จะแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญตามเงื่อนไขที่กำหนดในหนังสือชี้ชวน เป็นต้น หุ้นกู้สามารถโอนเปลี่ยนมือกันได้

ผู้ถือหุ้นกู้ต่างกับผู้ถือหุ้นธรรมดา คือ ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับผลตอบแทนที่แน่นอนคือ ดอกเบี้ยตามอัตราที่กำหนดไว้เสมอไม่ว่าบริษัทจะมีกำไรหรือไม่ แต่ผู้ถือหุ้นธรรมดาจะได้รับผลตอบแทนคือเงินปันผลต่อเมื่อบริษัทมีกำไรเท่านั้น เงินปันผลก็ผันแปรไปตามกำไรที่บริษัทได้รับ ผู้ถือหุ้นกู้ไม่มีสิทธิเข้าประชุมและออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพราะไม่ใช่ผู้ลงทุน มีฐานะเป็นแต่เพียงเจ้าหนี้ แต่ผู้ถือหุ้นธรรมดามีสิทธิเข้าประชุมและออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมใหญ่ ผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับเงินที่ซื้อหุ้นคืนเมื่อครบกำหนดระยะเวลาตามที่ระบุในหุ้นกู้ แต่ผู้ถือหุ้นธรรมดาจะได้รับการแบ่งทรัพย์สินเมื่อเลิกบริษัทและชำระบัญชีแล้วมีทรัพย์สินเหลือที่จะชำระคืนผู้ถือหุ้นได้

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ห้ามบริษัทเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ รวมทั้งหลักทรัพย์อื่น เว้นแต่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด (เว้นแต่เป็นการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งสามารถกระทำได้โดยไม่ต้องได้รับอนุญาต)^{๕๖}

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

^{๕๖} สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, การออกและการเสนอขายหลักทรัพย์ [ออนไลน์], ๑๔ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๔ แหล่งที่มา: http://www.sec.or.th/securities_issuance/Content_0000000007.jsp?categoryID=CAT0000066&lang=th

(๒) ความหมายของหุ้นกู้^{๕๗}

หุ้นกู้เป็นหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ที่ผู้ออกเป็นบริษัทเอกชน โดยบริษัทเหล่านี้มาขอกู้เงินกับประชาชนโดยตรงเพื่อนำไปขยายธุรกิจ ผู้ลงทุนในหุ้นกู้จึงมีฐานะเป็นเจ้าของหนี้ หุ้นกู้จะมีรูปแบบซับซ้อนหลากหลายกว่า ตราสารหนี้ภาครัฐ อีกทั้งผู้ออกซึ่งเป็นบริษัทเอกชนยังมีความหลากหลายในเรื่องของขนาดบริษัท ความมั่นคงของฐานะการเงินและการดำเนินธุรกิจ การจะลงทุนในหุ้นกู้จึงมีปัจจัยที่ต้องพิจารณาหลายประการ เช่น ความน่าเชื่อถือ หรือความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออก ลักษณะหรือเงื่อนไขเฉพาะของหุ้นกู้ อายุหุ้นกู้ อัตราดอกเบี้ย เป็นต้น

ทั้งนี้ การจำหน่ายหุ้นกู้มักกระทำผ่านธนาคารพาณิชย์ที่มีสาขามากมายเพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ลงทุน แต่อาจทำให้ผู้ลงทุนสับสนว่าเป็นเงินฝากประเภทหนึ่ง ในกรณีนี้ธนาคารทำหน้าที่เป็นผู้ให้ข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นกู้ และอำนวยความสะดวกในการขายหุ้นกู้ให้กับผู้ลงทุน

(๓) ลักษณะสำคัญของหุ้นกู้

- **ผู้ออกหุ้นกู้ (issuer)** คือ ผู้ที่ต้องการเงินไปขยายกิจการ ซึ่งผู้ออกอาจมีขนาดของบริษัท และความมั่นคงของฐานะการเงินแตกต่างกันไป ผู้ออกมีบทบาทสำคัญที่สุดเพราะจะเป็นผู้ทำหน้าที่จ่ายดอกเบี้ยและคืนเงินต้นให้ผู้ลงทุนเมื่อหุ้นกู้ครบอายุ หากลงทุนกับผู้ออกที่มีคุณภาพ ฐานะการเงินมั่นคงผู้ลงทุนก็อุ่นใจได้

- **อายุของหุ้นกู้ (maturity) และกำหนดการจ่ายดอกเบี้ย** ผู้ลงทุนควรดูให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และระยะเวลาการลงทุน หรือกำหนดการใช้เงินของผู้ลงทุน ส่วนกำหนดการจ่ายดอกเบี้ยนั้นยิ่งดียิ่งดี เช่น เพราะผู้ลงทุนสามารถนำดอกเบี้ยที่ได้ไปลงทุนสร้างผลตอบแทนเพิ่มได้อีก

^{๕๗} สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, รู้จักหุ้นกู้ [ออนไลน์], ๑๔ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๔ แหล่งที่มา : http://www.sec.or.th/investor_edu/investor_fundmkt/debt/Content_0000000022_deben.jsp?categoryID=CAT0000636&lang=th

- **อัตราดอกเบี้ยหน้าตัว (coupon rate)** หุ้นกู้ส่วนมากมักเป็นแบบกำหนดอายุ และอัตราดอกเบี้ยไว้แน่นอน โดยอัตราดอกเบี้ยอาจจะเป็นแบบคงที่หรือลอยตัวก็ได้ ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยจะถูกกำหนดโดยกลไกตลาด หรือหากเป็นหุ้นกู้ที่มีอายุยาว มักจะต้องกำหนดอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวที่แพงกว่า เพื่อชดเชยกับการที่ผู้ลงทุนต้องถือไว้เป็นระยะเวลาอันยาวนาน อาจทำให้เสียโอกาสในการลงทุนในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้หุ้นกู้ใหม่ ๆ ต้องกำหนดอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวที่สูงขึ้นด้วย

- **เงื่อนไขการจ่ายดอกเบี้ย** ผู้ลงทุนควรรู้ด้วยว่าเงื่อนไขเป็นอย่างไร เช่น หากจ่ายผลตอบแทนผูกโยงกับตัวแปรอื่น ก็ต้องดูว่าไปผูกกับอะไร และทำความเข้าใจกับตัวแปรนั้น

- **สิทธิในการเรียกร้อง** หุ้นกู้อาจมีทั้งที่เป็น**หุ้นกู้ด้อยสิทธิ** ซึ่งหมายความว่า ผู้ถือหุ้นกู้จะมีสิทธิเรียกร้องในอันดับด้อยกว่าเจ้าหนี้สามัญรายอื่น (ในกรณีที่ผู้ออกมีปัญหาผิคนัดชำระหนี้ ผู้ลงทุนจะได้รับชำระเงินต้นคืนหลังเจ้าหนี้รายอื่น) หรือ **หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ** ซึ่งผู้ถือหุ้นกู้จะมีสิทธิเท่าเทียมกับเจ้าหนี้สามัญรายอื่น

- **การมีประกัน** หุ้นกู้บางรุ่นอาจมีเงื่อนไขการประกัน ผู้ลงทุนต้องดูว่าเป็นการประกันโดยบุคคลที่ ๓ หรือมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน การค้ำประกันนั้นมีความน่าเชื่อถือในด้านเครดิตอย่างไร

(๔) ลักษณะพิเศษอื่น ๆ ของหุ้นกู้

- **เงื่อนไขผลตอบแทนแบบพิเศษ** หุ้นกู้ส่วนมากเป็นแบบกำหนดอายุและอัตราดอกเบี้ยไว้แน่นอนซึ่งผู้ถือหุ้นกู้จะสามารถรู้ได้ว่าในช่วงเวลาใดจะได้รับดอกเบี้ยในจำนวนเท่าใด และเมื่อใดจะได้เงินต้นคืน แต่ระยะหลังหุ้นกู้พัฒนารูปแบบเพื่อนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารธุรกิจของบริษัทผู้ออก

- **หุ้นกู้แบบ hybrid** เป็นตราสารหนี้ที่มีลักษณะคล้ายตราสารทุน เช่น ไม่จ่ายดอกเบี้ยในปีที่บริษัทไม่มีกำไร (คล้ายการจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น) หรือหุ้นกู้ hybrid tier I ซึ่งไม่มีการกำหนดอายุหุ้นกู้ เป็นต้น ซึ่งการไม่กำหนดอายุของหุ้นกู้ หมายความว่า หากผู้ลงทุนต้องการใช้เงินก็ต้องนำหุ้นกุนั้นไปขายใน

ตลาดตราสารหนี้ หรือไปฝากขายกับดีลเลอร์ หรือผู้ค้าตราสารหนี้ ซึ่งหาก ณ ตอนนั้นหุ้นกู้ดังกล่าวไม่ค่อยมีการซื้อขายกันในตลาด ก็อาจขายได้ไม่ถนัดนัก หรือขายได้ในราคาที่ไม่ถูกใจเท่าไร

- **หุ้นกึ่งอนุพันธ์ (structured note)** เป็นหุ้นกู้ที่ให้ผลตอบแทนอ้างอิงกับตัวแปรต่าง ๆ แล้วแต่จะกำหนด เช่น อ้างอิงผลตอบแทนกับราคา หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น เมื่อราคาหุ้น A ถึง X บาท หรือเมื่อผลตอบแทนหุ้น A เท่ากับ X% หุ้นกึ่งนี้จะได้ผลตอบแทน Y% เป็นต้น หรืออาจอ้างอิงกับ อัตราแลกเปลี่ยน หรือดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ผู้ลงทุนจึงต้องศึกษาทำความเข้าใจในสินค้าหรือตัวแปรอ้างอิง (underlying asset) นั้น ๆ ให้ดี เพื่อให้รู้ว่า มีปัจจัยใดที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาของ underlying นั้น

- **เงื่อนไขเกี่ยวกับการขายคืน (put) หรือการซื้อคืน (call)** หุ้นกู้แม้จะอายุยาวแต่ถ้ามีเงื่อนไขให้ผู้ซื้อขายคืนได้ก่อนครบกำหนดอายุ (put option) หุ้นกึ่งนั้นก็จะมีอายุเสมือนเท่ากับกำหนดเวลาแรกที่ให้ขายคืน เช่น หุ้นกู้อายุ ๑๐ ปี แต่ให้สิทธิในการขายคืนในปีที่ ๕ อายุของหุ้นกึ่งนั้นก็ลดลงเหลือแค่ ๕ ปี เพราะหากผู้ลงทุนจะใช้เงินเมื่อครบ ๕ ปี ก็สามารถขายคืนผู้ออกเพื่อรับเงินลงทุนคืนได้ หรือในกรณีที่มีเงื่อนไขว่าผู้ออกสามารถซื้อคืนได้ก่อนครบอายุ (call option) ผู้ลงทุนอาจต้องคิดทางเลือกสำรองไว้ด้วยว่าหากได้เงินคืนมาก่อนจะนำไปลงทุนต่ออย่างไร

- **การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ**^{๕๔} หุ้นกู้ที่ออกเสนอขายทั้งสองวิธี ต้องได้รับการจัดอันดับเครดิต หรือจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จากบริษัทจัดอันดับเครดิตในประเทศ ตามกฎเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นข้อมูลที่สำคัญให้แก่นักลงทุน โดยเป็นด้านแรกของเครื่องมือวัด ความเสี่ยง ด้านเครดิตของหุ้นกึ่งนี้

^{๕๔} สารานุกรมฉบับการลงทุน, การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ [ออนไลน์], ๑๔ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๔. แหล่งที่มา : <http://www.tsi-thailand.org/wiki>

อันดับเครดิตเป็นค่าอ้างอิงที่แสดงว่าผู้ออกหุ้นกู้มีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตดีหรือสูง หมายความว่ามีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง และหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงข้าม คือ มีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ในระดับสูง เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ อันดับเครดิตของหุ้นกู้ที่ประกาศโดยสถาบันจัดอันดับเครดิตในประเทศ ๒ ราย คือ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด และ บริษัท พิทช์ เรทติ้ง (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเรียงตามลำดับจากอันดับเครดิตที่สูงที่สุด ดังนี้

- AAA อันดับเครดิตสูงที่สุด มีความเสี่ยงต่ำที่สุดที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
- AA อันดับเครดิตรองลงมา และถือว่ามีความเสี่ยงต่ำมากที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
- A ความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำ
- BBB ถือว่ามีความเสี่ยงและความสามารถในการชำระหนี้ในระดับปานกลาง
- BB มีความเสี่ยงในระดับสูง
- B มีความเสี่ยงในระดับสูงมาก
- C มีความเสี่ยงในระดับสูงที่สุด
- D อยู่ในสถานะของการผิดนัดชำระหนี้

อันดับเครดิตข้างต้น จะมีเครื่องหมาย + หรือ - เช่น AA - A + เพื่อแสดงความแตกต่างกันของอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น ตามมาตรฐานสากลอันดับเครดิตตั้งแต่ BBB ขึ้นไป จนถึง AAA ถือว่าหุ้นกุดังกล่าวอยู่ในระดับนำลงทุน (Investment grade) ส่วนอันดับเครดิตที่ต่ำกว่า BBB ลงไป มักเป็นหุ้นกู้ในระดับที่ลงทุนเพื่อเก็งกำไร (Speculative)

อีกหนึ่งหลักเกณฑ์การออกหุ้นกู้โดยทั่วไปแล้วจะเป็นไปตาม ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. ๙/๒๕๕๒ เรื่อง การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่ ซึ่งสามารถสรุปสาระสำคัญได้ดังนี้

(๑) ผู้ออกตราสารหนี้

บริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย หรือธนาคารต่างประเทศ ซึ่งมีสาขาที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการธนาคารพาณิชย์เป็นสาขาเต็มรูปแบบในประเทศไทย โดยธนาคารต่างประเทศดังกล่าวมีความรับผิดชอบต่อเจ้าหนี้ในการชำระหนี้อย่างเต็มจำนวนจากทรัพย์สินของตนหนึ่ง ในกรณี que บริษัทประสงค์จะเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพ บริษัทดังกล่าวต้องมีสถานะเป็นบริษัทมหาชนจำกัดด้วย

(๒) การเสนอขายตราสารหนี้ในกรณีทั่วไป

(๒.๑) การขออนุญาต

บริษัทที่ประสงค์จะเสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่ยื่นคำขออนุญาตต่อสำนักงาน และชำระค่าธรรมเนียมการยื่นคำขออนุญาตตามอัตราที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ และการขออนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

(๒.๒) ลักษณะของผู้ขออนุญาต

- รายงานการสอบบัญชีของผู้สอบบัญชี ที่ออกตามงบการเงินของผู้ขออนุญาต และงบการเงินรวมประจำงวดการบัญชีปีล่าสุด ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตเป็นธนาคารต่างประเทศ การสอบบัญชีของผู้สอบบัญชีต้องไม่แสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขในรายการบัญชีที่เป็นสาระสำคัญว่าไม่เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่กำหนดตามกฎหมายว่าด้วยการบัญชี หรือ International Financial Reporting Standards (IFRS) หรือ Financial Accounting Standards (FAS) หรือ United States Generally Accepted Accounting Principle (US GAAP) หรือมาตรฐานการบัญชีอื่นที่สำนักงานยอมรับ

- ไม่อยู่ระหว่างค้างการนำส่งงบการเงินหรือรายงานเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทต่อสำนักงานหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่อยู่ระหว่างปรับปรุงแก้ไขงบการเงินหรือรายงานที่มีหน้าที่ต้องจัดทำและจัดส่ง หรือไม่อยู่ระหว่างการ

มีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามคำสั่งของสำนักงานหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ เว้นแต่ได้รับการผ่อนผันจากสำนักงาน

- มีกรรมการและผู้บริหารที่มีรายชื่ออยู่ในระบบข้อมูลรายชื่อกรรมการและผู้บริหารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ตามประกาศที่เกี่ยวข้องข้อกำหนดเกี่ยวกับกรรมการและผู้บริหารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตเป็นธนาคารต่างประเทศ ผู้ขออนุญาตต้องมีกรรมการหรือผู้บริหารที่ดำรงตำแหน่งในสาขาในประเทศไทยที่มีคุณสมบัติตามวรรคหนึ่ง

- มีผู้มีอำนาจควบคุมที่ไม่มีลักษณะต้องห้ามตามประกาศที่เกี่ยวข้องข้อกำหนดเกี่ยวกับกรรมการและผู้บริหารของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ โดยอนุโลม

- ไม่เคยเสนอขายหลักทรัพย์โดยฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขภายหลังการอนุญาตอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ตามที่กำหนดไว้ในประกาศที่เกี่ยวข้องที่ใช้บังคับตามแต่กรณี

(๒.๓) การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์

หุ้นกู้ที่เสนอขายในกรณีทั่วไปต้องจัดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถืออย่างใดอย่างหนึ่ง ดังต่อไปนี้ โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

- อันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ที่เสนอขายในแต่ละครั้ง

- อันดับความน่าเชื่อถือของผู้ค้ำประกันหุ้นกู้ เฉพาะในกรณีที่เป็นการค้าประกันที่มีผลบังคับให้ผู้ค้ำประกันต้องรับผิดชอบร่วมกันกับลูกหนี้ โดยไม่สามารถเพิกถอนได้ก่อนครบกำหนดอายุของหุ้นกู้ หรือ

- อันดับความน่าเชื่อถือของผู้ขออนุญาต เฉพาะในกรณีเป็นการเสนอขายหุ้นกู้ที่มีลักษณะใดลักษณะหนึ่งดังต่อไปนี้ที่มีใช้หุ้นกูด้อยสิทธิ โดยไม่ให้ใช้กับสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานได้มีหนังสือแจ้งต่อสำนักงานว่าไม่สามารถทำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกุนั้นได้โดยมีเหตุอันสมควร และเหตุอันนั้นมิได้เกิดจากผู้ออกหุ้นกู้

สำนักงานอาจผ่อนผันให้การจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้นกระทำโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถืออื่นที่สำนักงานกำหนดได้

(๒.๔) เงื่อนไขที่ต้องปฏิบัติภายหลังได้รับอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ในกรณีทั่วไป

- ผู้ได้รับอนุญาตต้องจัดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้หรือตัวเงินอย่างต่อเนื่องจนกว่าสิทธิเรียกร้องตามหุ้นกู้หรือตัวเงินจะระงับลง เว้นแต่ในกรณีที่มีเหตุจำเป็นและสมควร สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อาจผ่อนผันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้หรือตัวเงิน โดยกำหนดเงื่อนไขหรือเงื่อนไขไว้ด้วยก็ได้ ทั้งนี้ โดยคำนึงถึงความจำเป็นของผู้ลงทุนในการมีข้อมูลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้น

(๓) การเสนอขายตราสารหนี้ในวงจำกัด

การเสนอขายในวงจำกัดหมายถึงการเสนอขายต่อผู้ลงทุนสถาบันหรือผู้ลงทุนรายใหญ่ หรือการเสนอขายต่อผู้ลงทุนโดยเฉพาะเจาะจงซึ่งมีจำนวนไม่เกินสิบราย หรือการเสนอขายต่อบุคคลที่เป็นเจ้าหน้าที่ของบริษัทอยู่แล้วก่อนการเสนอขายหุ้นกู้เพื่อประโยชน์ในการปรับโครงสร้างหนี้

(๓.๑) หลักเกณฑ์การอนุญาต

บริษัทที่เสนอขายหุ้นกู้จะต้องได้ดำเนินการจดข้อจำกัดการโอนหุ้นกู้ที่จะเสนอขายกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งยื่นเอกสาร และให้บริษัทที่ได้รับอนุญาตปฏิบัติตามเงื่อนไขบางประการ

โดยการจดข้อจำกัดการโอนหุ้นกู้กับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ต้องมีข้อความซึ่งแสดงได้ว่าผู้ออกหุ้นกู้จะไม่รับจดทะเบียนการโอนหุ้นกู้ไม่ว่าทอดใด ๆ หากการโอนหุ้นกุดังกล่าวจะทำให้หุ้นกู้ที่เสนอขายในครั้งนั้นไม่สามารถคงลักษณะการเสนอขายในวงจำกัด เว้นแต่เป็นการโอนทางมรดก ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นกู้มีประกันหรือหุ้นกู้ที่จัดให้มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ให้บริษัทเสนอร่างข้อกำหนดสิทธิและร่างสัญญาแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู่มาร่วมกับการจดข้อจำกัดการโอนด้วย

(๓.๒) เงื่อนไขที่ต้องปฏิบัติตามภายหลังได้รับอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ในวงจำกัด

ก่อนการเสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่ในแต่ละครั้ง ผู้ได้รับอนุญาตต้องดำเนินการให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถืออย่างใดอย่างหนึ่ง ดังต่อไปนี้ โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

- อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ที่เสนอขายในแต่ละครั้ง
- อันดับความน่าเชื่อถือของผู้ค้ำประกันตราสารหนี้ เฉพาะในกรณีที่เป็นการค้าประกันที่มีผลบังคับให้ผู้ค้ำประกันต้องรับผิดชอบร่วมกันกับลูกหนี้ โดยไม่สามารถเพิกถอนได้ก่อนครบกำหนดอายุของตราสารหนี้ ซึ่งรวมถึงอันดับความน่าเชื่อถือของผู้รับอาวัลต้นเงินและดอกเบี้ยตามตัวเงินเต็มจำนวนอย่างไม่มีเงื่อนไขด้วย หรือ
- อันดับความน่าเชื่อถือของผู้ได้รับอนุญาต แต่ไม่รวมถึงกรณีที่เป็นการเสนอขายหุ้นกู้ด้วยสิทธิ

ทั้งนี้ เมื่อผู้ได้รับอนุญาตได้ออกตราสารหนี้แล้ว ผู้ได้รับอนุญาตต้องจัดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ อย่างต่อเนื่องจนกว่าสิทธิเรียกร้องตามตราสารหนี้จะระงับลง เว้นแต่ในกรณีที่มีเหตุจำเป็นและสมควร สำนักงานอาจผ่อนผันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ โดยกำหนดเงื่อนไขหรือเงื่อนไขไว้ด้วยก็ได้ ทั้งนี้ โดยคำนึงถึงความจำเป็นของผู้ลงทุนในการมีข้อมูลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้น

(๕) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการออกศุภกตามกรอบของกฎหมายไทย

ปัจจุบันได้ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทด. ๒/๒๕๕๔ เรื่องข้อกำหนดที่เกี่ยวกับการออกและเสนอขายศุภกและการเปิดเผยข้อมูล โดยได้กำหนดรายละเอียดที่เกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์ศุภก โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทำให้เกิดการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่สอดคล้องตามหลักศาสนาอิสลามซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนไทย

โดยเป็นการเพิ่มทางเลือกให้แก่ผู้ระดมทุนและผู้ลงทุน และได้มีประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สด. ๖/๒๕๕๔ เรื่อง ข้อกำหนดเพิ่มเติมที่เกี่ยวกับการออกและเสนอขายศุภก ตลอดจนได้มีการออกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กค. ๑๘/๒๕๕๓ เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นทรัสต์ในธุรกรรมที่เกี่ยวกับศุภก สรุปรายละเอียดได้ดังนี้

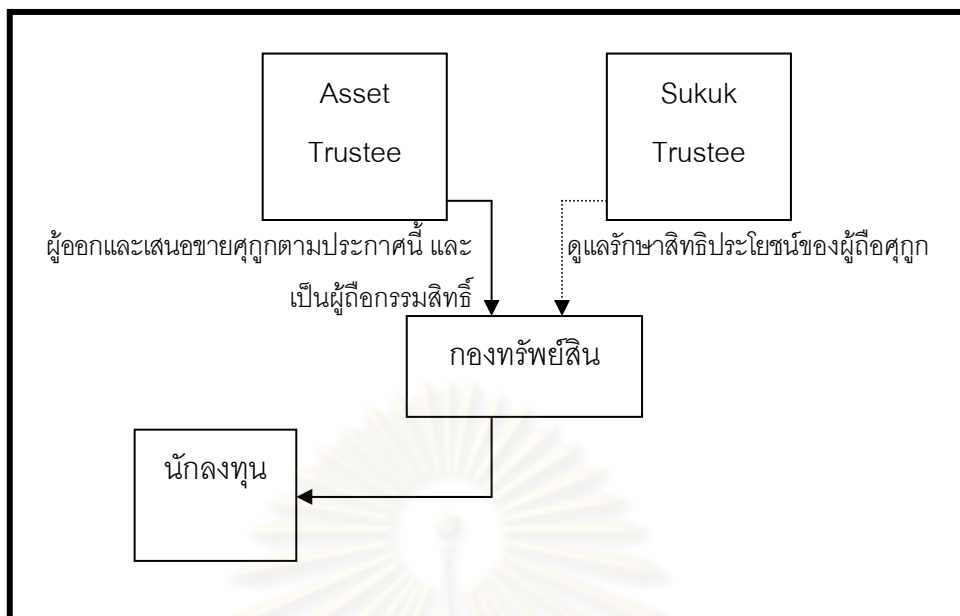
(๕.๑) ลักษณะของศุภก

- (ก) เป็นใบทรัสต์ที่ออกโดยทรัสต์ผู้ออกศุภก
- (ข) มีการกำหนดโครงสร้างของการทำธุรกรรมของกองทรัสต์เพื่อนำเงินที่ได้จากการออกตราสารไปหาประโยชน์ในรูปแบบที่เป็นไปตามหลักศาสนาอิสลาม และ
- (ค) มีการกำหนดไว้ล่วงหน้าอย่างชัดเจนเกี่ยวกับเงื่อนไขการคืนเงินลงทุนและอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่กองทรัสต์จะได้รับจากผู้ระดมทุนเพื่อประโยชน์ของผู้ถือตราสาร และมีการกำหนดเงื่อนไขการคืนเงินลงทุนและอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่กองทรัสต์จะจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารด้วย ซึ่งการกำหนดอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนดังกล่าวเป็นไปตามหลักศาสนาอิสลาม

(๕.๒) ประเภทของทรัสต์

การออกศุภกนั้น จะแบ่งเป็นทรัสต์ผู้ออกศุภก (Asset trustee) คือ ทรัสต์ที่เป็นผู้ออกและเสนอขายศุภกตามประกาศนี้ และเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์หรือมีสิทธิในทรัพย์สินของกองทรัสต์ตามกฎหมายเพื่อประโยชน์ของผู้ถือศุภก และศุภกทรัสต์ (Sukuk trustee) คือ ทรัสต์ที่ทำหน้าที่ดูแลรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ถือศุภก ดังแผนภาพต่อไปนี้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ก. ทรัสตีผู้ออกสุกุก จะต้องเป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย และเป็นผู้ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายสุกุกที่ออกใหม่ตามประกาศเกี่ยวกับการออกสุกุก ตลอดจนมีส่วนของทุนไม่น้อยกว่าห้าพันบาท ประกอบกับมีระบบงานที่มีความพร้อมในการทำหน้าที่เป็นทรัสตีผู้ออกสุกุกตามประกาศเกี่ยวกับการออกสุกุกและตามที่ได้ระบุไว้ในสัญญา ก่อตั้งทรัสตีที่จะจัดทำขึ้นเนื่องจากการออกสุกุก ทั้งนี้ การจัดให้มีระบบงานดังกล่าวจะจัดให้มีโดยตนเองหรือโดยการมอบหมายให้สุกุกทรัสตีก็ได้

ทั้งนี้ ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากผู้ระดมทุน ผู้ขออนุญาตต้องไม่มีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจอื่นใดนอกจากการออกและจำหน่ายสุกุก และการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการออกสุกุกเท่านั้น และผู้ขออนุญาตต้องเป็นทรัสตีผู้ออกสุกุก เพื่อการระดมทุนของผู้ระดมทุนรายใดรายหนึ่งเพียงรายเดียว โดยต้องระบุชื่อผู้ระดมทุนไว้ในคำขออนุญาตอย่างชัดเจน

ข. สุกุกทรัสตี จะต้องไม่มีความสัมพันธ์กับทรัสตีผู้ออกสุกุกหรือผู้ระดมทุน

(๕.๓) ประเภทของสุกุก

ก. สุกุกด้อยสิทธิ คือ สุกุกที่ไม่มีประกันและสัญญา ก่อตั้งทรัสตีได้ กำหนดให้กองทรัสตีมีสิทธิในการรับชำระเงินด้อยกว่าเจ้าหนี้สามัญทั่วไปของผู้ระดมทุนอย่างน้อยในกรณีได้แก่ ผู้ระดมทุนถูกพิทักษ์ทรัพย์หรือถูกศาลพิพากษาให้ล้มละลาย หรือมีการชำระบัญชีเพื่อเลิกกิจการของผู้ระดมทุน

ข. ศุภกมีประกัน จะเป็นไปตามหลักเกณฑ์ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของหุ้นกู้มีประกัน การดำเนินการให้ทรัพย์สินหรือการค้ำประกันสามารถบังคับได้ตามกฎหมายในฐานะที่เป็นหลักประกัน และการประเมินมูลค่าของหลักประกัน มาใช้บังคับด้วยโดยอนุโลม

(๕.๔) ข้อกำหนดเกี่ยวกับร่างสัญญาก่อตั้งทรัสต์และผู้ที่เกี่ยวข้อง

ร่างสัญญาก่อตั้งทรัสต์สำหรับการออกและเสนอขายศุภก ต้องมีรายการขั้นต่ำดังต่อไปนี้

- วัตถุประสงค์ในการออกและเสนอขายศุภก
- โครงสร้าง วิธีการ และธุรกรรม (ถ้ามี) ที่กองทรัสต์จะนำเงินที่ได้จากการเสนอขายศุภกไปลงทุนหรือหาประโยชน์ โดยต้องระบุให้ชัดเจนว่ากองทรัสต์จะนำเงินไปลงทุนหรือหาประโยชน์จากผู้ระดมทุนในลักษณะใด และเป็นไปตามหลักการประเภทใดของศาสนาอิสลาม
- ข้อกำหนดเกี่ยวกับเงื่อนไขการคืนเงินลงทุน และอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่กองทรัสต์จะได้รับจากผู้ระดมทุนเพื่อประโยชน์ของผู้ถือศุภก
- ข้อกำหนดเกี่ยวกับเงื่อนไขการคืนเงินลงทุน และอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่กองทรัสต์จะจ่ายให้แก่ผู้ถือศุภก
- การดำเนินการเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงแก้ไขและการเลิกสัญญาก่อตั้งทรัสต์
- ข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดให้มีศุภกทรัสต์ซึ่งทำหน้าที่ดูแลรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ถือศุภกให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ตลอดอายุของศุภก
- สิทธิหน้าที่และความผูกพันของทรัสต์ผู้ออกศุภก ศุภกทรัสต์ ผู้ระดมทุนและผู้ถือศุภก

(๕.๕) ประเภทของผู้ระดมทุน

ผู้ระดมทุนจะต้องเป็นกิจการที่มีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่ง ได้แก่ เป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย หรือเป็นนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น หรือเป็นสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจธนาคารพาณิชย์ตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจสถาบันการเงิน

(๕.๖) ที่ปรึกษา shariah

การออกศุภกฏจะต้องมีที่ปรึกษาชะรีอะฮ์เพื่อให้ความเห็นที่ศุภกฏที่ขออนุญาตเป็นไปตามหลักศาสนาอิสลาม โดยจะต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้

(๑) เป็นสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการให้บริการทางการเงินตามหลักชะรีอะฮ์จากธนาคารแห่งประเทศไทย หรือ

(๒) เป็นบุคคลธรรมดาที่มีวุฒิการศึกษาอย่างน้อยในระดับปริญญาตรีในสาขาวิชาใดวิชาหนึ่งดังต่อไปนี้ (ก) กฎหมายอิสลาม (ข) หลักการศาสนาอิสลาม (ค) กฎหมายพาณิชย์และธุรกรรมอิสลาม (ง) เศรษฐศาสตร์อิสลามและการเงินการธนาคารอิสลาม และจะต้องมีประสบการณ์อย่างน้อยสามปีในด้านใดด้านหนึ่งดังต่อไปนี้ (ก) ให้คำปรึกษาหรือคำแนะนำเกี่ยวกับหลักการของศาสนาอิสลาม หรือ (ข) วิจัยและพัฒนาเกี่ยวกับการเงินการธนาคารอิสลาม (ค) เป็นผู้บรรยายสาขาวิชาใดวิชาหนึ่งดังกล่าวของสถาบันที่เป็นที่รู้จักและยอมรับ หรือมีความรู้ความสามารถในภาษาอาหรับหรือจบการศึกษาจากมหาวิทยาลัยที่ใช้ภาษาอาหรับเป็นหลักในการเรียนการสอน

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาจะต้องไม่มีลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) เป็นบุคคลที่ถูกศาลสั่งพิทักษ์ทรัพย์ บุคคลล้มละลาย คนไร้ความสามารถ หรือคนเสมือนไร้ความสามารถ

(ข) เคยต้องคำพิพากษาถึงที่สุดในความผิดเกี่ยวกับการกระทำความผิดไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือความผิดเกี่ยวกับการหลอกลวง ฉ้อฉล หรือทุจริต หรือเคยถูกเปรียบเทียบปรับเนื่องจากการกระทำความผิดดังกล่าว

(ค) อยู่ระหว่างถูกกล่าวโทษในความผิดตาม (ข) โดยหน่วยงานที่กำกับดูแลสถาบันการเงิน หรืออยู่ระหว่างถูกดำเนินคดีอันเนื่องมาจากกรณีนี้ที่หน่วยงานดังกล่าวกล่าวโทษในความผิดตาม (ข)

(ง) เคยเป็นกรรมการ ผู้จัดการ หรือบุคคลผู้มีอำนาจในการจัดการของสถาบันการเงิน โดยมีส่วนก่อให้เกิดความเสียหายหรือต้องร่วมรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นต่อสถาบันการเงนดังกล่าวซึ่งถูกเพิกถอนใบอนุญาต ถูกควบคุมกิจการ หรือถูกระงับการดำเนินกิจการ โดยหน่วยงานที่กำกับดูแลสถาบันการเงนนั้น

(๕.๗) รายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ที่เกี่ยวกับการออกศุภก

สัญญาก่อตั้งทรัสต์ต้องประกอบด้วยรายการอย่างน้อยดังต่อไปนี้

- รายการที่เกี่ยวกับการจัดตั้งกองทรัสต์และการออกศุภก
 - (ก) ชื่อ อายุ ประเภท และวัตถุประสงค์ของกองทรัสต์ โดยชื่อดังกล่าวต้องแสดงลักษณะของกองทรัสต์
 - (ข) ชื่อ ที่อยู่ และหมายเลขโทรศัพท์ของผู้ระดมทุน ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (ถ้ามี) และทรัสต์ผู้ออกศุภก
 - (ค) วันที่จัดตั้งกองทรัสต์เพื่อการออกศุภก
 - (ง) ทรัพย์สินในกองทรัสต์
- รายการที่เกี่ยวกับสิทธิประโยชน์และการคืนเงินลงทุน
 - (ก) วัตถุประสงค์ในการออกศุภก
 - (ข) ลักษณะสำคัญของศุภก ซึ่งต้องระบุสิทธิ เงื่อนไข และอัตราหรือสัดส่วนผลประโยชน์ที่ผู้ถือศุภกจะได้รับ
 - (ค) วิธีการ เวลา และสถานที่สำหรับการชำระเงินตามศุภก
 - (ง) การคืนเงินลงทุน และการคืนเงินลงทุนก่อนสิ้นอายุศุภกซึ่งรวมถึงกรณีที่ทรัสต์ผู้ออกศุภกไม่ได้รับอนุญาตให้เป็นทรัสต์อีกต่อไป
 - (จ) สิทธิอื่นใดของผู้ถือศุภก
 - (ฉ) การประชุมผู้ถือศุภก

- รายการที่เกี่ยวกับศุภกทฺรฐตี

(ก) ชื่อ ที่อยู่ และหมายเลขโทรศัพท์ของศุภกทฺรฐตี

(ข) ข้อผูกพันที่ต้องจัดให้มีศุภกทฺรฐตีซึ่งทำหน้าที่ดูแลรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ถือศุภกให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทฺรฐตีตลอดอายุของศุภก

(ค) หน้าที่ของศุภกทฺรฐตีเกี่ยวกับเรื่องดังต่อไปนี้

- อำนาจของศุภกทฺรฐตีในการกระทำในนามของตนเองเพื่อประโยชน์ของผู้ถือศุภกทั้งปวงสำหรับการดำเนินการให้ทฺรฐตีผู้ออกศุภกและผู้ระดมทุนปฏิบัติตามสัญญาก่อตั้งทฺรฐตีและข้อตกลงที่เกี่ยวข้องกับกองทฺรฐตี

- การดำเนินการให้ผู้ระดมทุนปฏิบัติตามสัญญาก่อตั้งทฺรฐตีและข้อตกลงที่เกี่ยวข้องกับกองทฺรฐตี

- การฟ้องและการเรียกค่าเสียหายจากทฺรฐตีผู้ออกศุภกและผู้ระดมทุนในกรณีที่ไม่ปฏิบัติตามสัญญาก่อตั้งทฺรฐตีและข้อตกลงที่เกี่ยวข้องกับกองทฺรฐตี

(ง) การเป็นผู้ถือศุภกของศุภกทฺรฐตี และข้อจำกัดการใช้สิทธิในฐานะผู้ถือศุภก (ถ้ามี)

(จ) การแต่งตั้ง เปลี่ยนแปลง และถอดถอนศุภกทฺรฐตี

(ฉ) การแจ้งให้ผู้ถือศุภกทราบเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงศุภกทฺรฐตีภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทฺรฐตี

- รายการที่เกี่ยวกับการบริหารจัดการกองทฺรฐตี

(ก) โครงสร้าง วิธีการ และธุรกรรม (ถ้ามี) ที่กองทฺรฐตีจะนำเงินที่ได้จากการเสนอขายศุภกไปลงทุนหรือหาประโยชน์ โดยต้องระบุให้ชัดเจนว่ากองทฺรฐตีจะนำเงินไปลงทุนหรือหาประโยชน์จากผู้ระดมทุนในลักษณะใด และเป็นไปตามหลักการประเภทใดของศาสนาอิสลาม

(ข) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการคืนเงินลงทุน และอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่กองทฺรฐตีจะได้รับจากผู้ระดมทุนเพื่อประโยชน์ของผู้ถือศุภก

(ค) สิทธิ หน้าที่ และความผูกพันของทฺรฐตีผู้ออกศุภก ศุภกทฺรฐตี ผู้ระดมทุน และผู้ถือศุภก

(ง) เหตุที่มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงสัญญาก่อตั้งทรัสต์และวิธีการในการแก้ไขเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ ในกรณีที่เป็นการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่กระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือศุภกให้ด้อยลง จะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือศุภกเท่านั้น

(จ) อัตราและวิธีจ่ายค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับกองทรัสต์

(ฉ) การมอบหมายการจัดการกองทรัสต์ (ถ้ามี)

(ช) การทดรองจ่ายเงินเพื่อกองทรัสต์ของทรัสต์ผู้ออกศุภกหรือศุภกทรัสต์ (ถ้ามี)

(ฌ) การจัดทำงบการเงินของกองทรัสต์

- รายการที่เกี่ยวกับการออกใบศุภกและการโอน

(ก) การโอนศุภก

(ข) ตัวอย่างเอกสารหรือหลักฐานการถือศุภกแนบท้ายสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (ถ้ามี)

๔.๒ ธุรกรรมการออก Covered Bond

Covered Bond เป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งมีลักษณะคล้ายกับตราสารประเภท Mortgage Backed Securitization (MBS) คือ เป็นตราสารหนี้ประเภทการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ซึ่งเป็นการนำประเภทสินเชื่อบริษัทมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน แต่ลูกหนี้สินเชื่อบริษัทนั้นจะต้องเป็นลูกหนี้ชั้นดีเท่านั้น โดยนอกเหนือจากการนำลูกหนี้อสังหาริมทรัพย์มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันแล้ว ตราสารประเภท covered bond ยังมีความแตกต่างจาก MBS ในส่วนที่กลุ่มสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน สำหรับ MBS นั้น เจ้าของสินทรัพย์เดิม (Originator) จะขายสินทรัพย์เหล่านี้ให้กับ SPV กล่าวอีกนัยหนึ่งลูกหนี้สินเชื่อบริษัทจะถูกยกออกจากงบดุลของ Originator หรือที่เรียกว่า Off-balance-sheet ในขณะที่ Covered Bond จะไม่มีการขายลูกหนี้ดังกล่าวออก และลูกหนี้จะไม่ถูกตัดออกจากงบดุลของ Originator (On-Balance sheet) แต่จะถูกแยกส่วนออกมา โดยที่ผู้ถือตราสารจะมี

สิทธิเรียกร้องในลูกหนี้ดังกล่าว ถ้าเกิดกรณีผู้ออกล้มละลาย ลูกหนี้ดังกล่าวจะถูกแยกออกมาจากสินทรัพย์อื่น ๆ ของผู้ออก เพื่อกันเป็นส่วนของผู้ถือตราสาร covered bond โดยตรง^{๕๙}

โดยที่ลักษณะเฉพาะดังกล่าวของ covered bond ทำให้หลักทรัพย์ที่จะนำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันของ covered bond ควรเป็นหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสูงและออกโดยธนาคารพาณิชย์ที่มีความมั่นคง และควรได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ในระดับ AA หรือ AAA (โดยทั่วไปแล้วการพิจารณาความน่าเชื่อถือของ Covered Bond จะพิจารณาถึงโครงสร้างและคุณภาพของสินเชื่อบริการที่นำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน)

โดยทั่วไปแล้ว Covered Bond จะมีความน่าเชื่อถือเทียบเท่ากับพันธบัตรของรัฐบาลในหลาย ๆ ประเทศในแถบยุโรป แต่มีอัตราผลตอบแทนที่ดึงดูดนักลงทุนมากกว่า ทำให้ Covered bond เริ่มขยายตัวขึ้นเรื่อย ๆ^{๖๐}

(๑) ความหมายของ Covered Bond^{๖๑}

ในแต่ละประเทศก็จะมีกำรให้คำนิยามของ Covered Bond ที่แตกต่างกันไป แต่ Covered Bond ก็ยังมีลักษณะโดยรวมที่สำคัญ คือ แนวความคิดเกี่ยวกับ Covered Bond มีความคล้ายคลึงกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และ Asset – Backed Securities (ABS) หรือเรื่อง Mortgage – backed securities (MBS) โดยรวมแล้ว Covered Bond อาจอธิบายได้ว่าเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ทางบุคคล

ความซับซ้อนเกี่ยวกับ Covered Bond อาจเกี่ยวข้องกับความแตกต่างหลายประการ ทั้งในส่วนของกฎหมายหลายฉบับ ประเภทของตราสารที่กฎหมายอนุญาตให้ออกได้ เพื่อหลีกเลี่ยงความสับสนในการให้คำนิยาม Covered Bond จึงสมควรที่จะแบ่งประเภทในการศึกษา Covered Bond เป็น Statutory covered bonds และ Structured covered bonds

^{๕๙} สายชล ลิขิตวิสต์, Covered Bond [ออนไลน์], ๑๔ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๔ แหล่งที่มา : http://www.thaibma.or.th/doc/research/4_covered_Bond.pdf

^{๖๐} เรื่องเดียวกัน

^{๖๑} Jonathan Golin, Covered Bonds, (Euromoney Institutional Investor Plc. 2006),

(๑.๑) Statutory covered bonds

Covered Bonds ประเภทนี้จะเป็นรูปแบบทั่วไป ซึ่งอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายลายลักษณ์อักษร เช่น การออก covered bonds ในเยอรมัน (the German Pfandbrief)

ตั้งแต่ปี พ.ศ. ๒๕๔๖ การออก covered bonds ส่วนใหญ่จะเป็นการออก Covered bonds ในประเภท statutory covered bonds ซึ่งจะต้องมีหลักทรัพย์การค้ำประกันรองรับ และเป็นไปตามกฎหมายลายลักษณ์อักษร โดยวิธีของกระบวนการร่างกฎหมายที่จะกำหนดรายละเอียดเกี่ยวกับกรอบกฎหมายในการออกตราสาร โดยที่กฎหมายในแต่ละประเทศก็จะบังคับเกี่ยวกับการป้องกันนักลงทุนในลักษณะเดียวกัน โดยสัญญาระหว่างผู้ออกตราสารกับผู้ถือตราสารจะเกี่ยวกับสิทธิและความรับผิดชอบของแต่ละคู่สัญญา เช่น การกำหนดหลักประกันขั้นต่ำหรือความรับผิดชอบในการบริหารจัดการสินทรัพย์ของสินทรัพย์ที่นำมารองรับการออก covered bond

โดยทั่วไปแล้วกฎหมายของประเทศต่าง ๆ จะกำหนดลักษณะของ covered bond ว่าเป็นตราสารหนี้ที่ (๑) ออกภายใต้กฎหมายเฉพาะ (๒) มีหลักประกันที่กำหนดโดยการนำสินทรัพย์ของผู้ออกมาตีกรอบไว้ (Ring-fenced) (๓) เป็นตราสารหนี้ที่นักลงทุนมักจะได้รับการคุ้มครองที่ดีกว่าหลักทรัพย์อื่นตามกฎหมาย (โดยเฉพาะเมื่อผู้ออกตราสารล้มละลาย) ทั้งนี้ ความคุ้มครองของ covered bond ประเภทนี้ได้รับความคุ้มครองตามกฎหมายแทนที่จะเป็นการคุ้มครองตามสัญญา

(๑.๒) Structured covered bonds

Covered bond ประเภทนี้เป็นตราสารทางการเงินที่ต่างจาก statutory covered bond กล่าวคือ ไม่จำเป็นต้องมีกฎหมายเฉพาะและกรอบทางกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับรายละเอียดของผู้ถือหุ้นรายละย่อยและผู้ถือตราสาร ซึ่งข้อดีของ covered bond ในลักษณะนี้ จะเป็นการกำจัดความคลุมเครือของความหมายว่า Covered bond คืออะไร

Structured covered bonds ไม่ได้อยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายเฉพาะหรือกรอบกฎหมายที่กำหนดประเภทของหลักทรัพย์ สิทธิและหน้าที่ของผู้ออกและผู้ถือตราสาร แต่สิทธิและหน้าที่ดังกล่าวจะเป็นไปตามข้อตกลงระหว่างผู้ออกตราสารและผู้ถือตราสาร Structured covered bond จะคล้ายกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ดังนั้น การบังคับสัญญาดังกล่าวจะตั้งอยู่บนหลักการเดียวกันกับกฎหมายเกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์ที่มีการค้าประกัน ตราสารทางการเงินส่วนใหญ่จะเป็นลักษณะที่ออกแบบให้ตรงกับวัตถุประสงค์ทางการเงินและข้อกำหนดของการให้หลักประกัน ดังนั้น structured covered bond อาจกล่าวได้ว่าเป็นตราสารที่เลียนแบบจากลักษณะของ statutory covered bonds ผ่านกระบวนการทางสัญญา อีกนัยหนึ่ง structured covered bonds คล้ายกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งออกแบบให้คล้ายคลึงกับ statutory covered bonds ทั้งนี้ structured covered bonds จะออกในสหราชอาณาจักร

พัฒนาการของ structured covered bonds ได้เติบโตมาอย่างคู่ขนานกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในยุโรป โดยนิยามของ covered bonds ก็เปลี่ยนแปลงพร้อมการเติบโตของตราสาร จากเดิมที่มีแค่ structured covered bonds ประเภทเดียว แต่ปัจจุบัน covered bonds ก็ได้พัฒนาเป็นสองรูปแบบดังที่ได้อธิบายแล้วในข้างต้น

โดยทั่วไปแล้ว covered bonds จะจัดเป็นหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำเทียบเท่าได้กับการออกพันธบัตรของรัฐบาล เนื่องจากสินทรัพย์ที่นำมารองรับนั้นเป็นสินทรัพย์ที่มีคุณภาพและมีการกำหนดเกี่ยวกับการป้องกันกรณีเกิดการล้มละลายของผู้ออกตราสาร ในบางกรณีผู้ถือตราสารยังสามารถไต่เบียดเอากับผู้ออกตราสารได้ในกรณีที่ไม่มีสินทรัพย์ครอบคลุมการชำระหนี้ได้

๔.๓ อธิกรณ Real Estate Investment Trust^{๖๒}

(๑) ความหมาย

Real Estate Investment Trust เป็น Trust ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทต่าง ๆ เช่น ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน โรงแรม กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ จะมีทรัพย์สินที่

^{๖๒} Investopedia, Real Estate Investment Funds. [online] 14 February 2011, available from : <http://www.investopedia.com/terms/r/reit.asp>

ใช้ออกหลักทรัพย์เป็นอสังหาริมทรัพย์ โดยทั่วไปแล้ว Real Estate Investment Trust จะมีสามรูปแบบด้วยกันได้แก่

- Equity Real Estate Investment Trust ซึ่งเป็นแบบทั่วไป โดยจะลงทุนหรือเป็นเจ้าของในอสังหาริมทรัพย์ และมีผลกำไรให้ผู้ลงทุนจากการนำทรัพย์สินดังกล่าวออกให้เช่า

- Mortgage Real Estate Investment Trust จะเป็น Trust ที่ให้เจ้าของอสังหาริมทรัพย์ยืมเงินเพื่อนำไปพัฒนาหรือลงทุนในตราสารทางการเงิน โดยให้หลักประกันเป็นอสังหาริมทรัพย์

- Hybrid Real Estate Investment Trust จะเป็นทรัพย์สินที่ผสมระหว่าง Equity Real Estate Investment Trust และ Mortgage Real Estate Investment Trust

ทั้งนี้ Real Estate Investment Trust อาจถือได้ว่าเป็นการลงทุนทางเลือก (Alternative Investment) และได้ใช้กันอย่างกว้างขวางในปัจจุบันสำหรับนักลงทุนที่ต้องการกระจายความเสี่ยงจากตราสารทุน และตราสารหนี้พื้นฐาน การลงทุนทางเลือกสำหรับนักลงทุนชาวไทยหมายความรวมถึงการลงทุนในต่างประเทศ (Foreign Investments) อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate) เช่น ที่ดิน โรงงาน ห้างสรรพสินค้า คอนโดมิเนียม หรือ หน่วยลงทุนที่ลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities) เช่น ทองคำ น้ำมัน สินค้าเกษตร และการลงทุนที่มีความซับซ้อน เช่น หน่วยลงทุนของกองทุนประเภทเฮดจ์ฟันด์ และ Private Equity เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี ๒๕๕๒ หลังจากที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) อนุญาตให้กองทุนที่ไปลงทุนในต่างประเทศ (FIF) สามารถระดมทุนเงินบาทไปลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ (REIT: Real Estate Investment Trust) ได้ทั้งหมด ถือเป็นโอกาสการลงทุนที่เปิดกว้างขึ้นสำหรับนักลงทุนไทย เราจึงควรทำความเข้าใจในสินทรัพย์ดังกล่าวนี้เพิ่มมากขึ้น

Real Estate Investment Trust (REIT) จัดตั้งขึ้นครั้งแรกในประเทศอเมริกา และขยายไปประเทศต่าง ๆ อาทิเช่น ประเทศออสเตรเลีย ประเทศฝรั่งเศส ประเทศญี่ปุ่น ประเทศแคนาดา ประเทศสิงคโปร์ และประเทศฮ่องกง เป็นต้น โดย REITs จะจัดตั้งขึ้นได้ต้องมีลักษณะ

แตกต่างจากบริษัททั่วไป เช่น REITs ต้องลงทุนและได้รับรายได้ส่วนใหญ่จากอสังหาริมทรัพย์ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกากำหนดให้ REIT ลงทุนอย่างน้อยร้อยละ ๗๕ ในอสังหาริมทรัพย์ และรายได้ของ REITs อย่างน้อยร้อยละ ๗๕ ต้องมาจากค่าเช่าหรือผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ ลักษณะพิเศษ อีกข้อของ REITs คือ REITs จะต้องจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นยกเว้นทั้งหมดของรายได้ที่ต้องเสียภาษี (taxable income) เช่น ในกรณีของสหรัฐอเมริกา กำหนดให้ REITs จะต้องจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นอย่างน้อยร้อยละ ๙๐ ของรายได้ที่ต้องเสียภาษี (taxable income) จากลักษณะพิเศษดังกล่าว จึงทำให้ REITs มีลักษณะผสมผสานระหว่างตราสารหนี้ และตราสารทุน โดยนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากมูลค่าหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (Capital Gain) คล้ายตราสารทุน และได้รับผลตอบแทนจากการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Dividend Yield) คล้ายตราสารหนี้^{๖๓}

(๒) การทำธุรกรรม Real Estate Investment Trust ตามกฎหมายไทย ในปัจจุบัน

ปัจจุบันยังไม่มี การจัดตั้งทรัสต์เพื่อใช้ในธุรกรรม Real Estate Investment Trust อย่างไรก็ตาม มีการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีลักษณะดังนี้^{๖๔}

(๒.๑) การจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เป็นกองทุนรวมซึ่งมีวัตถุประสงค์ที่จะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้ประจำในรูปค่าเช่า เช่น อาคารสำนักงาน เซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ เป็นต้น โดยรายได้ที่เกิดขึ้นจากอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวจะถูกส่งต่อไปให้ผู้ลงทุนในรูปเงินปันผล โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลประโยชน์ในรูปของเงินปันผลจากรายได้ที่เกิดจากการดำเนินงานของอสังหาริมทรัพย์นั้น และ capital gain ที่อาจเกิดขึ้นจากการขายหน่วยลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

^{๖๓} สนิตรา ดนัยตั้งตระกูล, กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) [ออนไลน์], ๑๔ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๔, แหล่งที่มา : http://www.mfcfund.com/mfc/index.php?option=com_content&view=article&id=887&Itemid=92&lang=th

^{๖๔} สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อีกทางเลือกหนึ่งในการลงทุน [ออนไลน์] ๑๔ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๔, แหล่งที่มา : www.sec.or.th/document_download/investor_edu/pr1.doc

(๑) ผู้จัดตั้งและจัดการ

- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) เป็นผู้จัดตั้งและรับผิดชอบดำเนินการบริหารอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวม
- บลจ.สามารถแต่งตั้งผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ที่มีความรู้และประสบการณ์ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มาดำเนินการบริหารอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวมได้
- ผู้ดูแลผลประโยชน์จะเป็นผู้ดูแลทรัพย์สินของกองทุนรวมตลอดจนตรวจตราสภาพอสังหาริมทรัพย์เพื่อให้มั่นใจได้ว่าทรัพย์สินของกองทุนอยู่ในสภาพดี

(๒) ลักษณะของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

- เป็นกองทุนปิดและต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีเงินลงทุนของโครงการไม่ต่ำกว่า ๕๐๐ ล้านบาท

- กองทุนรวมอาจจัดตั้งใน ๒ รูปแบบ

รูปแบบแรก กองทุนรวมที่ระดมอสังหาริมทรัพย์ที่จะลงทุนอย่างชัดเจน หรือ

รูปแบบสอง กองทุนรวมที่ระดมเพียงประเภทอสังหาริมทรัพย์และทำเลที่ตั้ง

- ต้องมีรายได้ประจำจากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวมไม่น้อยกว่าร้อยละ ๗๕ ของรายได้ทั้งหมดของกองทุนรวม

- ต้องจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหน่วยลงทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ ๙๐ ของกำไรสุทธิประจำปี

(๓) ข้อกำหนดในการลงทุน

โดยที่รายได้และผลตอบแทน ขึ้นอยู่กับอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนเป็นสิ่งสำคัญ ข้อกำหนดในการลงทุนจึงค่อนข้างเข้มงวดเพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุนของผู้ลงทุน ดังนี้

- อสังหาริมทรัพย์ต้องตั้งอยู่ในประเทศไทย
- มีการศึกษาความเป็นไปได้ในการลงทุน

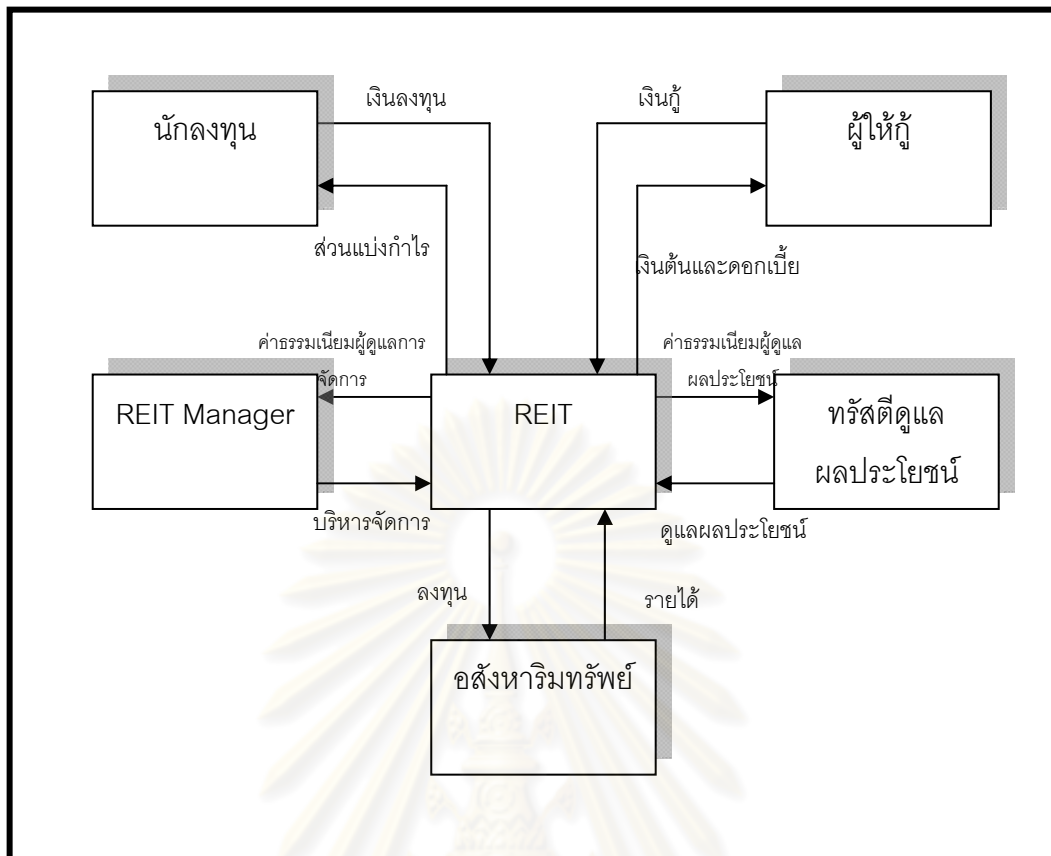
- ต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว หรือถ้ายังสร้างไม่เสร็จ ต้องก่อสร้างไปแล้วไม่น้อยกว่าร้อยละ ๘๐ ของมูลค่าโครงสร้างอาคาร
- ต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ไม่น้อยกว่าร้อยละ ๗๕ ของ NAV
- การซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์จะต้องอิงราคาประเมิน
- มีข้อกำหนดอื่นๆ เพื่อคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน เช่น ต้องไม่ซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่มีข้อพิพาท ต้องจัดให้มีการประกันวินาศภัย เป็นต้น

(๒.๒) แนวความคิดเรื่องการจัดการ REIT ในประเทศไทย^{๖๕}

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้มีแนวความคิดเกี่ยวกับการจัดตั้ง REIT โดยมีแนวทาง คือ การนำโครงสร้างของกฎหมายทรัสต์มาพัฒนาโครงสร้างของ REIT โดยนำโครงสร้าง Co-Trustee มาใช้ กล่าวคือ ให้มี (๑) ทรัสต์ที่ทำหน้าที่เป็น REIT Manager ทำหน้าที่จัดการ REIT และยื่นเอกสารการจัดตั้ง REIT และ (๒) ทรัสต์ที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของ REIT โดยทำหน้าที่เก็บรักษาทรัพย์สินของ REIT และดูแลจัดการ REIT ให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ โดย REIT Manager และทรัสต์ที่ดูแลผลประโยชน์จะเป็นผู้ร่วมจัดตั้ง REIT และถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของ REIT ร่วมกัน ดังภาพข้างล่างนี้

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

^{๖๕} สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง การจัดตั้งและจัดการกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust : REIT) ครั้งที่ ๒. กรุงเทพฯ : ๙ มิถุนายน ๒๕๕๓



แนวทางดังกล่าวนี้ เป็นกรณีที่ทรัสต์มีสิทธิตามกฎหมายเหนือกองทรัสต์ในฐานะเจ้าของทรัพย์สินและมีหน้าที่จัดการกองทรัสต์เพื่อผู้ถือใบทรัสต์ (ผู้รับประโยชน์) ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

การนำโครงสร้าง Co-Trustee มาใช้เนื่องจากว่า บุคคลที่มีบทบาทในการจัดตั้ง REIT และทำการตรวจสอบสถานะต่าง ๆ (Due Diligence) จะเป็น REIT Manager ดังนั้น จึงไม่ควรให้ทรัสต์ที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ (ซึ่งเป็นธนาคารพาณิชย์) มาเป็นผู้รับผิดชอบดังกล่าว ซึ่งโครงสร้างดังกล่าวก็สอดคล้องกับแนวทางของต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม เห็นว่าการนำโครงสร้าง Co-trustee มาใช้ จะต้องมีการพิจารณาในเรื่องของการแบ่งแยกความรับผิดชอบให้ชัดเจน

๓.๓.๒.๑ คุณสมบัติและอำนาจหน้าที่ของทรัสต์ผู้ดูแลผลประโยชน์

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีแนวความคิดที่จะให้ผู้สามารถของเป็นทรัสต์ฯ ได้นอกจากธนาคารพาณิชย์บริษัทหลักทรัพย์แล้ว ยังมีบริษัทที่เป็นบริษัทลูกของธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์ขออนุญาตเป็นทรัสต์ผู้ดูแลผลประโยชน์ได้

โดยมีทุนจดทะเบียนไม่น้อยกว่า ๑๐๐ ล้านบาท และมีความพร้อมด้านระบบงานและบุคลากร โดยผู้ดูแลผลประโยชน์กับ REIT Manager จะต้องไม่เป็นกลุ่มบุคคลเดียวกัน ทั้งนี้ ทรัสต์ผู้ดูแลผลประโยชน์จะเป็นผู้ก่อตั้ง REIT และถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของ REIT ร่วมกับ REIT Manager เพื่อประโยชน์ของผู้ถือใบทรัสต์ (ผู้รับประโยชน์) เก็บรักษาทรัพย์สินของ REIT ดูแลตรวจสอบการทำหน้าที่ของ REIT Manager และมีอำนาจหน้าที่ถอดถอน REIT Manager

ในกรณีของบริษัทลูกของธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์ที่สามารถขอ อนุญาตเป็นทรัสต์นั้น เห็นว่า ควรกำหนดให้ชัดเจนว่าเป็นบริษัทที่ธนาคารและบริษัทถือหุ้นใน สัดส่วนที่สามารถควบคุมบริษัทได้ และธนาคารและบริษัทหลักทรัพย์มีอำนาจควบคุมการ บริหารงานของบริษัทได้ เช่น มีกรรมการจัดการที่เป็นบุคลากรของธนาคารพาณิชย์หรือบริษัท หลักทรัพย์แล้วแต่กรณี เป็นต้น สำหรับกรณีข้อกำหนดด้านความพร้อมของระบบงานและบุคลากร นั้น ควรกำหนดให้ชัดเจนว่าจะต้องมีบุคลากรที่มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในด้านที่ เกี่ยวข้องกับการเป็นทรัสต์ผู้ดูแลผลประโยชน์ด้วย ทั้งนี้ เนื่องจากทรัสต์ผู้ดูแลผลประโยชน์จะต้อง ตรวจสอบการดำเนินงานของ REIT Manager ให้เป็นไปตามสัญญาที่ก่อตั้งทรัสต์ ดังนั้น จึงสมควร กำหนดหลักเกณฑ์ห้ามไม่ให้ทรัสต์ผู้ดูแลผลประโยชน์เป็นกลุ่มบุคคลเดียวกันกับ REIT Manager โดยอาจมีข้อกำหนดให้ ห้ามผู้มีอำนาจจัดการใน REIT Manager เป็นผู้มีอำนาจจัดการในทรัสต์ ผู้ดูแลผลประโยชน์ และห้ามผู้ถือหุ้นรายใหญ่ใน REIT Manager เป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ใน ทรัสต์ผู้ดูแลผลประโยชน์ เป็นต้น

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

(๒) คุณสมบัติและอำนาจหน้าที่ของ REIT Manager

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีแนวทางการกำหนดคุณสมบัติของ REIT Manager โดยไม่จำกัดว่าจะต้องเป็นบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น แต่ต้องเป็นบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์เกี่ยวกับความพร้อมด้านบุคลากรในอสังหาริมทรัพย์ และมีความพร้อมที่จะบริหาร REIT รวมทั้งเพิ่มเติมคุณสมบัติเกี่ยวกับความพร้อมด้านบุคลากร ระบบงาน ฐานะทางการเงิน และต้องมีกรรมการอิสระอย่างน้อยหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด (ซึ่งต้องไม่น้อยกว่า ๓ คน) ทั้งนี้ REIT Manager หนึ่งแห่ง สามารถบริหารจัดการ REIT ได้เพียงกองทรัสต์เดียว

๔.๔ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

๔.๔.๑ หลักการทั่วไปของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หมายถึง วิธีการทำให้เกิดหลักทรัพย์ เป็นกระบวนการที่ผู้รับชำระหนี้เดิมนำสิทธิเรียกร้อง (Receivables or Cash Flow) ที่ตนมีอยู่เหนือลูกหนี้ตามสัญญาประเภทต่าง ๆ ซึ่งล้วนแต่มีสภาพคล่องต่ำและเปลี่ยนมือได้ยาก (Illiquid Asset or Non-Marketable Asset) มารวบรวมเป็น “กองสินทรัพย์” (Pool of Asset) จำหน่ายแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งทำหน้าที่แปลงสภาพสิทธิเรียกร้องนั้นให้เป็นหลักทรัพย์ (Securities) เพื่อจำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุนจนทำให้เกิดสภาพคล่องทางการเงินและเปลี่ยนมือได้ง่าย (Liquidity Assets or Tradable Securities) อันเป็นการเชื่อมโยงตลาดเงินกู้ซึ่งมีลักษณะ Retail Market มาสู่ตลาดตราสารทางการเงินซึ่งมีลักษณะ Wholesale Market

๔.๔.๒ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายไทย

พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์ฯ ได้กำหนดขั้นตอนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยที่การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ การรับโอนสินทรัพย์ (สิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคตไม่ว่ารายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม เช่น สัญญาให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัย หรือสิทธิตามสัญญาสัมปทานสร้างถนนเก็บค่าผ่านทาง) และการออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนโดยกำหนดให้ผลประโยชน์ตอบแทนถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมา โดยผ่านนิติบุคคลเฉพาะกิจ

๔.๔.๒.๑ การจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ

นิติบุคคลเฉพาะกิจอาจจัดตั้งในรูปของบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด กองทุนรวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด

๔.๔.๒.๒ ขั้นตอนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ผู้มีสิทธิเสนอโครงการ

- (๑) ธนาคารพาณิชย์
- (๒) บริษัทเงินทุน
- (๓) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- (๔) บริษัทหลักทรัพย์
- (๕) นิติบุคคลอื่นใดตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ประกาศกำหนด

โครงการที่เสนอให้ยื่นมาพร้อมกับการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่หรือการขออนุญาตจัดตั้งกองทุนรวมตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดย

จะต้องระบุประเภทของบุคคลที่จะเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจและรายละเอียดต่าง ๆ ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ประกาศกำหนด

ถ้าโครงการที่เสนอเป็นการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปกองทุนรวม ให้เสนอ บริษัทหลักทรัพย์ที่จะเป็นผู้จัดการกองทุนรวมมาด้วย

ถ้าเป็นกรณีของนิติบุคคลเฉพาะกิจที่เป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด ให้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ จดทะเบียนรับบริษัทจำกัดหรือ บริษัทมหาชนจำกัดตามโครงการนั้นเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ และให้ถือว่านิติบุคคลเฉพาะกิจนั้น ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ และสามารถดำเนินการเสนอขายหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ต่อไปได้

ถ้าเป็นกรณีของนิติบุคคลเฉพาะกิจที่เป็นกองทุนรวม ให้บริษัทหลักทรัพย์ตามที่ ระบุในโครงการจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมและสามารถดำเนินการเสนอขายหน่วย ลงทุนแก่ประชาชนและจดทะเบียนกองทุนรวมตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ต่อไปได้ ในการจดทะเบียนเป็นกองทุนรวม ให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รับจดทะเบียนการเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจพร้อมกันด้วย

ในการดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ให้คณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจประกาศกำหนดให้ปฏิบัติแตกต่างไปจากที่กำหนดไว้ใน กฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้

๔.๔.๒.๓ การดำเนินโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องดำเนินการต่าง ๆ ตามที่กำหนดไว้ในโครงการที่ได้รับ อนุมัติและสามารถเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่สืบเนื่องจากโครงการใดโครงการหนึ่งตามที่ เสนอมาเท่านั้น โดยมาตรา ๑๒ แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์ เป็นหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดตัวอย่างของอำนาจหน้าที่ของนิติบุคคลเฉพาะกิจไว้ดังนี้

(๑) รับโอนสินทรัพย์

(๒) ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุน

(๓) ทำสัญญากับบุคคลต่างๆ เพื่อประโยชน์ในการดำเนินการให้เป็นไปตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ

(๔) ก่อหนี้สินหรือภาระผูกพันตามที่ระบุไว้ในโครงการ

(๕) ลงทุนหรือหาผลประโยชน์จากสินทรัพย์ที่รับโอนมาได้ตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อนุญาต

ในกรณีที่การดำเนินงานของนิติบุคคลเฉพาะกิจตามพระราชกำหนดนี้มีลักษณะเป็นการประกอบธุรกิจเงินทุนหรือธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถกระทำได้โดยมิต้องได้รับอนุญาตตามกฎหมายว่าด้วยการนั้น^{๖๖}

๔.๔.๒.๔ การรับโอนสินทรัพย์

โดยที่มาตรา ๑๕ ได้กำหนดในกรณีการรับโอนสินทรัพย์ที่เป็นสิทธิเรียกร้อง โดยให้ผู้รับชำระหนี้เดิมเป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ที่เกิดขึ้น การโอนสิทธิเรียกร้องดังกล่าวเป็นอันชอบด้วยกฎหมายโดยไม่ต้องบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ตามบทบัญญัติมาตรา ๓๐๖^{*} แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่ไม่กระทบกระเทือนสิทธิของลูกหนี้ที่จะยกข้อต่อสู้ตามมาตรา ๓๐๘ วรรคสอง^{**} แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ให้ตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระ

^{๖๖} มาตรา ๑๔ แห่งพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๐

^{*} มาตรา ๓๐๖ การโอนหนี้อันจะพึงต้องชำระแก่เจ้าหนี้คนหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจงนั้น ถ้าไม่ทำเป็นหนังสือ ท่านว่าไม่สมบูรณ์ อนึ่งการโอนหนี้นั้นท่านว่าจะยกขึ้นเป็นข้อต่อสู้ลูกหนี้ หรือบุคคลภายนอกได้ แต่เมื่อได้บอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้หรือลูกหนี้จะได้ยินยอมด้วยในการโอนนั้น คำบอกกล่าวหรือความยินยอมเช่นว่านี้ ท่านว่าต้องทำเป็นหนังสือ

^{**} มาตรา ๓๐๘ ถ้าลูกหนี้ได้ให้ความยินยอมดังกล่าวมาในมาตรา ๓๐๖ โดยมีได้ติดเงื่อนไขท่านว่าจะยกข้อต่อสู้ที่มีต่อผู้โอนขึ้นต่อผู้รับโอนนั้นหาได้ไม่ แต่ถ้าเพื่อจะระงับหนี้ลูกหนี้ได้ใช้เงินให้แก่ผู้โอนไปไซ้ลูกหนี้จะเรียกคืนเงินนั้นก็ได้อีก หรือถ้าเพื่อการชดเชยความนั้นลูกหนี้รับภาระเป็นหนี้เป็นอย่างใดอย่างหนึ่งขึ้นใหม่ต่อผู้โอน จะถือเสมือนหนึ่งว่าหนี้นั้นมีได้ก่อนขึ้นเลยก็ได้

หนี้ตามวรรคหนึ่งมีหน้าที่เก็บรักษาบัญชีและรายชื่อลูกหนี้ตามสินทรัพย์ที่โอนไปแล้วนั้นไว้เป็นบัญชีเฉพาะ และให้ลูกหนี้มีสิทธิตรวจดูบัญชีรายชื่อของตนได้ ในกรณีที่มีการเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้เป็นบุคคลอื่นใดที่มีใช้ผู้รับชำระหนี้เดิมให้นิติบุคคลเฉพาะกิจบอกกล่าวการโอนสิทธิเรียกร้องนั้นไปยังลูกหนี้นับตั้งแต่วันที่ได้มีการเปลี่ยนแปลงตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้ เว้นแต่การเปลี่ยนตัวแทนนั้นเป็นไปโดยผลของกฎหมายอันเนื่องมาจากการควบกิจการของบุคคลดังกล่าว

ทั้งนี้ การโอนสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ ถ้าเป็นสินทรัพย์ที่มีหลักประกันอย่างอื่นที่มีใช้สิทธิจำนอง สิทธิจำนำ หรือสิทธิอันเกิดขึ้นแต่การค้ำประกัน ให้สิทธิตามสินทรัพย์นั้นตกแก่ผู้รับโอนทุกช่วงจนถึงนิติบุคคลเฉพาะกิจ ตามมาตรา ๑๖ และการโอนสินทรัพย์ที่มีสิทธิจำนอง สิทธิจำนำ หรือมีหลักประกันอย่างอื่นตามโครงการที่ได้รับอนุมัติ ให้ได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ไม่ว่าจะกำหนดในกฎหมายโดยบรรดาที่เกิดขึ้นเนื่องในการโอนสินทรัพย์ หรือการโอนหลักประกันของสินทรัพย์ดังกล่าว

อนึ่ง การโอนสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติที่มีดอกเบี้ยโดยชอบด้วยกฎหมายเกินกว่าร้อยละสิบห้าต่อปี มิให้นำบทบัญญัติมาตรา ๖๕๔* แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้บังคับ และให้นิติบุคคลเฉพาะกิจมีสิทธิคิดดอกเบี้ยจากสินทรัพย์นั้นในอัตราไม่สูงกว่าอัตราที่คิดไว้เดิมได้ ทั้งนี้ ตามวิธีการคิดดอกเบี้ยที่กำหนดไว้แต่เดิม ตามมาตรา ๑๔ ซึ่งตามมาตรา ๑๙ บัญญัติให้ การโอนสินทรัพย์ตามโครงการที่ได้รับอนุมัติที่มีข้อกำหนดให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์รับโอนสินทรัพย์จากนิติบุคคลเฉพาะกิจคืนไปได้

โดยในกรณีที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง มิให้นำมาตรา ๑๑๔ แห่งพระราชบัญญัติล้มละลาย พุทธศักราช ๒๕๔๓ มาใช้บังคับ

ถ้าลูกหนี้เป็นแต่ได้รับคำบอกกล่าวการโอน ท่านว่าลูกหนี้มีข้อต่อสู้ผู้โอนก่อนเวลาที่ได้รับคำบอกกล่าวนั้นฉันใด ก็จะถูกขึ้นเป็นข้อต่อสู้แก่ผู้รับโอนได้ฉันนั้น ถ้าลูกหนี้มีสิทธิเรียกร้องจากผู้โอนแต่สิทธินั้นยังไม่ถึงกำหนดในเวลาบอกกล่าวไซ้ ท่านว่าจะเอาสิทธิเรียกร้องนั้นมาหักกลบลบกันก็ได้ หากว่าสิทธินั้นจะได้ถึงกำหนดไม่ช้ากว่าเวลาถึงกำหนดแห่งสิทธิเรียกร้องอันได้โอนไปนั้น

* มาตรา ๖๕๔ ท่านห้ามมิให้คิดดอกเบี้ยเกินร้อยละสิบห้าต่อปี ถ้าในสัญญากำหนดดอกเบี้ยเกินกว่านั้น ก็ให้ลดลงมาเป็นร้อยละสิบห้าต่อปี

การรับโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มาอย่างแท้จริง หมายความว่าถึง
การโอนสินทรัพย์ที่

- (๑) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม
- (๒) ทำให้นิติบุคคลเฉพาะกิจต้องเป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนใน
สินทรัพย์ และ
- (๓) นิติบุคคลเฉพาะกิจสามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับ
โอนได้

นอกจากลักษณะของการรับโอนสินทรัพย์อย่างแท้จริงตามที่กำหนดในวรรคสอง
แล้ว คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ อาจประกาศกำหนดลักษณะอื่น
เพิ่มเติมด้วยก็ได้

ในกรณีที่หลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจเสนอขายเป็นตราสารหนี้ที่มีใช้ตราสาร
หนี้ที่มีสิทธิด้อยกว่าเจ้าหนี้สามัญ ให้ผู้ถือหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจมีฐานะเป็นเจ้าหนี้
บุริมสิทธิพิเศษเหนือสินทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจรับโอนมา โดยให้มีสิทธิได้รับชำระหนี้จาก
สินทรัพย์นั้นในลำดับก่อนบุริมสิทธิอื่น ในกรณีที่เกี่ยวกับบุริมสิทธิพิเศษตามวรรคหนึ่ง ให้ผู้ถือ
หลักทรัพย์มีฐานะเป็นเจ้าหนี้มีประกันตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย ตามมาตรา ๒๑

ในกรณีที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พบว่า
นิติบุคคลเฉพาะกิจได้ดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการแสวงหา
ประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริง ให้สำนักงาน
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียนนิติบุคคล
เฉพาะกิจนั้นได้ และให้บุคคลดังกล่าวขาดใช้เงินเป็นจำนวนเท่ากับจำนวนเงินที่ตนได้รับยกเว้น
ค่าธรรมเนียมในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์พร้อมเงินเพิ่มในอัตราร้อยละสองต่อเดือนของ
จำนวน เงินที่ต้องชำระตั้งแต่วันที่ถูกเพิกถอนการเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ ให้แก่สำนักงาน
คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตามมาตรา ๒๒

๔.๔.๒.๕ การเลิกโครงการ

ในกรณีที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์พบว่า นิติบุคคลเฉพาะกิจได้ดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการแสวงหาประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริง ให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียนนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นได้ และให้บุคคลดังกล่าวขาดใช้เงินเป็นจำนวนเท่ากันจำนวนเงินที่ตนได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์พร้อมเงินเพิ่มในอัตราร้อยละสองต่อเดือนของจำนวนเงินที่ต้องชำระตั้งแต่วันที่ถูกเพิกถอนการเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ ให้แก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

การเลิกนิติบุคคลเฉพาะกิจที่เป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด จะต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือหลักทรัพย์ซึ่งถือหลักทรัพย์เกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด

ตามมาตรา ๒๔ นิติบุคคลเฉพาะกิจจะสิ้นสุดลงเมื่อ

- (๑) ไม่รับโอนสินทรัพย์หรือไม่ออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนตามโครงการภายในหกเดือนนับแต่วันอนุมัติโครงการ
- (๒) ได้ชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจจนครบถ้วนแล้ว
- (๓) ผู้ถือหลักทรัพย์ของนิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งถือหลักทรัพย์เกินกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดมีมติให้เลิก และได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- (๔) เมื่อมีเหตุตามที่กำหนดไว้ในโครงการ

(๕) เมื่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพิกถอน
การจดทะเบียนตามมาตรา ๒๒* และมาตรา ๒๙**



* มาตรา ๒๒ ในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. พบว่า นิติบุคคลเฉพาะกิจใดดำเนินการแปลง
สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการแสวงหาประโยชน์โดยมิได้มุ่งหมายที่จะทำการแปลงสินทรัพย์
เป็นหลักทรัพย์อย่างแท้จริง ให้สำนักงาน ก.ล.ต. มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียนนิติบุคคลเฉพาะกิจนั้นได้
และให้บุคคลดังกล่าวชดใช้เงินเป็นจำนวนเท่ากันจำนวนเงินที่ตนได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมในการแปลง
สินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์พร้อมเงินเพิ่มในอัตราร้อยละสองต่อเดือนของจำนวน เงินที่ต้องชำระตั้งแต่วันที่
ถูกเพิกถอนการเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ ให้แก่สำนักงาน ก.ล.ต.

** มาตรา ๒๙ ในกรณีที่สำนักงาน ก.ล.ต. เห็นว่านิติบุคคลเฉพาะกิจใดไม่อาจดำเนิน
กิจการต่อไปได้ ให้เพิกถอนการจดทะเบียนนิติบุคคลเฉพาะกิจ และแต่งตั้งผู้ชำระบัญชีของนิติบุคคล
เฉพาะกิจนั้น และให้ถือว่าการแต่งตั้งดังกล่าวเป็นการแต่งตั้งผู้ชำระบัญชีตามกฎหมายที่เกี่ยวกับการจัดตั้ง
นิติบุคคลเฉพาะกิจดังกล่าว

การชำระบัญชีตามวรรคหนึ่งให้เป็นไปตามบทบัญญัติแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและ
พาณิชย์ว่าด้วยการชำระบัญชีบริษัทจำกัดหรือกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัดว่าด้วยการชำระบัญชี
แล้วแต่กรณี เว้นแต่การใดในการชำระบัญชีเป็นอำนาจและหน้าที่ของที่ประชุมใหญ่ ให้เป็นอำนาจและหน้าที่
ของสำนักงาน ก.ล.ต.

บทที่ ๓ การนำทรัพย์สินมาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนในต่างประเทศ

๑. การทำธุรกรรมตราสารศุกฎในต่างประเทศ

ปัจจุบันมีการจัดตั้งองค์การระหว่างประเทศ เช่น Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) International Islamic Financial Market (IIFM) Liquidity Management Centre (LMC) Islamic Financial Services Board (IFSB) International Islamic Rating Agency (IIRA) เพื่อรองรับและพัฒนาหลักเกณฑ์รวมทั้งมาตรฐานการกำกับดูแลให้สอดคล้องกับลักษณะของตราสารศุกฎและธุรกรรมอื่น ๆ ตามหลัก Shariah เช่น มาตรฐานการบัญชี หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ การส่งเสริมความร่วมมือ การส่งเสริมสภาพคล่องทางการเงิน และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นต้น

๑.๑ ตราสารศุกฎ ในตลาดทุนระหว่างประเทศ^{๖๗}

ปัจจุบันตราสารศุกฎ เป็นเครื่องมือทางการเงินการลงทุนที่ออกใช้อย่างแพร่หลาย ไม่ว่าจะออกโดยรัฐบาล เอกชน หรือองค์การระหว่างประเทศ เนื่องจากการเจริญเติบโตของธุรกิจ และการระดมทุนโดยใช้เครื่องมือทางการเงินการลงทุนตามหลักอิสลาม จึงก่อให้เกิดการพัฒนาหลักเกณฑ์การกำกับดูแล และความร่วมมือระหว่างประเทศ

๑.๒ หลักเกณฑ์การกำกับดูแลที่ใช้บังคับกับตราสารตามหลักอิสลาม

ประเทศที่มีธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารตามหลักอิสลาม ได้แก่ บาห์เรน บังกลาเทศ คูเบ อินโดนีเซีย จอร์แดน มาเลเซีย ปากีสถาน กาตาร์ สิงคโปร์ ศรีลังกา ซูดาน สหราชอาณาจักร สหรัฐอเมริกา แอฟริกาใต้ แคนาดา และอินเดีย จึงจำเป็นต้องมีหลักเกณฑ์การกำกับดูแลออกมารองรับ โดยประเทศดังกล่าว ส่วนใหญ่เห็นว่าหลักเกณฑ์ที่มีอยู่สามารถนำมาปรับใช้กับธุรกรรมตามหลักอิสลามได้ อย่างไรก็ตาม อาจมีการวางแนวทางในการกำกับดูแลเพิ่มเติม โดยใช้ควบคู่ไป

^{๖๗} The International Organization of Securities Commission, Report of the Islamic Capital Market Task Force of the International Organization of Securities Commission [online] , July 2004, Available from : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD170.PDF>

กับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสำหรับตราสารประเภทอื่นตามความเหมาะสมและเท่าที่ไม่ขัดลักษณะของตราสาร

International Organization of Securities Commission (IOSCO)^{*} ได้ศึกษา
 ธุรกรรมการเงินการลงทุนตามหลักอิสลามว่า IOSCO's Objectives and Principles of Securities
 Regulation^{**} สามารถนำมาปรับใช้กับธุรกรรมดังกล่าวได้ ในเรื่องดังต่อไปนี้

- ก. หลักเกณฑ์เกี่ยวกับหน่วยงานกำกับดูแล ซึ่งกำหนดให้
- หน่วยงานกำกับดูแลควรมีอำนาจอย่างเพียงพอ มีแหล่งข้อมูลที่เหมาะสม และมีความสามารถในการทำหน้าที่และใช้อำนาจ
 - หน่วยงานกำกับดูแลควรกำหนดกระบวนการกำกับดูแลที่ชัดเจนและแน่นอน
- ข. หลักเกณฑ์เพื่อความร่วมมือระหว่างประเทศในการกำกับดูแล
- ค. หลักเกณฑ์เกี่ยวกับผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งมีข้อกำหนดดังนี้
- มีการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินหรือข้อมูลอื่น ๆ ซึ่งมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนอย่างครบถ้วน ถูกต้อง และทันต่อเวลา
 - ผู้ถือหลักทรัพย์ควรได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม
 - ควรมีมาตรฐานการบัญชีและการตรวจสอบบัญชีที่ได้รับการยอมรับตามหลักสากล
- ง. หลักเกณฑ์เกี่ยวกับแผนการลงทุนเป็นกลุ่ม (Collective Investment Schemes) ซึ่งมีประเด็นในการกำกับดูแล ดังนี้
- ความสามารถในการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ดำเนินการ
 - อำนาจหน้าที่โดยเฉพาะของผู้ดำเนินการ
 - กระบวนการจัดการภายใน

^{*} เป็นองค์กรที่จัดตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. ๒๕๒๖ เพื่อเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์จากสมาคมภูมิภาคระหว่างอเมริกา (Inter-American Regional Association) (จัดตั้งขึ้นในปี พ.ศ. ๒๕๑๗) เป็นหน่วยงานความร่วมมือสากล โดยมีหน่วยงานที่กำกับดูแลเป็นสมาชิกทั่วโลก ปัจจุบัน IOSCO เป็นองค์กรระหว่างประเทศที่กำหนดมาตรฐานการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์

^{**} เป็นเอกสารที่กำหนดหลักการ ๓๐ ประการของหลักเกณฑ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อคุ้มครองนักลงทุน เสริมสร้างความโปร่งใส ประสิทธิภาพ และความยุติธรรมให้กับตลาดหลักทรัพย์ และลดความเสี่ยงทางด้านระบบ

๑.๓ องค์การที่เกี่ยวข้องกับตราสารตามหลักอิสลาม^{๖๔}

ตราสารตามหลักอิสลามต้องเป็นไปตามหลัก Shariah แตกต่างจากเครื่องมือทางการเงินการลงทุนทั่ว ๆ ไป จึงได้มีการจัดตั้งองค์การระหว่างประเทศขึ้นเพื่อส่งเสริมความร่วมมือในการศึกษาและพัฒนาตลาดเงินตลาดทุน รวมทั้งกำหนดมาตรฐานที่เหมาะสมสำหรับธุรกรรมทางการเงินการลงทุนตามหลักอิสลาม ดังนี้

ก. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) เนื่องจากตราสารตามหลักอิสลามมีความแตกต่างจากตราสารที่ใช้ระดมทุนอื่น ๆ หลักเกณฑ์หรือมาตรฐานทางบัญชีซึ่งอยู่บนพื้นฐานของธุรกรรมที่มีได้เป็นไปตามหลัก Shariah เช่น มาตรฐานซึ่งกำหนด โดย International Accounting Standard (IASs) หรือ Generally Accepted Accounting Principles (GAAPs) จึงไม่สามารถนำมาปรับใช้ได้ ยกตัวอย่าง เช่น ธุรกรรมการแบ่งสรรกำไรไม่ถือว่าเป็นทุนหรือหนี้ในทางบัญชี แต่หลัก Shariah ถือเป็นบัญชีการลงทุน ดังนั้น จึงมีการจัดตั้ง AAOIFI ขึ้นมาในปี พ.ศ. ๒๕๓๔ เพื่อรองรับและพัฒนาหลักเกณฑ์ทางการบัญชี การกำกับดูแลกิจการและมาตรฐานทางจริยธรรมที่เกี่ยวข้อง

ข. International Islamic Financial Market (IIFM) จัดตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. ๒๕๔๔ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนกรอบความร่วมมือระหว่างธนาคารอิสลามและสถาบันการเงินทั่วโลก รวมทั้งให้คำปรึกษาเกี่ยวกับเครื่องมือทางการเงินการลงทุน มีการตั้ง Global Sharih Supervisory Committee (SSC) ซึ่งมีหน้าที่พิจารณาและรับรองเครื่องมือทางการเงินการลงทุนใหม่ ๆ เพื่อส่งเสริมการจดทะเบียนและการซื้อขายเครื่องมือดังกล่าวในตลาดรอง

^{๖๔} นกนวลพรรณ ภวสันต์, บทศึกษาเรื่องตราสารศุกก (Sukuk : Islamic Bond), สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ๒๖ กันยายน ๒๕๔๘.

- ค. Liquidity Management Centre (LMC) จัดตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. ๒๕๔๕ เพื่อส่งเสริมให้มีการจัดการสภาพคล่องในตลาดเงินตลาดทุนของอิสลามอย่างมีประสิทธิภาพ
- ง. Islamic Financial Services Board (IFSB) จัดตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. ๒๕๔๕ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อประสานความร่วมมือระหว่างธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแลของประเทศต่าง ๆ รวมทั้งพัฒนามาตรฐานการกำกับดูแลและหลักปฏิบัติที่ดีสำหรับสถาบันการเงินของอิสลาม ส่งเสริมเสถียรภาพทางการเงินและเผยแพร่หลักปฏิบัติที่ดีในการจัดการความเสี่ยง
- จ. International Islamic Rating Agency (IIRA) จัดตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. ๒๕๔๕ เพื่อทำการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ให้ความเห็น รวมทั้งประเมินความถูกต้องตามหลัก Shariah ของสถาบันการเงินและเครื่องมือทางการเงินการลงทุน

๑.๔ การกำกับดูแลธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารสุกุก ในประเทศมาเลเซีย^{๖๔}

ประเทศที่มีการกำกับดูแลธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารสุกุก ชัดเจน คือ ประเทศมาเลเซีย โดยได้มีการกำหนด Guidelines on the Offering of Islamic Securities (Guideline) เป็นแนวทางการเสนอขายหลักทรัพย์ตามหลักอิสลาม โดยตราสารสุกุก ถือเป็นหลักทรัพย์ตาม Securities Commission Act 1993 และเป็นหลักทรัพย์ตามหลักอิสลามที่ได้รับความเห็นชอบจาก Shariah Advisory Council ดังนั้น การออก เสนอขาย หรือทำคำชี้ชวนตามเกณฑ์ที่กำหนด โดยมีการกำหนดคุณสมบัติของผู้ออกตราสารที่ปรึกษาหลัก ที่ปรึกษา Sharia รวมทั้งกำหนดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารดังกล่าว นอกจากนี้ หลักเกณฑ์ที่มีสินทรัพย์รองรับ (Asset – Backed securities) การแต่งตั้ง Trustee สิทธิและหน้าที่ของทรัสต์ ยังคงนำมาปรับใช้กับตราสารสุกุก ได้เท่าที่ไม่ขัดกับลักษณะของตราสาร

ในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. ๒๕๔๗ คณะกรรมการหลักทรัพย์ (Securities Commission : SC) ของมาเลเซียได้ออก Guidelines on the Offering of Islamic Securities

^{๖๔} เรืองเดียวกัน

เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในการเสนอขายหลักทรัพย์ตามหลักอิสลาม อย่างไรก็ตาม หลักเกณฑ์การกำกับดูแลในส่วนอื่น ๆ เช่น แนวทางในการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ แนวทางในการเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์รองรับ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับสัญญาแต่งตั้งทรัสต์ สิทธิและหน้าที่ของทรัสต์ ตลอดจนข้อกำหนดเกี่ยวกับการขออนุญาตและการเปิดเผยข้อมูล ยังคงนำมาปรับใช้กับหลักทรัพย์ตามหลักอิสลาม โดยขึ้นอยู่กับลักษณะของหลักทรัพย์นั้น ๆ และธุรกรรมที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ การกำกับดูแลธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารศุกุก ในประเทศมาเลเซียมีประเด็นพิจารณาดังนี้

๑.๔.๑ ความหมายและการตีความ

ตราสารศุกุก หมายถึง เอกสารหรือตราสารที่แสดงถึงมูลค่าของสินทรัพย์โดยคณะกรรมการหลักทรัพย์ได้กำหนดให้เป็นหลักทรัพย์ตาม Securities Commission Act 1993* และตราสารศุกุก ถือเป็นหลักทรัพย์ตามอิสลาม (Shariah) ซึ่งได้รับความเห็นชอบจาก Shariah Advisory Council

๑.๔.๒ การขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์

บุคคลที่ออก เสนอขาย หรือทำคำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ตามหลักอิสลาม ต้องได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการหลักทรัพย์ภายใต้ SCA มาตรา ๓๒** เว้นแต่เป็นธุรกรรมที่ได้รับการยกเว้นภายใต้ SCA Schedule 1 เช่น หลักทรัพย์ที่ออกโดยหรือคำประกันโดยรัฐบาลกลาง รัฐบาลท้องถิ่น หรือธนาคารกลางของมาเลเซีย หลักทรัพย์ที่มีผู้ถือหุ้นออกโดยบริษัทเอกชน

* SCA Subsection กำหนดว่า “Securities” means

(a) Debentures, stocks or bonds issued or proposed to be issued by any government

(b) Shares in or debentures of, a body corporate or an unincorporated body;

or

(c) Unit trust oescribed investment;

And includes any right, option or interest in respect thereof

** SCA Subsection 32 (4) กำหนดว่า Subject to section 32 A , no person referred to in subsection (2) shall implement or carry out a proposal unless the Commission has approved the proposal under this section

หลักทรัพย์ที่ออกเป็นใบนสขของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเงิน การออกหลักทรัพย์ภายใต้สัญญาหรือกฎหมายเฉพาะอื่น ๆ เช่น เช็ค ตั๋วแลกเงิน หรือเล็ตเตอร์ออฟเครดิต เป็นต้น

ในการยื่นคำขออนุญาตออกหลักทรัพย์ตามหลักอิสลาม บุคคลที่สามารถเป็นที่ปรึกษาหลัก (ตาม Guideline ข้อ ๒.๐๑) ได้แก่

- ก. Merchant bank ธนาคารพาณิชย์ Universal broker* หรือ discount house กรณีคำขออนุญาตออกหลักทรัพย์ตามหลักอิสลามที่ไม่สามารถแปลงสภาพเป็นทุนได้
- ข. Merchant Bank หรือ Universal Broker กรณีคำขออนุญาตออกหลักทรัพย์ตามหลักอิสลามแบบ shelf registration scheme นั้น หลักทรัพย์ที่จะเสนอขายต้องอยู่ภายใต้ความหมายของหุ้นกู้ตาม SCA ไม่สามารถแปลงสภาพเป็นทุน ไม่มีการออกไปสำคัญแสดงสิทธิควบคู่ไปด้วย และต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ภายใต้คณะกรรมการหลักทรัพย์ (Guideline ข้อ ๓.๐)

การเปิดเผยข้อมูลตาม Guideline ข้อ ๔ แบ่งเป็น

(๑) ข้อมูลที่ต้องยื่นประกอบการขออนุญาต โดยผู้ออกหลักทรัพย์และที่ปรึกษาหลักต้องยื่นเอกสารและข้อมูล ดังต่อไปนี้

- ก. หนังสือขออนุญาตซึ่งมีข้อมูลดังนี้
 - ผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้เสนอโครงการในกรณีของการออกหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์รองรับ
 - ประวัติโดยย่อของกรรมการผู้ออกหลักทรัพย์
 - ลักษณะของธุรกรรมและโครงสร้างของหลักทรัพย์

* Guidelines for Universal Broker กำหนดว่า Universal Broker means a stockbroking company that has merged with or acquired at least three other stockbroking companies and has fulfilled the necessary qualifying criteria as set out in these Guidelines.

- รายละเอียดเกี่ยวกับการใช้ประโยชน์กระแสรายได้ ในกรณีที่กระแสรายได้นั้นใช้สำหรับโครงการให้ระบุนายละเอียดของโครงการ

- การผ่อนผันให้ไม่ต้องปฏิบัติตาม Guidelines หรือการอนุญาตเฉพาะกรณีภายใต้ SCA

- การขออนุญาตและการอนุญาตเกี่ยวกับการแต่งตั้งที่ปรึกษา Shariah หรือการใช้หลัก Shariah

- ความขัดแย้งทางผลประโยชน์และมาตรการที่เหมาะสมในการบรรเทาความขัดแย้งดังกล่าว

- ข้อมูลเกี่ยวกับหนี้เดิมในกรณีการออกหลักทรัพย์เพื่อนำเงินมาชำระหนี้เดิม

- ข้อมูลอื่น ๆ ที่มีนัยสำคัญเกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์
- ชื่อ หมายเลขโทรศัพท์ หมายเลขโทรสารของเจ้าหน้าที่ผู้รับผิดชอบของที่ปรึกษาหลัก

ข. ข้อกำหนดหลักและเงื่อนไขของการขออนุญาต

ค. ข้อกำหนดหลักและเงื่อนไขของใบสำคัญแสดงสิทธิ (ถ้ามี)

ง. ค่าแถลงของผู้ออกหลักทรัพย์และที่ปรึกษาหลัก

จ. คำรับรองของที่ปรึกษาหลักว่าได้กระทำตามข้อกำหนดของ Controller or Foreign Exchange ตามแนวทางว่าด้วยการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

ฉ. บัญชีล่าสุดของผู้ออกหลักทรัพย์ที่ผ่านการตรวจสอบ

ช. รายงานตรวจสอบการปฏิบัติตาม Guidelines

ซ. ค่าแถลงตาม Chapter 4 ของแนวทางในการออก/เสนอขายหลักทรัพย์ในกรณี que ผู้ออกหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนและอยู่ภายใต้แนวทางดังกล่าว

ณ. กรณีที่มีการออกใบสำคัญแสดงสิทธิควบคู่ไปด้วยให้ยื่น

- ข้อกำหนดและเงื่อนไขของใบสำคัญแสดงสิทธิ

- ผลกระทบทางการเงินของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ

- เหตุผลในการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ

- รายงานตรวจสอบการปฏิบัติตามแนวทางในการออก/เสนอขายหลักทรัพย์ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับใบสำคัญแสดงสิทธิ

(๒) ข้อมูลที่ต้องยื่นภายหลังได้รับอนุญาต ได้แก่

ในกรณีของ Securities Programmes ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องแจ้งข้อมูลดังต่อไปนี้ ต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์ ภายหลังการขายหลักทรัพย์ในแต่ละครั้ง

- จำนวนหลักทรัพย์
- วิธีการออกหลักทรัพย์
- การใช้ประโยชน์กระแสรายได้
- จำนวนสิ่งซื้อขั้นต่ำ (ถ้ามี)
- ระยะเวลา
- ผลตอบแทนหรือราคาที่เป็นจริง
- การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (ถ้ามี) นับจากวันที่ขายหลักทรัพย์ครั้งล่าสุด
- สินทรัพย์รองรับและมูลค่าของสินทรัพย์รองรับ

(๓) ข้อกำหนดหลักและเงื่อนไขของการขออนุญาต ได้แก่

ก. ข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับ

- ผู้ออกหลักทรัพย์ ประกอบด้วย ชื่อ ที่อยู่ เลขทะเบียนธุรกิจ วัน/สถานที่จัดตั้งวันจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ในกรณีของบริษัทจดทะเบียน) สถานะ ธุรกิจหลัก คณะกรรมการโครงสร้างการถือหุ้นและรายชื่อผู้ถือหุ้นหรือรายชื่อผู้ถือหุ้นหลักในกรณีของบริษัทมหาชน ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว

- ผู้เสนอโครงการ (กรณีหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์รองรับ) ประกอบด้วย ชื่อ ที่อยู่ เลขทะเบียนธุรกิจ วัน/สถานที่จัดตั้ง วันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (ในกรณีของบริษัทจดทะเบียน) สถานะ ธุรกิจหลัก คณะกรรมการ โครงสร้างการถือหุ้นและรายชื่อผู้ถือหุ้นหรือรายชื่อผู้ถือหุ้นหลักในกรณีของบริษัทมหาชน ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว

ข. ข้อกำหนดหลักและเงื่อนไข ประกอบด้วย

- ชื่อคู่สัญญาที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ที่ปรึกษา/ผู้ดำเนินการหลัก ผู้ดำเนินการผู้ประเมิน ราคา ที่ปรึกษากฎหมาย ที่ปรึกษาทางการเงิน ที่ปรึกษาทางเทคนิค ผู้ค้ำประกัน ทรัสต์ ตัวแทนด้านสินเชื่อ ผู้จองซื้อเบื้องต้นและจำนวนสิ่งซื้อ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และจำนวนจัดจำหน่าย ที่ปรึกษา Shariah ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์กลาง ตัวแทนชำระเงิน นักบัญชี เป็นต้น

- หลักอิสลามที่นำมาใช้
- รายละเอียดเกี่ยวกับสินเชื่อ
- จำนวนหลักทรัพย์
- ราคาหลักทรัพย์
- ระยะเวลาของสินเชื่อ/หลักทรัพย์
- ส่วนลด/กำไร
- อัตราและฐานการจ่ายส่วนลด/กำไร
- ผลตอบแทนเมื่อครบกำหนด (ร้อยละ)
- หลักประกัน (ถ้ามี)
- รายละเอียดเกี่ยวกับการใช้ประโยชน์กระแสรายได้
- อันดับความน่าเชื่อถือและตัวแทนจัดอันดับ
- รูปแบบและชนิด
- วิธีการออกหลักทรัพย์
- ข้อจำกัดการขาย
- สถานะการจดทะเบียน
- จำนวนสิ่งซื้อขั้นต่ำ
- หลักเกณฑ์การอนุญาตอื่นที่เกี่ยวข้อง
- สิทธิทรัพย์
- ราคาซื้อขาย ราคาขาย หรือค่าเช่า
- เงื่อนไขพื้นฐาน
- คำรับรอง
- เหตุแห่งการผิดนัด
- ข้อกำหนดหลักและเงื่อนไขสำหรับใบสำคัญแสดงสิทธิ (ถ้ามี)
- ข้อกำหนดและเงื่อนไขอื่น ๆ

(๔) คำแถลงของผู้ออกหลักทรัพย์

ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องมีคำแถลงเพื่อแสดงว่าข้อมูลที่เปิดเผยมีความถูกต้อง ครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด นอกจากนี้ ในกรณีที่แนวทางในการออก/เสนอขายหลักทรัพย์ ใช้บังคับกับการออกเสนอขายหรือทำคำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์โดยบริษัทมหาชน ผู้ออกหลักทรัพย์ และที่ปรึกษาหลัก ต้องยื่นเอกสารและข้อมูลเพิ่มเติมตามที่กำหนดในแนวทางดังกล่าว และเพื่อประโยชน์ในการกำกับดูแล คณะกรรมการหลักทรัพย์อาจมีคำสั่งให้ผู้ออกหลักทรัพย์และที่ปรึกษาหลักยื่นเอกสารอื่นเพิ่มเติมได้ เช่น รายงานการตรวจสอบกิจการ รายงานการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

บุคคลผู้มีสิทธิออก เสนอขาย หรือทำคำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ภายใต้ Guidelines ข้อ ๕ ได้แก่

บริษัท (Corporation) ตามความหมายของ SCA Subsections 2 (1) ซึ่งหมายถึงองค์กรที่จัดตั้งขึ้นหรือดำรงอยู่ในหรือนอกมาเลเซียและรวมถึงบริษัทต่างประเทศ แต่ไม่รวมถึง

- ก. องค์กรที่จัดตั้งขึ้นในมาเลเซีย และตามประกาศของรัฐมนตรีที่ประกาศในราชกิจจานุเบกษาซึ่งกำหนดให้เป็นหน่วยงานราชการ ตัวแทนของรัฐบาลของมาเลเซียหรือของประเทศอื่น หรือองค์กรที่มีได้จัดตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในทางพาณิชย์
- ข. Corporate Sole*
- ค. สมาคมที่จดทะเบียนภายใต้กฎหมายเกี่ยวกับสมาคม
- ง. สหภาพการค้าที่จดทะเบียนตามกฎหมาย

(๕) การแต่งตั้งที่ปรึกษา Shariah

ในการออกหลักทรัพย์ตามอิสลาม ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องแต่งตั้ง

* Corporation Sole เป็นบริษัทตามกฎหมายจัดตั้งโดยบุคคลเดียว

ก. ที่ปรึกษา Shariah ซึ่งได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการหลักทรัพย์ และมีความคุณสมบัติดังต่อไปนี้

- ไม่อยู่ในระหว่างล้มละลาย
- ไม่เคยถูกตัดสินว่ากระทำความผิดทางอาญา
- มีชื่อเสียงและลักษณะที่เหมาะสม
- มีความรู้ที่จำเป็น มีความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับ Fiqh muamalah และกฎเกณฑ์ทางอิสลาม และมีประสบการณ์เกี่ยวกับการเงินตามหลักอิสลามอย่างน้อย ๓ ปี หรือ

ข. ธนาคารอิสลามหรือสถาบันที่ได้รับใบอนุญาตจาก Bank Negara Malaysia ให้ดำเนินธุรกรรม Islamic Banking Scheme หรือ Skim Perbankan Islam

บุคคลตาม ก. หรือ ข. มีหน้าที่ให้คำปรึกษาเกี่ยวกับหลักทรัพย์ตามอิสลามไม่ว่าจะเป็นเรื่องเอกสาร โครงสร้าง การลงทุน การบริหารงานหรือการดำเนินการ รวมทั้งรับรองการปฏิบัติตามหลัก Shariah มติ และหลักเกณฑ์อื่น ๆ ของ SAC

ในกรณีที่ที่ปรึกษา Shariah เป็นบริษัท บริษัทดังกล่าวต้องมีผู้เชี่ยวชาญ Shariah อย่างน้อย ๑ คน ซึ่งมีคุณสมบัติเป็นไปตาม ก. ข้างต้น และบริษัทรวมทั้งผู้เชี่ยวชาญดังกล่าวไม่เคยฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์หรือกฎหมายธนาคารนับแต่วันจัดตั้ง รวมทั้งไม่เคยมีคำสั่งหรือมีมติให้เลิกกิจการ

(๖) การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

การออก เสนอขาย หรือทำคำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ตามหลักอิสลามต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการหลักทรัพย์ เว้นแต่เป็นการออก เสนอขาย หรือทำคำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถจำหน่ายจ่ายโอนได้ หรือเป็นกรณีที่ผู้ลงทุนไม่ประสงค์ให้มีการจัดอันดับ ในกรณีนี้ที่ปรึกษาหลักต้องทำคำรับรองเป็นหนังสือต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์ ส่วนกรณีที่อันดับความ

นำเชื่อถือต่ำกว่า Investment Grade ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยความเสี่ยงด้านสินเชื่อต่อผู้ลงทุนและที่ปรึกษา

(๗) การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

ผู้ออกหลักทรัพย์และที่ปรึกษาหลักเป็นผู้กำหนดการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในกรณีที่ผู้ออกหลักทรัพย์และที่ปรึกษาหลักเห็นว่าไม่จำเป็นต้องมีการจัดจำหน่ายหรือให้มีการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพียงบางส่วน ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องระบุจำนวนสิ่งซื้อขั้นต่ำที่จำเป็นต่อความต้องการในการระดมทุน ถ้ามีการซื้อไม่ถึงจำนวนขั้นต่ำดังกล่าว ให้ถือว่าการออกเสนอขาย หรือทำคำสั่งซื้อให้ซื้อหลักทรัพย์นั้นไม่สำเร็จและต้องคืนเงินค่าซื้อหลักทรัพย์และผู้ลงทุน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากคณะกรรมการหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตาม ข้อกำหนดดังกล่าวไม่ใช้กับกรณีของธุรกรรมที่นำกระแสรายได้ไปใช้เพื่อหมุนเวียนในกิจการเท่านั้น และผู้ออกหลักทรัพย์ได้จัดทำทุนสำรองอื่นไว้แล้ว

(๘) วิธีการออกหลักทรัพย์

ธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ตามหลักอิสลามต้องอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์และรายงานไปยัง Fully Automated System for Issuing/Tendering (FAST) และต้องกระทำภายใต้ Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities (RENTAS) เว้นแต่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

๒. Covered Bond ในต่างประเทศ

๒.๑ ภาพรวมของ Covered Bond ในยุโรป

๒.๑.๑ ประวัติศาสตร์ความเป็นมาของ covered bonds^{๗๐}

ระบบของ covered bond มีมานานแล้วในยุโรป โดยหลักการแล้ว covered bond คือ หุ้นกู้ที่มีหลักประกันเป็นการกู้ยืมโดยมีการจำนอง การกู้ยืมเงินจากประชาชน โดยที่แนวความคิดเกี่ยวกับการจำนองได้มีมานานแล้ว ตั้งแต่ ๔๐๐ ปีก่อนคริสตกาลในสมัยกรีกโบราณ แนวความคิดในเรื่องการออกหุ้นกู้โดยมีสินทรัพย์เป็นหลักประกันได้ถูกพัฒนาต่อมาในทวีปยุโรป ทั้งในรูปแบบของพัฒนาการของตัวแลกเงิน ในปี พ.ศ. ๒๑๔๕ บริษัท Dutch East India (Dutch East India Company) ได้ออกหุ้นกู้เพื่อระดมเงินทุนในกองเรือ ในระยะแรกของการจำนองและการออกหุ้นกู้ และ covered bond ได้เกิดขึ้นพร้อมกันในศตวรรษที่ ๑๘ ซึ่งเกิดพร้อมกับการเกิดขึ้นของ Silesian Landschaften ในปรัสเซียสมัย Frederick ที่สอง และได้ส่งผลกระทบต่อการจัดตั้ง Danish bond-issuing Institution ซึ่งเป็นธนาคารเพื่อการจำนอง ต่อมาในปี พ.ศ. ๒๓๖๘ พัฒนาการของ covered bond ได้เกิดขึ้นในวอร์ซอ (Warsaw) และในปี พ.ศ. ๒๓๗๕ ได้มีการจัดตั้งเครดิตฟองซิเออร์ขึ้นในฝรั่งเศส หลังจากนั้น แต่ละประเทศในยุโรปก็ได้พัฒนา covered bonds

๒.๑.๒ วัตถุประสงค์ของ covered bonds^{๗๑}

การเข้าถึงหรือการก่อสร้างทรัพย์สินที่อยู่อาศัย ทรัพย์สินทางการค้า และทรัพย์สินทางการเกษตร หรือการลงทุนของภาครัฐ (ได้แก่ การลงทุนในสาธารณูปโภค) ตลอดจนการขนส่งนั้น เป็นการลงทุนในระยะยาวซึ่งมีความเสี่ยงต่ำ โดยที่การหาเงินทุนระยะยาวในขอบเขตเหล่านี้ส่วนใหญ่จะมาจากสถาบันการให้สินเชื่อ โดยสถาบันที่ให้สินเชื่อสามารถหาแหล่งเงินทุนระยะสั้นได้ง่ายกว่าในระยะยาวเพื่อที่จะมาปรับโครงสร้างหนี้ของการให้กู้ยืม covered bonds ได้เสนอแนวทางต่อผู้ให้กู้ในตราสารระยะยาวที่มีประสิทธิภาพเพื่อการกู้ยืมเงิน

^{๗๐} Ralf Grossmann & Tessa Maij, European Covered Bond Fact Book, (ECBC Publication, August 2006), p.17.

^{๗๑} Ibid., p.18

ในระยะยาว การรวมกันระหว่างตราสารในการระดมทุนกับการให้กู้ยืมดังกล่าวส่งผลให้สถาบันที่
ให้สินเชื่อสามารถได้รับประโยชน์จากการให้กู้ยืมได้อย่างมีประสิทธิภาพ

๒.๑.๓ กรอบทางกฎหมาย^{๗๒}

ลักษณะพิเศษของ covered bonds ได้เกิดขึ้นใน Directive on Undertakings
for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) 1988 โดยใน Article ๒๒ (๔)
ได้ให้กำหนดข้อกำหนดขั้นต่ำของพื้นฐาน ดังนี้

- ก. ผู้ออก covered bond จะต้องเป็นสถาบันการให้สินเชื่อ (credit institution)
- ข. การออก covered bond จะต้องอยู่ภายใต้กรอบทางกฎหมายเป็นพิเศษ
- ค. สถาบันที่ออกจะต้องอยู่ภายใต้การดูแลสาธารณะอย่างระมัดระวังเป็นพิเศษ
- ง. สินทรัพย์ที่นำมาออก (cover asset) จะต้องได้ถูกระบุไว้ในกฎหมาย
- จ. กองสินทรัพย์จะต้องได้รับหลักประกันเพื่อคุ้มครองผู้ถือตราสารอย่าง
เพียงพอตลอดระยะเวลาของ covered bond
- ฉ. ผู้ถือตราสารจะต้องมีสิทธิเรียกร้องที่ดีกว่าในกองทรัพย์สินที่ใช้เป็น
หลักประกันกรณีผู้ออก covered bond ผิดนัด

Covered bond ที่เป็นไปตามข้อกำหนดข้างต้นจะถูกพิจารณาได้ว่าเป็น
หลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัยสำหรับนักลงทุน ดังนั้น ตาม UCITS แล้ว investment funds จะ
สามารถลงทุนใน covered bond ดังกล่าวได้ถึงร้อยละ ๒๕ ของสินทรัพย์ (โดยปกติการลงทุนจะ
จำกัดอยู่ที่ร้อยละ ๕) และ EU Directives on Life and Non-Life Insurance (Directives
92/96/EEC and 92/49/EEC) อนุญาตให้บริษัทประกันภัยสามารถลงทุนใน covered bond จาก
ผู้ออก covered bond รายเดียวได้ถึงร้อยละ ๔๐ (ปกติจะจำกัดเพียงร้อยละ ๕)^{๗๓}

กฎเกณฑ์สำคัญอีกอย่างเกี่ยวกับ covered bond ในยุโรป คือ Capital
Requirement Directive (CRD) ซึ่งมีพื้นฐานมาจากคณะกรรมการ Basel (Basel Committee)
เกี่ยวกับการดูแลการธนาคาร ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมกฎเกณฑ์เกี่ยวกับความเพียงพอของทุนสำหรับ

^{๗๒} Ibid., p.19

^{๗๓} Ibid.,20

ธนาคารระหว่างประเทศ โดยที่ European Council ได้รับหลักการของ CRD เมื่อวันที่ ๗ มิถุนายน ๒๕๔๙ และได้ประกาศใน the Official Journal of the European Union เมื่อวันที่ ๓๐ มิถุนายน ๒๕๔๙

ตาม Basel II นั้น covered bond ยังไม่ได้รับการพูดถึงอย่างชัดเจน ดังนั้น covered bond จึงถือเป็นหุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกันสำหรับการคำนวณน้ำหนักความเสี่ยงการให้สินเชื่อ อย่างไรก็ตาม covered bond มีบทบาทสำคัญในตลาดการเงินของยุโรป EU Commission ได้กำหนดสิทธิพิเศษสำหรับ covered bond ตาม CRD ตาม Annex VI, ย่อหน้า ๖๘ ถึง ๗๑

๒.๑.๔ กรอบกฎหมายของระบบ covered bond ในยุโรป

ประเทศส่วนใหญ่ในยุโรปนั้น การออก covered bond จะถูกควบคุมโดยกฎหมายเฉพาะที่กำหนดมาตรฐานในการคุ้มครองผู้ถือตราสาร เกณฑ์สำหรับสินทรัพย์และลักษณะเฉพาะอย่างอื่น ประเภทของระบบ Covered bond โดยแบ่งตามผู้ออกตราสาร มีดังต่อไปนี้

- ก. Universal Credit Institution (ใช้ในสาธารณรัฐสเปน อิตาลี ลิทัวเนีย เนเธอร์แลนด์ ออสเตรีย สหราชอาณาจักร)
- ข. Universal Credit Institution โดยมีใบอนุญาตเป็นพิเศษ (เยอรมันนี ลัตเวีย โปรตุเกส สวีเดน)
- ค. Special Credit Institution (เดนมาร์ก ฝรั่งเศส ไอร์แลนด์ ลักเซมเบิร์ก ฮังการี ออสเตรีย โปแลนด์ โปรตุเกส สวีเดน นอร์เวย์)
- ง. Specialized Financial Institution (อิตาลี สวิตเซอร์แลนด์ ออสเตรีย)

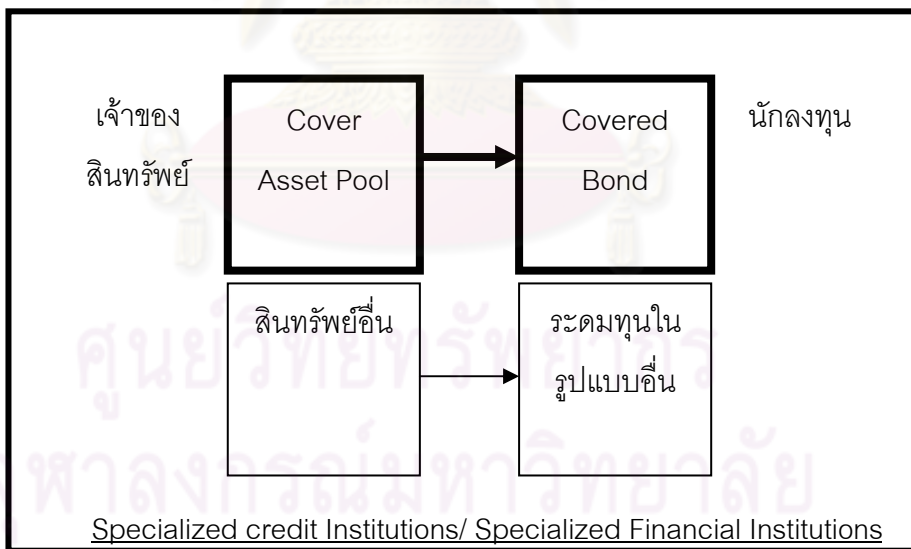
Universal Credit Institution

สำหรับ Universal credit institutions นั้น การมีหรือไม่มีใบอนุญาตเป็นพิเศษไม่เป็นข้อจำกัดในการทำกิจกรรมเกี่ยวกับ Covered bond แต่การมีใบอนุญาตจะเกี่ยวข้องกับการอนุญาตสำหรับการเข้าทำธุรกรรม covered bond สำหรับข้อกำหนดขั้นต่ำบางประการ

ตัวอย่างเช่น ธนาคารในประเทศเยอรมันนี้จะต้องมี Pfandbrief issuance license เฉพาะเมื่อธนาคารมีทุนอย่างน้อย ๒๕ ล้านยูโร และจะต้องดำเนินการจัดการความเสี่ยงและมีแผนธุรกิจที่เหมาะสม

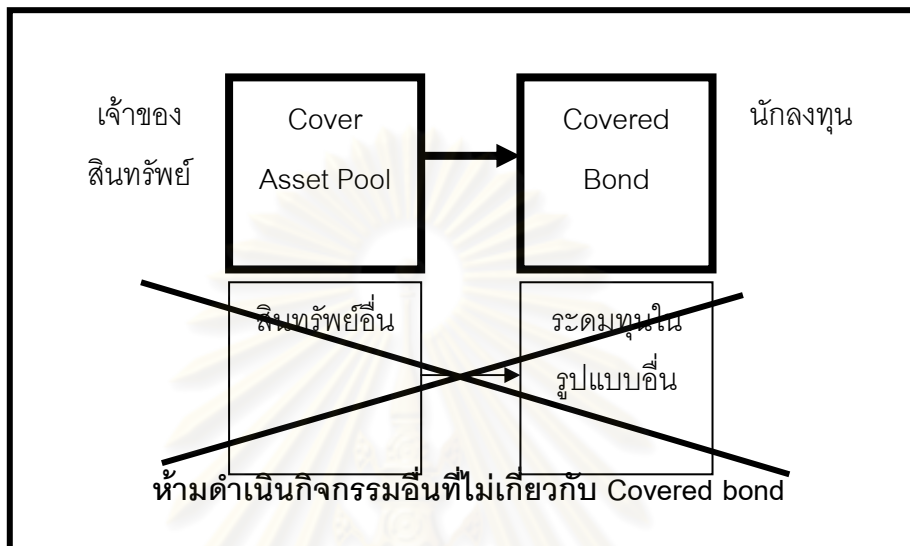
ส่วนกฎเกณฑ์อื่นที่เกี่ยวกับการอนุญาตในการออก covered bonds เพื่อให้เป็นไปตามทางปฏิบัติของธุรกิจหรือตามข้อกำหนด เช่น ในสเปนเมื่อผู้ออกตราสารต้องยื่นเอกสารที่เกี่ยวข้องทั้งหมดต่อ Comision Nacional del Mercado de Valores เพื่อแสดงว่าเป็นไปตามข้อกำหนดตามกฎหมาย

ในหลายประเทศเมื่อ Universal credit institutions ได้ดำเนินการออก covered bond แล้ว สินทรัพย์จะอยู่ในบัญชีสมดุลของผู้ออกตราสาร เว้นแต่ในอิตาลี เนเธอร์แลนด์ และสหราชอาณาจักร ที่สินทรัพย์จะต้องถูกเคลื่อนย้ายไปยังบริษัทเฉพาะกิจ ที่จะรวมกับบัญชีของผู้ออกตราสาร ทั้งนี้ สินทรัพย์รองรับนั้น จะต้องถูกจดทะเบียนเป็นพิเศษในเยอรมันนี ออสเตรีย โปรตุเกส และสวีเดน หรือสินทรัพย์ดังกล่าวจะต้องมีสถานะพิเศษตามกฎหมายหรือตามสัญญา ใน สเปน เนเธอร์แลนด์ และสหราชอาณาจักร



สำหรับ Specialized credit Institutions จะต้องอยู่ภายใต้ข้อจำกัดของกิจกรรมทางธุรกิจ ในระบบอย่างเช่นในฝรั่งเศสเฉพาะกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับ covered bond ถึงจะได้รับอนุญาตให้ดำเนินการได้ Specialized credit institutions สามารถดำเนินการได้โดยลำพังหรืออาจทำงานร่วมกับบริษัทแม่ก็ได้

โดยทั่วไปแล้ว สินทรัพย์รองรับจะต้องอยู่ในบัญชีสมดุลของผู้ออกตราสาร เว้นแต่ในฝรั่งเศส กรณีที่สินทรัพย์รองรับเป็นตัวสัญญาใช้เงินซึ่งออกบนสัญญากู้ยืมที่มีการจำหน่ายแล้ว จะต้องอยู่ในบัญชีสมดุลของสถาบันที่ให้สินเชื่อร่วมกัน



๒.๑.๕ ลักษณะโดยทั่วไปของ covered bonds

<p>กรอบกฎหมาย</p>	<p>การออก Covered bonds ส่วนใหญ่ในประเทศยุโรปจะเป็นไปตามกฎหมายเฉพาะ ในขณะที่บางประเทศก็ใช้หลักเรื่องของสัญญา แต่ทั้งสองรูปแบบก็มีแนวทางเดียวกันในประเด็นสำคัญ เช่น สินทรัพย์ที่เหมาะสม การประเมินมูลค่าสินทรัพย์ที่กำหนด แนวทางการบริหารความรับผิดของสินทรัพย์ ความโปร่งใส โดยสิ่งที่สำคัญที่สุด คือ การกำหนดกรณีที่ผู้ออกตราสารล้มละลาย</p>
<p>สินทรัพย์รองรับ</p>	<p>CRD ได้กำหนดขอบเขตของสินทรัพย์ที่เหมาะสมไว้ ได้แก่ สิทธิเรียกร้องเหนือองค์กรสาธารณะ การกู้ยืมที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกัน senior MBS เป็นต้น ขอบเขตทางภูมิศาสตร์สำหรับสินทรัพย์รองรับนั้น คือ จะต้องอยู่ภายในประเทศเท่านั้น ความสำคัญประการหนึ่ง คือจะต้องมีข้อกำหนดการเปิดเผย covered bond ต่อสาธารณะ</p>

การประเมินมูลค่าสินทรัพย์	โดยทั่วไปแล้วจะมีกฎหมายกำหนดวิธีการประเมินสินทรัพย์อันเป็นที่ยอมรับ
แนวทางความรับผิดชอบของสินทรัพย์	โดยหลักการแล้ว covered bond จะต้องเป็นหลักประกันเป็นสินทรัพย์รองรับอย่างน้อยเท่ากับจำนวนเงินต้นบวกดอกเบี้ย
การดูแลสินทรัพย์รองรับ	UCITS ได้กำหนดเกี่ยวกับมาตรฐานในการดูแลสินทรัพย์รองรับไว้ โดยทั่วไปแล้วจะเป็นการดูแลโดยบุคคลภายนอกที่เป็นอิสระและมีความเหมาะสม
การแยกสินทรัพย์และการป้องกันสินทรัพย์จากการล้มละลาย	ในแต่ละประเทศจะใช้วิธีการในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นจากเจ้าหนี้รายอื่นในกรณีที่ผู้ออกตราสารล้มละลาย

๒.๒ การดำเนินธุรกรรม covered bond ในเยอรมัน^{๗๔}

๒.๒.๑ ข้อมูลตลาด

โดยที่ covered bond ได้เป็นที่ยอมรับอย่างแพร่หลายในตลาดทุนยุโรปเมื่อต้นศตวรรษที่ ๒๑ และตลาด covered bond ในเยอรมัน (Pfandbrief) ได้เติบโตมากที่สุดในยุโรปและมีแนวทางปฏิบัติมานานแล้ว โดยที่ Pfandbrief ในอดีตจะต้องอยู่ภายใต้บังคับของ (๑) the German Mortgage Bank Act (Hypothekbankengesetz, HBG) ซึ่งใช้บังคับตั้งแต่ปี พ.ศ. ๒๔๒๒ จนถึงปี พ.ศ. ๒๕๔๘ และ the Public Pfandbrief Act ใช้บังคับตั้งแต่ พ.ศ. ๒๔๗๐ จนถึง พ.ศ. ๒๕๔๘ โดยที่การออก covered bonds ในอดีตจะเป็นหลักการในเรื่อง Specialist bank principle แต่ปัจจุบันกฎหมายฉบับใหม่ the Pfandbrief Act ได้เปลี่ยนแปลงหลักการดังกล่าวให้เป็นแนวทางของ Universal Bank Principle

^{๗๔} Bernd Volk, Covered Bonds beyond Pfandbriefe, (Euromoney Institutional Investol Plc., 2006), p. 134.

๒.๒.๒ ประเภทของ Pfandbriefe (Pfandbriefe แบบระบุชื่อ (registered Pfandbriefe) กับ Pfandbriefe ผู้ถือ (bearer Pfandbriefe))

Pfandbriefe อาจเป็นได้ทั้งแบบระบุชื่อหรือแบบผู้ถือ แต่รูปแบบส่วนใหญ่จะเป็นรูปแบบของ Pfandbriefe ผู้ถือ เนื่องจาก Pfandbriefe แบบระบุชื่อจะมีความสะดวกในการเปลี่ยนมือน้อยกว่า โดยที่ Jumbo Pfandbriefe จะต้องมีการจดทะเบียนในตลาดรอง ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า แม้ Pfandbriefe แบบระบุชื่อจะมีมูลค่าถึง ๑ พันล้านยูโรก็ไม่อาจเป็น Jumbo Pfandbriefe ได้ โดยทั่วไปแล้ว Pfandbriefe แบบระบุชื่อจะขายในวงจำกัดและมีความโปร่งใสน้อยกว่า Pfandbriefe แบบผู้ถือ ทั้งนี้ อาจพิจารณาได้ว่า Pfandbriefe แบบระบุชื่อจะเป็นการกู้ยืมมากกว่าเป็นหลักทรัพย์ สำหรับนักลงทุนที่มีความกังวลใจเกี่ยวกับบัญชีบุคคล เช่น บริษัทประกันภัย Pfandbriefe แบบระบุชื่อจะเป็นทางเลือกที่ดีในการลงทุน covered bond

๒.๒.๓ โครงสร้างกฎหมายเกี่ยวกับ covered bond

๒.๒.๓.๑ ภาพรวมของกฎหมาย^{๗๕}

ปัจจุบันกรอบกฎหมายของ Pfandbriefe ได้เปลี่ยนแปลงจากหลักการ Specialist bank principle ที่อนุญาตให้ธนาคารดำเนินกิจการได้เฉพาะบางประเภทเท่าที่กฎหมายกำหนด เป็นขยายขอบเขตของการอนุญาตให้ทำกิจกรรมอื่นเพิ่มขึ้น โดยที่ผู้ออก Pfandbriefe จะต้องได้รับใบอนุญาตจาก the Federal financial Supervisory Authority (BaFin)

๒.๒.๓.๒ กระบวนการออกใบอนุญาต

The Pfandbriefe Act ได้กำหนดกฎเกณฑ์สำหรับการขอใบอนุญาตสำหรับการออก Pfandbriefe ไว้อย่างเข้มงวด เพื่อปรับปรุงการบริหารจัดการความเสี่ยง และเพื่อเพิ่มความโปร่งใส ทั้งนี้ ผู้ออกตราสารจะต้องพิสูจน์ให้เห็นได้ว่ามีแผนธุรกิจในการออก Pfandbriefe เป็นตราสารเพื่อการระดมเงินทุน และมีการบริหารความเสี่ยงเกี่ยวกับสินทรัพย์รองรับอย่างเพียงพอ การบริหารจัดการความเสี่ยงของผู้ออกตราสารนั้น โดยทั่วไปจะมีบทบาทสำคัญในกรณีเมื่อมีการอ้างสิทธิของผู้ออกตราสารหากผู้ออกตราสารล้มละลาย

^{๗๕} Ibid., p. 146

๒.๒.๓.๓ การเปิดเผยข้อมูล

ผู้ออกตราสารไม่เพียงแต่จะต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับตราสารในงบการเงินประจำปีเท่านั้น แต่ยังคงเปิดเผยรายการต่อไปนี้ทุกไตรมาส

- ก. กรณีความผิดพลาดของโครงสร้างวันครบกำหนดชำระหนี้สำหรับ Pfandbriefe ที่เสนอขายแล้ว และสินทรัพย์รองรับ
- ข. มูลค่าที่ตราไว้ของ Pfandbriefe และมูลค่าปัจจุบันของหลักประกัน
- ค. กรณีเกิดความผิดพลาดทางการค้า

๒.๒.๓.๔ ลักษณะสำคัญของ Pfandbriefe^{๗๖}

- (๑) มูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นประกัน (Mortgage lending value)

แนวความคิดสำคัญเกี่ยวกับ Pfandbriefe คือ “the Mortgage lending value” โดยแนวความคิดดังกล่าวได้มีมานานแล้วและได้ถ่ายทอดไปยังการเงินระหว่างประเทศ เพื่อที่จะทำให้แน่ใจว่าสินทรัพย์รองรับมีความเหมาะสม ภายใต้กรอบของกฎหมายเก๋การคำนวณดังกล่าวยังไม่ได้ถูกกำหนดมาตรฐานไว้ แต่ตาม the Pfandbriefe Act ได้กำหนดหลักเกณฑ์การคำนวณ Mortgage lending value

กฎหมายได้กำหนดลักษณะของทรัพย์สินที่จะต้องนำมาคำนวณ และ mortgage lending value จะต้องคำนวณบนพื้นฐานของลักษณะที่ถาวรและผลตอบแทน ตัวอย่างเช่น องค์ประกอบที่เป็นการค้าการถ่วงหน้าจะไม่ถูกนำมารวมคำนวณใน mortgage lending value โดยที่รายละเอียดวิธีการคำนวณจะเป็นไปตาม Loan-to-Value Regulation : Beleihungswertermittlungsverordnung)

The Pfandbriefe Act ได้กำหนดให้สินทรัพย์ที่จะมาเป็นหลักประกันในกรณีที่ เป็นอสังหาริมทรัพย์นั้น อาจเป็นอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศได้ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา แคนาดา

^{๗๖} Ibid., p. 147

ญี่ปุ่น และเพื่อไม่ให้เกิดความเสี่ยงสำหรับอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ ผู้ออกตราสารจะต้องดำเนินการวิเคราะห์ความเสี่ยงในมุมมองระยะยาวก่อน

การออก Pfandbriefe กับภาวะผูกพันของการร่วมมือระหว่างภาครัฐและเอกชน

ภายใต้ Pfandbriefe Act สิทธิเรียกร้องที่มีต่อหน่วยงานของรัฐที่เกิดจากการระดมเงินทุนในโครงการภาครัฐโดยวิธีการทางความร่วมมือระหว่างรัฐและเอกชน (Public Private Partnerships) สามารถนำมาเป็นสินทรัพย์รองรับได้ ทั้งนี้ สิทธิของนักลงทุนภาคเอกชนที่มีต่อหน่วยงานรัฐดังกล่าวอาจโอนไปยังผู้ออกตราสาร Pfandbriefe ได้ อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก การร่วมมือระหว่างรัฐและเอกชนมีหลายแนวทาง ดังนั้น จึงอาจมีบางสัญญาที่ไม่อาจนำมาเป็นสินทรัพย์ในการออก covered bond ได้

๒.๒.๓.๕ การดูแลสินทรัพย์รองรับ

ธนาคารผู้ออก covered bond จะต้องแต่งตั้งผู้ดูแลกองสินทรัพย์ (Cover pool Monitor) ซึ่งเป็นผู้มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงาน ทั้งนี้ the Federal Financial Supervisory ซึ่งเป็นหน่วยงานของรัฐที่ดูแลธนาคารอาจจะยกเลิกการแต่งตั้งผู้ดูแลกองทรัพย์สินได้ โดยที่ผู้ดูแลกองทรัพย์สินจะมีหน้าที่สำคัญคือการส่งข้อมูลเกี่ยวกับ covered bond ให้กับหน่วยงานของรัฐรวมถึงการแจ้งข้อเท็จจริงที่ทราบ ทุก ๆ ครั้งปีปฏิทิน

ทั้งนี้ อาจสรุปลักษณะของ covered bond ได้ดังนี้

ลักษณะ	กรอบทางกฎหมาย
ชื่อของตราสาร	Hypotheken Pfandbriefe (mortgage Pfandbriefe) (covered bond ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นสิทธิที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นประกัน) Offentliche Pfandbriefe (public Pfandbriefe) (covered bond ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นสิทธิตาม PPP) Schiffs Pfandbriefe (ship Pfandbriefe) (covered bond ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นการจำนองเรือ)

กฎหมายที่ใช้บังคับ	The Pfandbriefe Act (PfandBG)
หลักการเกี่ยวกับ Specialist Bank	ไม่มีหลักการดังกล่าว ทุกธนาคารสามารถยื่นคำขอออก Pfandbriefe ได้
ข้อจำกัดในการทำธุรกิจ	ไม่มี
การปรับโครงสร้างหนี้ โดย covered bond	เฉพาะหนี้จำนอง หนี้ทางการค้า และสินเชื่อภาครัฐ
การแยกสินทรัพย์	สินทรัพย์รองรับยังอยู่ในบัญชีงบดุลแต่ว่าได้รับความคุ้มครองสำหรับผู้ถือตราสาร

๓. การใช้ทรัสต์เพื่อทำธุรกรรม Real Estate Investment Trust : REIT

๓.๑ การทำธุรกรรม REIT ในสิงคโปร์

กฎหมายทรัสต์ของสิงคโปร์มีพื้นฐานบนหลักการเรื่องทรัสต์ตามกฎหมายอังกฤษ โดยสิงคโปร์ได้ปรับปรุงกฎหมายหลายฉบับเพื่อวัตถุประสงค์ในการเป็นผู้ให้บริการด้านการเงิน ทั้งนี้ สิงคโปร์ได้ปรับปรุงกฎหมายเกี่ยวกับทรัสต์คือ Trustees Act และ Trust Companies Act^{๗๗}

๓.๑.๑ ขอบเขตการบังคับใช้กฎหมายในส่วนของ Trustee Companies Act

สำหรับ Trustee Act เป็นกฎหมายทรัสต์ซึ่งเป็นกรอบทางกฎหมายพื้นฐานสำหรับทรัสต์ของกองทรัสต์ที่ก่อตั้งภายใต้กฎหมายสิงคโปร์ โดยที่ Trustee Act จะมีบทบัญญัติให้ทรัสต์จะต้องดำเนินการมาตรฐานที่กำหนด และต้องดำเนินการภายใต้หลักการ Duty of Care โดยที่ Trustee Act เป็นกฎหมายภายใต้ความดูแลของ the Ministry of Law

^{๗๗} Lexitrust, Singapore Trust [online], 14 February 2011. Available from : <http://www.lexitrust.net/files/SingaporeTrusts.pdf>

ทั้งนี้ ทรัสต์ที่อยู่ภายใต้ TCA นั้น จะต้องดำเนินการให้สอดคล้องกับ Trustee Act ด้วยกรณีที่เป็นกองทรัสต์ที่อยู่ภายใต้กฎหมายสิงคโปร์

๓.๑.๑.๑ บุคคลที่ไม่ต้องได้รับอนุญาตในการประกอบธุรกิจทรัสต์ (มาตรา ๑๕)

- (๑) ธนาคารพาณิชย์ในกำกับดูแลของ MAS
- (๒) ผู้ที่มีใบอนุญาตประกอบธุรกิจ Capital market หรือ บุคคลที่ได้รับยกเว้นไม่ต้องมีใบอนุญาต Capital market เพื่อการดำเนินการบริหารจัดการกองทุน หรือธุรกิจรับฝากหลักทรัพย์ภายใต้ Securities and Futures Act
- (๓) ทนายความและนักบัญชี
- (๔) ทรัสต์เพื่อกิจการส่วนตัว (Private Trust Companies)
- (๕) บุคคลต่างด้าว
- (๖) บุคคลที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการออกหุ้นกู้
- (๗) ทรัสต์สำหรับโครงการ Collective Investment ภายใต้ Securities and Futures Act

๓.๑.๑.๒ การกำกับดูแล

MAS จะมีหน้าที่ทำให้เกิดความปลอดภัย ความเป็นธรรมในการติดต่อตัวกลางทางการเงิน MAS จะให้คำแนะนำสำหรับทรัสต์ในการประกอบธุรกิจรวมถึงการตรวจสอบบริษัท สำหรับการตรวจสอบบริษัทนั้น MAS สามารถตรวจสอบได้ในขอบเขตที่กว้างขวางหรือขอบเขตเฉพาะเจาะจง (กล่าวคือเป็นการตรวจสอบบริษัทว่าได้ดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายหรือไม่ทั้งหมด หรืออาจตรวจสอบอย่างจำกัดขอบเขตก็ได้)

๓.๑.๑.๓ กระบวนการขอใบอนุญาตประกอบธุรกิจทรัสต์

วิธีการดำเนินการขอรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจทรัสต์จะเป็นไปตาม the Licensing Guide and the Guidelines on Licence Application and payment of Fee โดยการพิจารณาการอนุญาตให้ใบอนุญาตนั้น MAS จะพิจารณาจากปัจจัยดังนี้

- ก. ความเชี่ยวชาญของผู้ยื่นคำขอรับใบอนุญาต
- ข. ความมั่นคงทางการเงินของผู้ขอรับใบอนุญาตและบริษัทแม่ของผู้ขอรับใบอนุญาต
- ค. ความสามารถในการดำเนินการให้เป็นไปตามข้อกำหนดทางการเงินขั้นต่ำ และข้อกำหนดด้านหลักประกันในกรณีต้องเสียค่าปรับ
- ง. มีระบบการดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายอย่างเหมาะสม และ
- จ. ความสามารถและความซื่อสัตย์ของผู้ขอรับใบอนุญาต

๓.๑.๑.๔ นโยบายประกันภัยด้านค่าปรับ

บริษัทที่ได้รับใบอนุญาตจะต้องมีประกันภัยเกี่ยวกับค่าปรับด้านวิชาชีพตลอดเวลา โดยต้องครอบคลุมความรับผิดชอบทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากค่าปรับโดยประมาณจากการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัท และกรมธรรม์ประกันภัยต้องเทียบเท่ากับระดับของความเสียหายของบริษัท

๓.๑.๑.๕ วันหมดอายุของใบอนุญาต

กรณีที่ MAS ยังไม่ได้ยกเลิกใบอนุญาต ใบอนุญาตฯ จะหมดอายุในกรณีดังต่อไปนี้

- ก. บริษัทไม่ได้เริ่มดำเนินธุรกิจทรัสต์ภายใน ๖ เดือนนับแต่วันได้รับใบอนุญาต หรือ

- ข. บริษัทได้หยุดดำเนินธุรกิจทรัสต์ ไม่ได้ดำเนินธุรกิจทรัสต์ต่อเนื่องภายใน ๑๔ วันนับแต่วันที่หยุดดำเนินธุรกิจ ไม่ได้แจ้งต่อ MAS เรื่องการหยุดการดำเนินการภายในระยะเวลา ๑๔ วันนับแต่วันที่หยุดกิจการ

๓.๑.๑.๖ รายงานของบริษัททรัสต์

บริษัททรัสต์จะต้องจัดทำเอกสารดังต่อไปนี้เพื่อยื่นต่อ MAS เป็นประจำทุกปี

- ก. บัญชีกำไรขาดทุนที่ถูกต้อง และงบดุล ซึ่ง ณ วันสุดท้ายของงบการเงินภายใน ๕ เดือน หลังจากวันสิ้นปีงบการเงินในแต่ละปี โดยจะต้องส่งพร้อมกับรายงานของผู้สอบบัญชี
- ข. รายงานที่แสดงถึงการดำรงมูลค่าสินทรัพย์ตามที่กำหนด ภายใน ๑๔ วันนับแต่วันที่ได้รับใบอนุญาต และภายใน ๕ เดือนนับแต่วันสิ้นสุดงบการเงิน ในแต่ละปี
- ค. รายงานเกี่ยวกับข้อมูลรายรับ สินทรัพย์ ตามปีปฏิทินภายใน ๖๐ วันนับแต่วันสิ้นปีปฏิทิน รายงานนี้ต้องส่งพร้อมกับแบบที่ต้องยื่นกับ Financial Centre Development Department

อย่างไรก็ตาม ในกรณีของธนาคารพาณิชย์ หน้าที่ดำเนินการทรัสต์ยังคงต้องแจ้งต่อ MAS ถึงวันที่เริ่มต้นประกอบธุรกิจทรัสต์ การเปลี่ยนแปลงและการระงับกิจการด้วย นอกจากนี้ หน่วยงานจะต้องยื่นแบบฟอร์มไปยัง Financial Centre Development Department ภายใน ๖๐ วันนับแต่วันสิ้นปีปฏิทิน

๓.๑.๒ ขอบเขตการบังคับใช้กฎหมายในส่วนของ Business Trust Act

โดยส่วนของการจัดการธุรกิจเกี่ยวกับทรัสต์นั้น ประเทศสิงคโปร์ได้มีกฎหมายเรื่องทรัสต์ คือ Business Trust Act ๒๐๐๕ โดยมีบทบัญญัติเกี่ยวกับองค์กรที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ การจดทะเบียนทรัสต์ ผู้จัดการทรัสต์ หนังสือสำคัญสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) ความรับผิดชอบ

ทางแพ่ง การจดทะเบียนธุรกรรมเกี่ยวกับทรัสต์ การยกเลิกการจดทะเบียน การบริหารการจัดการ การบัญชี ผู้สอบบัญชี และการเปิดเผยข้อมูล^{๗๔}

Business Trust Act จะใช้กับธุรกิจเกี่ยวกับทรัสต์ ซึ่งหมายถึง ทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นเพื่อทรัพย์สินใด ๆ อันมีลักษณะดังนี้

- มีวัตถุประสงค์หรือมีผลเกี่ยวกับทรัสต์ที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นหน่วย (Unitholder) ที่จะมีส่วนร่วมในการได้รับกำไร รายได้หรือรายรับใด ๆ หรือส่วนคืนทุนที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินหรือการจัดการหรือการบริหารธุรกิจ
- ผู้ถือหุ้นของทรัสต์จะต้องไม่ใช่บุคลากรที่มีหน้าที่ในการบริหารจัดการหรือมีอำนาจควบคุมทรัพย์สิน ไม่ว่าจะบุคคลนั้นจะมีสิทธิที่จะให้คำแนะนำในการบริหารจัดการเช่นนั้นหรือไม่
- ทรัพย์สินที่อยู่ภายใต้ Trust จะถูกจัดการโดยทรัสต์หรือบุคคลอื่นใดที่ดำเนินการในนามของทรัสต์
- การแบ่งผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและกำไรหรือรายได้ที่เกิดจากรายรับใด ๆ จะต้องนำมาเป็นเงินกองกลางก่อน

๓.๑.๒.๑ การจดทะเบียน

ทรัสต์จะต้องยื่นคำขอจดทะเบียนธุรกิจทรัสต์ต่อเจ้าหน้าที่ Monetary Authority of Singapore ตามแบบฟอร์มที่ประกาศกำหนด โดยเจ้าหน้าที่จะปฏิเสธคำร้องขอจดทะเบียนหากปรากฏข้อเท็จจริงดังนี้

- ทรัสต์ (Trustee-Manager) ไม่ใช่บริษัทตามกฎหมายว่าด้วยบริษัท
- ทรัสต์ได้ประกอบธุรกิจอย่างอื่นนอกจากการบริหารจัดการทรัสต์

^{๗๔} Jeremy Pitts and Akiko Hosokawa, Trust Law Modernized to meet Commercial needs [online], 14 February 2011. Available from : <http://www.iflr.com/Article/1984687/Trust-law-modernized-to-meet-commercial-needs.html>

๓.๑.๒.๒ ทรัสต์ (Trustee-Manager)

(๑) อำนาจหน้าที่

- ทรัสต์จะต้องเป็นบริษัทตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทและจะต้องไม่ประกอบธุรกิจอื่น
- ทรัสต์จะต้องรับรองว่าเลขานุการเป็นบุคคลที่มีประสบการณ์อย่างน้อยสามปีในการเป็นเลขานุการ ซึ่งได้รับแต่งตั้งจากบริษัทหรือทรัสต์ และเป็นบุคคลที่มีคุณสมบัติตาม Legal Professional Act
- ทรัสต์จะต้องดำเนินการจดทะเบียน Business Trust และแต่งตั้งตัวแทน
- ทรัสต์จะต้องดำเนินการโดยพิจารณารายงาน ข้อมูลการเงิน งบการเงิน หรือข้อมูลอื่นใดที่ได้รับจากบุคคลผู้มีวิชาชีพเท่านั้น
- ทรัสต์จะต้องดำเนินการโดยสุจริต
- ทรัสต์จะต้องดำเนินการด้วยความซื่อสัตย์สุจริตให้สอดคล้องกับพระราชบัญญัตินี้และตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed)
- ทรัสต์จะต้องดำเนินการเพื่อประโยชน์สูงสุดของ Unitholders โดยรวม
- ทำเพื่อประโยชน์ของ Unitholders ก่อประโยชน์ของตนเอง
- ทรัสต์จะต้องไม่ใช่ข้อมูลใด ๆ ที่ได้รับการดำเนินงานเป็นทรัสต์ไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมเพื่อประโยชน์ของตัวเองหรือบุคคลอื่นใด
- ทรัสต์จะต้องถือทรัพย์สินเพื่อ Unitholders ทุกคน

๓.๑.๒.๓ **หน้าที่ของผู้บริหาร พนักงาน(รวมถึงบุคคลซึ่งเป็นพนักงานของทรัสต์ไม่ว่าในขณะใด) หรือตัวแทนของทรัสต์ (รวมถึงนายธนาคาร ทนายความ ผู้สอบบัญชีของทรัสต์)**

ผู้บริหารทรัสต์จะต้องกระทำการโดยซื่อสัตย์สุจริต และให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของ Unitholders ก่อนประโยชน์ส่วนตัว

๓.๑.๒.๔ **การเปิดเผยผลประโยชน์ของธุรกรรม**

- ผู้บริหารทรัสต์จะต้องแจ้งผลประโยชน์ของตนไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมในผลประโยชน์ของธุรกรรมที่เข้าทำกับทรัสต์ในการประชุมผู้บริหารในเวลาที่เหมาะสมที่สุด
- มีการเปิดเผยประโยชน์ของผู้บริหาร

๓.๑.๒.๕ **คณะกรรมการตรวจสอบ**

ทรัสต์จะต้องจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบซึ่งมีคุณสมบัติตามที่เจ้าหน้าที่ประกาศ

๓.๑.๒.๖ **การเปลี่ยนแปลงทรัสต์**

- ทรัสต์ที่มีชื่ออยู่ในการจดทะเบียนทรัสต์ยังมีหน้าที่อยู่จนกว่าทรัสต์ใหม่จะได้รับการแต่งตั้งจาก Unitholder หรือจากศาล
- การแต่งตั้งทรัสต์ใหม่จะมีผลนับแต่วันที่มิตีของ Unitholder หรือมีคำสั่งศาล

๓.๑.๒.๗ **การลาออกของทรัสต์**

ทรัสต์สามารถลาออกจากตำแหน่งได้ตามเหตุที่เจ้าหน้าที่ประกาศกำหนด

๓.๑.๒.๘ การถอดถอนทรัสต์โดย Unitholder

Unitholder อาจถอดถอนทรัสต์ได้โดยมีมติไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวน Unitholder ทั้งหมด

๓.๑.๒.๙ การแต่งตั้งทรัสต์ชั่วคราวโดยศาล

ศาลสามารถแต่งตั้งบริษัทที่มีหนังสือความยินยอมจากเจ้าหน้าที่ ทรัสต์ หรือ Unitholder ให้เป็นทรัสต์ชั่วคราวได้ไม่เกินระยะเวลา ๓ เดือน ถ้าหากมีข้อเท็จจริงว่าการแต่งตั้งดังกล่าวเป็นไปเพื่อประโยชน์ของ Unitholder

๓.๑.๒.๑๐ หนังสือสัญญาก่อตั้งทรัสต์ Trust Deed

ก. สาระสำคัญของ Trust Deed

- ทรัสต์จะต้องระบุเนื้อหาลงใน Trust Deed ให้เพียงพอที่จะกำหนดของของธุรกิจได้
- อำนาจของทรัสต์
- ระยะเวลาการก่อตั้งทรัสต์
- การโอนหน่วยทรัสต์ไปยังทรัสต์อื่น
- ค่าตอบแทนของทรัสต์
- ค่าธรรมเนียมใด ๆ ในการจดทะเบียนทรัสต์

ข. การเปลี่ยนแปลง Trust Deed

- บุคคลไม่สามารถเปลี่ยนแปลงแก้ไข Trust Deed ได้เว้นแต่ว่าจะเป็นการแก้ไขเปลี่ยนแปลงที่ได้รับอนุญาตโดยมติพิเศษของ Unitholders หรือการแก้ไขโดยทรัสต์เพื่อเปลี่ยนแปลงนั้นจำเป็นเพื่อให้สอดคล้องกับกฎหมายของสิงคโปร์ อย่างไรก็ตาม กรณีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงขอบเขตในสาระสำคัญของ Trust ย่อมเป็นโมฆะ

- หากทรัสต์ได้รับผลกระทบจากการแก้ไขเปลี่ยนแปลง Trust Deed (กรณีการแก้ไขโดย Unitholder) ทรัสต์อาจร้องต่อศาลให้ยกเลิกการแก้ไขเปลี่ยนแปลงดังกล่าวภายใน ๒๑ วันนับตั้งแต่วันที่มิติดังกล่าว โดยในคำร้องต่อศาล ศาลจะต้องพิจารณาถึงบทบัญญัติที่เกี่ยวข้อง และกระทำโดยสุจริต

๓.๑.๒.๑๐ การสิ้นสุด Business Trust

- Trust Deed อาจระบุเวลาสิ้นสุด Trust หรือพฤติการณ์สิ้นสุด Trust ไว้
- ทรัสต์อาจสิ้นสุด Trust ได้เมื่อเสียส่วนใหญ่ของ Unitholder มีมติให้ยกเลิก Trust
- ศาลอาจมีคำสั่งหรือแต่งตั้งผู้ชำระบัญชีให้รับผิดชอบการสิ้นสุด Trust หากศาลเห็นว่าจำเป็นให้ทรัสต์ต้องสิ้นสุดหน้าที่

๓.๑.๒.๑๑ การบริหารจัดการ

- ทรัสต์จะต้องเรียกประชุมใหญ่สามัญทุก ๆ ปี และไม่มากกว่า ๑๕ เดือน
- ผู้บริหารทรัสต์จะต้องเรียกให้มีการประชุมใหญ่สามัญได้ในกรณีที่ Unitholders ไม่น้อยกว่าร้อยละ ๑๐ ร้องขอโดยเร็ว และจะต้องไม่ช้ากว่า ๒ เดือนนับตั้งแต่วันที่รับคำร้องขอเช่นนั้น
- Unitholder มีสิทธิในการเข้าร่วมประชุมใหญ่และมีสิทธิแสดงความคิดเห็นก่อนการลงมติในที่ประชุม เว้นแต่ว่า Trust Deed จะกำหนดไว้ไม่ให้ Unitholder มีสิทธิเช่นนั้นจนกว่าจะชำระค่า Unit จนเสร็จสิ้น

- Unitholder อาจมอบอำนาจให้บุคคลอื่นเข้าประชุมและลงคะแนนเสียงได้
- ในกรณีมีเหตุผลใด ๆ ที่จะต้องเรียกประชุมผู้ถือหุ้น ศาลอาจโดยดุลพินิจของตนเองหรือโดยการร้องขอของผู้บริหารของทรัสต์หรือโดยคำร้องของ Unitholder อาจเรียกประชุมใหญ่ได้
- ทรัสต์จะต้องจัดเก็บเอกสารต่าง ๆ ไว้ในสถานที่ทำการในสิงคโปร์ และจะจัดเตรียมความพร้อมของเอกสารเพื่อให้มีการตรวจสอบได้ตลอดเวลา



ศูนย์วิทยพัชการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

๓.๑.๓ การดำเนินธุรกรรม REIT ในสิงคโปร์

๓.๑.๓.๑ ภาพรวมของ REIT ในสิงคโปร์^{๗๙}

REIT ของประเทศสิงคโปร์ได้จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของทรัสต์ และมีการเติบโตอย่างรวดเร็ว เป็นตลาด REIT ที่ใหญ่เป็นที่สองในตลาดเอเชีย Singapore REIT (S-REIT) จัดตั้งครั้งแรกในปี พ.ศ. ๒๕๔๕ ภายใต้การกำกับดูแลของ Monetary Authority of Singapore (MAS) ซึ่งเป็นหน่วยงานของรัฐที่กำกับดูแลตลาดการเงินทั้งหมด ปัจจุบันมี REIT ทั้งหมดจำนวน ๒๑ กองทุน (ข้อมูล ณ วันที่ ๘ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๓) โดยทุกกองทุนได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ มีมูลค่าตามราคาตลาด รวมประมาณ ๒๕,๗๒๑ ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ และ REIT

การจัดตั้ง S-REIT จะต้องได้รับความเห็นชอบของ MAS ก่อน สำหรับการบริหารจัดการ REIT มีลักษณะเป็น External managed คือ ผู้ที่จัดตั้งและบริหารจัดการลงทุนของ REIT คือ REIT Manager ซึ่งเป็นบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนและจัดการอสังหาริมทรัพย์ โดยคิดค่าธรรมเนียมในการบริหารจัดการ โดยที่ REIT Manager จะต้องได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจจาก MAS และต้องมีคุณสมบัติเป็นบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ส่วนกองทรัสต์สินจะอยู่ในนามของทรัสต์ ซึ่งเป็นผู้ดูแลกองทรัสต์ เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน โดยทรัสต์มักจะเป็นธนาคาวาณิช

ข้อกำหนดที่สำคัญประการหนึ่งของ REIT Manager คือ REIT Manager แห่งหนึ่งแห่งสามารถจัดตั้งและบริหาร REIT ได้เพียงกองเดียวเท่านั้น เพื่อประสิทธิภาพในการบริหารจัดการอย่างเต็มที่ และเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ดังนั้น S-REIT จึงมี

^{๗๙} จารุพรรณ อินทรรุ่ง, ทำความเข้าใจ REIT ผ่านตลาดสิงคโปร์, คอลัมน์ “ร่วมคิด – ชวนคุย” ประจำวันที่ ๘ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๓ สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ขนาดใหญ่มาก เนื่องจาก REIT Manager จะพยายามซื้อทรัพย์สินเพิ่มเข้ามาเรื่อย ๆ เพื่อให้ REIT ที่ตนบริหารจัดการมีขนาดใหญ่มากขึ้น

S-REIT สามารถแบ่งได้เป็น ๒ กลุ่มหลัก ๆ คือ

- (๑) กลุ่มที่เป็นบริษัทลูกของบริษัทที่ทำธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยบริษัทแม่จะนำอสังหาริมทรัพย์เข้ามาใน REIT และมักจะถือหน่วยลงทุนประมาณร้อยละ ๒๐ - ๔๐ ของมูลค่าการเสนอขายหน่วยลงทุนทั้งหมด จากนั้นจะให้การสนับสนุนเมื่อ REIT ต้องการเพิ่มทุนหรือกู้ยืมเงิน REIT ประเภทนี้จึงเรียกว่า Sponsored REIT ซึ่งตลาด REIT ส่วนใหญ่ในสิงคโปร์จะเป็น REIT ประเภทนี้ เช่น กลุ่ม Capital Land
- (๒) กลุ่มที่ไม่มีบริษัทแม่เป็นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งอาจเรียกได้ว่าเป็น Independent REIT manager ซึ่ง REIT manager ประเภทนี้มักจะหาทรัพย์สินลงทุนจากเจ้าของหลายประเภทเพื่อมาจัดตั้ง REIT เช่น Cambridge Industrial Trust Management Ltd., และ Macarthur Cook Ltd.

๓.๑.๓.๒ โครงสร้างของ S-REIT^{๔๐}

S-REIT เกิดจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์ซึ่งจะบริหารจัดการโดย REIT Manager และทรัสต์ โดยที่ REIT Manger จะรับผิดชอบในการบริหารสินทรัพย์และตัดสินใจในเรื่องสำคัญ เช่น การลงทุน การขายสินทรัพย์ลงทุน การระดมเงินทุน และการทำนโยบายการกระจายการ

^{๔๐} Low Kah Keong & Quak Fi Ling, Recent Developments in Regulations on Takeover of S-REITs,[online] 7 January 2009, available from <http://www.law.com/jsp/law/international/lawarticleIntl.js>

ลงทุน โดยที่ทรัสต์จะถือสินทรัพย์ทั้งหมดในโครงการสำหรับผู้ถือหน่วยลงทุน และจะกระทำการดูแลเพื่อให้เกิดความแน่ใจว่า REIT Manger กระทำการตามอำนาจที่ได้รับ ส่วนผู้ถือหน่วยลงทุนจะเป็นนักลงทุนโดยรวมที่จะลงทุนในทรัสต์

S-REIT จะแตกต่างจากบริษัททั่วไป เนื่องจาก S-REIT ไม่จำเป็นต้องดำเนินการบางประการอย่างบริษัท เช่น การจัดประชุมสามัญประจำปี ดังนั้น ผู้ถือหน่วยลงทุนใน S-REIT จึงไม่เหมือนผู้ถือหุ้นที่สามารถอนุมัติรับรองการสอบบัญชีบริษัท หรืออนุมัติให้มีการจ่ายเงินปันผล และไม่มีสิทธิเลือกหรือถอดถอนกรรมการบริษัท ดังนั้น ผู้ถือหน่วยลงทุนใน S-REIT จึงมีลักษณะการดำเนินการในเชิงรับ (Passive) เนื่องจากไม่มีสิทธิแสดงความคิดเห็นเกี่ยวกับการบริหารจัดการใด ๆ ใน S-REIT

อย่างไรก็ตาม The Property Funds Guidelines (ไม่ใช่กฎหมาย) ซึ่งออกโดย MAS ก็กำหนดให้สัญญาก่อตั้งทรัสต์ อนุญาตให้มีการถอดถอน REIT Manger ได้ โดยเสียงข้างมากของผู้ถือหน่วยลงทุนทั้งหมด ในการประชุมวิสามัญของ S-REIT ซึ่งร้องขอโดยผู้ถือหน่วยลงทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ ๑๐ ของหน่วยลงทุนที่ได้ออกแล้ว

๓.๑.๓.๓ การขอเข้าครอบครอง S-REIT

ตาม Issuance of the Practice Statement 2007 โดย SIC ประกาศ ๘ มิถุนายน ๒๐๐๗ ไม่มีกฎเกณฑ์ที่ควบคุมเกี่ยวกับเข้าครอบครอง REIT ในสิงคโปร์ ซึ่งตาม the Practice Statement 2007 SIC ได้ขยายขอบเขตของ Takeover Code ให้รวมถึงทรัพย์สินของทรัสต์ในโครงการลงทุนโดยรวม (collective investment schemes) MAS ประสงค์จะแก้ไขเพิ่มเติม the Securities and Futures Act (SFA) และ Takeover Code เท่าที่จำเป็น เพื่อให้ Takeover Code ครอบคลุมถึง S-REIT ในขณะเดียวกัน คู่สัญญาที่ผูกพันในธุรกรรมการเข้าครอบครองหรือการรวมกิจการเกี่ยวเนื่องกับ REIT นั้น จึงต้องดำเนินการตาม Takeover Code

โดยกำหนดให้บุคคลที่เข้าครอบครองตั้งแต่ร้อยละ ๓๐ หรือมากกว่านั้นของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของ REIT หรือเมื่อถือหน่วยลงทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ ๓๐ แต่ไม่เกินกว่าร้อยละ ๕๐ ของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของ REIT หรือเข้าครอบครองเกินกว่าร้อยละ ๑ ของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของ REIT ภายในระยะเวลาหกเดือน จะต้องทำ a general offer ด้วยตาม Takeover Code อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีการอธิบายที่ชัดเจนว่าเพราะเหตุใดการเข้าครอบครอง S-REIT จึงต้องดำเนินการดังกล่าว แต่อาจอธิบายได้ว่า เนื่องจากบุคคลที่ถือหน่วยลงทุนเกินกว่าร้อยละ ๕๐ ของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของ REIT สามารถถอดถอน REIT Manager และแต่งตั้ง REIT Manager คนใหม่แทนที่ได้ ดังนั้น จึงควรใช้หลักเกณฑ์การ Takeover เช่นเดียวกับบริษัท

ทั้งนี้ S-REIT เป็นประเภทสินทรัพย์เพื่อการลงทุนที่เติบโตอย่างรวดเร็วซึ่งใหญ่เป็นอันดับที่สามในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก (รองจากญี่ปุ่นและออสเตรเลีย)

๓.๑.๓.๔ ตารางโครงสร้างทางกฎหมายของ S-REIT^{๘๑}

โครงสร้างทางกฎหมาย	โครงสร้างแบบหน่วยลงทุนแบบปิดหรือเป็นบริษัทกองทุนรวม
กฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับ	การก่อตั้ง S-REIT จะต้องได้รับอนุญาตโดย MAS ในฐานะที่เป็น collective investment scheme ตามมาตรา ๒๘๖ แห่ง the Securities and Futures Act
บริษัทบริหารจัดการ	บริษัทที่บริหารจัดการจะต้องได้รับอนุญาตโดย MAS โดยที่เจ้าหน้าที่ระดับบริหาร กรรมการ และพนักงานที่ประกอบวิชาชีพจะต้องมีความเหมาะสมเพียงพอตาม Guidelines on Fit and Proper Criteria และบริษัทที่บริหารจัดการจะต้องมีเจ้าหน้าที่

^{๘๑} Graham Turl, Real Estate Investment Trusts in Asia : Legal Structures Compared [online], 14 Febury 2011. Avialible from <http://www.cnfre.com/channels/613.html>

	<p>ระดับบริหารประจำที่มีถิ่นที่อยู่ในประเทศและมีพนักงานประจำอย่างน้อยสองคนปฏิบัติงานในทางวิชาชีพ นอกจากนี้ บริษัทจะต้องมีประสบการณ์อย่างน้อย ๕ ปี ในการลงทุนหรือได้รับแต่งตั้งเป็นทรัสต์ หรือเคยเป็นที่ปรึกษาด้านอสังหาริมทรัพย์หรือจำนองหลักทรัพย์ที่มีประสบการณ์อย่างน้อย ๕ ปี ในการลงทุนหรือเคยเป็นที่ปรึกษาด้านการลงทุน</p>
<p>ข้อกำหนดด้านการลงทุน</p>	<p>ตาม MAS Code นั้น กำหนดเกี่ยวกับรายการการลงทุนและข้อกำหนดในการบริหารจัดการ กำหนดให้ S-REIT ต้องมีข้อกำหนดดังนี้</p> <p>(๑) ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งอยู่ในหรือนอกสิงคโปร์ / อสังหาริมทรัพย์เกี่ยวกับของสินทรัพย์/ หลักทรัพย์จดทะเบียนหรือไม่จดทะเบียน และหุ้นจดทะเบียนหรือออกโดยบริษัทในสิงคโปร์หรือนอกสิงคโปร์ รวมถึงหลักทรัพย์ที่ออกโดย supra-nation agency หรือคณะกรรมการตามกฎหมายของสิงคโปร์</p> <p>(๒) ลงทุนอย่างน้อยร้อยละ ๓๕ ของทรัพย์สินในอสังหาริมทรัพย์</p> <p>(๓) ลงทุนอย่างน้อยร้อยละ ๗๐ ของทรัพย์สิน ในสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ (real estate – related assets)</p> <p>(๔) ลงทุนไม่เกินกว่าร้อยละ ๕ ของทรัพย์สินในหลักทรัพย์ของผู้ออกตราสารอื่นหรือกองทุนอื่น</p> <p>(๕) ลงทุนไม่เกินกว่าร้อยละ ๑๐ ของทรัพย์สินในกิจการพัฒนาทรัพย์สินและการพัฒนาทรัพย์สินที่ยังไม่แล้วเสร็จ</p>

	<p>อย่างไรก็ตาม S-REIT จะต้องไม่ลงทุนเช่นว่านั้น เว้นแต่จะมีวัตถุประสงค์เพื่อถือครองทรัพย์สินดังกล่าวเมื่อโครงการเสร็จสิ้นแล้ว</p>
ข้อจำกัดทางภูมิภาคในการลงทุน	ไม่มีข้อจำกัดดังกล่าว
ข้อจำกัดในการกู้ยืม	<p>การกู้ยืมทั้งหมดและการชำระหนี้ จะจำกัดที่ร้อยละ ๓๕ ของทรัพย์สิน โดยอาจจะเกินกว่าร้อยละ ๓๕ แต่ไม่เกินร้อยละ ๖๐ ในกรณีที่มีการจัดระดับความน่าเชื่อถือของ S-REIT โดย Fitch Inc., หรือ Moody's หรือ Standard and Poor's และได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ</p>
การประเมินมูลค่า	<p>จะต้องประเมินมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดอย่างน้อยหนึ่งครั้งต่อปี โดยผู้ประเมินมูลค่านั้นจะต้อง</p> <p>(๑) ไม่ได้รับค่าจ้างเกินกว่า ๒๐๐,๐๐๐ ดอลลาร์สิงคโปร์เมื่อรวมแล้วในรอบปีบัญชีจากบริษัทบริหารจัดการ/ที่ปรึกษาหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องอื่นใดที่ S-REIT เข้าทำสัญญาด้วย ทั้งนี้ ไม่รวมค่าธรรมเนียมที่จ่ายโดย S-REIT เพื่อการประเมินมูลค่าสำหรับ S-REIT</p> <p>(๒) จะต้องไม่เกี่ยวข้องกับบริษัทหรือมีสัมพันธ์กับบริษัทบริหารจัดการ ที่ปรึกษาหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องอื่นใดที่ S-REIT เข้าทำสัญญาด้วยซึ่งอาจกระทบต่อความเป็นอิสระในการประกอบวิชาชีพด้านการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน</p> <p>(๓) เปิดเผยต่อทรัพย์สินในประเด็นที่อาจกระทบต่อความเป็นอิสระต่อการประกอบวิชาชีพ</p>

	<p>(๔) ได้รับอนุญาตจากเจ้าพนักงานที่ผู้ประเมินจัดตั้งขึ้น</p> <p>(๕) มีผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในสาขาที่เกี่ยวข้องอย่างเพียงพอ</p> <p>(๖) จะต้องไม่ประเมินทรัพย์สินเดิมเป็นระยะเวลาเกินกว่า ๒ ปีติดต่อกัน</p>
การจดทะเบียน	ไม่มีการบังคับให้จดทะเบียน S-REIT แต่โดยทางปฏิบัติแล้ว S-REIT จะจดทะเบียนใน the Singapore Stock Exchange
ข้อกำหนดพิเศษการจดทะเบียน	<p>สำหรับ S-REIT ที่ออกในสกุลเงินดอลลาร์สิงคโปร์ จะต้องมีความคิดเห็นอย่างน้อย ๒๐ ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ และอย่างน้อยร้อยละ ๒๕ ของหน่วยลงทุนจะต้องถือโดยผู้ถือที่เป็นสาธารณะอย่างน้อย ๕๐๐ บุคคล</p> <p>สำหรับ S-REIT ที่ออกในสกุลเงินอื่น จะต้องมีความคิดเห็นของทรัพย์สินอย่างน้อย ๒๐ ล้านดอลลาร์สหรัฐ</p>
จำนวนทุนขั้นต่ำ	ไม่กำหนด

๓.๒. การทำธุรกรรม REIT ในญี่ปุ่น

๓.๒.๑ ประวัติความเป็นมาของกระบวนการร่างกฎหมายเกี่ยวกับทรัสต์^{๘๒}

แม้ว่าประเทศญี่ปุ่นจะใช้ระบบกฎหมายซีวิลลॉว์ แต่ญี่ปุ่นก็รับเอาแนวความคิดเกี่ยวกับกฎหมายเรื่องทรัสต์ โดยมีเป็น Trust Act (Shintaku Ho) โดยที่ประมวลกฎหมายแพ่งญี่ปุ่นได้บังคับใช้ในปี พ.ศ. ๒๔๔๑ ซึ่งมีที่มาจากประมวลกฎหมายแพ่งฝรั่งเศสและประมวลกฎหมายแพ่งเยอรมัน โดยที่ไม่มีแนวความคิดในเรื่องทรัสต์เลย ภายใต้กฎหมายของญี่ปุ่นใน

^{๘๒} Hiroto Doguchi, Overview of Trust Law in Japan [online], 14 Febury 2011.

ขณะนั้นกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินไม่อาจถูกแบ่งแยกเป็นความเป็นเจ้าของทางกฎหมาย (Legal Ownership) และสิทธิความเป็นเจ้าของในทาง equitable อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันญี่ปุ่นก็ได้รับเอาแนวความคิดเกี่ยวกับทรัสต์มาใช้

ระหว่างปี พ.ศ. ๒๔๔๗ ถึง พ.ศ. ๒๔๔๘ ญี่ปุ่นได้ทำสงครามกับรัสเซีย และเพื่อที่จะฟื้นฟูทางการเงินหลังสงคราม รัฐบาลญี่ปุ่นจึงได้มีแนวความคิดที่จะต้องการเงินจากการลงทุนของต่างชาติ โดยได้ออกพันธบัตรระหว่างประเทศเสนอขายที่ลอนดอน และโดยที่ประเทศอังกฤษได้มีแนวความคิดเกี่ยวกับทรัสต์ พันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลญี่ปุ่นดังกล่าวจึงได้รับเอาแนวความคิดของทรัสต์ โดยมีหลักประกันเป็นทรัพย์สินที่เรียกว่าเป็นกองทรัสต์และถูกถือครองโดยทรัสต์เพื่อประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตร

เพื่อให้ธุรกรรมการออกพันธบัตรดังกล่าวดำเนินการไปได้ จึงได้มีการประกาศใช้ the Secured Bond Trusts Act (Tanpo-tuki Shasai Shintaku Ho) ในปี พ.ศ. ๒๔๔๘ กฎหมายดังกล่าวได้กำหนดให้ทรัสต์จะเกิดขึ้นได้ก็โดยวัตถุประสงค์อย่างจำกัด และไม่ได้กำหนดเกี่ยวกับการมีผลของทรัสต์อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม มีประเด็นที่ควรพิจารณาเกี่ยวกับกฎหมายดังกล่าว คือ กฎหมายดังกล่าวเป็นการแนวความคิดเกี่ยวกับทรัสต์ในกฎหมายญี่ปุ่น และกฎหมายดังกล่าวใช้บังคับเพื่อตอบสนองของความต้องการเชิงพาณิชย์ ทรัสต์จึงเป็นที่รู้จักว่าเป็นเครื่องมือในทางการค้า

ในช่วงแรกของการประกาศใช้กฎหมายดังกล่าวนั้น บริษัทหลายบริษัทได้ตั้งชื่อบริษัทโดยใช้ถ้อยคำว่า “Shintaku” ซึ่งหมายถึง ทรัสต์ในชื่อบริษัท เช่น XYZ Shintaku Company ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีการให้คำนิยามคำว่า Shintaku (Trust) และมีข้อห้ามการใช้ชื่อ Shintaku ในชื่อบริษัทที่ไม่ได้ประกอบกิจการเกี่ยวกับทรัสต์ จึงได้มีการร่าง Trust Business Act (Shintaku-Gyo Ho) และ Trust Act (Shintaku Ho) ในปี พ.ศ. ๒๔๖๕ และประกาศใช้บังคับในปี พ.ศ. ๒๔๖๖

ดังนั้น จึงสามารถกล่าวได้ว่ากฎหมายทรัสต์ของญี่ปุ่นนั้นเกิดขึ้นจากบริบททางธุรกิจ ซึ่งไม่รวมถึงทรัสต์ในกฎหมายครอบครัว และวัตถุประสงค์ทางการเงินในเริ่มต้นสำหรับทรัสต์นี้ ก็ยังมีผลต่อลักษณะของทรัสต์ในกฎหมายญี่ปุ่นปัจจุบัน

กระบวนการร่างกฎหมายทรัสต์เริ่มแรกในญี่ปุ่น นั้น เริ่มโดยประธานศาลโตเกียว Torajiro Ikeda (Chief Judge of the Tokyo District Court) เป็นผู้ร่าง the Secured Bond Trust Act 1905 ซึ่งประธานศาล Ikeda เป็นผู้เชี่ยวชาญในกฎหมายทรัสต์ในสมัยนั้น โดยที่ท่านยังมีส่วนสำคัญในการร่าง Trust Business Act 1922 และ the Trust Act 1922

โดยการร่างกฎหมายทรัสต์ของญี่ปุ่นนั้น ได้นำแนวความคิดสำคัญมาจาก the Indian Trust Act และ the California Civil Code ซึ่งส่งผลต่อคำนิยามของทรัสต์ในการร่างกฎหมายว่า ทรัสต์เป็นความผูกพัน (obligation) ระหว่างคู่สัญญา และผู้รับประโยชน์มีสิทธิต่อทรัสต์ กล่าวคือ ทรัสต์เป็นลักษณะที่เกี่ยวข้องกับความผูกพันหรือหนี้ของทรัสต์ ไม่ได้เกี่ยวกับตัวทรัพย์สิน

ตามที่ได้กล่าวมาในข้างต้น ทรัสต์เป็นความผูกพันในฐานะเครื่องมือสำหรับการตกลงเชิงพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม ทรัสต์ไม่ได้ใช้เฉพาะเป็นตัวแทนสำหรับบริษัทอย่างเช่น Massachusetts Business Trust เท่านั้น แต่ว่าทรัสต์ในกฎหมายญี่ปุ่น ได้ใช้ทรัสต์กับทรัสต์ในญี่ปุ่นที่เป็นองค์กรทางธุรกิจ เช่น ธนาคาร และทรัสต์ก็ใช้สำหรับก็ใช้สำหรับธนาคารที่รับฝากทรัพย์สินหรือการลงทุนในหลักทรัพย์ด้วย

โดยทั่วไปแล้วโครงการทรัสต์จะให้ประสิทธิภาพในการป้องกันนักลงทุน (ผู้รับผลประโยชน์) ได้ดีกว่าแนวทางอื่น ในกรณีที่เกิดการล้มละลายของสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม ข้อดีดังกล่าวก็ไม่ได้เป็นปัจจัยที่ดึงดูดนักลงทุนมากนัก เนื่องจากในญี่ปุ่นกฎระเบียบของรัฐบาลก็ไม่ได้มีกฎเกณฑ์เกี่ยวกับกรณีที่เกิดการล้มละลาย

ทรัพย์สินที่ถูกโอนไปยังธนาคารทรัสต์โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์ส่วนไ้มักจะเป็นตัวเงิน ธนาคารทรัสต์จะเป็นผู้บริหารทรัพย์สิน การลงทุนการให้กู้ยืม

๓.๒.๒ ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับทรัสต์ตามกฎหมายญี่ปุ่น^{๔๓}

ระบบทรัสต์ของญี่ปุ่นได้เกิดขึ้นเมื่อครั้งหลังของสมัยเมจิ (ประมาณ ค.ศ. ๑๘๖๘ – ค.ศ. ๑๙๐๐) โดยได้มีการประกาศใช้กฎหมาย Japan Industrial Bank Act (ซึ่งเป็นกฎหมายเกี่ยวกับการออกพันธบัตรของรัฐ หุ้นกู้ของบริษัท โดยมีทรัสต์เป็นผู้ดูแล ซึ่งถือเป็นจุดเริ่มต้นของระบบทรัสต์ในญี่ปุ่น ต่อมาได้มีการออกกฎหมาย Mortgage Debenture Trust Act โดยให้ธนาคารขนาดใหญ่เป็นผู้ที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจจำนองหุ้นกู้ ซึ่งให้ธนาคารดังกล่าวอยู่ในสถานะของทรัสต์

ปัจจุบัน นิติสัมพันธ์ในเรื่องทรัสต์นั้นจะเป็นไปตาม Trust Act และการควบคุมการประกอบธุรกิจของการจัดการจะเป็นไปตาม Trust Business Act

Trust Business Law ได้ถูกประกาศใช้ครั้งแรกในปี ค.ศ. ๑๙๒๒ และได้มีการแก้ไขเพิ่มเติมในปี ค.ศ. ๒๐๐๔ โดยในวันที่ ๒๖ พฤศจิกายน ค.ศ. ๒๐๐๔ สภานิติบัญญัติของญี่ปุ่นได้ผ่านร่างพระราชบัญญัติดังกล่าว และมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ ๓๐ ธันวาคม ๒๐๐๔ โดยสาระสำคัญของ Trust Business Law

(๑) ขอบเขตของสินทรัพย์ที่จะถูกนำมาจัดตั้ง Trust

ก่อนการแก้ไขกฎหมายสินทรัพย์ที่สามารถนำมาจัดตั้ง Trust ได้ ได้แก่ เงิน หลักทรัพย์ สิทธิเรียกร้องที่เป็นเงิน สหกรณ์ทรัพย์ ที่ดินและส่วนควบ และสัญญาเช่าที่ดิน สินทรัพย์ประเภททรัพย์สินทางปัญญาไม่สามารถนำมาจัดตั้ง Trust ได้ แต่ว่ากฎหมายที่แก้ไขเพิ่มเติมใหม่ได้ยกเลิกข้อจำกัดดังกล่าวทำให้สหกรณ์ทรัพย์อันรวมไปถึงทรัพย์สินทางปัญญาสามารถโอนไปให้ Trust ได้ จากการแก้ไขดังกล่าวส่งผลประโยชน์ให้กับตลาดการทุนญี่ปุ่นสามารถ

^{๔๓} ภูซังค์ ธีรนนทรพร, “ปัญหากฎหมายตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ : ศึกษากรณีการก่อตั้งทรัสต์โดยมีเจตนาหลบเลี่ยงการชำระหนี้,” (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต สาขาวิชานิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, ๒๕๕๑), หน้า ๑๕๘.

(๒) องค์กรที่จะดำเนินธุรกิจ Trust

ก่อนการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมาย เฉพาะสถาบันการเงินได้รับอนุญาตตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจทรัสต์โดยสถาบันการเงิน (Law ๔๓ of ๑๙๔๓) จะสามารถดำเนินธุรกิจทรัสต์ได้ แต่ปัจจุบันกฎหมายยังได้อนุญาตให้จัดตั้งองค์กรดังต่อไปนี้ขึ้นเพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในการประกอบธุรกิจ

- General Trust Company (บริษัททรัสต์ประเภทนี้สามารถลงทุนและจัดการ Trust ได้โดยดุลพินิจของตนเอง) โดยจะต้องได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรีและจะต้องมีทุนจดทะเบียนหนึ่งร้อยล้านบาท
- Administrative Trust Company บริษัทประเภทนี้ไม่สามารถมีดุลพินิจในการลงทุนและจัดการทรัพย์สินได้เอง บริษัทประเภทนี้ไม่จำเป็นต้องได้รับอนุญาตจากรัฐมนตรีและต้องมีทุนจดทะเบียน ห้าสิบล้านบาท

(๓) หน้าที่ของทรัสต์

ก่อนการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมาย ทรัสต์มีหน้าที่ตามหลัก Fiduciary ภายใต้บทบัญญัติของ Trust Law และ Trust Business Law ได้แก่ หลักกระทำการโดยสุจริต และหลักการแบ่งแยกทรัพย์สินของ Trust แต่ภายหลังจากการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมายแล้ว ทรัสต์มีหน้าที่ที่จะต้องคุ้มครองสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์และผู้รับผลประโยชน์ ดังนี้

- ข้อจำกัดในการแต่งตั้งตัวแทน (มาตรา ๒๒) กล่าวคือ บริษัททรัสต์อาจแต่งตั้งตัวแทนให้แก่บุคคลที่สามได้ในกรณีดังนี้
 - มีข้อตกลงเกี่ยวกับการมอบอำนาจที่ชัดเจนและเป็นไปตามที่ประกาศกำหนด
 - ผู้รับมอบอำนาจจะต้องดำเนินการเกี่ยวกับ Trust
- บุคคลที่ได้รับแต่งตั้งจะต้องดำเนินการภายใต้ Trust Business Law ที่เกี่ยวข้องกับหน้าที่ fiduciary และการห้ามดำเนินการธุรกรรมของทรัสต์กับตนเอง

- ทรัสต์จะต้องเปิดเผยข้อมูลแก่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ก่อนทำข้อตกลงทรัสต์
- ทรัสต์จะต้องส่งมอบรายงานเกี่ยวกับสถานะของสินทรัพย์ของทรัสต์ทุก ๆ รอบบัญชี

๓.๒.๓ การทำธุรกรรม REIT ในญี่ปุ่น^{๔๔}

ในประเทศญี่ปุ่นได้มีบทบัญญัติทางกฎหมายเกี่ยวกับ REIT ออกมาบังคับใช้ในปี พ.ศ. ๒๕๔๓ และถูกเรียกโดยทั่วไปว่า J-REIT ตลาด J-REIT ได้เติบโตขึ้นโดยได้มีการออก J-REIT แล้วทั้งสิ้นถึง ๔,๓๖๒ พันล้านเยน (ข้อมูล ณ วันที่ ๓๑ พฤษภาคม ๒๕๕๑) และมีการคาดการณ์ว่าตลาด J-REIT จะขยายเพิ่มขึ้นมากกว่านี้ ในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. ๒๕๕๑ กฎหมายของประเทศญี่ปุ่นอนุญาตให้นำอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศเป็นหลักทรัพย์ในการเสนอขาย J-REIT ได้อย่างเสรี กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ตลาดทุนญี่ปุ่นได้อนุญาตให้มีการลงทุนในต่างประเทศผ่านทางโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สำหรับอสังหาริมทรัพย์

กรอบทางกฎหมายสำหรับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สำหรับอสังหาริมทรัพย์ได้ประกาศใช้ในปี พ.ศ. ๒๕๔๓ เมื่อกฎหมาย Investment Trust & Investment Corporation Law อนุญาตให้มีการระดมเงินทุนโดยใช้อสังหาริมทรัพย์ในทางรูปแบบทรัสต์ได้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งโตเกียว (the Tokyo Stock Exchange : TSE) ได้สร้างระบบจดทะเบียนสำหรับ J-REIT ในเดือนมีนาคม พ.ศ. ๒๕๔๔ ทำให้ตลาด J-REIT เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม องค์ประกอบของ J-REIT ได้ถูกจำกัดเฉพาะอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งอยู่ในญี่ปุ่น ดังนั้น ผู้ที่เกี่ยวข้องจึงกังวลเกี่ยวกับความต้องการในการใช้อสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศเป็นสินทรัพย์รองรับในการเสนอขายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม มีทุนจากต่างประเทศจำนวนมากที่ได้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในเมืองโตเกียว เพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นและเพื่อการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน ในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. ๒๕๕๑ TSE ได้แก้ไขหลักเกณฑ์การจดทะเบียนให้มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศได้ผ่านทาง J-REIT

^{๔๔} Latin American Real Estate Socie, JREIT [online], 14 February 2011. Available from <http://www.lares.org.br/2008/img/Artigo060-Akiyama.pdf>

๓.๒.๓.๑ ความเป็นมาของ J-REIT^{๘๕}

(๑) การเกิดขึ้นของ J-REIT

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สำหรับอสังหาริมทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่นได้เริ่มขึ้นตั้งแต่ปี พ.ศ. ๒๕๓๐ โดยที่ยังมีผลิตภัณฑ์ทางการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ไม่มาก ซึ่งมีการแบ่งอสังหาริมทรัพย์ออกเป็นหน่วยย่อย ผลิตภัณฑ์นี้ได้เปลี่ยนแปลงระบบการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์แต่เดิม (จากเดิมที่เป็นการลงทุนโดยตรง และเป็นการลงทุนขนาดใหญ่) และได้ทำให้เกิดความเป็นไปได้สำหรับนักลงทุนรายย่อยที่จะมีส่วนร่วมในโครงการขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีมาตรการคุ้มครองนักลงทุน

ต่อมาในปี พ.ศ. ๒๕๓๓ การปฏิรูประบบการเงินได้เกิดขึ้นในญี่ปุ่น รวมถึงการเปลี่ยนสินทรัพย์เป็นเงิน (Asset monetization) และการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และในปี พ.ศ. ๒๕๔๑ กฎหมายเกี่ยวกับการปฏิรูประบบการเงินได้บังคับใช้ โดยมี Law on Securitization of Specific Asset (SPC) บังคับใช้ในเรื่องการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทั้งนี้ การดำเนินการเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์สำหรับอสังหาริมทรัพย์ยังมีความซับซ้อนและยังไม่ได้รับการสนับสนุน ดังนั้น จึงได้มีการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมาย ต่อมาเมื่อมีกฎหมายใหม่ คือ Assets Monetization Law ซึ่งใช้บังคับในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. ๒๕๔๓

นอกจากนี้ ในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. ๒๕๔๓ หน่วยงานนิติบัญญัติของญี่ปุ่นได้แก้ไขเพิ่มเติมกฎหมาย Investment Trust & Investment Corporation Law (หรือที่เรียกโดยทั่วไปว่า Investment Trust Law) นับแต่นั้น จากเดิมที่การลงทุนในทรัสต์จะจำกัดเฉพาะบางหลักทรัพย์ได้ขยายไปรวมถึงอสังหาริมทรัพย์ โดยโครงการในลักษณะนี้จะเรียกว่า J-REIT ในเดือนมีนาคม ๒๕๔๔ TSE ได้สร้างระบบจดทะเบียนสำหรับ REIT เพื่อให้ขายได้ในตลาดหลักทรัพย์ โดยมี REITs ที่ผู้เสนอขายรายแรกคือ Nippon Building Funds Inc. (หลักทรัพย์รหัส 8951/TSE) และ Japan Real Estate (หลักทรัพย์รหัส 8952/TSE) ซึ่งได้จดทะเบียนเมื่อวันที่ ๑๐ กันยายน ๒๕๔๔

^{๘๕} Ibid.

(๒) กรอบทางกฎหมายสำหรับ J-REIT

The Investment & Trust Law ได้สร้างระบบกฎหมายสองประเภทสำหรับ REIT ความแตกต่างคือรูปแบบของตัวกลาง หรือที่เรียกว่าตัวกลางเฉพาะกิจ (Special Purpose Entity : SPE) ตามกฎหมาย ระบบแรกเป็นการให้บริษัทลงทุนในฐานะที่เป็น SPE และอีกประเภทคือการรวมสัญญาทรัสต์ ผลต่อมาก็คือ ทำให้การลงทุนและรูปแบบการแลกเปลี่ยนเงินทางทุน (Equity monetization formats) แตกต่างกัน ปัจจุบัน การออก J-REIT จัดทะเบียนได้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของระบบองค์กรการลงทุน (Investment Corporation System) ตารางข้างล่างนี้จะแสดงถึงกรอบกฎหมายพื้นฐานของระบบของ J-REIT ทั้งสองประเภท

		Investment Corporation	Investment Trust System
SPE		องค์กรเพื่อการลงทุน (Investment Corporation)	Investment Trust
การเกิดขึ้นของ SPE		จัดตั้งบริษัท	สัญญา
รูปแบบการ ลงทุนของ นักลงทุน	รูปแบบส่วนทุน	หลักทรัพย์การลงทุน (Investment Securities)	ใบรับผลประโยชน์ในทรัสต์ (Investment in beneficiary trust certificate)
	รูปแบบส่วนหนี้	หนี้ของบริษัท	ใบรับผลประโยชน์ในทรัสต์ (Investment in beneficiary trust certificate)
การแปรรูป เป็นเงิน	การออกแบบให้ เป็นหลักทรัพย์ที่ เปลี่ยนมือได้ ภายใต้ Securities and Exchange Law	หลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้	หลักทรัพย์ที่เปลี่ยนมือได้

จากตารางดังกล่าวจะเห็นถึงสรุปของกรอบกฎหมายเกี่ยวกับ J-REIT ลักษณะของ J-REIT คือ SPE จะผูกพันตามสัญญากับทรัสต์สำหรับการบริหารจัดการทั่วไป การดำรงทรัพย์สินและการบริหารจัดการสินทรัพย์ เนื่องจากกฎหมาย Investment Trust Law ไม่อนุญาตให้ SPE บริหารจัดการสินทรัพย์โดยตรง

๓.๒.๓.๒ โครงสร้างทางกฎหมายของ J-REIT

โครงสร้างทางกฎหมาย	หน่วยลงทุนแบบปิด
กฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับ	J-REIT จะต้องจดทะเบียนกับ Recording Office และ the Financial Services Agency ตาม the Investment Trusts Law
บริษัทบริหารจัดการ	บริษัทบริหารจัดการจะต้องได้รับใบอนุญาตโดย the Minister of Land, Infrastructure and Transport และจะต้องจดทะเบียนกับ the Financial Services Agency และพนักงานของบริษัทจะต้องมีประสบการณ์และความรู้เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์
ข้อจำกัดด้านการลงทุน	เพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีในการหักค่าใช้จ่าย J-REIT จะต้องลงทุนอย่างน้อยร้อยละ ๗๕ ของสินทรัพย์ทั้งหมดในอสังหาริมทรัพย์หรือหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์รองรับเป็นอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงหลักทรัพย์เปลี่ยนมือ ตราสารหนี้ ภายใต้ the Tokyo Stock Exchange Rules กำหนดว่า อย่างน้อยร้อยละ ๕๐ ของสินทรัพย์ทั้งหมดจะต้องไม่ถูกขายภายในหนึ่งปี การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่กำลังพัฒนาจะถูกจำกัดที่ร้อยละ ๕๐ ของสินทรัพย์ทั้งหมด
ข้อจำกัดทางภูมิภาคในการลงทุน	ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในญี่ปุ่นเท่านั้น
ข้อจำกัดในการกู้ยืม	ไม่มีข้อจำกัด แต่ผู้ให้กู้จะต้องเป็นนักลงทุนสถาบันที่มีคุณสมบัติเพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีในการหักค่าใช้จ่าย
การประเมินมูลค่า	ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินจะต้องได้รับอนุญาตจาก the Ministry of Land, Infrastructure and Transport

การจดทะเบียน	ไม่มีข้อกำหนดในการจดทะเบียน แต่ส่วนใหญ่ J-REIT จะจดทะเบียนใน the Tokyo Stock Exchange
ข้อกำหนดพิเศษการจดทะเบียน	อย่างน้อยหน่วยลงทุน ๔,๐๐๐ หน่วยจะต้องออกแล้วในขณะจดทะเบียน และอย่างน้อยนักลงทุน ๑,๐๐๐ คนจะต้องถือหน่วยลงทุนแล้วในขณะจดทะเบียน และกรณีที่จดทะเบียนใน the Tokyo Stock Exchange ผู้ถือหน่วยลงทุนรายใหญ่ ๑๐ ราย จะต้องถือหน่วยลงทุนรวมกันไม่เกินกว่าร้อยละ ๗๕ ของหน่วยลงทุนทั้งหมด
จำนวนทุนขั้นต่ำ	๑๐๐ ล้านบาท
ข้อจำกัดในการถือหน่วยลงทุน	ผู้ถือหน่วยลงทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นจะต้องถือหน่วยลงทุนใน J-REIT น้อยกว่าร้อยละ ๗๕ และจะต้องมีจำนวนผู้ถือหน่วยลงทุนเกินกว่า ๑,๐๐๐ ราย

๔ การดำเนินธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์^{๔๖}

๔.๑ ประเทศสหรัฐอเมริกา

๔.๑.๑ ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

สหรัฐอเมริกาถือเป็นประเทศต้นกำเนิดของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเริ่มจากเกิดเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่เมื่อปี ค.ศ. ๑๙๒๙ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนธุรกิจหลักทรัพย์เสียหายอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งขณะนั้นยังไม่ได้แยกธุรกิจธนาคารกับธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากกันจึงทำให้ธุรกิจธนาคารได้รับผลเสียหายไปด้วย ต่อมารัฐบาลสหรัฐอเมริกา

^{๔๖} ศิริลักษณ์ อรุณประดิษฐ์กุล, “ปัญหาทางกฎหมายตามพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจ เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๔๐,” (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต สาขาวิชานิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, ๒๕๔๔), หน้า ๑๖ – ๕๔.

จึงตรากฎหมายเรียกว่า “the Glass-Steagall Act” เพื่อแยกธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากธนาคาร รวมทั้งจัดตั้งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเพื่อควบคุมดูแลธุรกิจหลักทรัพย์โดยตรง โดยในระยะแรก ๆ Thrift หรือ Saving and Loan Associations (S&L) ของค์กรที่มีบทบาทมากที่สุดในตลาดเงินกู้ซื้อบ้านอันมีหน้าที่รับฝากเงินและให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยยังคงมีกำไรจากการดำเนินการดังกล่าว แต่ต่อมาปรากฏว่ากำไรกลับลดลงเนื่องจากมีกฎหมายออกมาอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์เสนออัตราดอกเบี้ยเงินฝากสูงและจูงใจผู้ฝากเงินรายย่อยมากกว่าทำให้ผู้ฝากเงินเหล่านั้นหันไปฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์แทน ดังนั้น Federal Housing Administration ได้เข้ามามีทำหน้าที่ประกันนี้ให้แก่ Thrift และได้ก่อตั้ง Fannie Mae : Federal National Mortgage Association (FNMA) ขึ้นเพื่อเป็นตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยและช่วยเสริมสภาพคล่องมากขึ้น

ต่อมาในช่วงปี ค.ศ. ๑๙๖๐ รัฐบาลกลางได้ปฏิรูป FNMA โดยแบ่งเป็นสองส่วนด้วยกันคือ

- ก. Ginnie Mae : the Government National Mortgage Association
- ข. Freddie Mae : Federal Home Loan Mortgage Corporation

เพื่อทำหน้าที่ประกันเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่หลักทรัพย์ที่ออกโดย Farmers Home Administration (FHA) อันเป็นองค์กรบริการทางการเงินเพื่อที่อยู่อาศัยแก่เกษตรกรและชาวนา และ Veterans Administration (VA) อันเป็นองค์กรบริการทางการเงินเพื่อหาที่อยู่อาศัยแก่ทหารผ่านศึก

ต่อมาเมื่อปี ค.ศ. ๑๙๗๐ GNMA ได้ทำการแปลงสินเชื่อซื้อบ้านที่มีจำนวนเป็นประกันไปเป็นหลักทรัพย์ (MBS : Mortgage-Backed Securities) เป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกา และต่อมาได้มีการขยายสินทรัพย์ที่จะนำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ออกไป เช่น ลูกหนี้เงินกู้เช่าซื้อรถยนต์ ลูกหนี้บัตรเครดิต

๔.๑.๒ วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาได้ใช้วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ตามมาตรา ๙ แห่ง the Uniform Commercial Code ว่า การโอนขายบัญชีลูกหนี้หรือเอกสารแห่งหนึ่งในแต่ละครั้งไม่ว่าจะด้วยวิธีการโอนแบบมีหลักประกันหรือให้เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์เพื่อให้มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมาย จะต้องยื่นหรือจัดแจ้งเอกสารทางการเงินที่สำนักงานเจ้าหน้าที่ของรัฐที่ทรัพย์ประกันตั้งอยู่ โดยเอกสารดังกล่าวจะแสดงถึงสิทธิของผู้รับโอนและจะระบุชนิดสินทรัพย์ที่โอนเอาซึ่งช่วยแสดงว่าสิทธิตกแก่ผู้รับโอนแบบขายขาดแล้ว เนื่องจากทางปฏิบัติเป็นการยากที่จะกำหนด guideline การแบ่งแยกระหว่างการโอนขายขาดหรือเป็นการกู้แบบมีประกัน และตามมาตรา ๙ – ๑๐๖ แห่ง UCC ก็ได้กำหนดให้บัญชีลูกหนี้ หมายถึง สิทธิใด ๆ ที่ได้รับการชำระเงินจากการขายสินค้าหรือการให้เช่าหรือการบริการซึ่งไม่ปรากฏว่ามีหลักฐานแห่งหนี้หรือเอกสารใด ๆ และตามมาตรา ๙-๑๐๕ (๑) (b) แห่ง UCC กำหนดให้เอกสารแห่งหนี้ หมายถึง สิทธิใด ๆ ที่ได้รับการชำระเงินโดยมีเอกสารหลักฐานที่เป็นลายลักษณ์อักษร และวัตถุประสงค์ของการยื่นหรือจัดแจ้งเอกสารดังกล่าวเพื่อเป็นการบอกกล่าวการโอนสินทรัพย์นั้น แก่บุคคลที่สามเพื่อให้บุคคลเหล่านั้นไม่เข้าใจผิดเกี่ยวกับกองทรัพย์สินนั้นและระบบดังกล่าวยังเปิดโอกาสให้บุคคลภายนอกซึ่งเป็นสาธารณะชนสามารถตรวจสอบดูได้

๔.๑.๓ กรณีเกิดการล้มละลายหรือการฟื้นฟูกิจการ

ในสหรัฐอเมริกามีมาตรการเพื่อที่จะตัดความเสี่ยงจากการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ และจำกัดความเสี่ยงของผู้ลงทุน ดังนี้

(๑) หลักการจัดองค์กรให้ขาดกัน

สหรัฐอเมริกามี “หลักการจัดองค์กรให้ขาดจากกัน” (the Doctrin of Non-Condolidation) เกิดขึ้น โดยเป็นหลักที่บริษัทเฉพาะกิจใช้ในการจัดโครงสร้างธุรกรรมดังกล่าว ทั้งนี้ เพื่อให้มีให้ศาลสั่งใช้หลักการรวมกันทางเนื้อหาซึ่งสามารถช่วยเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการได้ แม้โดยทั่วไปกฎหมายอเมริกาจะไม่ได้บัญญัติไว้เป็นลายลักษณ์อักษร แต่ทว่าศาลล้มละลายสหรัฐอเมริกาก็ได้สร้างหลักความยุติธรรม (Equity Power) เกี่ยวกับ

เรื่องดังกล่าวขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามมาตรา ๑๐๕ a แห่งกฎหมายล้มละลาย ซึ่งกำหนดว่า “ศาลอาจออกคำสั่งได้ โดยหลักการร่วมกันทางเนื้อหา หมายถึง หลักที่ศาลใช้ในการรวมสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเฉพาะกิจและผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายเข้าด้วยกันเพื่อชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ กล่าวได้ว่า ศาลปฏิบัติเสมือนองค์กรทั้งสองหรือมากกว่านั้น เป็นองค์กรเดียวกันอันเป็นการขยายผลที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายให้ครอบคลุมถึงบริษัทเฉพาะกิจที่ไม่ได้ตกเป็นผู้ล้มละลายด้วย อย่างไรก็ตามก็ดี ศาลจะพิจารณาเป็นรายกรณีไป และปัจจัยที่ศาลพิจารณาสั่งให้รวมกันทางเนื้อหา มีดังนี้

- ก. ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีเจ้าของเป็นกลุ่มบุคคลเดียวกันกับหรือมีอำนาจควบคุมบริษัทเฉพาะกิจ
- ข. ผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจเกิดความยุ่งยากที่จะแบ่งแยกออกจากกัน ได้แก่ ไม่แยกสมุดบัญชีและเอกสารทางการเงินจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ใช้ชื่อร่วมกันผู้จำหน่ายสินทรัพย์ในการดำเนินธุรกิจ ผสมปนเปสินทรัพย์และหนี้สินกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ไม่คงสภาพความเป็นนิติบุคคลแยกจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ไม่แยกกรรมการและสำนักงานออกมาเป็นของบริษัทเฉพาะกิจเองและไม่จ่ายหนี้สินและความรับผิดชอบด้วยเงินทุนของบริษัทเฉพาะกิจเอง เป็นต้น
- ค. ประโยชน์จากการรวมกันทางเนื้อหาระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทมากกว่าความเสียหายที่ผู้ลงทุนจะได้รับ

(๒) หลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริง

การโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ให้แก่บริษัทเฉพาะกิจให้มีลักษณะขายขาด (True Sale) ถือว่าสำคัญอย่างมาก เนื่องจาก การโอนสินทรัพย์แบบขายขาด หมายถึง การโอนความเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทเฉพาะกิจ โดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะไม่เหลือความเสี่ยงหรือประโยชน์ใดอีก หากต่อมาผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายยอมทำให้ไม่อาจเรียกสินทรัพย์นั้นกลับได้ โดยบริษัทเฉพาะกิจจะมีสิทธิเหนือสินทรัพย์อย่างสมบูรณ์และนำไปชำระแก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ตามกำหนดเวลาได้ กล่าวคือ เป็นการแยกความเสี่ยงที่ผู้จำหน่าย

สินทรัพย์ล้มละลายออกจากสินทรัพย์ แต่ถ้การโอนนั้นไม่ใช่การขายขาดแต่เป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน สินทรัพย์ก็ยังคงอยู่ภายใต้กฎหมายล้มละลาย

๔.๑.๔ การแปลงสินทรัพย์หลักทรัพย์โดยใช้ทรัสต์

ในสหรัฐอเมริกาจะมีรูปแบบการแปลงสินทรัพย์โดยจะใช้กลไกของทรัสต์ กล่าวคือ จะมีทรัสต์ซึ่งเป็นผู้รับโอนสินทรัพย์มาจาก Originator แล้วจะนำสินทรัพย์ดังกล่าวไปออกหุ้นกู้เพื่อใช้ในการระดมทุน โดยทรัสต์จะเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของนักลงทุน ซึ่งกิจกรรมดังกล่าวจะอยู่ภายใต้ Trust Indenture Act of 1939 อย่างไรก็ตาม Trust Indenture Act ก็จะไม่ใช้บังคับกับหลักทรัพย์บางประเภทที่เป็น Mortgage Indenture ซึ่งอยู่ภายใต้ the National Housing Act ทั้งนี้ หลักทรัพย์ที่ทรัสต์ออกนั้นจะต้องมีการจดทะเบียนตาม the Securities Act of 1933 และได้จดทะเบียนและประกอบธุรกิจภายใต้กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์^{๔๗}

๔.๒ ประเทศอังกฤษ

๔.๒.๑ ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศแถบยุโรปถือได้ว่าเป็นเรื่องใหม่และได้เกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศอังกฤษเกือบ ๓๐ ปีหลังจากประเทศสหรัฐอเมริกา แรกเริ่มนั้นสถาบันการเงินยังคงสามารถกู้ยืมเงินได้ เช่น Building Societies จัดตั้งขึ้นตาม the Building Societies Act ๑๙๘๖ และเป็นผู้ผูกขาดธุรกิจให้กู้ยืมเงินเพื่อที่อยู่อาศัยโดยระดมเงินจากผู้ฝากเงินรายย่อยด้วยต้นทุนต่ำ จึงสามารถทำให้กู้ยืมได้ต่ำกว่าอัตราที่เป็นอยู่ทั่วไป ต่อมาปรากฏว่าความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยในอังกฤษเพิ่มขึ้นมาก แต่ในทางตรงกันข้าม เงินออมกลับลดลง ทำให้ขาดสภาพคล่องทางการเงิน ด้วยเหตุนี้ผู้ให้กู้รายใหม่จึงเกิดขึ้น ได้แก่ National Savings และ Clearing Banks ซึ่งมาแข่งขันกับ Building Societies และแย่งผู้ฝากรายย่อย ทำให้ต้นทุนในการ

^{๔๗} ชาญกิจ จิรจิตการุณ, “อำนาจ หน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้”. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชานิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย), ๒๕๔๖ หน้า ๓๓ – ๓๔

ระดมเงินผ่านผู้ฝากรายย่อยสูงขึ้น อันทำให้การระดมเงินผ่านผู้ฝากรายย่อยและการระดมเงินด้วยตราสารทางการเงินไม่แตกต่างกันอีกต่อไป จึงกระตุ้นให้เกิดธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. ๒๕๓๐ โดย National Mortgage Loan Corporation ได้ออก FRN ซึ่งหนุนหลังด้วยสินทรัพย์ประเภทมีจำนองเป็นประกัน ขายในตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ หลังจากนั้นจึงมีธุรกรรมอีกหลายประเภท เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิต เป็นต้น

๔.๒.๒ วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในอังกฤษได้ใช้วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ที่เรียกว่า "หลักการโอนสิทธิเรียกร้อง" (Assignment of Chose in Action) ซึ่งได้ยอมรับโดยหลัก Equity ซึ่งการโอนสิทธิเรียกร้องสามารถแบ่งได้เป็น ๒ ประเภท

ก. การโอนสิทธิเรียกร้องตามกฎหมายลายลักษณ์อักษร

บุคคลจะสามารถอ้างการโอนสิทธิเรียกร้องได้ต่อลูกหนี้และบุคคลภายนอกได้นั้น จะต้องดำเนินการตามมาตรา ๑๓๖ แห่ง the law of Property Act และ the Stamp Act ดังนี้

- เป็นการโอนโดยสมบูรณ์เด็ดขาดและไม่มีเงื่อนไข
- เป็นการโอนสินทรัพย์ทั้งหมด ไม่ใช่โอนแต่เพียงบางส่วน
- ต้องทำเป็นหนังสือ
- ต้องมีหนังสือบอกกล่าวลูกหนี้ ผู้ค้ำประกัน หรือบุคคลอื่นซึ่งผู้โอนนั้นมีสิทธิเรียกร้องด้วย
- ต้องปิดอาคารแสตมป์บนหนังสือบอกกล่าว

ข. การโอนสิทธิเรียกร้องตามหลัก Equity

กฎหมายอังกฤษได้กำหนดว่า การโอนสิทธิเรียกร้องที่ไม่มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายเนื่องจากไม่ได้ปฏิบัติตามมาตรา ๑๓๖ (๑) แห่ง the Law of Property Act และ the Stamp Act ที่ไม่อาจอ้างต่อลูกหนี้และบุคคลภายนอกได้นั้น สามารถแก้ไขได้โดยให้ถือว่าเป็นการโอนสิทธิเรียกร้องที่มีผลสมบูรณ์ตามหลักความยุติธรรมแทนนับแต่วันที่ผู้โอนและผู้รับโอนได้ตกลง

กัน โดยไม่จำเป็นต้องมีหนังสือบอกกล่าวแจ้งการโอนแก่ลูกหนี้ โดยกำหนดว่าการโอนสิทธิเรียกร้องตามหลักความยุติธรรมจะมีลักษณะดังต่อไปนี้

- เป็นการโอนที่ไม่สมบูรณ์เด็ดขาดหรือมีเงื่อนไข
- เป็นการโอนสินทรัพย์บางส่วน
- ไม่ได้ทำเป็นหนังสือ
- ไม่มีการบอกกล่าว
- ไม่ปิดอากรแสตมป์

๔.๒.๓ กรณีมีการล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการ

ในประเทศอังกฤษมีแนวความคิดเรื่องหลักการปลดหรือห่างไกลการล้มละลาย โดยเป็นการจัดรูปแบบของตัวกลางเฉพาะกิจให้มีลักษณะที่เหมาะสมเพื่อห่างไกลจากการล้มละลายหรือไม่อาจล้มละลายได้ ส่งผลให้ แม้ว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะล้มละลาย บริษัทเฉพาะกิจก็จะไม่ได้รับผลกระทบด้วย ดังนี้

- จำกัดขอบเขตการทำธุรกรรมของตัวกลางเฉพาะกิจไว้ ให้ทำได้แต่เพียงธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- จำกัดขอบเขตการก่อหนี้สินของบริษัทเฉพาะกิจเพื่อลดโอกาสถูกฟ้องล้มละลาย
- จำกัดการยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจ
- ตั้งกรรมการอิสระเพื่อป้องกันการถูกบังคับให้เข้าสู่ภาวะล้มละลาย
- ตั้งตัวกลางฯ ในรูปแบบทรัสต์เพื่อดูแลผลประโยชน์ผู้ลงทุน

บทที่ ๔

วิเคราะห์การนำทรัสต์ไปใช้ในธุรกรรมที่เอื้ออำนวยหรือสนับสนุนต่อตลาดทุน

๑. กรอบทางกฎหมายทั่วไปในการใช้ทรัสต์เพื่อดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน

โดยที่แนวความคิดเรื่องทรัสต์ตามที่ได้ศึกษาในบทที่สองนั้น จะพบได้ว่า สามารถนำแนวความคิดเรื่องทรัสต์มาส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อการทำธุรกรรมในตลาดทุน ซึ่งจะเป็นการแก้ไขปัญหาค้ำจำกัดเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดทุนบางประการ ทั้งนี้ การทำธุรกรรมในตลาดทุนโดยใช้กลไกของทรัสต์หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าเป็นการใช้ทรัสต์เชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) จะมีหลักการพื้นฐานทั่วไปในการนำไปใช้ในการทำธุรกรรมในตลาดทุนต่าง ๆ ได้แก่ หลักเรื่องการจัดการทรัพย์สินอย่างซื่อสัตย์และระมัดระวัง (Fiduciary Duty and Duty of Care) เนื่องจากหลักการพื้นฐานของทรัสต์ก็คือการที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์โอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินให้แก่ทรัสต์ **เพื่อให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สินที่ได้รับโอนเพื่อประโยชน์ของผู้รับผลประโยชน์** ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ โดยในการดำเนินการใช้ทรัสต์เพื่อทำธุรกรรมในตลาดทุนก็กล่าวได้ว่าทรัสต์ถูกว่าจ้างให้เข้ามาเป็นเจ้าของทรัพย์สินตามกฎหมาย **เพื่อรักษาประโยชน์ของผู้รับประโยชน์** ดังนั้นทรัสต์จึงต้องจัดการทรัพย์สินที่ได้รับโอนกรรมสิทธิ์อย่างซื่อสัตย์และระมัดระวัง

อนึ่ง ตามที่ได้ศึกษาแนวความคิดในประเทศต่าง ๆ เกี่ยวกับหลักเกณฑ์ทั่วไปในการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุนโดยใช้กลไกของทรัสต์ จะพบได้ว่ามีหลักการทั่วไปก็คือ “การคุ้มครองนักลงทุนในตลาดทุน” ซึ่งจะแตกต่างจากหลักการคุ้มครองนักลงทุนในการออกหลักทรัพย์ โดยทั่วไปที่มุ่งเน้นแค่การเปิดเผยข้อมูลของผู้ระดมทุน แต่การใช้หลักการเรื่องทรัสต์จะมีกลไกสำคัญที่จะคุ้มครองนักลงทุนโดยใช้กลไกของทรัสต์ โดยมีประเด็นที่ควรพิจารณาดังตารางข้างล่างนี้

กรอบทางกฎหมาย	ต่างประเทศ	ประเทศไทย
<p>๑. การควบคุมทรัสต์</p> <p>หลักการทั่วไปในเรื่องทรัสต์นั้น การตั้งทรัสต์จะเป็นไปโดยอิสระ กล่าวคือ ผู้ก่อตั้งทรัสต์จะสามารถแต่งตั้งทรัสต์ได้ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) แต่การใช้ทรัสต์เพื่อการระดมทุนในตลาดทุนนั้น จะมีผลกระทบต่อประชาชนทั่วไปที่จะเข้ามาเป็นนักลงทุน ดังนั้น หลักการทั่วไปของกฎหมายต่างประเทศในการใช้ทรัสต์เชิงพาณิชย์จึงต้องมีการควบคุมทรัสต์เป็นพิเศษในเรื่องดังต่อไปนี้</p>		
๑.๑ การขออนุญาต	<p>โดยทั่วไปแล้วการจะประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ในเชิงพาณิชย์จะต้องได้รับการอนุญาตจากหน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้อง โดยจะมีการกำหนดคุณสมบัติไว้ ตัวอย่างเช่น ในประเทศสิงคโปร์ ก็จะมี Trustee Act และ Business Trust Act ซึ่งกำหนดให้ทรัสต์จะต้องยื่นคำขออนุญาตจดทะเบียนธุรกิจทรัสต์ต่อหน่วยงานของรัฐที่เรียกว่า Monetary Authority of Singapore ส่วนของญี่ปุ่นก็จะมีกฎหมายที่ควบคุมการประกอบธุรกิจทรัสต์ตาม Trust Law และ Trust Business Law</p>	<p>การประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์จะต้องได้รับอนุญาตการประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์</p>
๑.๒ คุณสมบัติ	กรอบกฎหมายของ	พระราชบัญญัติทรัสต์ได้กำหนดให้

กรอบทางกฎหมาย	ต่างประเทศ	ประเทศไทย
ของทรัสต์	ต่างประเทศที่ได้ศึกษามาในบทที่ ๓ นั้น กำหนดให้ทรัสต์ที่จะดำเนินธุรกรรมในตลาดทุนจะต้องเป็น บริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายสามารถเป็นทรัสต์ได้ โดยไม่ได้จำกัดเฉพาะธนาคารพาณิชย์	ทรัสต์จะต้องเป็น ธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น นิติบุคคลอื่นที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ประกาศกำหนด
๑.๓ กามีผลประโยชน์ขัดกันของทรัสต์	กฎหมายสิงคโปร์กำหนดให้ผู้บริหารในบริษัทของทรัสต์จะต้องแจ้งผลประโยชน์ของตนไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมเกี่ยวกับธุรกรรมที่เข้าทำกับทรัสต์ในการประชุมผู้บริหารในเวลาเร็วที่สุด	ห้ามมิให้ทรัสต์กระทำการใดอันเป็นการขัดแย้งกับประโยชน์ของกองทรัสต์ไม่ว่าการกระทำนั้นจะเป็นไปเพื่อประโยชน์ของทรัสต์เองหรือประโยชน์ของผู้อื่น เว้นแต่เป็นการเรียกค่าตอบแทนในการทำหน้าที่เป็นทรัสต์หรือทรัสต์แสดงให้เห็นได้ว่าได้จัดการกองทรัสต์ในลักษณะที่เป็นธรรมและได้เปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องให้ผู้รับประโยชน์ทราบก่อนอย่างเพียงพอแล้ว โดยผู้รับประโยชน์ที่ได้ทราบข้อมูลดังกล่าวมิได้แสดงการคัดค้าน
๑.๔ หน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์	ทรัสต์มีหน้าที่ต้องจัดการกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพ รวมทั้งด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อ	ทรัสต์มีหน้าที่ต้องจัดการกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพ รวมทั้งด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อประโยชน์สูงสุดของ

กรอบทางกฎหมาย	ต่างประเทศ	ประเทศไทย
	ประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์	ผู้รับประโยชน์
๒. การตรวจสอบโดยบุคคลภายนอก	ตามกรอบของกฎหมายสิงคโปร์ได้กำหนดให้การประกอบกิจการทรัสต์นั้น ทรัสต์จะต้องจัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทด้วย	-
๔. การขออนุญาตการก่อตั้งทรัสต์	การก่อตั้งทรัสต์นั้นทำได้โดยการจัดทำสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลรายละเอียดโดยหน่วยงานของรัฐ	การขออนุญาตก่อตั้งทรัสต์นั้นจะเกิดได้ด้วยการทำสัญญาเป็นหนังสือ แต่ในกรณีที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็นบุคคลเดียวกับทรัสต์แล้วจะต้องมีการยื่นหนังสือแสดงเจตนาก่อตั้งทรัสต์ต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
๕. ระบบบัญชี	ทรัสต์ต้องทำงบการเงินของทรัสต์แยกต่างหากจากงบการเงินของทรัสต์	พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ กำหนดให้ทรัสต์ต้องทำงบการเงินของทรัสต์แยกต่างหากจากงบการเงินของทรัสต์
๖. หลักการปลอดจากการล้มละลาย	กรณีที่ทรัสต์ล้มละลายทรัพย์สินในกองทรัสต์จะไม่ถูกบังคับชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้รายอื่น	กรณีที่ทรัสต์ล้มละลายทรัพย์สินในกองทรัสต์จะไม่ถูกบังคับชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้รายอื่น

๒. ธุรกรรมการออกตราสารศุฎก

๒.๑ ประโยชน์และความจำเป็นในการออกตราสารศุฎก

ปัจจุบันการระดมทุนเป็นไปในลักษณะการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ โดยมีแหล่งเงินทุนที่สำคัญแหล่งหนึ่งคือตลาดนักลงทุนมุสลิม ซึ่งโดยทั่วไปแล้วระบบการเงินอิสลามก็มักจะทำในรูปแบบที่จำกัดเป็นพิเศษ ได้แก่ การทำสัญญาเป็นหุ้นส่วน (Partnership Contracts) ซึ่งสอดคล้องกับหลักการร่วมรับผลกำไรและขาดทุนในกิจการ อันได้แก่ หลักการ Mudarabah (การลงทุนในลักษณะของสัญญาระหว่างเจ้าของเงินทุนกับผู้ประกอบกิจการ โดยที่เจ้าของเงินจะให้เงินทุนกับผู้ประกอบกิจการเพื่อประกอบธุรกิจโดยมีการแบ่งผลกำไรในสัดส่วนที่ตกลงกัน และในกรณีที่มีการขาดทุนผู้ให้เงินทุนก็ต้องร่วมรับผิดชอบในเงินทุนที่สูญเสียไป ส่วนผู้ประกอบกิจการก็ต้องเสียเวลาในการประกอบกิจการโดยเปล่าประโยชน์) และหลักการ Musharakah (สัญญาร่วมลงทุนระหว่างคู่สัญญาซึ่งอาจทำในรูปแบบของสัญญาร่วมลงทุนในบริษัท)

อย่างไรก็ตาม การระดมเงินทุนจากนักลงทุนอิสลามในรูปแบบที่เป็นที่นิยมทั่วไปในลักษณะตราสารหนี้ นั้น จะขัดกับหลักศาสนาอิสลาม (shariah) ดังนั้น จึงเกิดการจัดทำผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่คล้ายคลึงกับตราสารหนี้แต่สอดคล้องกับหลัก shariah ซึ่งก็คือ ตราสารศุฎก

โดยที่อุตสาหกรรมการออกตราสารศุฎก ระหว่างปี พ.ศ. ๒๕๔๔ ถึงปี พ.ศ. ๒๕๕๐ มีอัตราการเจริญเติบโตเป็นที่น่าพอใจ แม้มีวิกฤติทางการเงินในปี พ.ศ. ๒๕๕๑ และก่อให้เกิดการตรวจสอบตลาด นักลงทุน และมีการปฏิรูปเกิดขึ้น ส่งผลให้การออกตราสารศุฎก ให้น้อยลงก็ตาม แต่การออกตราสารศุฎก ก็ยังเป็นโอกาสน่าสนใจสำหรับการระดมทุนทั้งในส่วนของนักลงทุนและผู้ระดมทุน ทั้งที่เป็นมุสลิมหรือผู้ลงทุนทั่วไป

จากความจำเป็นดังกล่าว ทำให้แผนพัฒนาตลาดทุนไทยตามมติคณะรัฐมนตรี เมื่อวันที่ ๑๐ พฤศจิกายน ๒๕๕๒ ได้มีมติให้มีการพัฒนาตราสารศุภก เพื่อรองรับการระดมทุนที่สอดคล้องกับหลักศาสนาอิสลาม

๒.๒ การออกตราสารศุภก โดยใช้แนวความคิดเรื่องทรัสต์

จากที่ได้กล่าวมาในบทก่อนหน้า การออกตราสารทางการเงินในศาสนาอิสลาม นั้น นอกจากจะต้องดำเนินการให้เป็นไปตามกฎหมายแล้ว การออกตราสารศุภก ยังจะต้องเป็นไปตามหรือสอดคล้องกับหลัก shariah อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

โดยที่หลักการของการเงินตามหลักศาสนาอิสลามและข้อห้ามของศาสนาอิสลามในเรื่องของดอกเบี้ย ทำให้ตราสารศุภกถูกออกแบบมาในหลายรูปแบบมาเพื่อให้มีการระดมทุนที่ถูกต้องตามหลักศาสนาอิสลาม กล่าวอีกนัยหนึ่ง ตราสารศุภก เป็นผลิตภัณฑ์ที่ถูกพัฒนาขึ้นตามหลัก shariah (หลักกฎหมายและจริยธรรมอิสลาม) ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับตราสารหนี้ แต่จะแตกต่างกันในเรื่องของผลตอบแทน กล่าวคือ ตราสารศุภก นั้น จะไม่ได้ให้ผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ย แต่เป็นการให้ผลตอบแทนในลักษณะผลกำไรจากกิจการที่ผู้ออกตราสารและผู้ถือตราสารมีผลประโยชน์ร่วมกัน หรือมีการแบ่งผลกำไรกัน

การจะออกออกตราสารศุภก ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับหุ้นกู้ในประเทศไทย จึงสมควรที่จะนำหลักเรื่องทรัสต์เข้ามาใกล้สำคัญ เนื่องจากนักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารศุภกในรูปแบบของดอกเบี้ย แต่เป็นการได้ผลตอบแทนจากผลกำไรจากการทำประโยชน์ในทรัพย์สินของตนเอง เนื่องจากตามกฎหมายเรื่องทรัสต์ นักลงทุนในฐานะผู้รับผลประโยชน์ (Beneficiary) จากทรัพย์สินที่ถูกนำไปลงทุน จะเป็นเจ้าของทรัพย์สินดังกล่าวในลักษณะของ “ความเป็นเจ้าของในทางธรรม” หรือ Equitable Interest แม้ว่านักลงทุนจะไม่ได้เป็นเจ้าของทรัพย์สินในทางกฎหมายก็ตาม ดังนั้น การได้ผลประโยชน์ในทรัพย์สินของตนเองในลักษณะดังกล่าวจึงไม่ผิดต่อหลักการ shariah

หลักสำคัญของ การออกตราสารศุภก ก็คือ การนำตัวกลางเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle : SPV) ในลักษณะของทรัสต์มาใช้แล้ว โดยทรัสต์จะเป็นผู้ออกตราสารศุภก

ผู้ถือสินทรัพย์รองรับในการออกตราสารศุภก เพื่อประโยชน์ของนักลงทุนหรือผู้ถือตราสาร ดังนั้น SPV จึงต้องดำเนินการออกตราสารศุภก ให้สอดคล้องกับหลักศาสนาอิสลาม

๒.๓ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการออกตราสารศุภกในต่างประเทศกับในประเทศไทย

กรอบกฎหมาย	ประเทศมาเลเซีย	ประเทศไทย
ความหมายของตราสารศุภก	เอกสารหรือตราสารที่แสดงถึงมูลค่าของสินทรัพย์โดย Securities Commission กำหนดให้เป็นหลักทรัพย์ตาม Securities Commission Act	ศุภกหมายความว่าตราสารทางการเงินที่มีลักษณะเป็นใบทรัสต์ที่ออกโดยทรัสต์ผู้ออกศุภก (โดยที่ใบทรัสต์เป็นหลักทรัพย์ตามมาตรา ๔ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ (ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. ๑๐/๒๕๕๒ เรื่อง การกำหนดประเภทหลักทรัพย์เพิ่มเติม (ฉบับที่ ๕)) มีการกำหนดโครงสร้างของการทำธุรกรรมของกองทรัสต์เพื่อนำเงินที่ได้จากการออกตราสารไปหาประโยชน์ในรูปแบบที่เป็นไปตามศาสนาอิสลาม และมีการกำหนดไว้ล่วงหน้าอย่างชัดเจนเกี่ยวกับเงื่อนไขการคืนเงินลงทุนและอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่กองทรัสต์จะได้รับจากผู้ระดมทุนเพื่อประโยชน์ของผู้ถือตราสาร และมีการกำหนดเงื่อนไขการ

กรอบกฎหมาย	ประเทศมาเลเซีย	ประเทศไทย
		<p>คืนเงินลงทุนและอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่กองทรัสต์จะจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารด้วย ซึ่งการกำหนดอัตราหรือสัดส่วนการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนดังกล่าวเป็นไปเป็นตามหลักศาสนาอิสลาม</p>
<p>การขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์</p>	<p>บุคคลที่ออก เสนอขาย หรือทำ คำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ตามหลักอิสลาม ต้องได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการหลักทรัพย์ภายใต้ SCA มาตรา ๓๒ เว้นแต่เป็นธุรกรรมที่ได้รับการยกเว้นหลักทรัพย์บางประเภท</p>	<p>ทรัสต์ผู้ออกศุภก (Asset Trustee) ซึ่ง ต้อง ได้ รับ อนุญาต จาก คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งทรัสต์ผู้ออกศุภกเป็นคนละนิติบุคคลกับผู้ระดมทุน ทรัสต์ศุภก จะ ต้อง ไม่มี วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจอื่นใด นอกจากการออกและจำหน่ายศุภก และการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการออกศุภกเท่านั้น และต้องระดมทุนเพื่อผู้ระดมทุนรายใดรายหนึ่งเท่านั้น</p>
<p>การเปิดเผยข้อมูล</p>	<p>มี การ ก า หนด ให้ ผู้ อ อ ก หลักทรัพย์และที่ปรึกษาหลัก ต้องยื่นเอกสารและข้อมูลเกี่ยวกับตัวผู้ออกหลักทรัพย์ ลักษณะการทำธุรกรรมและโครงสร้างหลักทรัพย์ ความ</p>	<p>มีข้อกำหนดในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลทั้งในขั้นตอนการยื่นขอออกหลักทรัพย์และภายหลังการออกหลักทรัพย์เช่นเดียวกับกฎหมายของมาเลเซีย</p>

กรอบกฎหมาย	ประเทศมาเลเซีย	ประเทศไทย
	<p>ขัดแย้งทางผลประโยชน์และมาตรการบรรเทาความขัดแย้งดังกล่าว ตลอดจนข้อมูลอื่น ๆ ที่มีนัยสำคัญเกี่ยวกับการออกหลักทรัพย์ และต้องมีการยื่นเอกสารภายหลังได้รับอนุญาตด้วย เช่น มูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์รองรับ</p>	
<p>ผู้ออก เสนอขาย หรือทำ คำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์</p>	<p>บริษัท (Corporation) หรือองค์กรที่จัดตั้งขึ้นหรือดำรงอยู่ในหรือนอกมาเลเซียและรวมถึงบริษัทต่างประเทศ แต่ไม่รวมถึงองค์กรที่จัดตั้งขึ้นในมาเลเซียและตามประกาศของรัฐมนตรีที่ประกาศในราชกิจจานุเบกษาซึ่งกำหนดให้เป็นหน่วยงานราชการตัวแทนของรัฐบาลของมาเลเซียหรือของประเทศอื่น หรือองค์กรที่มีได้จัดตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในทางพาณิชย์ Corporate Sole สมาคมที่จดทะเบียนภายใต้กฎหมายเกี่ยวกับสมาคมสหภาพการค้าที่จดทะเบียนตามกฎหมาย</p>	<p>ทรัสต์ผู้ออกศุภก (Asset Trustee) ซึ่งต้องเป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย และได้รับอนุญาตให้เสนอขายศุภกที่ออกใหม่ตามประกาศเกี่ยวกับการออกศุภก</p>

กรอบกฎหมาย	ประเทศมาเลเซีย	ประเทศไทย
การแต่งตั้งที่ปรึกษา Shariah	<p>ที่ปรึกษา Shariah ซึ่งได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการหลักทรัพย์ และมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้ ไม่อยู่ในระหว่างล้มละลาย ไม่เคยถูกตัดสินว่ากระทำผิดทางอาญา มีชื่อเสียงและลักษณะที่เหมาะสม มีคุณสมบัติที่จำเป็น มีความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับ Fiqh muamalah และกฎเกณฑ์ทางอิสลาม และมีประสบการณ์เกี่ยวกับการเงินตามหลักอิสลาม อย่างน้อย ๓ ปี หรือธนาคารอิสลามหรือสถาบันที่ได้รับใบอนุญาตจาก Bank Negara Malaysia ให้ดำเนินธุรกรรม Islamic Banking Scheme หรือ Skim Perbankan Islam</p> <p>ในกรณีที่ที่ปรึกษา Shariah เป็นบริษัท บริษัทดังกล่าวต้องมีผู้เชี่ยวชาญ Shariah อย่างน้อย ๑ คน ซึ่งมีคุณสมบัติเป็นไปตามข้างต้น และบริษัทรวมทั้งผู้เชี่ยวชาญดังกล่าวไม่เคยฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์หรือ</p>	<p>เป็นสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการให้บริการทางการเงินตามหลัก shariah จากธนาคารแห่งประเทศไทย หรือเป็นบุคคลธรรมดาที่มีความรู้และประสบการณ์ทางด้านกฎหมายอิสลาม หลักศาสนาอิสลาม และเศรษฐศาสตร์การเงินอิสลาม โดยจะต้องไม่มีลักษณะต้องห้ามบางประการ เช่น เป็นบุคคลล้มละลาย ไร้ความสามารถ หรือเสมือนไร้ความสามารถ เคยต้องคำพิพากษาถึงที่สุดในความผิดเกี่ยวกับการกระทำอันไม่เป็นธรรมเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือความผิดเกี่ยวกับการหลอกลวง ฉ้อฉลหรือทุจริต เป็นต้น</p>

กรอบกฎหมาย	ประเทศมาเลเซีย	ประเทศไทย
	กฎหมายธนาคารนับแต่วันจัดตั้งรวมทั้งไม่เคยมีคำสั่งหรือมีมติให้เลิกกิจการ	
การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ	การออก เสนอขาย หรือทำคำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ตามหลักอิสลามต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการหลักทรัพย์ เว้นแต่เป็นการออกเสนอขาย หรือทำคำชี้ชวนให้ซื้อหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถจำหน่ายโอนได้ หรือเป็นกรณีที่ผู้ลงทุนไม่ประสงค์ให้มีการจัดอันดับ ในกรณีนี้ที่ปรึกษาหลักต้องทำคำรับรองเป็นหนังสือต่อคณะกรรมการหลักทรัพย์ ส่วนกรณีที่อันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า Investment Grade ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องเปิดเผยความเสี่ยงด้านสินเชื่อต่อผู้ลงทุนและที่ปรึกษา	การเสนอขายตราสารศุภกจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในการขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่ (ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. ๙/๒๕๕๒ เรื่อง การขออนุญาตและการอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่) ซึ่งมีบทบัญญัติกำหนดเกี่ยวกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหลักทรัพย์
หลักการของ Co-Trustee	ไม่มี	การออกศุภกนั้น จะแบ่งเป็นทรัสต์ผู้ออกศุภก (Asset trustee) คือ ทรัสต์ที่เป็นผู้ออกและเสนอขายศุภก และ

กรอบกฎหมาย	ประเทศมาเลเซีย	ประเทศไทย
		เป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์หรือมีสิทธิในทรัพย์สินของกองทรัสต์ตามกฎหมายเพื่อประโยชน์ของผู้ถือศุภุก และศุภุกทรัสต์ (Sukuk trustee) คือ ทรัสต์ที่ทำหน้าที่ดูแลรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ถือศุภุก

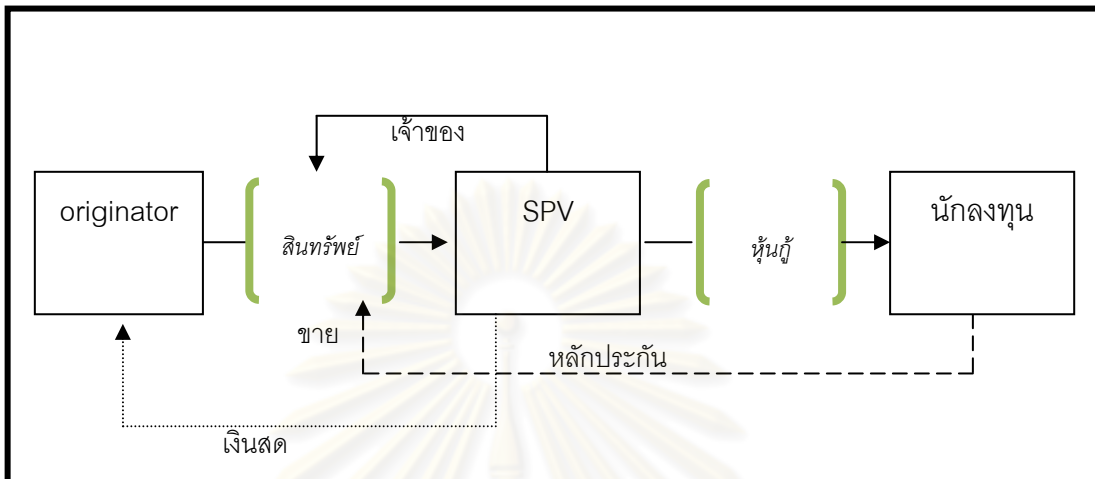
โดยสรุปแล้วทั้งประเทศไทยและมาเลเซียก็มีการกำหนดความหมายของตราสารศุภุกในลักษณะเดียวกัน โดยมีหลักกรอบกฎหมายเกี่ยวกับการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ การเปิดเผยข้อมูล การเปิดเผยข้อมูล การแต่งตั้งที่ปรึกษา Shariah การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ แต่จะแตกต่างกันในเรื่องหลักการของการมีทรัสต์ร่วม (Co-Trustee) กล่าวคือ กรอบกฎหมายของประเทศไทยนั้น กำหนดให้มีทรัสต์ผู้ออกศุภุก จะเป็นผู้เสนอขายศุภุกและเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์หรือมีสิทธิในทรัพย์สินของกองทรัสต์ และศุภุกทรัสต์ คือ ทรัสต์ที่ทำหน้าที่ดูแลรักษาสิทธิประโยชน์ของผู้ถือศุภุก เนื่องจาก ทรัสต์จะเป็นผู้ที่จะต้องร่วมรับผิดชอบผู้รับประโยชน์ในกองทรัสต์ ดังนั้น บุคคลที่เป็นผู้ดำเนินการในกองทรัสต์จึงควรจะต้องเป็นทรัสต์เพื่อร่วมรับผิดชอบในกรณีที่มีการบริหารงานผิดพลาด

๓. ธุรกรรม covered bond

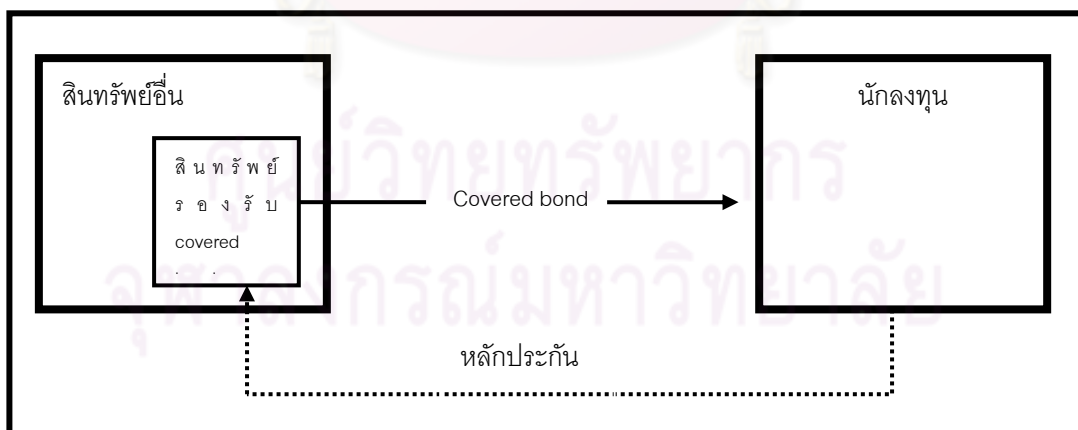
๓.๑ ลักษณะของ covered bond

Covered bond เป็นตราสารหนี้ที่ใช้กันมากในยุโรป โดยเป็นการระดมเงินทุนผ่านกระบวนการออกตราสารในลักษณะที่มีประกัน เช่น สิทธิบโนสังหาริมทรัพย์ เป็นกรณีที่ผู้ระดมเงินทุนนำสินทรัพย์มาออกเป็นหลักทรัพย์ คือ covered bond โดยนักลงทุนที่ถือ covered bond จะมีหลักประกัน คือ สินทรัพย์ ดังกล่าว โดยจะมีสิทธิบังคับเอากับสินทรัพย์ฯ ก่อนเจ้าหนี้รายอื่น ในกรณีที่ผู้ออกหลักทรัพย์ล้มละลาย ทั้งนี้ ธุรกรรมการออก covered bond จะคล้ายคลึงกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เพียงแต่ว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้นผู้ระดมทุน

(originator) จะโอนขายสินทรัพย์ให้กับตัวกลางเฉพาะกิจ แล้วตัวกลางฯ ก็จะนำสินทรัพย์ดังกล่าวไปออกเป็นหลักทรัพย์เสนอขายต่อนักลงทุน กล่าวคือ ผู้ระดมทุนก็จะได้เงินสดมาแทนที่สินทรัพย์ในบัญชีสมดุล ดังภาพนี้



ส่วนธุรกรรม covered bond จะเป็นกรณีที่ผู้ระดมทุนไม่ได้ขายสินทรัพย์รองรับออกไป สินทรัพย์รองรับดังกล่าวยังเป็นของผู้ระดมทุน และยังคงอยู่ในงบดุลของผู้ระดมทุน เพียงแต่ผู้ระดมทุนจะนำสินทรัพย์บางอย่างรวมกันของตนไปออกเป็นหลักทรัพย์ โดยสินทรัพย์ดังกล่าวจะเป็นประกันกับนักลงทุน ดังภาพนี้



๓.๒ ข้อดีของธุรกรรม covered bond

ธุรกรรม covered bond เป็นการระดมทุนในรูปแบบตราสารหนี้ ซึ่งคล้ายกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในทางงบดุล กล่าวคือ ไม่มีการโอนสินทรัพย์ออกไปให้ตัวกลางมาช่วยในการระดมทุนโดยการออกตราสาร ดังนั้น กรณีที่ผู้ระดมทุนประสงค์จะนำสินทรัพย์ที่มีคุณภาพไปออกเป็นหลักทรัพย์ ก็สามารถระดมทุนได้ในลักษณะ covered bond ส่งผลให้ผู้ระดมทุนไม่จำเป็นต้องขายสินทรัพย์ที่มีคุณภาพออกไป ตลอดจนการทำธุรกรรม covered bond จะเป็นช่องทางในการระดมทุนที่รวดเร็ว อีกทั้งนักลงทุนก็มีความมั่นใจในการลงทุน เนื่องจาก โดยหลักการแล้ว กรณีที่ผู้ระดมทุนล้มละลาย นักลงทุนใน covered bond ก็สามารถบังคับเอาสินทรัพย์ฯ ได้ก่อนเจ้าหนี้รายอื่น

๓.๓ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการออก covered bond ในต่างประเทศ กับในประเทศไทย

เนื้อหา	กรอบกฎหมายของ UCIT	กรอบกฎหมายของ เยอรมัน	กรอบกฎหมายของ ไทย
กฎหมาย	มี Directive on Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCIT) และมี Capital Requirement Directive (CRD)	กฎหมายเฉพาะ คือ Pfandbrief Act	ปี จ จุ บั น มี พระราชบัญญัติทรีสต์ เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

เนื้อหา	กรอบกฎหมายของ UCIT	กรอบกฎหมายของ เยอรมัน	กรอบกฎหมายของ ไทย
สินทรัพย์รองรับ	CRD กำหนดขอบเขตของสินทรัพย์ไว้ ได้แก่ สิทธิเรียกร้องเหนือองค์การสาธารณะ การกู้ยืมที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกัน	สินทรัพย์รองรับจะต้องเป็นสิทธิในอสังหาริมทรัพย์ สิทธิตามสัญญา PPP สิทธิตามการจำนองเรือ	-
การดูแลสินทรัพย์รองรับ	จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูล covered bond ต่อสาธารณะ และจะต้องมีบุคคลภายนอกที่เป็นอิสระมาเป็นผู้ดูแลของสินทรัพย์	ผู้ดูแลของสินทรัพย์ (Cover pool Monitor) (แต่งตั้งโดยธนาคารที่ออก จะส่งข้อมูลเกี่ยวกับ covered bond ให้กับหน่วยงานของรัฐ รวมถึงการแจ้งข้อเท็จจริงที่ทราบ ทุกๆ ครั้งปีปฏิทิน	ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ทรัสต์จะเป็นผู้ดูแลของทรัพย์สินโดยอาจมอบหมายให้บุคคลภายนอกทำหน้าที่เป็นผู้เก็บรักษาทรัพย์สินได้ตามข้อ ๑๐ แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กข. ๑/๒๕๕๓
การแยกสินทรัพย์และการป้องกันกองทรัพย์สินจาก	จะต้องมีมาตรการคุ้มครองผู้ถือ covered bond จากเจ้าหนี้ใน	จะต้องมีมาตรการคุ้มครองผู้ถือ covered bond จากเจ้าหนี้ใน	มาตรา ๑๙ แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ กำหนดให้ ในกรณีที่ผู้

เนื้อหา	กรอบกฎหมายของ UCIT	กรอบกฎหมายของ เยอรมัน	กรอบกฎหมายของ ไทย
การล้มละลาย	กรณีที่มีการล้มละลาย	กรณีที่มีการล้มละลาย	ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ หรือ ผู้รับประโยชน์ นาย ล้มละลาย เลิกกิจการ หรือสิ้นสุดความเป็น บุคคลตามกฎหมาย หรือ เมื่อ มี การ เปลี่ยนแปลงทรัสต์ที่ยอม ไม่กระทบต่อทรัสต์ที่ได้ ก่อตั้งขึ้นแล้ว เว้นแต่ สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะ กำหนดไว้เป็นอย่างอื่น
การประเมินมูลค่า สินทรัพย์	จะต้องมีการประเมิน มูลค่าสินทรัพย์รองรับ	จะต้องมีการประเมิน มูลค่าสินทรัพย์รองรับ	-

โดยสรุปแล้วจะเห็นได้ว่าการทำธุรกรรม covered bond ในกรอบกฎหมายไทย ปัจจุบัน จะต้องดำเนินการภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ในขณะที่ ประเทศเยอรมันก็จะเป็นการดำเนินการตามกฎหมายเฉพาะ ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าทั้ง UCIT และ กฎหมายของเยอรมันก็จะกำหนดประเภทของสินทรัพย์รองรับที่จะนำมาทำ covered bond เนื่องจากโดยลักษณะของการออก covered bond แล้วจะต้องใช้สินทรัพย์ที่มีคุณภาพสูงและมีการประเมินมูลค่าสินทรัพย์อย่างเหมาะสม นอกจากนี้ทั้ง UCIT และ Covered Bond ยังคำนึงถึง การดูแลสินทรัพย์รองรับ กล่าวคือ จะต้องมีการแต่งตั้งบุคคลเข้ามาดูแลกองทรัพย์สิน ซึ่งใน ประเด็นนี้ ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กข. ๑/๒๕๕๓ ก็เปิด ช่องให้ทรัสต์อาจมอบหมายให้บุคคลภายนอกเข้ามาทำหน้าที่เป็นผู้เก็บรักษาทรัพย์สินได้

๔. อุตสาหกรรม Real Estate Investment Trust

๔.๑ ข้อดีของการนำ REIT มาใช้แทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

REIT มีคุณสมบัติที่โดดเด่นและแตกต่างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้งใน ด้านรูปแบบการลงทุนและการบริหารจัดการ แม้ว่าจะมีวัตถุประสงค์เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เหมือนกันก็ตาม โดยโครงสร้างการระดมทุนและการลงทุนของ REIT เป็นไปตามแนวทางสากล จึงทำให้การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทั้ง “ทางตรง” และ “ทางอ้อม” เกิดความเท่าเทียมกัน โดยหลักเกณฑ์การลงทุนและการบริหารจัดการ REIT จะมีความยืดหยุ่น เปิดกว้าง และเป็น มาตรฐานจึงทำให้มีแนวโน้มว่าผู้ลงทุนน่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดี REIT มีลักษณะเป็น “กองทรัสต์” (ไม่ใช่นิติบุคคลเหมือนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์) โดยมี “ทรัสต์” ซึ่งมีสิทธิตาม กฎหมายเหนือกองทรัสต์ในฐานะเป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือมีสิทธิเหนือทรัพย์สิน ซึ่งมี ๒ ประเภท ได้แก่ ๑) ทรัสต์ที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของ REIT มีหน้าที่เก็บรักษาทรัพย์สินและ ดูแล การจัดการ REIT ให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ๒) มี REIT Manager ทำหน้าที่ขออนุมัติ จัดตั้ง REIT ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และมีหน้าที่จัดการ REIT รวมทั้งเป็นผู้ออกใบทรัสต์จำหน่าย ให้แก่ผู้ลงทุน และนำเงินที่ได้ไปจัดตั้งกองทรัสต์และนำเงินไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ต่อไป นอกจากนี้ผู้ลงทุนหรือผู้ถือใบทรัสต์ยังได้ประโยชน์จากการที่ REIT สามารถลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ที่นำออกให้เช่าได้ทุกประเภท แต่ต้องไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้เช่าดำเนินธุรกิจที่ ผิดกฎหมาย หรือธุรกิจที่ไม่เหมาะสมบางประเภท และอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่ที่ REIT ลงทุน จะต้องสร้างเสร็จแล้วและพร้อมที่จะนำออกหาประโยชน์ ขณะที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์บางประเภทเท่านั้นและสามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยัง สร้างไม่เสร็จหรืออาจไม่พร้อมนำออกไปหาผลประโยชน์ “ด้วยคุณสมบัติเฉพาะตัวของ REIT ที่ กล่าวมาทั้งหมดนี้ จะเป็นปัจจัยเกื้อหนุนให้ REIT เติบโตได้อย่างรวดเร็วเช่นเดียวกับใน ต่างประเทศ

ปัจจุบันรูปแบบของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ทั่วโลกจะใช้รูปแบบของ REIT แต่ที่ ประเทศไทยต้องใช้รูปแบบของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (กอง ๑) เพราะในช่วงนั้นประเทศไทยยังไม่ มีพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ แต่ภาครัฐต้องการส่งเสริมให้แข่งขันกับต่างชาติ จึงจำเป็นต้องให้มีกองทุนอสังหาริมทรัพย์ได้โดยอยู่ภายใต้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด

หลักทรัพย์ฯ ผ่านรูปแบบของ “กองทุนรวม” แทนจึงออกมาเป็น “กองทุนอสังหาริมทรัพย์ (กอง ๑)” ที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งการที่ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีแนวทางในการจัดตั้ง REIT ขึ้นมาแทนที่กอง ๑ นั้น ถือเป็นเรื่องที่ดีและเห็นด้วยเป็นอย่างยิ่ง เพราะการที่ประเทศไทยมี REIT จะทำให้ ทำให้ REIT ไทยมีความสามารถในการแข่งขันเท่าเทียมกับชาติอื่นๆ REIT ที่มีคุณภาพก็จะมีคุณภาพที่ทัดเทียมกันกับประเทศ นอกจากนี้ อีกจุดที่น่าสนใจของ REIT คือ การเปิดให้ REIT สามารถกู้ได้มากขึ้น ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของ REIT มีแนวโน้มที่ดีขึ้น ในกรณีที่มีการกู้ยืม

๔.๒ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการทำธุรกรรม REIT ในต่างประเทศ กับในประเทศไทย

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
โครงสร้าง	เป็นรูปแบบการลงทุนโดยทรัสต์	เป็นรูปแบบการลงทุนโดยทรัสต์	เป็นรูปแบบการลงทุนโดยทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ
ลักษณะทั่วไป	ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุน	ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุน	โดยทั่วไปแล้วกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะเป็นประเภทไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุน
การจัดตั้งกองทรัสต์	จะต้องมีการยื่นเอกสารขอจัดตั้งต่อ Monetary Authority of Singapore โดยมีลักษณะเป็น External Managed	จะต้องจดทะเบียนกับ Recording Office และ the Financial Services Agency	ในกรณีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์บริษัทจัดการหลักทรัพย์และกองทุนรวมจะเป็นผู้ยื่นคำขอจัดตั้งและยื่นรายละเอียดโครงการและ

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
	โดยมีผู้ที่ตั้งและบริหารจัดการคือ REIT Manager (ได้รับใบอนุญาต) และมีทรัสต์เป็นผู้ดูแลกองทรัพย์สิน		ร่างหนังสือชี้ชวน
การจดทะเบียนใบทรัสต์	โดยทั่วไปแล้ว REIT จะมีการจดทะเบียนในตลาดรอง แต่กรณีดังกล่าวก็ไม่ได้มีการบังคับไว้เป็นกฎหมาย	โดยทั่วไปแล้ว REIT จะมีการจดทะเบียนในตลาดรอง แต่กรณีดังกล่าวก็ไม่ได้มีการบังคับไว้เป็นกฎหมาย	-
การบริหารจัดการ	มี REIT Manager เป็นคนจัดตั้งและบริหารจัดการกองทรัพย์สิน	มี REIT Manager เป็นคนจัดตั้งและบริหารจัดการกองทรัพย์สิน	โดยทั่วไปแล้วถ้าเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะมีบริษัทจัดการกองทุนเป็นคนดำเนินการ
ขนาดกองทุน	ถ้าออกในสกุลดอลลาร์หรือยูโรจะต้องมีขนาดสินทรัพย์อย่างน้อย ๒๐ ล้านดอลลาร์หรือยูโร และถ้าออกในสกุลเงินอื่นจะต้องมีขนาดของ	๑๐๐ ล้านเยน	โดยทั่วไปแล้วถ้าเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะมีขนาดขั้นต่ำ ๕๐๐ ล้านบาท

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
	สินทรัพย์อย่างน้อย ๒๐ ล้านเหรียญสหรัฐ		
อัตราส่วนการลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์	ลงทุนอย่างน้อยร้อยละ ๓๕ ของสินทรัพย์ ในอสังหาริมทรัพย์ / ลงทุนอย่างน้อยร้อยละ ๗๐ ของสินทรัพย์ ในสินทรัพย์เกี่ยวเนื่อง กับอสังหาริมทรัพย์ / ลงทุนไม่เกินกว่าร้อยละ ๕ ของทรัพย์สิน ในหลักทรัพย์ของผู้ ออกตราสารอื่นหรือ กองทุนอื่น / ลงทุนไม่ เกินกว่าร้อยละ ๑๐ ของทรัพย์สินใน กิจการพัฒนา ทรัพย์สินและการ พัฒนาทรัพย์สินที่ยัง ไม่แล้วเสร็จ	จะต้องลงทุนอย่างน้อยร้อยละ ๗๕ ของ สินทรัพย์ทั้งหมดใน อสังหาริมทรัพย์หรือ หลักทรัพย์ที่มี สินทรัพย์รองรับเป็น อสังหาริมทรัพย์ รวมถึงหลักทรัพย์ เปลี่ยนมือหรือตรา สารหนี้	จะต้องลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์หรือสิทธิ การเช่าอสังหาริมทรัพย์ ไม่น้อยกว่าร้อยละ ๗๕ ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ
ประเภทของ สินทรัพย์ที่ลงทุนได้	ไม่มีข้อจำกัดประเภท ของสินทรัพย์	ไม่มีข้อจำกัดประเภท ของสินทรัพย์	ในกรณีของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์นั้น จะ ลงทุนได้เฉพาะในอาคาร สำนักงาน ศูนย์การค้า โรงงานให้เช่นในนิคม

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
			<p>อุตสาหกรรม โกดังสินค้า ที่พักอาศัย โรงแรม ศูนย์ ประชุม ศูนย์จำหน่าย สินค้าขนาดใหญ่ หรือ อาคารอื่นที่ คณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์กำหนด</p>
<p>ขอบเขตการ ดำเนินงาน</p>	<p>ลงทุนไม่เกินกว่าร้อยละ ๑๐ ของทรัพย์สิน ในกิจการพัฒนา ทรัพย์สินและการ พัฒนาทรัพย์สินที่ยัง ไม่แล้วเสร็จได้ แต่ ต้องมีวัตถุประสงค์ที่ จะถือครองทรัพย์สิน ดังกล่าวเมื่อโครงการ เสร็จสิ้นแล้ว</p>	<p>การลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ที่ กำลังพัฒนาจะไม่ เกินร้อยละ ๕๐ ของ สินทรัพย์ทั้งหมด</p>	<p>ในกรณีของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์นั้น จะไม่ สามารถพัฒนา อสังหาริมทรัพย์เองได้</p>
<p>การกู้ยืมเงิน</p>	<p>การกู้ยืมทั้งหมดและ การชำระหนี้ จะ จำกัดที่ร้อยละ ๓๕ ของทรัพย์สิน โดย อาจจะเกินกว่าร้อยละ ๓๕ แต่ไม่เกินร้อย ละ ๖๐ ในกรณีที่มี</p>	<p>ไม่มีข้อจำกัดแต่ผู้ให้ กู้จะต้องเป็นนัก ลงทุนสถาบัน (เพื่อ สิทธิประโยชน์ทาง ภาษี)</p>	<p>กู้ได้ไม่เกินร้อยละ ๑๐ ของสินทรัพย์สุทธิเพื่อ การลงทุนหรือการ ปรับปรุงสภาพทรัพย์สิน ที่ลงทุน</p>

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
	<p>การจัดระดับความน่าเชื่อถือของ S-REIT โดย Fitch Inc., หรือ Moody's หรือ Standard and Poor's และได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ</p>		
<p>การประเมินมูลค่าสินทรัพย์</p>	<p>จะต้องประเมินมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดอย่างน้อยหนึ่งครั้งต่อปี โดยผู้ประเมินมูลค่านั้นจะต้อง</p> <p>(๑) ไม่ได้รับค่าจ้างเกินกว่า ๒๐๐,๐๐๐ ดอลลาร์สิงคโปร์เมื่อรวมแล้วในรอบปีบัญชีจากบริษัทบริหารจัดการ/ที่ปรึกษา หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องอื่นใดที่ S-REIT เข้าทำสัญญาด้วย ทั้งนี้ ไม่รวมค่าธรรมเนียมที่จ่ายโดย S-REIT เพื่อการประเมินมูลค่า</p>	<p>ผู้ประเมินมูลค่าสินทรัพย์จะต้องได้รับอนุญาตจาก the Ministry of Land, Infrastructure and Transport</p>	<p>จะต้องมีการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์</p>

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
	<p>สำหรับ S-REIT</p> <p>(๒) จะต้องไม่เกี่ยวข้องกับบริษัทหรือมีสัมพันธ์กับบริษัทบริหารจัดการที่ปรึกษาหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องอื่นใดที่ S-REIT เข้าทำสัญญาด้วยซึ่งอาจกระทบต่อความเป็นอิสระในการประกอบวิชาชีพด้านการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน</p> <p>(๓) เปิดเผยต่อทรัพย์สินในประเด็นที่อาจกระทบต่อความเป็นอิสระต่อการประกอบวิชาชีพ</p> <p>(๔) ใ้ได้รับอนุญาตภายใต้กฎหมายที่ผู้ประเมินจัดตั้งขึ้น</p> <p>(๕) มีผู้เชี่ยวชาญ</p>		

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
	<p>และมีประสบการณ์ในสาขาที่เกี่ยวข้องอย่างเพียงพอและจะต้องไม่ประเมินทรัพย์สินเดิมเป็นระยะเวลาเกินกว่า ๒ ปีติดต่อกัน</p>		
<p>ข้อจำกัดทางด้านภูมิภาคของการลงทุน</p>	<p>ไม่มีข้อจำกัด</p>	<p>จะต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในญี่ปุ่นเท่านั้น</p>	<p>-</p>
<p>ข้อกำหนดพิเศษของ REIT Manager</p>	<p>REIT Manager หนึ่งแห่งสามารถจัดการกองทรัสต์ได้เพียงกองเดียว และ บริษัทที่บริหารจัดการจะต้องได้รับอนุญาตโดย MAS โดยที่เจ้าหน้าที่ระดับบริหาร กรรมการ และ พนักงานที่ประกอบวิชาชีพจะต้องมีความเหมาะสมเพียงพอตาม Guidelines on Fit and Proper Criteria และบริษัทที่</p>	<p>จะต้องได้รับใบอนุญาตจาก the Minister of Land, Infrastructure and Transport และ จะต้องจดทะเบียนกับ the Financial Services Agency และพนักงานของบริษัท จะต้องมีความเชี่ยวชาญ</p>	<p>-</p>

กรอบทางกฎหมาย	S-REIT	J-REIT	ประเทศไทย
	<p>บริหารจัดการจะต้องมีเจ้าหน้าที่ระดับบริหารประจำที่มีถิ่นที่อยู่ในประเทศและมีพนักงานประจำอย่างน้อย สอง คน ปฏิบัติงานในทางวิชาชีพ นอกจากนี้ บริษัท จะต้อง มี ประสบการณ์อย่างน้อย ๕ ปี ในการลงทุนหรือได้รับแต่งตั้งเป็นทรัสต์หรือเคยเป็นที่ปรึกษาด้านอสังหาริมทรัพย์หรือจ้างบุคลากรที่มีประสบการณ์อย่างน้อย ๕ ปี ในการลงทุนหรือเคยเป็นที่ปรึกษาด้านการลงทุน</p>		

โดยสรุปแล้วจะพิจารณาเห็นได้ว่าโครงสร้าง REIT ทั้งในประเทศสิงคโปร์และญี่ปุ่นนั้นมีลักษณะใกล้เคียงกัน กล่าวคือ จะต้องเป็นลักษณะของกองทรัสต์ที่ปิด จะต้องมีการอนุญาตเสนอขายใบทรัสต์ ส่วนการบริหารจัดการของทรัสต์นั้น ทรัสต์ก็จะแต่งตั้ง REIT Manager ที่มีคุณสมบัติตามที่กฎหมายกำหนดเข้ามาเป็นผู้จัดตั้งและบริหารจัดการกองทรัสต์ โดยจะมีข้อกำหนดในการจัดการกองทรัสต์ที่สำคัญ เกี่ยวกับ อัตราส่วนการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และจะมีความยืดหยุ่นในประเภทของสินทรัพย์เพื่อการลงทุน (กล่าวคือ ไม่มีข้อจำกัดประเภทของสินทรัพย์) ทั้งยังมีขอบเขตการดำเนินงานที่ยืดหยุ่น กล่าวคือ สามารถพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้เอง และมีข้อจำกัดในการกู้ยืมเงินที่ยืดหยุ่นกว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยในปัจจุบัน นอกจากนี้ยังจะต้องมีการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ โดยกรอบกฎหมายของประเทศสิงคโปร์ยังมีข้อกำหนดพิเศษถึงการมีผลประโยชน์ขัดกันของผู้ประเมินสินทรัพย์ และกฎหมายของสิงคโปร์ยังกำหนดให้ REIT Manager หนึ่งแห่งสามารถจัดการกองทรัสต์ได้เพียงกองเดียว



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

๕. การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

๕.๑ ข้อดีของการใช้ทรัสต์ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

ปัจจุบันพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจกำหนดให้จัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) ได้เฉพาะในรูปแบบของบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนจำกัด กองทุนรวม หรือนิติบุคคลอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด แต่โดยที่หลักกฎหมายของทรัสต์นั้น จะทำให้สินทรัพย์ที่โอนมายัง SPV ไม่ถูกกระทบจากผลของการล้มละลายของ Originator จึงควรให้สามารถจัดตั้ง SPV ในรูปของทรัสต์ได้ด้วย ตลอดจน การจัดตั้ง SPV ในรูปแบบของทรัสต์นั้นจะทำได้โดยสะดวกรวดเร็วกว่าคือ การก่อตั้งทรัสต์สามารถทำได้โดยสัญญา ในขณะที่การจัดตั้ง SPV ในรูปของบริษัทจะก่อให้เกิดความยุ่งยากในการจัดตั้งขึ้น

๕.๒ วิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในต่างประเทศกับในประเทศไทย

เนื้อหา	ประเทศ สหรัฐอเมริกา	ประเทศอังกฤษ	ประเทศไทย
รูปแบบการแปลง สินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์	ใช้รูปแบบการจำหน่าย สินทรัพย์ (โอนขาย บัญชีลูกหนี้หรือเอกสาร แห่งหนึ่ง) และจะต้องมี การจดทะเบียนทางเอกสาร ที่สำนักงานเจ้าหน้าที่ ของรัฐที่ทรัพย์สิน หลักประกันตั้งอยู่	ใช้รูปแบบการโอน สิทธิเรียกร้อง	ใช้รูปแบบการโอนสิทธิ เรียกร้อง
การคุ้มครองนัก ลงทุน	การโอนความเป็น เจ้าของกรรมสิทธิ์ใน สินทรัพย์นั้นให้แก่ บริษัทเฉพาะกิจ โดยผู้	การจัดรูปแบบของ ตัวกลางเฉพาะกิจ ให้มีลักษณะที่ เหมาะสมเพื่อ	กรณีการจัดตั้ง SPV ในรูป ของทรัสต์ พระราชบัญญัติ ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาด ทุนฯ ได้กำหนดให้ทรัสต์ที่

เนื้อหา	ประเทศ สหรัฐอเมริกา	ประเทศอังกฤษ	ประเทศไทย
	<p>จำหน่ายสินทรัพย์จะไม่ เหลือความเสี่ยงหรือ ประโยชน์ใดอีก หาก ต่อมาผู้จำหน่าย สินทรัพย์ล้มละลายยอม ทำให้ไม่อาจเรียก สินทรัพย์นั้นกลับ ไปโดยบริษัทเฉพาะกิจ จะมีสิทธิเหนือสินทรัพย์ อย่างสมบูรณ์และนำไป ชำระแก่ผู้ลงทุนใน หลักทรัพย์ตาม กำหนดเวลาได้ กล่าวคือ เป็นการแยก ความเสี่ยงที่ผู้จำหน่าย สินทรัพย์ล้มละลายออก จากสินทรัพย์ แต่ถ้า การโอนนั้นไม่ใช่การ ขายขาดแต่เป็นการกู้ เงินโดยมีหลักประกัน สินทรัพย์ก็ยังคงอยู่ ภายใต้กฎหมาย ล้มละลาย</p>	<p>ห่างไกลจากการ ล้มละลายหรือไม่ อาจล้มละลายได้ ส่งผลให้ แม้ว่าผู้ จำหน่ายสินทรัพย์ จะล้มละลาย บริษัทเฉพาะกิจก็ จะไม่ได้รับ ผลกระทบด้วย ได้แก่ จำกัด ขอบเขตการทำ ธุรกรรมของ ตัวกลางเฉพาะกิจ ไว้ให้ทำได้แต่ เพียงธุรกรรมแปลง สินทรัพย์เป็น หลักทรัพย์ จำกัด ขอบเขตการก่อ หนี้สินของบริษัท เฉพาะกิจเพื่อลด โอกาสถูกฟ้อง ล้มละลาย จำกัด การยื่นคำร้องขอ ล้มละลายโดย สมัครใจ มีการตั้ง</p>	<p>ได้ก่อตั้งขึ้นแล้วจะไม่ถูก กระทบกระเทือนในกรณีผู้ ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ หรือผู้รับ ประโยชน์ ตาย ล้มละลาย เลิกกิจการ หรือสิ้นสุดความ เป็นบุคคลตามกฎหมาย ทั้งนี้ เว้นแต่สัญญาก่อตั้ง ทรัสต์จะกำหนดไว้เป็น อย่างอื่น</p>

เนื้อหา	ประเทศ สหรัฐอเมริกา	ประเทศอังกฤษ	ประเทศไทย
		กรรมการอิสระเพื่อ ป้องกันการถูก บังคับให้เข้าสู่ ภาวะล้มละลาย มี การตั้งตัวกลางๆ ในรูปแบบทรัสต์ เฟื่อดูแล ผลประโยชน์ผู้ ลงทุน	

โดยสรุปแล้ว การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในต่างประเทศที่ศึกษามาโดยใช้รูปแบบทรัสต์นั้น จะคำนึงเป็นพิเศษถึงการคุ้มครองนักลงทุน กล่าวคือ สินทรัพย์ที่นำมาแปลงนั้น จะต้องปลอดจากการล้มละลาย ซึ่งหลักการดังกล่าวก็สอดคล้องกับพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

ศูนย์วิทยทรัพยากร
 จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ ๕

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

๑. บทสรุป

โดยที่พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ ได้นำหลักกฎหมายเรื่องทรัสต์เข้ามาใช้กับการทำธุรกรรมในตลาดทุน และได้กำหนดธุรกรรมที่ส่งเสริมหรือเชื้ออำนวยการต่อตลาดทุนไว้ วิทยานิพนธ์เล่มนี้จึงได้มุ่งศึกษาปัญหาว่าธุรกรรมใดบ้างที่อาจเป็นธุรกรรมที่เข้าข่ายตามเจตนารมณ์ของกฎหมาย ซึ่งจากการศึกษาธุรกรรมในต่างประเทศที่ใช้กลไกเรื่องทรัสต์นั้น ผู้เขียนได้เลือกที่จะศึกษาธุรกรรม ๔ ประเภท ได้แก่ ตราสารสุกุก Covered Bond Real Estate Investment Trust และการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

๑.๑ ธุรกรรมการออกตราสารสุกุก

โดยทั่วไปแล้วตราสารอิสลามมีโครงสร้างในลักษณะที่ผู้ออกตราสารทำการออกตราสารให้แก่ผู้ลงทุนเพื่อแสดงถึงความเป็นเจ้าของหรือการมีส่วนร่วมในสินทรัพย์รองรับที่เป็นไปตามหลัก Shariah รูปแบบต่าง ๆ ข้างต้น เช่น ตราสารทุนที่แสดงถึงความเป็นเจ้าของในธุรกิจที่มีการแบ่งสรรกำไรตราสารหนี้ที่แสดงถึงความผูกพันตามธุรกรรมการขายโดยยึดเวลาชำระราคาหรือตราสารหนี้ที่แสดงถึงความผูกพันตามธุรกรรมการเช่าทรัพย์สิน เป็นต้น ซึ่งลักษณะของตราสาร Sukuk จะเป็นเอกสารหรือตราสารอันเป็นหลักฐานแห่งความเป็นเจ้าของซึ่งแบ่งแยกไม่ได้เหนือสินทรัพย์รองรับตามสัดส่วน Sukuk เป็นตราสารเปลี่ยนมือได้ สามารถซื้อขายได้ตามราคาตลาดหรือในราคาที่สูงหรือต่ำกว่า ดังนั้น ตราสาร Sukuk จึงเป็นตราสารซึ่งแสดงสิทธิของผู้ถือตราสารในความเป็นเจ้าของหรือการร่วมลงทุนในสินทรัพย์รองรับหรือกลุ่มของสินทรัพย์รองรับ แบ่งเป็นหน่วยแต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากัน โดยผลตอบแทนที่ผู้ถือตราสารจะได้รับไม่ใช่ดอกเบี้ย คือ มิได้มีการประกันผลตอบแทนเป็นการ pass through กระแสเงินได้ที่เกิดจากสินทรัพย์ดังกล่าวนั่นเอง ทั้งนี้สินทรัพย์รองรับหรือกลุ่มของสินทรัพย์รองรับนั้นต้องเป็นไปตามหลัก Shariah ซึ่งอาจแบ่งประเภทได้หลายประเภท

โดยที่ Sukuk จะหมายถึงเอกสารอันเป็นหลักฐานแห่งความเป็นเจ้าของสินทรัพย์รองรับตามสัดส่วน ซึ่งโดยสภาพและจุดประสงค์ของการออกใช้เพื่อระดมทุนในลักษณะของ Debt

Finance แบ่งเป็นหน่วยแต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากัน มีการกำหนดอัตราผลตอบแทนไว้ล่วงหน้าในลักษณะที่เชื่อมโยงกับสินทรัพย์รองรับ ดังนั้น จึงมีความหมายเช่นเดียวกับหุ้นกู้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ๒๕๓๕ ซึ่งหมายถึง ตราสารแห่งหนึ่งไม่ว่าจะเรียกชื่อใดที่แบ่งเป็นหน่วยแต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากันและกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้เป็นการล่วงหน้าในอัตราเท่ากันทุกหน่วย โดยบริษัทออกให้แก่ผู้ให้กู้ยืมเงินหรือผู้ซื้อ เพื่อแสดงสิทธิที่จะได้รับเงินหรือผลประโยชน์ของผู้ถือตราสารดังกล่าว โดยไม่รวมถึงตัวเงิน

ดังนั้น ตราสาร Sukuk จึงมีลักษณะเช่นเดียวกับหุ้นกู้ที่มีสินทรัพย์รองรับซึ่งเป็นไปตามหลัก Shariah ทั้งนี้ เพื่อมิให้ตราสารดังกล่าวออกบนพื้นฐานของการกู้ยืมและการคิดดอกเบี้ยซึ่งต้องห้ามตามหลักอิสลาม

ปัจจุบันมีการจัดตั้งองค์การระหว่างประเทศ เช่น Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) International Islamic Financial Market (IIFM) Liquidity Management Centre (LMC) Islamic Financial Services Board (IFSB) International Islamic Rating Agency (IIRA) เพื่อรองรับและพัฒนาหลักเกณฑ์รวมทั้งมาตรฐานการกำกับดูแลให้สอดคล้องกับลักษณะของตราสารสุกุกและธุรกรรมอื่น ๆ ตามหลัก Shariah เช่น มาตรฐานการบัญชี หลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการ การส่งเสริมความร่วมมือ การส่งเสริมสภาพคล่องทางการเงิน และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นต้น

ประเทศที่มีธุรกรรมเกี่ยวกับตราสารตามหลักอิสลาม ได้แก่ บาห์เรน บังกลาเทศ คูบา อินโดนีเซีย จอร์แดน มาเลเซีย ปากีสถาน กาตาร์ สิงคโปร์ ศรีลังกา ซูดาน สหราชอาณาจักร สหรัฐอเมริกา แอฟริกาใต้ แคนาดา และอินเดีย จึงจำเป็นต้องมีหลักเกณฑ์การกำกับดูแลออกมารองรับ โดยประเทศดังกล่าว ส่วนใหญ่เห็นว่าหลักเกณฑ์ที่มีอยู่สามารถนำมาปรับใช้กับธุรกรรมตามหลักอิสลามได้ อย่างไรก็ตาม อาจมีการวางแนวทางในการกำกับดูแลเพิ่มเติม โดยใช้ควบคู่ไปกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสำหรับตราสารประเภทอื่นตามความเหมาะสมและเท่าที่ไม่ขัดลักษณะของตราสาร

๑.๒ ธุรกรรมการออก Covered Bond

Covered Bond เป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งที่มีลักษณะคล้ายกับตราสารประเภท Mortgage Backed Securitization (MBS) คือ เป็นตราสารหนี้ประเภทการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ซึ่งเป็นการนำประเภทสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน แต่ลูกหนี้สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์นั้นจะต้องเป็นลูกหนี้ชั้นดีเท่านั้น โดยนอกเหนือจากการนำลูกหนี้สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันแล้ว ตราสารประเภท covered bond ยังมีความแตกต่างจาก MBS ในส่วนที่กลุ่มสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน สำหรับ MBS นั้น เจ้าของสินทรัพย์เดิม (Originator) จะขายสินทรัพย์เหล่านี้ให้กับ SPV กล่าวอีกนัยหนึ่ง ลูกหนี้สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์จะถูกยกออกจากงบดุลของ Originator หรือที่เรียกว่า Off-balance-sheet ในขณะที่ Covered Bond จะไม่มีการขายลูกหนี้ดังกล่าวออก และลูกหนี้จะไม่ถูกตัดออกจากงบดุลของ Originator (On-Balance sheet) แต่จะถูกแยกส่วนออกมา โดยที่ผู้ถือตราสารจะมีสิทธิเรียกร้องในลูกหนี้ดังกล่าว ถ้าเกิดกรณีผู้ออกล้มละลาย ลูกหนี้ดังกล่าวจะถูกแยกออกมาจากสินทรัพย์อื่น ๆ ของผู้ออก เพื่อกันเป็นส่วนของผู้ถือตราสาร covered bond โดยตรง

โดยที่ลักษณะเฉพาะดังกล่าวของ covered bond ทำให้หลักทรัพย์ที่จะนำมาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันของ covered bond ควรเป็นหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสูงและออกโดยธนาคารพาณิชย์ที่มีความมั่นคง และควรได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ในระดับ AA หรือ AAA (โดยทั่วไปแล้วการพิจารณาความน่าเชื่อถือของ Covered Bond จะพิจารณาถึงโครงสร้างและคุณภาพของสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ที่มาเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน)

อนึ่ง ในแต่ละประเทศก็จะมีกำหนัดให้คำนิยามของ Covered Bond ที่แตกต่างกันไป แต่ Covered Bond ก็ยังมีลักษณะโดยรวมที่สำคัญ คือ แนวความคิดเกี่ยวกับ Covered Bond มีความคล้ายคลึงกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และ Asset – Backed Securities (ABS) หรือเรื่อง Mortgage – backed securities (MBS) โดยรวมความจริงแล้ว อาจอธิบายได้ว่า Covered Bond คือเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามงบดุล

Directive on Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) 1988 Article ๒๒ (๔) ได้ให้กำหนัดข้อกำหนดขั้นต่ำของพื้นฐาน ดังนี้

- ก. ผู้ออก covered bond จะต้องเป็นสถาบันการให้สินเชื่อ (credit institution)
- ข. การออก covered bond จะต้องอยู่ภายใต้กรอบทางกฎหมายเป็นพิเศษ
- ค. สถาบันที่ออกจะต้องอยู่ภายใต้การดูแลสาธารณะอย่างระมัดระวังเป็นพิเศษ
- ง. สินทรัพย์ที่นำมาออก (cover asset) จะต้องได้ถูกระบุไว้ในกฎหมาย
- จ. กองสินทรัพย์จะต้องได้รับหลักประกันเพื่อคุ้มครองผู้ถือตราสารอย่างเพียงพอตลอดระยะเวลาของ covered bond
- ฉ. ผู้ถือตราสารจะต้องมีสิทธิเรียกร้องที่ดีกว่าในกองทรัพย์สินที่ใช้เป็นหลักประกันกรณีที่ผู้ออก covered bond ผิดนัด

Covered bond ที่เป็นไปตามข้อกำหนดข้างต้นจะถูกพิจารณาได้ว่าเป็นสินทรัพย์ที่มีความปลอดภัยสำหรับนักลงทุน ดังนั้น ตาม UCITS แล้ว investment funds จะสามารถลงทุนใน covered bond ดังกล่าวได้ถึงร้อยละ ๒๕ ของสินทรัพย์ (โดยปกติการลงทุนจะจำกัดอยู่ที่ร้อยละ ๕) และ EU Directives on Life and Non-Life Insurance (Directives 92/96/EEC and 92/49/EEC) อนุญาตให้บริษัทประกันภัยสามารถลงทุนใน covered bond จากผู้ออก covered bond รายเดียวได้ถึงร้อยละ ๔๐ (ปกติจะจำกัดเพียงร้อยละ ๕)

กฎเกณฑ์สำคัญอีกอย่างเกี่ยวกับ covered bond ในยุโรป คือ Capital Requirement Directive (CRD) ซึ่งมีพื้นฐานมาจากคณะกรรมการ Basel (Basel Committee) เกี่ยวกับการดูแลการธนาคาร ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมกฎเกณฑ์เกี่ยวกับความเพียงพอของทุนสำหรับธนาคารระหว่างประเทศ โดยที่ European Council ได้รับหลักการของ CRD เมื่อวันที่ ๗ มิถุนายน ๒๕๔๙ และได้ประกาศใน the Official Journal of the European Union เมื่อวันที่ ๓๐ มิถุนายน ๒๕๔๙

ตาม Basel II นั้น covered bond ยังไม่ได้รับการพูดถึงอย่างชัดเจน ดังนั้น covered bond จึงถือเป็นหุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกันสำหรับการคำนวณน้ำหนักความเสี่ยงการให้สินเชื่อ อย่างไรก็ตาม covered bond มีบทบาทสำคัญในตลาดการเงินของยุโรป EU Commission ได้กำหนดสิทธิพิเศษสำหรับ covered bond ตาม CRD ตาม Annex VI, ย่อหน้า ๖๘ ถึง ๗๑

๑.๓ ธุรกรรม Real Estate Investment Trust

(๑) ความหมาย

Real Estate Investment Trust เป็นทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทต่าง ๆ เช่น ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน โรงแรม กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ จะมีทรัพย์สินที่ใช้ออกหลักทรัพย์เป็นอสังหาริมทรัพย์ โดยทั่วไปแล้ว Real Estate Investment Trust จะมีสามรูปแบบด้วยกันได้แก่

- Equity Real Estate Investment Trust ซึ่งเป็นแบบทั่วไป โดยจะลงทุนหรือเป็นเจ้าของในอสังหาริมทรัพย์ และมีผลกำไรให้ผู้ลงทุนจากการนำทรัพย์สินดังกล่าวออกให้เช่า

- Mortgage Real Estate Investment Trust จะเป็นทรัสต์ที่ให้เจ้าของอสังหาริมทรัพย์ยืมเงินเพื่อนำไปพัฒนาหรือลงทุนในตราสารทางการเงิน โดยให้หลักประกันเป็นอสังหาริมทรัพย์

- Hybrid Real Estate Investment Trust จะเป็นทรัสต์ที่ผสมระหว่าง Equity Real Estate Investment Trust และ Mortgage Real Estate Investment Trust

ทั้งนี้ Real Estate Investment Trust อาจถือได้ว่าเป็นการลงทุนทางเลือก (Alternative Investment) และได้ใช้กันอย่างกว้างขวางในปัจจุบันสำหรับนักลงทุนที่ต้องการกระจายความเสี่ยงจากตราสารทุน และตราสารหนี้พื้นฐาน การลงทุนทางเลือกสำหรับนักลงทุนอย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี ๒๕๕๒ หลังจากที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อนุญาตให้กองทุนที่ไปลงทุนในต่างประเทศ (FIF) สามารถระดมทุนเงินบาทไปลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ (REIT: Real Estate Investment Trust) ได้ทั้งหมด ถือเป็นโอกาสการลงทุนที่เปิดกว้างขึ้นสำหรับนักลงทุนไทย เราจึงควรทำความเข้าใจในสินทรัพย์ดังกล่าวนี้เพิ่มมากขึ้น

๑.๔ การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หมายถึง วิธีการทำให้เกิดหลักทรัพย์ เป็นกระบวนการที่ผู้รับชำระหนี้เดิมนำสิทธิเรียกร้อง (Receivables or Cash Flow) ที่ตนมีอยู่เหนือลูกหนี้ตามสัญญาประเภทต่าง ๆ ซึ่งล้วนแต่มีสภาพคล่องต่ำและเปลี่ยนมือได้ยาก (Illiquid Asset or Non-Marketable Asset) มารวบรวมเป็น “กองสินทรัพย์” (Pool of Asset) จำหน่ายแก่นิติบุคคลเฉพาะกิจซึ่งทำหน้าที่แปลงสภาพสิทธิเรียกร้องนั้นให้เป็นหลักทรัพย์ (Securities) เพื่อจำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุนจนทำให้เกิดสภาพคล่องทางการเงินและเปลี่ยนมือได้ง่าย (Liquidity Assets or Tradable Securities) อันเป็นการเชื่อมโยงตลาดเงินกู้ซึ่งมีลักษณะ Retail Market มาสู่ตลาดตราสารทางการเงินซึ่งมีลักษณะ Wholesale Market

ซึ่งการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายไทยนั้น พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์ฯ ได้กำหนดขั้นตอนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยที่การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ การรับโอนสินทรัพย์ (สิทธิเรียกร้องหรือสิทธิอื่นใดที่ก่อให้เกิดกระแสรายรับขึ้นในอนาคตไม่ว่ารายรับนั้นจะมีความแน่นอนหรือไม่ก็ตาม เช่น สัญญาให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัย หรือสิทธิตามสัมปทานสร้างถนนเก็บค่าผ่านทาง) และการออกหลักทรัพย์จำหน่ายแก่ผู้ลงทุนโดยกำหนดให้ผลประโยชน์ตอบแทนถือหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่รับโอนมา โดยผ่านนิติบุคคลเฉพาะกิจ

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

๒. ข้อเสนอแนะ

ตามที่ได้ศึกษาแล้วในบทก่อนหน้า จะพิจารณาได้ว่ากฎหมายทรัสต์จะช่วยเอื้ออำนวยให้การทำธุรกรรมในตลาดทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและสามารถแก้ไขข้อติดขัดบางประการในการระดมทุนและการประกอบธุรกิจในตลาดทุนได้ และเมื่อได้ศึกษาเปรียบเทียบกับแนวทางการทำธุรกรรมประเภทต่าง ๆ ในต่างประเทศแล้ว จึงเห็นว่าควรมีแนวทางเกี่ยวกับการนำทรัสต์มาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนโดยรวมเกี่ยวกับการมีคณะกรรมการตรวจสอบในทรัสต์ กล่าวคือ โดยที่หลักการของการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการพาณิชย์นั้น นอกจากเรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ตามการเสนอขายออกหลักทรัพย์โดยทั่วไปแล้ว จะมีกลไกที่อีกประการที่สำคัญ คือ “ทรัสต์” ดังนั้น จึงจำเป็นต้องมีการควบคุมทรัสต์ ทั้งในการขออนุญาตประกอบธุรกิจทรัสต์ คุณสมบัติของทรัสต์ การมีผลประโยชน์ขัดกันของทรัสต์ ตลอดจนการตรวจสอบทรัสต์ ซึ่งตามกรอบของกฎหมายไทยในปัจจุบันก็มีหลักการดังกล่าวค่อนข้างจะครบถ้วนแล้ว อย่างไรก็ตาม เพื่อให้เป็นไปตามหลักการบริหารกิจการที่ดี (good governance) แล้ว เห็นว่า ทรัสต์ในประเทศไทยนั้น ควรจะมีคณะกรรมการตรวจสอบการดำเนินงานในสถานะทรัสต์ขึ้นภายในองค์กรด้วย ตามแนวทางของประเทศสิงคโปร์

นอกจากนี้ การทำธุรกรรม Covered Bond และการทำธุรกรรม REIT ก็ควรมีข้อควรพิจารณาเป็นพิเศษ ดังนี้

(๑) การทำธุรกรรม Covered Bond

ในการทำธุรกรรม covered bond นั้น ผู้ก่อตั้งทรัสต์จะเป็นบุคคลเดียวกันกับทรัสต์ ซึ่งอาจมีประเด็นเกี่ยวกับการมีผลประโยชน์ขัดกันระหว่างผู้ก่อตั้งทรัสต์กับทรัสต์ที่จะต้องดำเนินการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือ covered bond ดังนั้น จึงอาจใช้โครงสร้างของทรัสต์ร่วม กล่าวคือ อาจกำหนดให้มีทรัสต์ที่เป็นผู้ออกหลักทรัพย์และบริหารจัดการกองทรัสต์ กับทรัสต์ที่เป็นผู้เก็บรักษาหลักทรัพย์สิน นอกจากนี้ ในการทำธุรกรรม covered bond นั้น เห็นว่า กฎหมายควรกำหนดประเภทของสินทรัพย์รองรับไว้ โดยควรกำหนดให้เฉพาะสินทรัพย์ที่มีคุณภาพดี เช่น สินทรัพย์เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ สิทธิตามสัญญา Public Private Partnership เป็นต้น ตลอดจนควรพิจารณาในประเด็น เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล โดยควรมีการกำหนดให้ผู้ออก covered bond บันทึกลงว่ามีสินทรัพย์รองรับ (Covered Bonds) ใดบ้างที่เป็นหลักประกันในแก่นักลงทุนผู้

ถือ ผู้ออก covered bond ควรมีมาตรฐานการบัญชีที่โปร่งใสเพียงพอที่จะไม่นำสินทรัพย์อันเป็นหลักประกันไปทำให้เสีย โดยในการออก covered bond ควรมีการบริหารความเสี่ยงโดยมีการจัดหน่วยงานภายในของผู้ออก covered bond ให้เหมาะสม

(๒) การทำธุรกรรม Real Estate Investment Trust

โครงสร้างของการนำ REIT มาใช้ ควรใช้โครงสร้าง Co-Trustee ในลักษณะเดียวกันกับการออกตราสารศุภกในประเทศไทย กล่าวคือ ให้มี (๑) ทรัสต์ที่ทำหน้าที่เป็น REIT Manager ทำหน้าที่จัดการ REIT และยื่นเอกสารการจัดตั้ง REIT อันเป็นหน้าที่ในลักษณะของ Active Trust และ (๒) ทรัสต์ที่ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของ REIT โดยทำหน้าที่เก็บรักษาทรัพย์สินของ REIT และดูแลจัดการ REIT ให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ อันเป็นลักษณะของ Passive Trust

ประเด็นอื่น ๆ เกี่ยวกับการดำเนินการ REIT นั้น เห็นว่า ควรเป็นการดำเนินการในลักษณะที่เป็นกองทรัสต์โดยไม่รับซื้อไปทรัสต์คืน และไม่ควรมีข้อจำกัดประเภทของสินทรัพย์ โดยกองทรัสต์สามารถซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่ยังสร้างไม่แล้วเสร็จแล้วนำมาพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้เองโดยจะต้องมีเงื่อนไขว่ากองทรัสต์จะต้องมีวัตถุประสงค์ในการเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวเอง ตลอดจน ควรพิจารณาความเหมาะสมเกี่ยวกับข้อจำกัดในการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในการบริหารจัดการกองทรัสต์สิน ให้มีความยืดหยุ่นกว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยในปัจจุบัน ประกอบกับจะต้องมีการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ โดยควรมีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการห้ามมีผลประโยชน์ขัดกันของผู้ประเมินสินทรัพย์ นอกจากนี้ เพื่อป้องกันการดำเนินการที่มีผลประโยชน์ขัดกันของ REIT Manager แล้ว ควรกำหนดให้ REIT Manager หนึ่งแห่งสามารถจัดการกองทรัสต์ได้เพียงกองเดียว

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กล ชาญสุทธิวารินทร์, การออกหุ้นกู้และการเพิ่มทุนของบริษัท [ออนไลน์], ๒๕๕๑ แหล่งที่มา :<http://www.nidambe11.net/ekonomiz/2008q4/2008december09p2.htm> [๒๕๕๔, กุมภาพันธ์ ๑๔]
- จี๊ด เศรษฐบุตร แก้ไขเพิ่มเติมโดย นายจิตติ ดิงศภัทย์, หลักกฎหมายแพ่งลักษณะนิติกรรมและหนี้, พิมพ์ครั้งที่ ๒ กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ๒๕๒๒.
- จารุพรรณ อินทรรุ่ง, ทำความเข้าใจ REIT ผ่านตลาดสิงคโปร์, ใน คอลัมน์ “ร่วมคิด – ชวนคุย”, (๘ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๓) สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ๒๕๕๓.
- นภนวลพรรณ ภวสันต์, บทศึกษาเรื่องตราสารสุกุก (Sukuk : Islamic Bond), สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ๒๕๔๘
- ภูษงค์ ธีรนนทรพร, ปัญหากฎหมายตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ๒๕๕๐ : ศึกษากรณีการก่อตั้งทรัสต์โดยมีเจตนาหลบเลี่ยงการชำระหนี้, วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาวิชานิติศาสตร์ คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, ๒๕๕๑.
- รพี สุจริตกุล, การเสวนา : การลงทุนเปิดเผย การเมืองโปร่งใส ผ่านกลไก Blind Trust, ๑๕ มกราคม ๒๕๕๒
- บัญญัติ สุชีวะ, ทรัสต์, ดุลพาหะ ๑ (๒๕๐๕)
- สินตรา ดนัยตั้งตระกูล, กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT), [ออนไลน์], ๒๕๕๔. แหล่งที่มา : http://www.mfcfund.com/mfc/index.php?option=com_content&view=article&id=887&Itemid=92&lang=th [๒๕๕๔, กุมภาพันธ์ ๑๔]
- สารานุกรมฉบับการลงทุน, การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์, [ออนไลน์], ๒๕๕๔. แหล่งที่มา : <http://www.tsi-thailand.org/wikii> [๒๕๕๔, กุมภาพันธ์ ๑๔]
- สายชล ลิลสวัสดิ์, Covered Bond, [ออนไลน์], ๒๕๕๓. แหล่งที่มา : http://www.thaibma.or.th/doc/research/4_covered_Bond.pdf [๒๕๕๔, กุมภาพันธ์ ๑๔]
- สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, บันทึกสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา ประกอบร่างพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ., ๒๕๔๙
- สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, บันทึกวิเคราะห์สรุป ประกอบร่างพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ส่งพร้อมหนังสือกระทรวงการคลัง ที่ กค ๑๐๑๒/๑๖๔๖๐

ถึงเลขาธิการคณะกรรมการคุ้มครองผู้บริโภค ลงวันที่ ๑๘ กันยายน ๒๕๕๖, ๒๕๕๖

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, การออกและการเสนอขายหลักทรัพย์. [ออนไลน์]. ๒๕๕๔ แหล่งที่มา: http://www.sec.or.th/securities_issuance/Content_0000000007.jsp?categoryID=CAT0000066&lang=th [๒๕๕๔, กุมภาพันธ์ ๑๔]

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, เปรียบเทียบเกณฑ์ในการออกหุ้นกู้แต่ละประเภท. [ออนไลน์]. ๒๕๕๔ แหล่งที่มา: http://www.sec.or.th/securities_issuance/bond_compare.pdf [๒๕๕๔, กุมภาพันธ์ ๑๔]

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, รู้จักหุ้นกู้. [ออนไลน์], ๒๕๕๔. แหล่งที่มา: http://www.sec.or.th/investor_edu/investor_fundmkt/debt/Content_0000000022_deben.jsp?categoryID=CAT0000636&lang=th [๒๕๕๔, กุมภาพันธ์ ๑๔]

สำนักวิจัยตลาดทุน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย, การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ = Securitization. กรุงเทพฯ ๒๕๓๙.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, เปิดศักราชใหม่กับก้าวต่อไปของตลาดทุนไทย (๒) . คอลัมน์ร่วมคิด-ชวนคุยกับ ก.ล.ต. (๑๙ มกราคม ๒๕๕๒)

สำนักเลขาธิการคณะกรรมการคุ้มครองผู้บริโภค, บันทึกวิเคราะห์สรุปประกอบร่างพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. ที่ สำนักเลขาธิการคณะกรรมการคุ้มครองผู้บริโภคส่งถึงสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา ที่ นร ๐๕๐๓/๑๙๒๔๓ ลงวันที่ ๒๖ ธันวาคม ๒๕๕๖.

เสนีย์ ปราโมทย์, ตำนานทรัสต์. บทบัญญัติ. ๒๕๗๕.

ภาษาอังกฤษ

Taiq, A.A., Managing Financial Risks of Sukuk Structures. M.SC. International Bankok. September 2004

Billah, M. Applied Islamic law of trade and finance : a selection of contemporary practical issues. 3rd ed. Selangor, Malaysia : Sweet & Maxwell Asia, 2007

Borrows, J. Current issues in securitization. London : Sweet & Maxwell, 2002

Caballero, M. Non-traditional security in Asia : The many faces of securitisation. Thousand Oaks, CA : SAGE Publications, 2010

Chalmers, D. Introduction to Trusts, the Law Book, 1988

- Choudhry, M. Structured credit products : credit derivatives and synthetic securitization, Hoboken, NJ : Wiley, 2010
- Clifford Chance, Sukuk Guidebook, Dubai International Financial Centre, November 2009
- Coopers&Lybrand Deloitte, Trust Practice Manual 2nd edition, London Butter Worths, 1992
- Curzon, L.B. Equity&Trusts, 2nd Edition Cavendish Publishing Limited 1996
- Deacon, J. Global securitisation and CDOs, Chichester ; Hoboken, NJ : Wiley, 2004
- De Wulf, C. The Trusts and Corresponding Institutions in the Civil Law, Bruylant 1965
- Dogauchi, H. Overview of Trust Law in Japan [online]. 2011. Available from <http://www.law.tohoku.ac.jp/kokusaiB2C//link/dogauchi.html> [2011, February 14]
- Gardner,S. An Intorduction to the Law of Trusts, 2nd edition, Oxford University Press, 2003
- Graham, M. Trust Law: Text&Materials, 4th edition, Cambridge: Newyork, 2005
- Graziadei, M., Mattei, U., and Smith, L.Commercial trusts in European private law. Cambridge, UK ; New York : Cambridge University Press, 2005
- Grossmann, R., and Maij, T. European Covered Bond Fact Book, ECBC Publication, August 2006
- Golin, J. Covered Bonds, Euromoney Institutional Investor Plc. 2006
- Haron, S. Islamic finance and banking system : philosophies, principles & practices. Kuala Lumpur : McGraw Hill, c2009
- Hayton, D.J., The Law of Trusts, Sweet&Maxwell 1993
- Hooker, V., and Amin, Islamic perspectives on the new millennium, Singapore : Institute of Southeast Asian Studies, 2004
- Iqbal, Z., and Mirakhor, A. An introduction to Islamic finance : theory and practice. Singapore : John Wiley & Sons (Asia), 2007
- Jersey, Securitisation in Asia : a market of growth and innovation. Hong Kong : Euromoney Publications 2000
- Jersey, Asian securitisation : unlock the value of your assets. Hong Kong : Euromoney Publications, 1999
- Kanishka, J. Neo-liberalism, securitisation and the new transnational regulatory

- governance, Perth : Asia Research Centre, Murdoch University, 2004
- Kettell, B. Islamic finance in a nutshell : a guide for non-specialists, Chichester, UK : Wiley, 2010
- Keong, L.K. ,and Quak, F.L.Recent Developments in Regulations on Takeover of S-REITs, 2009. Available from : <http://www.law.com/jsp/law/international/lawarticleIntl.js> [2011, February 14]
- Laura, P. Hartman ,and Patricia, H. The global corporation : sustainable, effective and ethical practices : a case book.New York : Routledge, 2009
- Lawson Frderick H, Fratcher William F, International Encyclopedia Comparative Law vol VI : Property and Trust, Paris the Hague
- Legal Research Board, Malaysian laws on banking & finance, Kuala Lumpur : International Law Book Services, 1990
- Lexitrust, Singapore Trust [online]. Singapore 2010. Available from : <http://www.lexitrust.net/files/SingaporeTrusts.pdf>
- Melissa G. ,and Wong, S.L. Security and migration in Asia : The dynamics of securitization. London : Routledge, 2008
- Nihon Printing, The Investment Trusts Association, Investment Trusts in Japan, Nihon Printing Co., Ltd.2008
- Orihara, M. Trust Business and Regulations on Trust Business- Lecture on Trust Law No.6 Zon November 18,2008 Faculty of Law, University of Tokyo
- Parker, D.B, The Modern Law of Trusts, Sweet&Maxwell 1993
- Paul, T. Case and Materials on Equity and Trust 3rd Edition, London Blackstone 2000
- Pettit, P. H. Equity and the law of trusts, 10th Edition, Oxford University Press 2006
- Pettit, P.H. Equity and the law of trusts, 7th Edition 1993
- Pitts, J., and Hosokawa A. Trust Law Modernized to meet Commercial needs. 2011. Available from : <http://www.iflr.com/Article/1984687/Trust-law-modernized-to-meet-commercial-eeds.html> [2011, February 14]
- Riddall, J.G, The Law of Trusts, Butterworths 1992
- S, S.H.,and Wang, K. Introduction to Islamic finance. Singapore : Saw Centre for Financial Studies, c2008

- Shanmugam, B. A primer on Islamic finance. Charlottesville, Va. : The Research Foundation of CFA Institute, 2009
- Svetlozar, T. R. and Wurth, R. Risk assessment : decisions in banking and finance. Heidelberg : Wurth, 2009
- Sydenham, A. Trusts in the Nutshells, 4th Edition, Sweet&Maxwell 1997
- Turl, G. Real Estate Investment Trusts in Asia : Legal Structures Compared [online],2011
Available from : <http://www.cnfre.com/channels/613.html> [2011, February 14]
- The International Organization of Securities Commission, Report of the Islamic Capital Market Task Force of the International Organization of Securities Commission [online] , 2004 Available from <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD170.PDF> [2011, February 14]
- Venardos, A. Islamic banking & finance in South-East Asia : its development & future. 2nd ed New Jersey : World Scientific Publishing, 2006
- Watt, G. Trusts Texbook, 2nd edition, Great Clarendon Street Oxford: Oxford University Press,2006
- Watt, G. Trust and Equity, Oxford University Press, 2003
- Wiley, The stability of Islamic finance : creating a resilient financial environment for a secure future, Singapore Wiley, 2010
- Wood, P. Project finance securitisations and subordinated debt. London : Sweet & Maxwell, 2007

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

ชื่อ : นางสาวพันไมล์ ธาราสุข

การศึกษา : นิติศาสตรบัณฑิต จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ (เกียรตินิยมอันดับสอง)

อาชีพ : นักกฎหมายกฤษฎีกาปฏิบัติการ สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย