

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ จำเป็นที่จะต้องส่งเสริมและพัฒนาตลาดการเงินให้มีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และน่าเชื่อถือ เพื่อที่จะเป็นแหล่งทุนของภาคประชาชน และแหล่งระดมทุนของภาคธุรกิจ โดยที่การลงทุนและระดมทุนในตลาดการเงินแบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่ ตลาดเงิน ซึ่งหมายถึง แหล่งลงทุนและระดมทุนระยะสั้นภายในกำหนดเวลาไม่เกิน 1 ปี อันได้แก่การให้กู้ยืมผ่านสถาบันตัวกลาง เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน เป็นต้น และอีกส่วนหนึ่งได้แก่ ตลาดทุน ซึ่งหมายถึง แหล่งลงทุนและระดมทุนระยะยาวภายใต้กำหนดระยะเวลาเกินกว่า 1 ปี อันได้แก่การเสนอขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก และการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ออกมาแล้วในตลาดรอง

ในส่วนของตลาดทุนนั้น ธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทจัดการการลงทุนถือเป็นองค์ประกอบหนึ่งที่มีความสำคัญสำหรับการพัฒนาตลาดทุนโดยรวมและถือเป็นทางเลือกที่สำคัญของผู้ลงทุน เนื่องจากเป็นช่องทางในการระดมเงินของประชาชนเข้ามาในตลาดทุน ซึ่งจะช่วยขยายขนาดของตลาดทุน และหากโครงสร้างการลงทุนในประเทศมีการลงทุนผ่านผู้ประกอบการจัดการการลงทุนในสัดส่วนสูง ก็จะช่วยให้เกิดตลาดที่มีเสถียรภาพมากขึ้น เนื่องจากกองทุนซึ่งเป็นกองทุนที่ได้รับความนิยมได้รับการจัดการโดยผู้ประกอบการจัดการลงทุนซึ่งเป็นผู้ที่มีความรู้ที่จัดอยู่ในกลุ่มผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งมักจะตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์และลงทุนระยะยาวมากกว่าผู้ลงทุนรายย่อยทั่วไป ที่มักจะคำนึงถึงการเคลื่อนไหวของราคาในระยะสั้นเป็นหลัก ส่วนในด้านผู้ลงทุนธุรกิจจัดการการลงทุนเป็นทางเลือกที่สำคัญแทนการลงทุนด้วยตนเอง โดยการลงทุนผ่านผู้ประกอบการจัดการลงทุนจะช่วยให้ผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อยที่แม้จะมีจำนวนเงินทุนน้อยลงแต่สามารถเลือกลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินได้หลากหลาย สามารถกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้ดีขึ้น และมีผู้ประกอบการวิชาชีพที่เป็นผู้เชี่ยวชาญช่วยติดตามดูแลการลงทุนให้ ซึ่งจากการพัฒนาอย่างรวดเร็วของตลาดทุนในปัจจุบัน ผู้ลงทุนจำนวนมากทั้งในประเทศและต่างประเทศได้เลือกใช้กองทุนรวม (mutual fund) หรือที่เรียกเป็นถ้อยคำสากลที่ International Organization of Securities Commissions (IOSCO) ใช้เรียกในความหมายอย่างกว้างว่า “โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม” (Collective Investment Schemes (CIS)) เป็นช่องทางในการ

ลงทุน ซึ่งการลงทุนโดยวิธีนี้มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ โดยจะเห็นได้จากจำนวนกองทุนและขนาดกองทุนที่เพิ่มมากขึ้นในแต่ละปี นอกจากนี้ยังมีการแสวงหาตลาดใหม่ที่จะลงทุนเพื่อเพิ่มโอกาสในการลงทุนให้มากที่สุด โดยพัฒนาการลงทุนไปยังต่างประเทศ ทำให้เกิดลักษณะคาบเกี่ยวระหว่างประเทศมากขึ้น เช่น ในประเทศไทยตั้งแต่ พ.ศ. 2546 ถึงปัจจุบัน ได้มีการจัดตั้งกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ (foreign investment fund) เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายเพื่อนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนในประเทศไปลงทุนในต่างประเทศ เป็นต้น และในทางกลับกัน บริษัทต่างประเทศก็มีความสนใจที่จะนำหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศมาเสนอขายในประเทศไทย จากพัฒนาการดังกล่าวนี้ จึงมีความจำเป็นที่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องจะต้องมีการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพและมีความเป็นสากล เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน และสร้างความเชื่อมั่นต่อการลงทุนในรูปแบบนี้ ซึ่งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund หรือในต่างประเทศจะเรียกกันว่า Real Estate Investment Trust (REITs)) ก็เป็นกองทุนรวมประเภทหนึ่ง que เริ่มเป็นที่สนใจเพิ่มมากขึ้นในช่วงระยะหลังที่ผ่านมา และถือเป็นเครื่องมือทางการเงินประเภทหนึ่งที่เกิดมาจากพัฒนาการดังกล่าวข้างต้นด้วยเช่นเดียวกัน ดังนั้นความจำเป็นในการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพและมีความเป็นสากล เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน และสร้างความเชื่อมั่นต่อการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นจึงต้องมีเพิ่มมากขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน

พัฒนาการและความเป็นมาของการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนั้นเริ่มจากการที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้มีคำสั่งแต่งตั้งคณะกรรมการพิจารณาร่างหลักเกณฑ์การจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขึ้นในปี 2537 โดยได้มีการพิจารณาแล้วเสร็จเพื่อประกาศใช้ในช่วงต้นปี 2540 แต่ในขณะนั้นยังไม่มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) รายใดยื่นขอจัดตั้งเพราะเงื่อนไขในการจัดตั้งค่อนข้างเข้มงวด และหลักเกณฑ์ต่างๆ ยังไม่มีความชัดเจนมากนัก ซึ่งหลังจากนั้นไม่นานประเทศไทยเกิดวิกฤตธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ทำให้บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์หลายแห่งต้องปิดกิจการทางสำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้มีการผ่อนคลายกฎเกณฑ์และข้อบังคับในการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ พร้อมทั้งได้มีการผ่อนผันให้นักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามาซื้ออสังหาริมทรัพย์ในประเทศผ่านการซื้อหน่วยลงทุนได้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นเครื่องมือในการช่วยแก้ไขปัญหาหนี้สินของสถาบันการเงินและธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งออกประกาศเรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข วิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 2) ตามมาด้วยประกาศเรื่องกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 3) ขึ้นเมื่อปี 2541 ตามมาด้วยประกาศเรื่อง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิ

เรียกร้อง (กอง 4) ในปี 2543 สำหรับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในช่วงแรก จะเป็นกองทุนที่เสนอขายให้กับนักลงทุนสถาบันอย่างเดียว ส่วนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) ซึ่งเปิดโอกาสให้นักลงทุนทั่วไปสามารถเข้าไปลงทุนได้นั้นเพิ่งจะมี บลจ. ได้รับการอนุมัติจากทางสำนักงาน ก.ล.ต. ในปี 2545<sup>1</sup>

จากการศึกษาของผู้เขียนพบว่า กฎหมายซึ่งเป็นเครื่องมือที่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องใช้ในการกำกับดูแลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้บรรลุวัตถุประสงค์ข้างต้นนั้น แบ่งได้เป็นสองส่วน คือ (1) ส่วนที่เกี่ยวกับการระดมทุน (raise fund) และ (2) ส่วนที่เกี่ยวกับการจัดการลงทุน (manage fund) ซึ่งกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (“พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ”) แต่เมื่อศึกษาเปรียบเทียบกับแนวทางสากลของต่างประเทศนั้น ผู้เขียนพบว่ายังคงมีปัญหาสำคัญที่ผู้เขียนเน้นวิเคราะห์ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ คือ ปัญหาในเชิงโครงสร้างหลักเกณฑ์ อันทำให้การกำกับดูแลขาดประสิทธิภาพและไม่เป็นรูปแบบที่สากลเหมือนกับในต่างประเทศ กล่าวคือ จากการที่ลักษณะของธุรกิจจัดการลงทุนเป็นกิจการที่เกี่ยวข้องกับเงินลงทุนของประชาชนและมีส่วนช่วยในการพัฒนาตลาดทุน หน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงต้องเข้ามาควบคุมการดำเนินกิจการเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของประชาชนผู้ลงทุน ไม่ว่าจะเงินลงทุนที่นำมาดำเนินการจัดการลงทุนนั้นจะได้มาจากการจัดตั้งในรูปแบบใด และทำการเสนอขายตราสารใดก็ตาม

แต่เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับประเทศไทย จะเห็นได้ว่าจากบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์<sup>2</sup> ได้กำหนดขอบเขตการกำกับดูแลจำกัดอยู่เฉพาะกองทุนรวมเฉพาะที่จัดตั้งขึ้นตามรูปแบบ (form) ที่กฎหมายกำหนด ซึ่งกองทุนรวม (รวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์) ของประเทศไทยเป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตาม

<sup>1</sup> สรุปใจความสำคัญจาก สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ทศวรรษแรกของ ก.ล.ต. กับตลาดทุนไทย (พ.ศ. 2535 – พ.ศ.2545), (ม.ป.ท., 2545), น. 112-114

<sup>2</sup> มาตรา 4 “การจัดการกองทุนรวม” หมายความว่า การจัดการลงทุนตามโครงการจัดการกองทุนรวมโดยการออกหน่วยลงทุนของแต่ละโครงการจำหน่ายแก่ประชาชน เพื่อนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนนั้นไปลงทุนหรือแสวงหาประโยชน์จากหลักทรัพย์ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า ทรัพย์สินอื่น หรือไปหาดอกผลหรือแสวงหาประโยชน์อื่น

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์<sup>3</sup> เรียกว่า กองทุนรวม ที่ออกและเสนอขายตราสารเรียกว่าหน่วยลงทุน มิได้เป็นองค์กรธุรกิจที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายพื้นฐานทั่วไป

จากการกำหนดขอบเขตความหมายของกองทุนรวมที่จำกัด ทำให้การกำกับดูแลไม่ครอบคลุมการจัดตั้งกองทุนรวมในรูปแบบอื่นๆ และทำให้มาตรฐานการกำกับดูแลมีความแตกต่างกันสำหรับการระดมเงินทุนมาเพื่อจัดการลงทุนโดยจัดตั้งในรูปแบบที่ต่างกัน ซึ่งจะทำให้เกิดช่องทางให้มีการหลีกเลี่ยงการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมในรูปแบบอื่นๆ แทนที่จะจัดตั้งในรูปแบบที่กฎหมายกำหนดได้

ประเด็นปัญหาที่สำคัญอีกประการคือ ปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง กล่าวคือ ในการกำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจจัดการลงทุน นอกจากการกำกับดูแลโดยภาครัฐแล้ว การวางหลักเกณฑ์เพื่อกำหนดโครงสร้างให้มีการตรวจสอบถ่วงดุลกันของบุคคลที่เกี่ยวข้องก็มีความสำคัญที่จะทำให้การกำกับดูแลมีประสิทธิภาพ ซึ่งกองทุนรวมในต่างประเทศ (รวมถึงกองทุนรวมอิสลามทรัพย์) จะมีผู้แทนคือ คณะกรรมการบริษัทหรือคณะกรรมการทรัสตีเป็นผู้ดำเนินการแทน ในการไปทำสัญญาจ้างผู้จัดการลงทุนและดูแลควบคุมผู้จัดการลงทุน ให้ปฏิบัติตามวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุนที่ได้ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนที่ได้เปิดเผยข้อมูลไว้ต่อผู้ลงทุน ซึ่งเป็นโครงสร้างที่ส่งเสริมให้เกิดการตรวจสอบและคานอำนาจกันของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องเป็นอย่างดี

ในส่วนของประเทศไทย เนื่องจากโครงสร้างของกองทุนรวมที่เป็นนิติบุคคล รูปแบบเฉพาะจะมีบริษัทจัดการเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการเปรียบเสมือนเป็นผู้แทนของนิติ

---

<sup>3</sup> มาตรา 124 เงินที่ได้รับจากการจำหน่ายหน่วยลงทุนในแต่ละโครงการจัดการกองทุนรวมให้รวมเข้าเป็นกองทรัยพ์สินและให้บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนกองทรัยพ์สินดังกล่าวเป็นกองทุนรวมกับสำนักงานตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

กองทุนรวมที่ได้จดทะเบียนแล้วให้เป็นนิติบุคคล ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์นำทรัยพ์สินของกองทุนรวมไปลงทุนตามโครงการจัดการกองทุนรวมตามที่ได้รับอนุมัติ โดยให้บริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวม

ให้กองทุนรวมตามวรรคสองมีสัญชาติเดียวกับบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวม

บุคคลกองทุนรวม กฎหมายจึงต้องกำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลด้วยการกำหนดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมเป็นบุคคลที่สามมาทำหน้าที่ตรวจสอบและคานอำนาจของผู้จัดการลงทุน ซึ่งบริษัทจัดการจะเป็นผู้คัดเลือกและแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ที่จะเป็นผู้ตรวจสอบการทำงานของบริษัทจัดการเอง<sup>4</sup> จากโครงสร้างดังกล่าวประกอบกับการกำหนดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ นี้มีลักษณะเป็นการสร้างกลไกให้มีผลในลักษณะเหมือนกฎหมายทรัสต์ แต่โดยที่การสร้างกลไกดังกล่าว มิได้เป็นนิติสัมพันธ์ในลักษณะทรัสต์อย่างแท้จริง แม้ปัจจุบันจะมีการนำหลักกฎหมายสำคัญเกี่ยวกับทรัสต์มาบัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 แต่ก็ยังเป็นเพียงการประยุกต์การสร้างทรัสต์ขึ้นอย่างมีขอบเขตและมีข้อจำกัด ทำให้กองทุนรวมตามโครงสร้างกฎหมายไทยมีปัญหาการขาดประสิทธิภาพในการตรวจสอบและคานอำนาจ (check and balance) กันของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนข้อพิจารณาที่ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ คืออะไร มีความหมายขอบเขตเพียงใด มีกี่ประเภท และมีหลักการหรือแนวทางที่แตกต่างไปจากกองทุนรวมทั่วไป

---

<sup>4</sup> มาตรา 122 เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ได้รับอนุมัติให้จัดตั้งและจัดการกองทุนรวมตามมาตรา 117 แล้วและก่อนการเสนอขายหน่วยลงทุนต่อประชาชน ให้บริษัทหลักทรัพย์จัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม

มาตรา 127 ให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมมีอำนาจและหน้าที่ดังต่อไปนี้

- (1) ดูแลให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตามมาตรา 125 โดยเคร่งครัด
- (2) รับฝากทรัพย์สินของกองทุนรวมโดยแยกไว้ต่างหากจากทรัพย์สินอื่น พร้อมทั้งดูแลให้การเบิกจ่ายทรัพย์สินของกองทุนรวมเป็นไปตามที่ระบุไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวม
- (3) จัดทำบัญชีแสดงการรับจ่ายทรัพย์สินของกองทุนรวม
- (4) จัดทำรายงานเสนอต่อสำนักงาน ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการจนก่อให้เกิดความเสียหายแก่กองทุนรวม หรือไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ตามมาตรา 125
- (5) ดำเนินการฟ้องร้องบังคับคดีให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตามหน้าที่ของตนหรือฟ้องเรียกค่าสินไหมทดแทนความเสียหายจากบริษัทหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายลงทุนทั้งปวง หรือเมื่อได้รับคำสั่งจากสำนักงาน

ค่าใช้จ่ายในการฟ้องร้องบังคับคดีเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายลงทุนในกองทุนรวมใดให้เรียกจากกองทรัพย์สินของกองทุนรวมนั้น

อย่างไรนั้น ยังคงเป็นเรื่องที่ยังคงมีความสับสนและไม่เข้าใจอยู่เป็นอย่างมากในประเทศไทย แม้จะมีกฎหมายที่รองรับให้สามารถมีการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้มาระยะเวลาหนึ่งแล้ว แต่เพิ่งเป็นที่นิยมในช่วงหลังมานี้เท่านั้น ซึ่งส่งผลให้การที่มีผู้ลงทุนหันมาให้ความสนใจในเรื่องดังกล่าวเพิ่มมากขึ้นในช่วงระยะเวลาอันสั้น ดังนั้นผู้ลงทุนจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องทราบว่ามีกฎหมายให้สิทธิคุ้มครองผู้ลงทุนในฐานะผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไว้อย่างไรบ้าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับกฎหมายว่าการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นมีหลักการอย่างไร ก็ไม่ปรากฏว่ามีตำราหรือข้อเขียนใดกล่าวอ้างไว้ถึงเลย ดังนั้นในวิทยานิพนธ์เล่มนี้จึงได้ทำการศึกษาเรื่องปัญหาข้อกฎหมายการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว โดยที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบันนั้นมีหลายประเภทด้วยกัน ได้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund : PP) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 2) กองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 3) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิเรียกร้อง (กอง 4) แต่ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนจะมุ่งเน้นไปที่การศึกษาเฉพาะกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) เท่านั้น เนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่นๆ นั้น ตามกฎเกณฑ์ปัจจุบันไม่อนุญาตให้บลจ. ระดมทุนจัดตั้งขึ้นมาแล้ว ส่วนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งไปก่อนที่จะมีประกาศยกเลิกก็ได้มีการกำหนดระยะเวลาสิ้นสุดของแต่ละกองทุนไว้เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) หมายถึง กองทุนรวมที่บริษัทจัดการจัดตั้งขึ้นเพื่อนำเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุนไปซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์และบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ โดยมุ่งเน้นเพื่อได้รับผลตอบแทนที่สม่ำเสมอในรูปค่าเช่า โดยมีได้ซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเพื่อวัตถุประสงค์ในการพัฒนาและขายต่อเหมือนผู้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ดังนั้นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนี้จึงมีได้ทั้งประเภทที่เป็นกองทุนซึ่งเข้าไปซื้อตัวอสังหาริมทรัพย์ เพื่อให้กองทุนมีฐานะเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ แทนเจ้าของเดิมได้ ซึ่งกองทุนประเภทนี้เรียกว่า Freehold ส่วนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อีกประเภทหนึ่งนั้น ตลาดเรียกกันว่ากองทุนประเภท Leasehold ซึ่งเป็นกองทุนที่เช่าอสังหาริมทรัพย์ แต่ไม่ได้เป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ เหมือนกรณีของ Freehold เนื่องจากสถานะที่แท้จริงของกองทุนประเภท Leasehold จะเป็นแค่เพียงผู้มีสิทธิในการใช้อสังหาริมทรัพย์นั้นๆ ได้แค่ภายในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่งตามที่กองทุนได้ตกลงไว้กับเจ้าของ ซึ่งอาจจะเป็น 20 ปีหรือ 30 ปีก็ได้ ในด้านผลตอบแทนหรือรายได้ที่ได้รับจากการบริหารอสังหาริมทรัพย์ทั้ง Freehold และ Leasehold จะถูกนำไปแบ่งให้ผู้ถือหน่วยลงทุนในรูปของเงินปันผล โดยในกรณีที่

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีกำไรสุทธิ บริษัทจัดการกองทุนรวมจะต้องจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิประจำปีนั้น<sup>5</sup>

กฎหมายไทยที่เกี่ยวข้องในปัจจุบันที่ผู้เขียนนำมาวิเคราะห์ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ คือ กฎหมายและประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 11/2550 ที่เพิ่งมีการแก้ไขและมีผลบังคับใช้เมื่อไม่นานมานี้ ซึ่งก็มีการกล่าวถึงหลักการต่างๆ เอาไว้เกี่ยวกับการจัดการ การจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) เอาไว้ ซึ่งจากการศึกษา กฎหมายดังกล่าวประกอบกับประสบการณ์ในการทำงานของผู้เขียนในการตรวจสอบสถานะทางกฎหมาย (Due Diligence) พบว่ายังคงมีประเด็นปัญหาข้อกฎหมายจากกฎหมายและประกาศ ฉบับดังกล่าว รวมทั้งประเด็นปัญหาในทางปฏิบัติและข้อจำกัดต่างๆ ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อยู่หลายประการด้วยกัน ซึ่งปัญหาสำคัญในเชิงโครงสร้างและหลักเกณฑ์ในการ บังคับใช้นั้น ส่งผลให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นขาดประสิทธิภาพและไม่เป็นรูปแบบที่เป็นสากล ในการที่จะตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนได้อย่างแท้จริง ในประเด็นปัญหาต่างๆ ได้แก่ ปัญหาเรื่องรูปแบบของการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ปัญหาเรื่องหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและค่านำมาของฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ปัญหาเรื่องภาษีในการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ปัญหาเรื่องกฎเกณฑ์ข้อจำกัดต่างๆ เช่น เกณฑ์การถือหน่วยลงทุนตามเกณฑ์ 1 ใน 3 เกณฑ์การกั๊ยเงินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เกณฑ์การจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหน่วยลงทุน เป็นต้น

## 2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ คือ เพื่อต้องการศึกษา วิเคราะห์ และทำความเข้าใจที่มาเกี่ยวกับที่มาและแนวความคิดที่เป็นสาระที่แท้จริงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นการระดมทุนจากนักลงทุนเพื่อนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นการทำความเข้าใจในข้อกฎหมายเกี่ยวกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของนักลงทุนว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นมีสถานภาพอย่างไร มีสิทธิหน้าที่ประการใด มีหลักการอย่างไร และมีระบบคุ้มครองผู้ลงทุนและควบคุมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างเพียงพอหรือไม่ จึงเป็นเรื่องที่มี

---

<sup>5</sup> “กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทางเลือกใหม่ของการลงทุน”, ดอกเบี้ย The Interest 2005 (ธันวาคม 2548) : น. 102

ความสำคัญเป็นอย่างมาก อีกทั้งกฎหมายไทยที่เกี่ยวข้องโดยเฉพาะอย่างยิ่งประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 11/2550 เรื่อง หลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที่เพิ่งมีการแก้ไข ซึ่งเป็นประกาศที่กล่าวถึงหลักการต่างๆ เอาไว้เกี่ยวกับการจัดการและการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น ยังคงมีช่องว่างในทางกฎหมายอยู่ในทางปฏิบัติ รวมไปถึงการกำกับควบคุมดูแลของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องต่างๆ ว่าจะสามารถเข้าไปดูแลได้อย่างทั่วถึงให้สมดังเจตนารมณ์ของการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้หรือไม่ ซึ่งต้องพิจารณาว่าการพัฒนาการทางด้านกฎหมายนั้น จะสามารถพัฒนาไปได้ทันกับตลาดทุนและระบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในภาพรวมได้หรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องนี้นับวันก็จะทวีความสำคัญมากขึ้นไปเรื่อยๆ เนื่องจากมีการก่อตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มากขึ้นทั้งในประเทศและต่างประเทศ ดังนั้นผู้เขียนจึงเห็นว่าควรจะได้มีการศึกษาเรื่องของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไว้ เพื่อเป็นข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาต่างๆ ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ อันจะก่อให้เกิดผลดีต่อผู้ลงทุนในฐานะของผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีศักยภาพ สามารถที่จะพัฒนาตลาดทุนและเศรษฐกิจของชาติ และในท้ายที่สุดจะนำไปสู่การพัฒนากฎหมายให้ทันสมัยยิ่งขึ้น

### 3. ขอบเขตของการศึกษา

ขอบเขตของการศึกษาในเรื่องนี้ ผู้เขียนทำการศึกษาเฉพาะเนื้อหาในเรื่องของปัญหาการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยทำการศึกษากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เฉพาะกอง 1 เท่านั้น ไม่ครอบคลุมไปถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สำหรับผู้ลงทุนสถาบัน (PP) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 2) กองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 3) และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิเรียกร้อง (กอง 4) แต่จะมีการกล่าวไปถึงภาพรวมของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว เพื่อความเข้าใจเท่านั้น รวมถึงจะมีการกล่าวไปถึงแนวคิดและหลักการของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศด้วยว่ามีแนวทางและหลักการอย่างไร ซึ่งเป็นประเทศที่ผู้เขียนได้นำกฎหมายมาศึกษาเพื่อทำการวิเคราะห์เปรียบเทียบในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศออสเตรเลีย โดยจะมุ่งพิจารณาไปที่สาระสำคัญแห่งการระดมเงินจากประชาชนมาเพื่อประกอบกิจการจัดการลงทุน (investment management) มิได้พิจารณาว่าเป็นการจัดการลงทุนในเงินที่

ได้มาจากการเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งตามรูปแบบที่กฎหมายกำหนด โดยการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศเหล่านี้จะใช้รูปแบบตามกฎหมายพื้นฐานทั่วไป เช่น กฎหมายว่าด้วยทรัสต์ กฎหมายว่าด้วยบริษัท เป็นต้น

ในส่วนของกฎหมายที่จะนำมาใช้ในการศึกษานั้น ผู้เขียนจะศึกษาในเชิงวิเคราะห์หลักการที่กฎหมายกำหนดและนำมาพิจารณาว่าในภาคปฏิบัตินั้นมีข้อจำกัดอะไรบ้าง และเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับกฎหมายของต่างประเทศแล้วนั้นกฎหมายของไทยยังมีข้อบกพร่องหรือข้อจำกัดอะไรบ้าง และควรจะมีการนำหลักกฎหมายของต่างประเทศเข้ามาปรับใช้และพัฒนากฎหมายไทยอย่างไรบ้าง

#### 4. วิธีการดำเนินการศึกษา

วิธีการที่จะดำเนินการศึกษา คือ การค้นคว้าข้อมูลเชิงเอกสาร (Documentary Research) โดยแหล่งข้อมูลในการศึกษาจะมาจากการค้นคว้าจากบทบัญญัติกฎหมาย หลักการและเหตุผลในการบัญญัติกฎหมาย หนังสือ ตำรากฎหมาย วิทยานิพนธ์ วารสาร บทความ เอกสารเผยแพร่ของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และข้อมูลจากเครือข่ายอินเทอร์เน็ต ตลอดจนความเห็นของนักกฎหมาย และบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ นอกจากนี้ยังมีปัญหาจากข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นทั้งในอดีตและปัจจุบันจากการใช้ช่องว่างของกฎหมาย รวมไปถึงแนวทางการแก้ไขกฎหมายไทยในปัจจุบัน

วิธีการศึกษาอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง หรือทฤษฎีและแนวความคิดที่จะนำมาใช้ในการศึกษานั้นใช้วิธีการศึกษาเปรียบเทียบกฎหมายของต่างประเทศ เพื่อหาจุดเด่นและจุดด้อยของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศดังกล่าว และนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกับกฎหมายของไทย เพื่อหารูปแบบและทางออกของปัญหาที่เหมาะสม โดยการแบ่งเนื้อหาของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะพิจารณาจากเนื้อหาของสถานะทางกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก ส่วนในบทวิเคราะห์จะนำเอาหลักเกณฑ์ในทางกฎหมายมาปรับใช้กับข้อเท็จจริงที่เคยเกิดประเด็นปัญหาขึ้นทั้งในอดีตและในปัจจุบัน รวมถึงที่อาจจะมีปัญหาเกิดขึ้นในอนาคตด้วย และเสนอแนะแนวทางที่ควรจะเป็นในบทสุดท้าย

#### 5. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ คาดว่าจะได้รับประโยชน์ดังนี้

- (1) ทำให้เกิดความเข้าใจถึงที่มา และแนวความคิดของสาระที่แท้จริงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจจัดการลงทุน
- (2) ทำให้ทราบถึงรูปแบบต่างๆ ของการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
- (3) ทำให้มีความเข้าใจถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดียิ่งขึ้น ทั้งในลักษณะของโครงสร้าง องค์ประกอบ และทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทราบถึงหน้าที่ระหว่างกันอย่างชัดเจน
- (4) ทำให้สามารถหาแนวทางการปรับปรุงและพัฒนากฎหมายที่มีอยู่ในปัจจุบัน เพื่อหารูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่เหมาะสมกับประเทศไทยและมีความเป็นสากล อันจะทำให้เกิดผลดีในการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และทำให้เกิดความเชื่อมั่นต่อตลาดทุน ซึ่งจะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจของประเทศ