บทที่ 4
ปัญหากฎหมายในการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนและแนวทางแก้ไขปัญหา

ขั้นตอนในการศึกษาเพื่อให้ทราบถึงแนวทางของการกำกับควบคุมดูแลกองทุนรวมที่เหมาะสมและมีประสิทธิภาพในการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมของไทยนั้น มีดังนี้

1.ขั้นตอนที่ 1 จำเป็นที่จะต้องวิเคราะห์เปรียบเทียบความเหมือนและแตกต่างของกฎหมายที่ใช้กำกับดูแลทั้งยุคก่อนและหลังมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เพื่อให้ทราบถึงวิวัฒนาการแห่งแนวคิดของการกำกับควบคุมกฎหมายของไทย

2.ขั้นตอนที่ 2 คือการศึกษาเปรียบเทียบกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อให้ทราบถึงหลักเกณฑ์ ข้อดีและข้อเสีย รวมทั้งข้อแตกต่างของหลักเกณฑ์ระหว่างกฎหมายของไทยและสหรัฐอเมริกา

3.ขั้นตอนที่ 3 เมื่อได้ศึกษาวิเคราะห์ใน 2 ขั้นตอนแรกแล้ว สามารถชี้ให้เห็นถึงสาเหตุของปัญหาในการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุน อันจะนำไปสู่แนวทางแก้ไขปัญหาที่ถูกต้องเหมาะสมต่อไปในบทที่ 5

1.เปรียบเทียบข้อแตกต่างระหว่างการกำกับควบคุมกองทุนรวมก่อนและหลังมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

1.1 กองทรัพย์สินของกองทุนรวม ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 124 กำหนดให้มีสภาพเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากกองทรัพย์สินของบริษัทจัดการ ในขณะที่ตามกฎหมายก่อนปี พ.ศ. 2535 มีสภาพเป็นเพียงบัญชีหนึ่งของบริษัทจัดการเท่านั้น ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาได้ในกรณีที่ตัวบริษัทจัดการประสบปัญหาทางการเงินอันอาจทำให้ทรัพย์สินของกองทุนรวมตกอยู่ในบังคับของเจ้าหนี้ของบริษัทจัดการได้ นอกจากนี้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ยังมีจุดประสงค์เพื่อขจัดปัญหาเรื่องสัญชาติของกองทุนรวมประเภท country fund ซึ่งแต่เดิมมีปัญหาเรื่องสัญชาติเนื่องจากมีผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นชาวต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่จึงอาจเกิดความเข้าใจที่คลาดเคลื่อนในเรื่องสัญชาติของกองทุนรวมนั้นได้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงกำหนดให้กองทุนรวมที่จดทะเบียนแล้วมีสัญชาติเดียวกับ บริษัทจัดการเท่านั้น

1.2 ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีการแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ขึ้นเป็นผู้ทำหน้าที่ ตรวจสอบ ดูแลการดำเนินการของบริษัทจัดการในกองทรัพย์สินและทำหน้าที่ปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนรวมทั้งกำหนดให้ผู้ดูแลผลประโยชน์จะต้องเป็นสถาบันการเงินที่ไม่มีความเกี่ยวข้องในการจัดการกองทุนรวมในลักษณะที่อาจทำให้ขาดความเป็นอิสระในการทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนในขณะที่กฎหมายก่อนมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีเพียงผู้รับฝากทรัพย์สินทำหน้าที่รับฝากทรัพย์สินของโครงการเท่านั้น

1.3 กองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะต้องมีนายทะเบียนหน่วยลงทุน ซึ่งจะต้องมีคุณสมบัติเป็นธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินและจะต้องจัดให้มีระบบควบคุมภายในที่สามารถป้องกันการกระทำอันมิชอบอันอาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ถือหลักทรัพย์ ในขณะที่ก่อนมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หน้าที่นายทะเบียนเป็นของผู้รับฝากทรัพย์สิน

1.4 กำหนดให้บริษัทจัดการ ผู้จัดการกองทุน ตลอดจนพนักงานของบริษัทจัดการจะต้องเข้าเป็นสมาชิกสมาคมวิชาชีพ (Self Regulation Organization :SRO) คือ สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association of Investment Management Companies: AIMC) โดยจะต้องผ่านการทดสอบความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับกฎหมายหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง และจรรยาบรรณในการประกอบวิชาชีพที่สมาคมกำหนด แต่ทั้งนี้ยังคงอยู่ในระยะเริ่มต้นเพราะสมาคมบริษัทจัดการลงทุนเองยังไม่มีอำนาจบังคับ (enforcement)สมาชิกเท่าที่ควร

1.5 กำหนดให้บริษัทจัดการจะต้องจัดทำและนำส่งรายงานการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหาร คู่สมรส และบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของผู้บริหารแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6 มีการกำหนดหลักเกณฑ์การป้องกันการกระทำอันมีลักษณะที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน รวมทั้งมาตราการป้องกัน เช่น ห้ามบริษัทจัดการทำธุรกรรมกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง หรือมีความสัมพันธ์ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม เว้นแต่ได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ กลต. กำหนด [1]

1.7 มีการกำกับควบคุมการโฆษณาการขายหน่วยลงทุน โดยกำหนดให้มีการระบุคำเตือนในลักษณะที่ว่า การลงทุนในกองทุนรวมย่อมมีความเสี่ยงควบคู่ไปกับผลตอบแทน

---

[1] โปรดดูบทที่ 2

2.ข้อแตกต่างระหว่างการกำกับควบคุมกองทุนรวมของไทยและสหรัฐอเมริกา

2.1 รูปแบบและโครงสร้างขององค์กร

จากที่กล่าวมาในบทที่ 1 รูปแบบและโครงสร้างของการจัดการกองทุนรวมของประเทศไทยกับสหรัฐอเมริกามีความแตกต่างกัน กล่าวคือ รูปแบบและโครงสร้างกองทุนรวมของไทยจะเป็นไปในรูปของสัญญาตัวโครงการเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 บัญญัติให้มีสภาพเป็นนิติบุคคลพิเศษเท่านั้น แต่การบริหารงานและรูปแบบการจัดการกองทุนรวมนั้นมิได้ทำในรูปแบบขององค์กรเฉกเช่นนิติบุคคลทั่วไปการบริหารจะดำเนินโดยอาศัยความผูกพันตามข้อสัญญาที่บริษัทจัดการทำขึ้นกับบุคคลหลายฝ่าย คือ

1.ผู้จัดการกองทุนมีหน้าที่ผูกพันเป็นสัญญาตามข้อกำหนดแห่งหนังสือชี้ชวนต่อผู้ถือหน่วยลงทุน

2.สัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์โดยสัญญาดังกล่าวนี้จะต้องมีสาระสำคัญตามที่ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต.กำหนด และจะต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยรายละเอียดและการคัดเลือกบุคคลเข้าทำหน้าที่ดังกล่าวนี้บริษัทจัดการจะเป็นผู้ดำเนินการทั้งสิ้น

3.สัญญาแต่งตั้งตัวแทนสนับสนุนการขายการทำสัญญาและการคัดเลือกบุคคลที่ทำหน้าที่สนับสนุนการขายก็เป็นอำนาจของบริษัทจัดการทั้งสิ้นโดยจะต้องมีสาระสำคัญตามที่ประกาศคณะกรรมการ กลต. กำหนด และจะต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการ กลต. เช่นกัน

จากการศึกษาบทที่ 2 จะเห็นได้ว่าแนวคิดในการร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ถือว่าการที่ผู้ถือหน่วยลงทุนได้เลือกลงทุนกับกองทุนรวมใดย่อมแสดงว่าตนได้คัดเลือกและเห็นว่าผู้ดูแลผลประโยชน์ รวมทั้งนายทะเบียน และบุคคลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องที่บริษัทจัดการได้แต่งตั้งขึ้นนั้นเป็นผู้มีความรู้ความสามารถที่เหมาะสมภายใต้การบริหารของบริษัทจัดการโดยมีผู้ดูแลผลประโยชน์เป็นบุคคลที่สาม (third party) ในการตรวจสอบการทำงานของบริษัทจัดการอีกทอดหนึ่ง จึงเป็นสิทธิของผู้ถือหน่วยลงทุนที่จะตัดสินใจและพิจารณาว่าซื้อหรือไม่ซื้อกองทุนรวมใดก็ได้ อำนาจการพิจารณาคัดเลือกและร่างสัญญาแต่งตั้งบุคคลฝ่ายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารกองทุน เป็นอำนาจของบริษัทจัดการแต่เพียงผู้เดียว ดังนั้น ผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งเป็นเจ้าของกองทรัพย์สินที่แท้จริงจึงไม่จำต้องมีส่วนร่วมในการบริหารกองทุน

เสมือนว่าตนได้เลือกบุคคลต่าง ๆ เหล่านี้ทำหน้าที่แทนตน เหตุผลที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ การที่ผู้ถือหน่วยลงทุนมีเป็นจำนวนมากทำให้ไม่สามารถรวมตัวกันได้ง่ายจึงจำต้องมีบุคคลฝ่ายที่สามเข้าทำหน้าที่พิทักษ์ผลประโยชน์แทนตน

นอกจากนี้เมื่อได้ศึกษาเปรียบเทียบกับรูปแบบและโครงสร้างของกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกา ซึ่งอยู่ในรูปแบบของบริษัทจำกัด ที่เรียกว่า Investment Company มีข้อที่น่าพิจารณาอย่างยิ่ง คือ ในขณะที่ Investment Company จะมีการดำเนินการเช่นเดียวกับบริษัทจำกัด อันประกอบด้วยคณะกรรมการบริษัททำหน้าที่บริหารงาน และผู้ถือหน่วยลงทุนที่มีฐานะและสิทธิเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นในบริษัทจำกัด โดยเฉพาะมีสิทธิออกเสียงลงมติในที่ประชุม (voting right) แต่มีข้อเท็จจริงที่น่าสนใจที่ว่า Investment Company เองก็มิได้มีพนักงาน หรือลูกจ้างของตนเอง การดำเนินการของก็จะเป็นไปในรูปของการทำสัญญาว่าจ้างบุคคลภายนอกเข้ามาบริหารทั้งสิ้น เช่นเดียวกับกองทุนรวมไทยไม่ว่าจะเป็นผู้จัดการกองทุนที่ทำหน้าที่บริหารงานธุรการที่ปรึกษาการลงทุน ที่ทำหน้าที่เป็นผู้บริหารกองทรัพย์สินและเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ แทนผู้ถือหน่วยลงทุน (เทียบได้กับบริษัทจัดการ) ผู้รับฝาก ทำหน้าที่เป็นผู้รับฝากทรัพย์สินของกองทุนและผู้จัดจำหน่าย ทำหน้าที่ในการเสนอขายหน่วยลงทุนรวมทั้งรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ซึ่งสัญญาต่าง ๆ เหล่านี้นอกจากจะต้องเป็นไปตามเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนดแล้ว Investment Company Act 1940 ยังกำหนดให้จะต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการของบริษัทอีกด้วย ซึ่งคณะกรรมการเหล่านี้ส่วนหนึ่งมาจากการคัดเลือกของผู้ถือหน่วยลงทุนยิ่งไปกว่านั้นยังเปิดโอกาสให้ผู้ถือหน่วยลงทุนมีสิทธิเปลี่ยนแปลงตัวกรรมการ หรือเปลี่ยนแปลงข้อตกลง หรือเงื่อนไขใด ๆ ในสัญญาแต่งตั้งต่าง ๆ เหล่านี้ได้โดยการลงมติเสียงข้างมากของผู้ถือหน่วยลงทุนที่ได้ขายไปแล้วทั้งหมด ผ่านการใช้หลัก Proxy Rule [2]

2.2 การกำกับควบคุมในแนวดิ่ง

โดยทั่วไปแล้วการกำกับควบคุมในแนวดิ่งของไทยและสหรัฐอเมริกา ทั้งในขั้นตอนการขอรับใบอนุญาต และหลังได้รับใบอนุญาตจะไม่แตกต่างกันในสาระสำคัญมากเท่าใดนัก เนื่องจากแนวคิดของการควบคุมดูแลหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของไทยได้รับอิทธิพลของแนวคิดจากสหรัฐอเมริกาค่อนข้างมาก ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการจดทะเบียน การเปิดเผยข้อมูล การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นต้น แต่ทั้งนี้ยังปรากฏข้อแตกต่าง ซึ่งมีดังนี้

[2] โปรดดูในบทที่ 3

- การเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมจากหนังสือชี้ชวน ตาม The Securities Act 1933 ของสหรัฐอเมริกา ผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถทำได้โดยการเขียนคำร้องขอตามแบบฟอร์มที่เรียกว่า Statement of addition Information หรือที่รู้จักกันโดยทั่วไปในนาม Part B ของหนังสือชี้ชวน ในขณะที่กฎหมายของไทยยังไม่หลักเกณฑ์ดังกล่าวนี้

- การเปิดเผยข้อมูลโดยการออกหนังสือชี้ชวนที่ปรับปรุงแก้ไขทุก ๆ 1 ปี

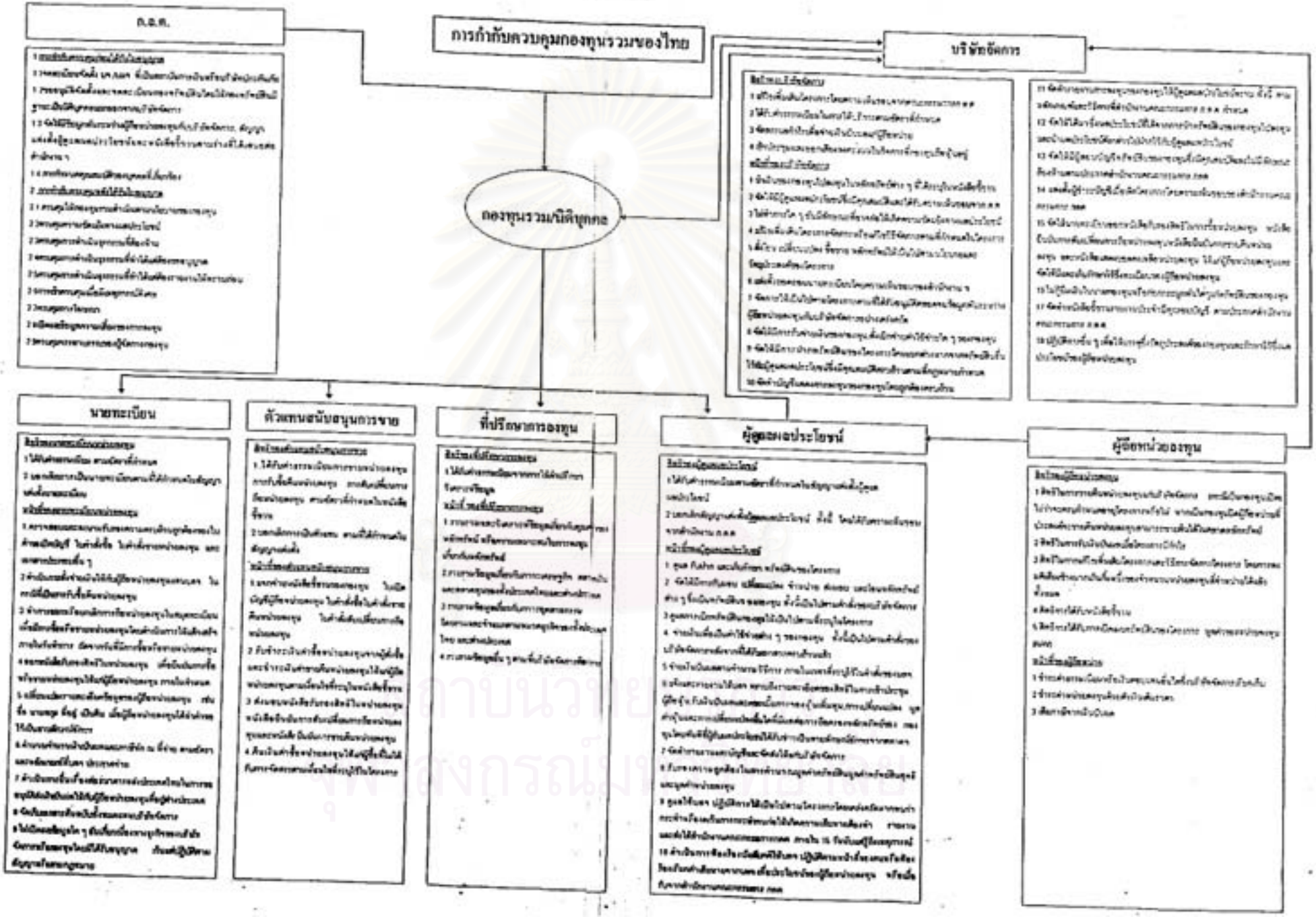
2.3.การกำกับควบคุมในแนวนอน

เนื่องจากวัตถุประสงค์อันเป็นหัวใจสำคัญของการกำกับควบคุมในแนวนอน คือ การก่อให้เกิดระบบกลไกที่มีประสิทธิภาพในการให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องสามารถทำหน้าที่ของตนเพื่อตรวจสอบและคานอำนาจกันได้ (check & balance) อันนำมาซึ่งความยุติธรรมแก่ผู้ถือหน่วยลงทุนนอกเหนือจากการกำกับควบคุมกองทุนรวมจากภาครัฐ จากการศึกษา Investment Company Act of 1940 พบว่าการกำกับควบคุมกองทุนรวมของสหรัฐอเมริกาสามารถทำได้ในทุกระดับ คือ

1) การตรวจสอบและแทรกแซงกิจการโดยผู้ถือหน่วยลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการแต่งตั้งและคัดเลือกกรรมการ หรือการทำสัญญาใด ๆ ผ่านการใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุม (voting right) รวมทั้งการใช้สิทธิโดยการมอบฉันทะให้ผู้อื่นลงมติออกเสียงแทนตน ในกรณีที่มีการชักชวนให้มอบฉันทะ (proxy solicitation)

2) การตรวจสอบการทำงานของฝ่ายอื่น ๆ โดย คณะกรรมการของ Investment Company กล่าวคือ เมื่อกรรมการอิสระซึ่งเป็นกรรมการที่มาจากการคัดเลือกและแต่งตั้งของผู้ถือหน่วยลงทุนก็จะเข้าไปทำงานในหน้าที่ของกรรมการเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน

3) การตรวจสอบและแทรกแซงกิจการโดยบุคคลฝ่ายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งสามารถทำได้โดยผ่านการใช้สิทธิและหน้าที่ กล่าวคือนอกเหนือจากการตรวจสอบโดยผู้ถือหน่วยลงทุน และกรรมการอิสระ ตาม ข้อ 1) และ 2) แล้ว ผู้ที่เกี่ยวข้องก็สามารถตรวจสอบการทำงานของกันและกันได้กล่าวคือบริษัทจัดการมีหน้าที่จัดให้มีระบบตรวจสอบและตักเตือน (monitoring) การทำงานและค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นของที่ปรึกษาการลงทุน โดยต้องนำเสนอต่อคณะกรรมการ ในขณะที่ผู้รับฝากมีหน้าที่จะต้องตรวจสอบเอกสารหลักฐานการดำเนินธุรกรรมในหลักทรัพย์ที่มีผลกระทบต่อ Investment Company เช่นเดียวกันบริษัทที่ปรึกษาการลงทุน มีหน้าที่ที่จะต้องใช้ความระมัดระวังตามมาตราฐานวิชาชีพแห่งตน

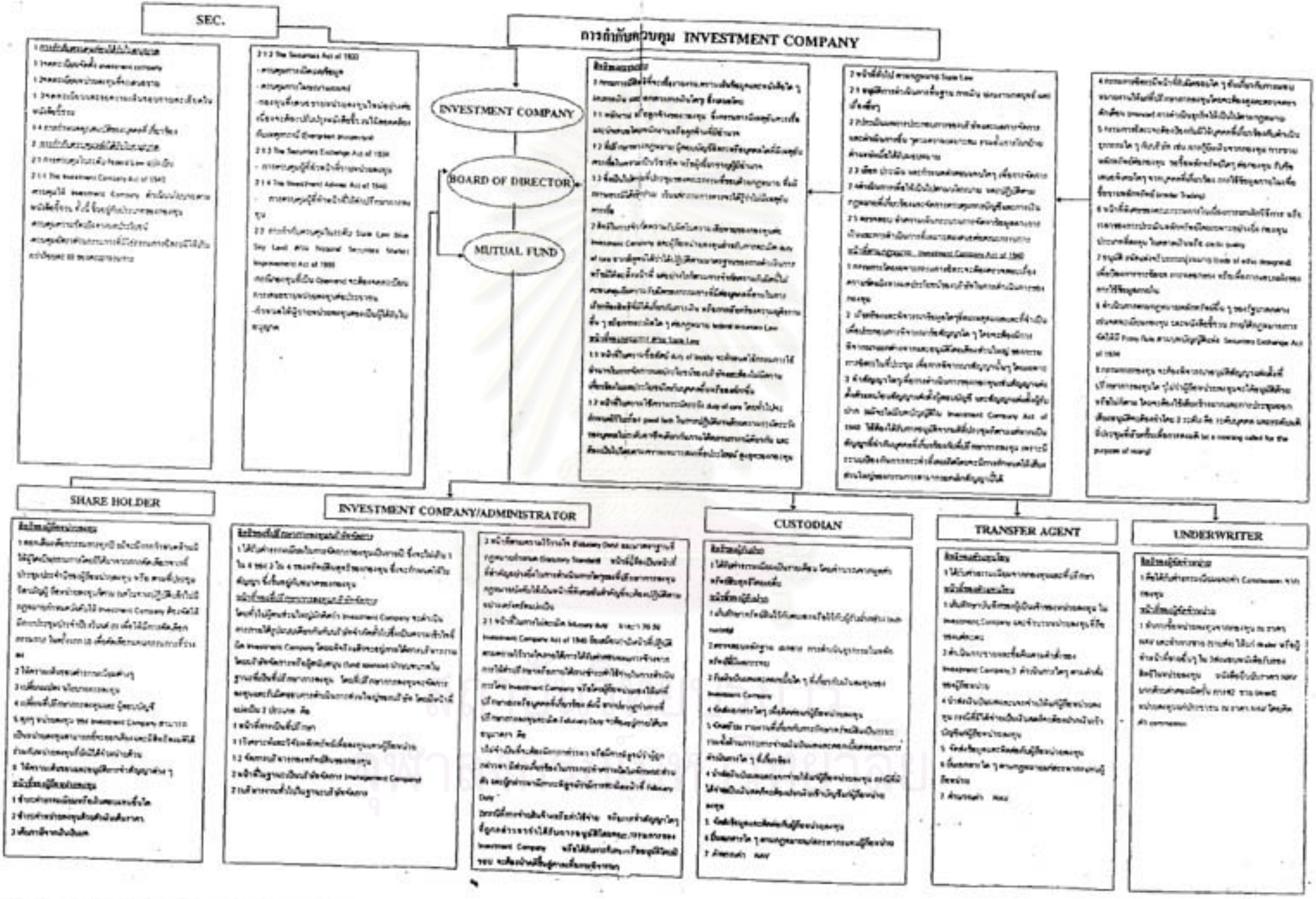

ก.ล.ต.
การกำกับควบคุมกองทุนรวมของไทย
กองทุนรวมเปิดทุกกอง
บริษัทจัดการ
นายทะเบียน
ตัวแทนสนับสนุนการขาย
ที่ปรึกษาการลงทุน
ผู้ถือหลักทรัพย์
ผู้ดูแลผลประโยชน์

สำหรับการกำกับควบคุมในแนวนอนของกองทุนรวมตามกฎหมายไทยนั้น จากการที่ได้ศึกษาในบทที่ 2 พบว่าสิทธิในการเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารหรือตัดสินใจในกองทุนรวมแทบไม่มีได้เกิดขึ้นเลย เพราะ

- แม้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะให้อำนาจผู้ถือหน่วยลงทุนมีส่วนร่วมในการแก้ไขเปลี่ยนแปลงโครงการโดยการลงมติเสียงข้างมากก็ตาม แต่เนื่องจากการไม่มีตัวแทนผู้ถือหน่วยลงทุนในบริษัทจัดการ ทำให้ขาดบุคคลที่เป็นตัวแทนเพื่อรับข้อเสนอของผู้ถือหน่วยลงทุน รวมทั้งไม่มีผู้เสนอมติที่ประชุมแทนผู้ถือหน่วยอย่างแท้จริงในการเรียกให้มีการประชุมเพื่อลงมติดังกล่าว

- ในการปฏิบัติหน้าที่ของบุคคลฝ่ายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องไม่สามารถก่อให้เกิดการตรวจสอบและถ่วงดุลย์อำนาจกันได้อย่างมีประสิทธิภาพได้ แม้มาตรา 125 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะกำหนดให้ผู้ดูแลผลประโยชน์มีหน้าที่ในการดูแลตรวจสอบการดำเนินการของบริษัทจัดการแทนผู้ถือหน่วยและมีหน้าที่แจ้งให้คณะกรรมการก.ล.ต. ทราบ แต่ในความเป็นจริงมีข้อที่น่าพิจารณาอย่างยิ่งประการหนึ่ง คือ การเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์นั้นเกิดจากสัญญาแต่งตั้งโดยบริษัทจัดการเอง ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเคลือบแคลงใจการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ในการตรวจสอบบริษัทจัดการ ที่เป็นผู้ที่อำนาจหน้าที่แต่งตั้งและจ่ายผลตอบแทนให้แก่ตนว่ามีความจริงจังและเคร่งครัดมากน้อยเพียงใด ดังนั้น จะเห็นได้ว่าการดำเนินการจัดการกองทุนรวมเป็นอำนาจเด็ดขาดของบริษัทจัดการอย่างแท้จริง ทั้งนี้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งเป็นองค์กรภาครัฐ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย


SEC.
การดำเนินงานของ INVESTMENT COMPANY
INVESTMENT COMPANY
BOARD OF DIRECTOR
MUTUAL FUND
SHARE HOLDER
INVESTMENT COMPANY/ADMINISTRATOR
CUSTODIAN
TRANSFER AGENT
UNDERWRITER

2.4.อัตราค่าธรรมเนียมของผู้บริหารกองทุน

ข้อแตกต่างที่น่าสนใจอีกประการ คือ การคำนวณอัตราค่าธรรมเนียมของผู้ที่ทำหน้าที่บริหารกองทุนซึ่งตามรูปแบบกองทุนรวมของไทย ได้แก่ บริษัทจัดการ ส่วนรูปแบบของสหรัฐอเมริกา คือ ที่ปรึกษาการลงทุน เนื่องจากค่าใช้จ่ายของกองทุนส่วนใหญ่คือค่าธรรมเนียมในการจัดการบริหารกองทุนนั้นเอง โดยในการคำนวณของกองทุนรวมไทยปกติจะคิดในอัตราคงที่กล่าวคือบริษัทจัดการจะเก็บค่าธรรมเนียมโดยคำนวณเป็นเปอร์เซ็นต์ที่กำหนดอย่างคงที่กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน โดยอัตราจะแตกต่างกันไปตามความยากง่ายในการจัดการกองทุน [3]

1.กองทุนที่ลงทุนในหุ้น จะคิดค่าธรรมเนียมในการจัดการประมาณ ร้อยละ 1.00-2.00 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ

2.กองทุนที่ลงทุนในแบบกองทุนผสม จะคิดค่าธรรมเนียมในการจัดการประมาณ ร้อยละ 0.75-1.50 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ

3.กองทุนที่ลงทุนในตราสารหนี้ จะคิดค่าธรรมเนียมในการจัดการประมาณ ร้อยละ 0.50-1.00 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ

4.กองทุนที่ลงทุนในพันธบัตร จะคิดค่าธรรมเนียมในการจัดการประมาณ ร้อยละ 0.25-0.75 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ

การจัดเก็บจะเก็บในอัตราดังกล่าวอย่างคงที่ตลอดไปไม่ว่าผลการประกอบการจะเป็นอย่างไร ในขณะที่ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาการลงทุนที่เป็นผู้บริหารกองทุนของ Investment Company จะจัดเก็บในรูปแบบที่ยืดหยุ่นกว่า โดยจะเก็บในอัตราที่ต่างกันไปขึ้นอยู่กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน ณ ระดับใดระดับหนึ่งโดยเปรียบเทียบกับการขึ้นหรือลงของผลการประกอบการเทียบกับมาตราฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของ Standard & Poor ซึ่งสามารถสรุปเป็นตารางได้ดังนี้ [4]

---

[3] โครงการความรู้สู่ผู้ลงทุน, รอบรู้เรื่องการลงทุน ,หน้า 34.

[4] John A. Haslem ,The investor's guide to mutual fund (New Jersey:Prentice-hall , 1988) , P. 40 .

Fee Schedule	First $ 50 Million	Next $ 350 Million	Excess Over $ 400 Million
If the Fund's performance exceeds the Index by :			
more than 12 % point	0.9 %	0.8 %	0.7%
more than 6 but less than 12 % point	0.8 %	0.7 %	0.6 %
less than 6 % point	0.7 %	0.6 %	0.5 %
If the Fund's performance falls below the Index by :			
less than 6 % point	0.7 %	0.6 %	0.5 %
more than 6 but less than 12 % point	0.6 %	0.5 %	0.4 %
more than 12 % point	0.5%	0.4 %	0.3 %

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

2.5. มาตรการลงโทษทางแพ่ง (Civil Penalty) และ การฟ้องร้องทางแพ่งในลักษณะที่เป็นการดำเนินกระบวนพิจารณาแทนผู้เสียหายโดยรวม (Class Action)

จากการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับควบคุมกองทุนรวมของไทย ไม่ว่าจะเป็นพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 หรือประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต.ที่เกี่ยวข้อง หากมีการฝ่าฝืนกฎหมายเหล่านี้จะมีบทลงโทษทางอาญา คือ การปรับ หรือจำคุก หรือทั้งปรับและจำคุก รวมทั้งการลงโทษโดยการขึ้นบัญชีดำ (Black List) หรือการเพิกถอนใบอนุญาตโดย ก.ล.ต. ในขณะที่กฎหมาย Blue Sky Law ของสหรัฐอเมริกา จะมีบทลงโทษเพิ่มเติมนอกเหนือจากโทษดังกล่าว คือ บทลงโทษทางแพ่ง สำหรับลงโทษที่ปรึกษาการลงทุน โดยกำหนดให้ Securities Exchange Committee (SEC) มีอำนาจเรียกค่าเสียหายในทางแพ่ง จำนวน 250,000 ดอลล่าร์สหรัฐ หากปรากฏว่าที่ปรึกษาการลงทุนนั้น ฉ้อฉล หลอกลวง หรือจงใจไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนด โดยไม่จำต้องฟ้องร้องเป็นคดีอาญา สำหรับเงินที่ปรับจำนวนดังกล่าวก็จะนำส่งแก่รัฐเพื่อนำไปใช้ประโยชน์ในการกำกับดูแลต่อไป [5]

นอกจากนี้ในการฟ้องร้องให้มีการรับผิดทางแพ่ง (Civil Liability) สำหรับผู้เสนอขายหน่วยลงทุน ตาม Uniform Act 1996 จะใช้เมื่อกองทุนหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหน่วยลงทุนได้จงใจละเมิดหลักเกณฑ์การอนุญาตให้ broker-dealer หรือ agent หรือการนำเสนอสาระสำคัญในการขายหน่วยลงทุนอันมิชอบ หรือการละเมิดการปฏิบัติหน้าที่ในการเสนอขายหน่วยลงทุน โดยปกติจะกำหนดให้ผู้ขายจะต้องรับผิดต่อผู้ซื้อโดยจะต้องชำระคืนค่าหน่วยลงทุนพร้อมทั้งอัตราดอกเบี้ยตามที่กฎหมายกำหนด (ปกติคือ 6 %) โดยกฎหมาย Uniform Act 1996 ได้สงวนสิทธิพิเศษของคณะกรรมการหลักทรัพย์แห่งมลรัฐให้มีอำนาจสอบสวนและดำเนินการการกระทำใด ๆ ที่เป็นการฉ้อฉล หรือฝ่าฝืนกฎหมายในการเสนอขายหน่วยลงทุนแทนผู้ถือหน่วยลงทุนได้ในลักษณะที่เป็นการดำเนินกระบวนพิจารณาแทนผู้เสียหายโดยรวม (Class Action) ซึ่งมีวิธีการดำเนินกระบวนพิจารณาเป็นพิเศษและมีผลต่อผู้เสียหายทุกคนที่ได้รับความเสียหายจากการกระทำความผิดของบุคคลเดียวกันในการกระทำเดียวกันโดยผู้เสียหายไม่จำต้องเป็นโจทก์ฟ้องร้องด้วยตนเอง

---

[5] "The International Survey of Investment Advisers Regulation" 1994, p. 343

3 ปัญหากฎหมายในการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนไทยและแนวทางแก้ไขปัญหา

เมื่อได้ศึกษาลำดับขั้นตอน วิวัฒนาการ และข้อแตกต่างของกฎหมายไทยทั้งยุคก่อนและหลังมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 รวมทั้งทราบถึงข้อแตกต่างของกฎหมายที่ใช้กำกับดูแลระหว่างกฎหมายไทยและสหรัฐอเมริกาแล้ว จะเห็นได้ว่ากฎหมายที่ใช้กำกับดูแลกองทุนรวมของไทยยังคงไม่สมบูรณ์พอเพียงในการให้ความคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุน เนื่องจากธุรกิจกองทุนรวมเป็นธุรกิจที่เกี่ยวกับเงินลงทุนจำนวนมหาศาลซึ่งเกิดจากการร่วมกันลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยจำนวนมากและถือเป็นธุรกิจภาคการลงทุนซึ่งรัฐใช้เป็นเครื่องมือในการระดมเงินออมจากประชาชนเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ อันถือเป็นเป็นกิจการที่เกี่ยวข้องกับระบบเศรษฐกิจโดยรวม อีกทั้งด้วยลักษณะของการทำธุรกรรมของกองทุนรวมนั้นเป็นไปโดยที่ผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งย่อมมีความรู้และอำนาจการต่อรองที่ด้อยกว่าผู้ประกอบการนำเงินของตนเข้าซื้อหน่วยลงทุนจากบริษัทจัดการผู้ซึ่งอ้างถึงความผู้มีวิชาชีพและมืออาชีพ ให้ลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ แทนตน หน้าที่อันพึงปฏิบัติของบริษัทจัดการที่มีต่อผู้ถือหน่วยลงทุนเหล่านี้จึงผูกพันตามหน้าที่ในเชิงที่ได้รับมอบหมาย (fiduciary duty) [6] ตลอดจนหน้าที่ในความซื่อสัตย์ (duty of royalty) และหน้าที่ในการใช้ความระมัดระวัง (duty of care) [7] ดังนั้น รัฐจึงมีหน้าที่อย่างหลีกเลี่ยงมิได้ในการเข้าแทรกแซงเพื่อก่อให้เกิดความเป็นธรรมแก่ผู้ลงทุนในธุรกิจจัดการกองทุนรวมนี้ (intervene the business to protect the investors) โดยรัฐสามารถให้ความคุ้มครองได้ 2 ทาง คือ

- ในแนวดิ่ง คือ การเข้าแทรกแซงบังคับใช้กฎหมายเพื่อกำกับควบคุมดูแลของรัฐโดยตรงโดยการใช้มาตราการเชิงนโยบาย มาตราการเชิงปฏิบัติการ หรือโดยอาศัยกฎเกณฑ์หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้อง (intervene by governmental policy , administrative measure or regulation)

---

[6] section 36 (H) Investment Company Act of 1940

[7] Amy L. Goodman ,The investment company regulation (Aspen Law & Business,1998) , p. 6-15.

- ในแนวนอน คือ การควบคุมโดยใช้กลไกทางกฎหมายในการสร้างรูปแบบของกฎหมายที่กำหนดให้มีการตรวจสอบการดำเนินการระหว่างคู่สัญญาหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องด้วยกันเอง เพื่อก่อให้เกิดความสมดุลย์

ทั้งนี้ เพื่อก่อให้เกิดความเป็นธรรมและผลประโยชน์แก่ทุกฝ่าย และเพื่อเป็นหลักประกันว่าการดำเนินธุรกิจของกองทุนรวมจะยังนำมาซึ่งผลประโยชน์ของส่วนรวมทั้งในด้านที่เป็นเครื่องมือของรัฐ การจ้างงาน รายได้ของรัฐในรูปของภาษี ตลอดจนการนำมาซึ่งการพัฒนาของตลาดทุนของประเทศ

แต่เมื่อพิจารณาจากมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมไทยในปัจจุบัน ณ วันที่ 31 พฤษภาคม 2542 จำนวน 202 กองทุน มีมูลค่าทั้งสิ้น 291,168.6 ล้านบาท จากมูลค่าหน่วยลงทุนที่ลงไปครั้งแรก 432,051.00 ล้านบาท จะพบว่าเม็ดเงินออมหายไปจากระบบกว่าครึ่งหนึ่งคือหายไปจำนวนทั้งสิ้น 140,883 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นความสูญเสียทางเศรษฐกิจและความมั่นใจต่อการลงทุนในตลาดทุนเป็นอย่างมาก ซึ่งในบางส่วนเกิดจากความไม่สุจริตของผู้จัดการกองทุนรวมและความไม่สมบูรณ์ของกฎหมายที่ใช้กำกับควบคุมดูแลจนก่อให้เกิดความเสียหายโดยสามารถแยกประเด็นปัญหาได้ดังนี้

3.1.<u>ปัญหาความสมบูรณ์ของความเป็นนิติบุคคลในกองทุนรวม</u>

แนวคิดพื้นฐานและทฤษฎีที่เกี่ยวกับสภาพความเป็นนิติบุคคล มีอยู่หลากหลายทฤษฎี ทั้งที่เป็นแนวคิดของนักนิติศาสตร์ชาว เยอรมัน อังกฤษ และฝรั่งเศส ซึ่งเมื่อนำมารวบรวมและเรียบเรียงแล้วสามารถมองเห็นภาพรวมและองค์ประกอบของนิติบุคคลในส่วนสำคัญ ๆ หลายประการ ดังต่อไปนี้ [8]

1) นิติบุคคลจะเกิดขึ้นได้จากทฤษฎี ซึ่งมีอยู่ 2 ทฤษฎี คือ

---

[8] ประสิทธิ์ โฆวิไลกุล , <u>คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ : นิติบุคคลและความรับผิดทางอาญา</u> .หน้า10-11.

1.1 ทฤษฎีการสมมุติ (fiction theory) โดยอาศัยเทคนิคทางกฎหมายทำการรับรอง กล่าวคือ นิติบุคคลเป็นผลจากการยอมรับรองโดยกฎหมาย

1.2 ทฤษฎีที่มีอยู่จริงหรือเป็นองคาพยพ (realistic theory หรือ organic theory) ซึ่งมีความเห็นว่านิติบุคคลมิได้เป็นเพียงการสมสุติเท่านั้น แต่ถือว่านิติบุคคลมีอยู่จริง มีสภาพแยกออกต่างหากจากบุคคลธรรมดา (a separate legal entity) ตามที่ท่าน Professor Friedmann ได้ใช้คำว่า the real existence of legal person ดังนั้นสภาพและฐานะความเป็นนิติบุคคลจึงมิใช่เป็นเพียงสิ่งที่สมมุติขึ้นตามกฎหมายเท่านั้น (it is not a fiction legal creation)

ซึ่งแม้ทั้งสองทฤษฎีจะมีความเห็นแตกต่างกัน แต่ในที่สุดการที่จะมีสภาพเป็นบุคคลต่างหากจากบุคคลธรรมดาก็จะต้องอาศัยอำนาจบทบัญญัติแห่งกฎหมายในการเป็นนิติบุคคลเช่นกัน

2)นิติบุคคลจะต้องมีการดำรงอยู่ (Existence) โดยไม่จำเป็นต้องมีกำหนดระยะเวลาแต่ประการใด แต่ข้อสำคัญคือจะต้องมีความต่อเนื่องหรือสืบเนื่อง (continuous legal existence)

3) นิติบุคคลจะต้องมีสถานภาพแยกออกจากบุคคลธรรมดา (a separate legal entity) แต่ในขณะเดียวกันจะต้องมีบุคคลธรรมดาเป็นผู้กระทำการแทนหรือแสดงเจตนา เรียกว่า "ผู้แทนนิติบุคคล" (legal representative) และการกระทำของผู้แทนนิติบุคคลจะต้องกระทำภายใต้ขอบวัตถุประสงค์ ข้อบังคับ ขอบอำนาจ กฎหมาย กฎระเบียบ ฯลฯ ที่ขอบด้วยกฎหมาย

4) นิติบุคคลจะต้องเป็นวัตถุแห่งกฎหมาย (subject of law) โดยการรับรองของกฎหมายและนิติบุคคลจะต้องเป็นประธานหรือผู้สามารถมีสิทธิและหน้าที่ตามกฎหมาย (subject of right and duties)

5) นิติบุคคลจะต้องมีการจัดระเบียบและมีการบริหารเพื่อจุดมุ่งหมายที่เด่นชัดบางประการ หากนิติบุคคลไม่มีวัตถุประสงค์นิติบุคคลก็มิอาจเกิดขึ้นได้

6) นิติบุคคลจะต้องมีทรัพย์สิน (property)

7) นิติบุคคลจะต้องมีสิทธิ หน้าที่ ตลอดจนความรับผิด

เมื่อพิจารณาองค์ประกอบพื้นฐานของความเป็นนิติบุคคลข้างต้น เปรียบเทียบความเป็นนิติบุคคลพิเศษของกองทุนรวม ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ซึ่งเป็นกฎหมายที่ตราขึ้นเพื่อปรับโครงสร้างของกองทุนรวมจากเดิมที่มีจุดมุ่งหมายยกฐานะของกองทุนรวมให้เป็นนิติบุคคลขึ้นมาเพื่อแบ่งแยกกรรมสิทธิ์ในกองทรัพย์สินออกต่างหากจากบริษัทหลักทรัพย์ที่จัดการกองทุนรวม[9] มิให้ทรัพย์สินของกองทุนหนึ่งได้รับผลกระทบหากกองทุนอื่น ๆ ที่อยู่ในความดูแลของบริษัทจัดการเดียวกันประสบปัญหา จะพบว่าสภาพความเป็นนิติบุคคลของกองทุนรวมยังขาดองค์ประกอบพื้นฐานที่สำคัญ กล่าวคือ

1.กองทุนรวม ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ไม่มีผู้แทนนิติบุคคล (legal representative)

แม้มาตรา 124 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 จะเป็นกลไกของกฎหมายที่รองรับและสมมุติให้กองทุนรวมที่จดทะเบียนแล้วมีฐานะเป็นนิติบุคคล และมีการดำรงอยู่จริง (existence) ตลอดจนมีสถานภาพแยกออกจากบุคคลธรรมดา (a separate legal entity) โดยกำหนดให้บริษัทจัดการเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวมตามที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก็ตามแต่ ทั้งนี้ก็มิอาจถือได้ว่าบริษัทจัดการมีฐานะเป็นตัวแทนนิติบุคคลของกองทุนรวมได้ เนื่องจากผู้ที่เป็นผู้แทนนิติบุคคลนั้นจะต้องเป็นบุคคลธรรมดาอย่างน้อยหนึ่งคนอันถือเป็นเงื่อนไขสำคัญของกฎหมายที่กำหนดให้เป็นองค์ประกอบของความเป็นนิติบุคคล ที่สามารถแสดงออกซึ่งเจตนาแทนนิติบุคคลที่สมมุติขึ้นนั้น โดยแนวคิดดังกล่าวในกฎหมายไทยจะเห็นได้จากบทบัญญัติในมาตรา 70 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์[10]

---

[9] กองบรรณาธิการ ,"บทสนทนา กองทุนรวม อีกทางเลือกของการออม, " เอกสารภาษีอากร 147 (ธันวาคม 2536) :128-132.

[10] มาตรา 70 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ "นิติบุคคลต้องมีผู้แทนหนึ่งคนหรือหลายคนทั้งนี้ ตามที่กฎหมาย ข้อบังคับ หรือตราสารจัดตั้งได้กำหนดไว้

ความประสงค์ของนิติบุคคลย่อมแสดงออกโดยผู้แทนของนิติบุคคล"

2.กองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 มิได้เป็นประธานหรือผู้สามารถทางสิทธิและหน้าที่ตามกฎหมาย (subject of right and duties)

แนวคิดพื้นฐานของความเป็นนิติบุคคลที่สำคัญประการหนึ่ง คือ นิติบุคคลย่อมมีสิทธิหน้าที่ตามบทบัญญัติแห่งกฎหมาย ภายใต้ขอบแห่งอำนาจหน้าที่หรือวัตถุประสงค์ [11] ซึ่งในส่วนของกองทุนรวมนั้นมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 เป็นกฎหมายที่รองรับสิทธิและหน้าที่ อันมีผลให้กองทุนรวมถือเป็นวัตถุแห่งกฎหมาย (subject of law) ในการดำเนินการลงทุนตามวัตถุประสงค์ของโครงการ การจัดการทรัพย์สิน ตลอดจนดำเนินการตามสิทธิและหน้าที่แห่งตน แต่เนื่องจากการที่ไม่มีผู้แทนนิติบุคคลของกองทุนรวม การแสดงออกซึ่งวัตถุประสงค์ก็ดี การจัดการทรัพย์สินก็ดี หรือการดำเนินการตามสิทธิและหน้าที่ก็ดี ล้วนแต่เป็นการดำเนินการของบริษัทจัดการที่มีบ่อเกิดจากร่างหนังสือชี้ชวนมิใช่บ่อเกิดแห่งกฎหมายทั้งสิ้น จึงอาจกล่าวได้ว่ากองทุนรวมแม้จะเป็นวัตถุทางกฎหมาย (subject of law) แต่ก็มิได้เป็นประธานหรือผู้สามารถทางสิทธิและหน้าที่ตามกฎหมาย

3.ความรับผิดของผู้แทนนิติบุคคลของกองทุนรวมต่อบุคคลภายนอก

แนวคิดความเป็นนิติบุคคลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีรากฐานมาจากแนวคิดที่ว่าความเป็นนิติบุคคลนั้นสามารถสร้างความมั่นคงต่อกองทุนรวม รวมทั้งสามารถสร้างความรับผิดชอบได้ดีกว่าผู้จัดการกองทุนรวมซึ่งเป็นเพียงบุคคลธรรมดาในฐานะลูกจ้างของบริษัทจัดการเท่านั้น แต่อย่างไรก็ตามมิได้กำหนดให้ผู้จัดการกองทุนรวมเป็นผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวมแต่อย่างใด

เมื่อสภาพนิติบุคคลเกิดจากการสมมุติของกฎหมายที่รองรับให้นิติบุคคลมีสถานะความเป็นบุคคลที่สามารถแสดงออกซึ่งเจตนาทางกายภาพได้ ดังนั้น นิติบุคคลจึงมีหน้าที่เช่นเดียวกันกับบุคคลธรรมดาที่จะต้องปฏิบัติหน้าที่ของตนด้วยความสุจริตและไม่ประมาทเลินเล่ออันจะส่งผลเสียหายแก่บุคคลใด ๆ หากการกระทำหน้าที่ของผู้แทนนิติบุคคลหรือผู้มีอำนาจกระทำการแทนนิติบุคคลก่อให้เกิดความเสียหายใด ๆ ต่อบุคคลอื่น นิติบุคคลนั้น ๆ ก็จะต้องรับผิดต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นเสมือนว่านิติบุคคลเป็นผู้กระทำด้วยตนเองแต่ทั้งนี้ไม่สูญเสียสิทธิที่จะไล่เบี้ยเอาจากผู้ก่อความเสียหาย แม้ความเสียหายนั้นจะเกิดขึ้นโดยการที่ผู้แทนนิติบุคคลได้ทำลงไปนอกขอบ

---

[11] มาตรา 60 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

วัตถุประสงค์หรืออำนาจหน้าที่ของนิติบุคคลก็ตาม นิติบุคคลดังกล่าวก็จะต้องร่วมรับผิดชอบต่อผู้เสียหายนั้น [12]

แต่เนื่องจากการที่กองทุนรวมไม่มีผู้แทนนิติบุคคล (legal representative) และมิได้เป็นประธานหรือผู้สามารถทางสิทธิและหน้าที่ตามกฎหมาย (subject of right and duties) ในขณะเดียวกันบริษัทจัดการเองผูกพันต่อกองทุนรวมตามสัญญาแต่งตั้งให้บริหารกองทุนในฐานะตัวแทนของผู้ถือหน่วยลงทุนเท่านั้น ดังนั้น หากเกิดความเสียหายใด ๆ ในกองทุน ผู้ถือหน่วยลงทุนหรือบุคคลภายนอกผู้ได้รับความเสียหาย ก็ไม่สามารถเรียกค่าสินไหมทดแทนจากบริษัทจัดการในฐานะผู้แทนนิติบุคคลของกองทุนรวมได้ คงเรียกได้ก็เพียงแต่ในฐานะตัวการตามข้อกำหนดในหนังสือชี้ชวนเป็นผู้กำหนดเงื่อนไขเท่านั้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น อาจกล่าวได้ว่าความไม่สมบูรณ์ของความเป็นนิติบุคคลของกองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ที่กล่าวมาข้างต้นก่อให้เกิดปัญหาที่ตามมาคือทำให้ผู้บริหารของบริษัทจัดการซึ่งเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวมโดยตรงหลุดพ้นจากความรับผิดในกรณีที่เกิดความเสียหายใด ๆ ต่อกองทุนรวม เนื่องจากบริษัทจัดการมิได้ถือเป็นผู้แทนนิติบุคคลผู้บริหารโครงการโดยตรงเหมือนดังเช่นพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ 2522 อีกต่อไป เพราะกองทรัพย์สินของกองทุนรวมมีสภาพเป็นนิติบุคคลแยกออกต่างหากบริษัทจัดการ แต่ในขณะเดียวกันก็มิได้บัญญัติให้มีบุคคลธรรมดาเข้าเป็นผู้แทนนิติบุคคล(legal representative) ผู้มีสิทธิหน้าที่ ตลอดจนความรับผิดในกองทุนรวมแต่อย่างใด แต่กลับให้อำนาจการดำเนินการของบริษัทจัดการในกองทุนรวมนั้นยังคงอยู่ ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทจัดการจึงหลุดพ้นความรับผิดใด ๆ ในฐานะผู้แทนนิติบุคคลหากมีความเสียหายใด ๆ เกิดขึ้นในกองทุนรวม

ดังนั้น ในระยะสั้นผู้วิจัยมีความเห็นว่าควรมีการแก้ไขบทบัญญัติโดยกำหนดให้มีบุคคลธรรมดาซึ่งอาจเป็นตัวแทนมาจากบริษัทจัดการถือเป็นผู้แทนนิติบุคคลในกองทุนรวมที่จดทะเบียนโดยบริษัทจัดการจะยังคงต้องรับผิดในความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นจากการบริหารกองทุนของตน เพื่อเป็นหลักประกันในการปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย (fiduciary duty) และใช้ความระมัดระวัง (duty of care) ตลอดจนการปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์ (duty of royalty)

---

[12] มาตรา 76 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

ในระยะยาวควรมีการตรากฎหมายเฉพาะขึ้นควบคุมกองทุนรวมโดยให้มีลักษณะการดำเนินการเป็นนิติบุคคลเช่นเดียวกับ Investment Company เพื่อการยกเว้นให้นิติบุคคลดังกล่าวมีสิทธิซื้อหุ้น (หน่วยลงทุน) ของตนเองได้ และกำหนดสิทธิหน้าที่ของบุคคลที่เกี่ยวข้องอย่างชัดเจน โดยผู้เขียนเห็นว่าเป็นระบบที่สามารถตอบสนองความต้องการในการกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งโดยรัฐและผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งเป็นเจ้าของทรัพย์สินของกองทุนรวมที่แท้จริงได้ดีกว่ารูปแบบที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน อีกทั้ง จากที่กล่าวมาในบทที่แล้วว่า Investment Company เองก็หาได้มีรูปแบบที่เป็นบริษัทจำกัดเต็มรูปแบบไม่ เพียงแต่นำกลไกการควบคุมของบริษัทจำกัดที่มีคณะกรรมการบริษัท การใช้สิทธิแทรกแซงบริษัทของผู้ถือหุ้นมาปรับใช้เท่านั้น แต่การบริหารงานส่วนใหญ่ก็เป็นการว่าจ้างบุคคลภายนอกเป็นผู้ดำเนินการแทนทั้งสิ้น และเมื่อพิจารณาถึงในแง่ประวัติศาสตร์และเหตุผลในการประกาศใช้กฎหมายแล้วจะพบว่า ในช่วงการล่มสลายของตลาดหุ้น ใน ปี ค.ศ. 1929 (Great Depression) และสงครามโลกครั้งที่ 2 ใน ปี ค.ศ. 1940 รัฐบาลกลางของสหรัฐอเมริกาได้ตรา Investment Company Act 1940 ขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาธุรกิจกองทุนรวมในขณะนั้น โดยกำหนดให้กองทุนรวมในรูปแบบสัญญาต้องมีการจดทะเบียนในรูปแบบบริษัทที่เรียกว่า Investment Company ส่งผลให้ผู้ที่ทำธุรกิจกองทุนรวมในขณะนั้นจะต้องจดทะเบียนการดำเนินการในรูปของบริษัท ในขณะเดียวกันก็ยินยอมให้ธุรกิจกองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์ที่เหลืออยู่ในรูปของ Unit Investment Trust ที่มีลักษณะการดำเนินการภายใต้ Trust Indenture (สัญญาหลายฝ่าย) ซึ่งไม่มีคณะกรรมการบริษัท ยังคงสามารถดำเนินการอยู่ในรูปแบบสัญญาต่อไปได้ แต่อยู่ในเงื่อนไขที่ว่าให้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่เฉพาะเจาะจงในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเท่านั้น และจะต้องไม่มีการออกหน่วยลงทุนใหม่แต่อย่างใด ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่สามารถควบคุมได้โดยง่ายรัฐบาลในขณะนั้นจึงยินยอมให้มิต้องจดทะเบียนเป็นในรูป Investment Company แต่อย่างใด

3.2.<u>ปัญหาสถานะและสิทธิของผู้ถือหน่วยลงทุนในการเข้าไปมีส่วนควบคุมกองทุนรวม</u>

เนื่องจากกองทุนรวมมิได้มีสภาพเป็นนิติบุคคลตามนัยแห่งนิติบุคคลของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ สถานะของผู้ถือหน่วยลงทุนจึงมิใช่ผู้ถือหุ้นหรือหุ้นส่วน สิทธิของผู้ถือหน่วยลงทุนในการเข้าไปมีส่วนร่วมควบคุมกองทุนรวมจึงผูกพันในรูปแบบของสัญญาตามเงื่อนไขที่กำหนดในหนังสือชี้ชวนเท่านั้น และส่วนใหญ่ข้อกำหนดในหนังสือชี้ชวนจะถือให้ผู้ถือหน่วยลงทุนตกลงมอบหมายให้บริษัทจัดการและผู้ดูแลผลประโยชน์เป็นตัวแทนในการจัดการทรัพย์สินทั้งปวง จึงไม่จำต้องมีการประชุมประจำปีของผู้ถือหน่วยลงทุนแต่อย่างใด เพียงแต่บริษัทจัดการจะจัดส่ง

รายงานผลการดำเนินงานให้ทราบเป็นประจำทุกปี [13] และเมื่อพิจารณาบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และประกาศต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องแล้วจะพบว่า ผู้ถือหน่วยลงทุนไม่มีนิติสัมพันธ์และสถานะใด ๆ ในตัวกองทุนรวมเองโดยตรง ทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนไม่มีสิทธิใด ๆ ในการเข้าไปมีส่วนร่วมในการกำกับควบคุมและดูแลสิทธิใด ๆ ของตน

นอกจากนี้ การใช้สิทธิควบคุมกองทุนรวมของผู้ถือหน่วยลงทุนทางอ้อมที่มีอยู่เพียงหนทางเดียว คือ การใช้สิทธิผ่านการขอแก้ไขเพิ่มเติมโครงการหรือวิธีการจัดการโครงการตามมาตรา 129 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ที่กำหนดให้ผู้ถือหน่วยลงทุนมีสิทธิขอแก้ไขเพิ่มเติมโครงการหรือวิธีการจัดการโครงการต่อบริษัทจัดการโดยการลงมติเสียงข้างมากก็ไม่สามารถเป็นไปได้จริงในทางปฏิบัติเนื่องจากไม่มีผู้แทนของผู้ถือหน่วยลงทุนที่ทำหน้าที่ในการรับ-เสนอหัวข้อหรือญัตติเพื่อการเรียกให้มีการลงมติ (forum) ดังนั้น การเรียกประชุมเพื่อให้มีการลงมติในการแก้ไขเพิ่มเติมแก้ไขโครงการตามมาตราดังกล่าวส่วนใหญ่เกิดจากความต้องการของบริษัทจัดการเอง มิได้เกิดจากความประสงค์ของผู้ถือหน่วยลงทุน

จึงอาจกล่าวได้ว่าผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมแม้จะเป็นเจ้าของที่แท้จริงในกองทรัพย์สินแต่ก็ไม่มีสถานะและสิทธิใด ๆ เพื่อการเข้าไปมีส่วนร่วมในการกำกับควบคุมดูแลการบริหารงานกองทุนของบริษัทจัดการแต่อย่างใด เนื่องจากปัญหา 3 ประการดังนี้

1.ขาดสถานะทางกฎหมายในกองทุนรวมที่จะรองรับสิทธิในการใช้สิทธิลงมติ (voting right) ในการเข้าไปมีส่วนร่วมในการควบคุมการดำเนินการของกองทุน

2.ไม่มีตัวแทนที่แท้จริงในการกำกับดูแลกองทุนรวมที่คอยทำหน้าที่รับหรือเสนอญัตติหรือหัวข้อการประชุม (forum) เพื่อตอบสนองความต้องการที่แท้จริงของผู้ถือหน่วยลงทุน

3.กลไกการลงมติแก้ไขเพิ่มเติมโครงการ ตามมาตรา 129 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ส่วนใหญ่เป็นข้อเสนอที่เกิดจากความประสงค์ของบริษัทจัดการเองมิได้เกิดจากความประสงค์ของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างแท้จริง และยังขาดกลไกที่เหมาะสมในการลงมติของผู้ถือหน่วยลงทุน

เนื่องจากในขณะที่ยังไม่มีกฎหมายที่ใช้บังคับในเรื่องการเชิญชวนให้มอบฉันทะในประเทศไทยโดยเฉพาะ การมอบฉันทะตามกฎหมายไทยในปัจจุบันจึงมีแต่เพียงการที่ผู้มี

---

[13] หนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุน กลุ่มกองทุนเปิด ดรากอนแฟมิลี่ หน้า 128

สิทธิลงมติได้มอบฉันทะให้แก่บุคคลใด ๆ เข้าลงมติแทนตน ดังนั้น ในทางปฏิบัติหากกองทุนรวมของไทยประสงค์ที่จะให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเข้าลงมติในการประชุม ก็จะมีการมอบฉันทะจากผู้ถือหน่วยลงทุนให้บุคคลใด ๆ เข้าลงมติแทนตนตามมาตรา 1187 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์เท่านั้น[14] ซึ่งการมอบฉันทะตามกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ดังกล่าว เป็นการมอบฉันทะโดยทั่วไปซึ่งกว้างและให้อิสระแก่ผู้รับมอบฉันทะค่อนข้างมาก โดยปราศจากการควบคุมของหน่วยงานรัฐ ดังนั้น แม้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จะกำหนดให้ผู้ถือหน่วยลงทุนมีอำนาจแก้ไขเปลี่ยนแปลงเพิ่มเติมโครงการโดยการลงมติเกินกึ่งหนึ่งของผู้ถือหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดก็ตาม ก็ไม่สามารถทำได้ในทางปฏิบัติ เนื่องจากลักษณะกองทุนรวมที่มีผู้ถือหน่วยลงทุนรายย่อยเป็นจำนวนมาก และไม่มีบุคคลหรือกรรมการที่มีอำนาจดำเนินการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างแท้จริง จึงไม่อาจมีการเรียกประชุมที่เกิดจากความต้องการของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างแท้จริง อีกทั้งยังไม่มีเครื่องมือที่เป็นกลไกอันมีประสิทธิภาพที่ช่วยให้ผู้ถือหน่วยลงทุนใช้สิทธิของตนได้โดยไม่จำต้องเข้าประชุมด้วยตนเอง

ผู้วิจัยมีความเห็นว่าควรมีการแก้ไขบทบัญญัติให้เป็นไปตามลำดับขั้นตอนและสัมพันธ์กันโดย

1.ในขั้นต้นควรกำหนดให้ผู้ถือหน่วยลงทุนมีสถานะเป็นผู้มีส่วนได้เสียในกองทุนรวมที่จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลนั้น เพื่อก่อให้เกิดสถานะและสิทธิในการเข้าแทรกแซงการดำเนินการในกองทุนรวมได้โดยตรง ผ่านการออกเสียงลงมติ (voting right) โดยกำหนดให้ทุก ๆ หน่วยลงทุนสามารถเป็นหน่วยลงทุนที่ออกเสียงและมีสิทธิลงมติได้ร่วมกับหน่วยลงทุนที่ยังมิได้จำหน่ายด้วย [15]

2.ขั้นต่อมาเมื่อได้กำหนดสถานะให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนแล้ว ควรจัดให้มีตัวแทนที่เป็นอิสระและมีคุณสมบัติตามที่กฎหมายกำหนด ให้เข้าไปมีส่วนร่วมตรวจสอบการทำงานของบริษัทจัดการร่วมกับผู้ดูแลผลประโยชน์ โดยตัวแทนดังกล่าวนี้ควรมาจากความเห็นชอบของผู้ถือหน่วยลงทุนข้างมาก

---

[14] มาตรา 1187 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ "ผู้ถือหุ้นจะมอบฉันทะให้ผู้อื่นออกเสียงแทนตนก็ได้ แต่การมอบฉันทะเช่นนี้จะต้องทำเป็นหนังสือ"

[15] Section 16 (A) Investment Company Act of 1940

นอกจากนี้ เพื่อก่อให้เกิดญัตติหรือหัวข้อการประชุมในการเรียกให้ลงมติ (forum) ของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างแท้จริง กฎหมายควรกำหนดให้ตัวแทนอิสระมีสิทธิหน้าที่เฉกเช่นเดียวกับกรรมการของ Investment Company ซึ่งจักต้องมีหน้าที่หลัก ดังต่อไปนี้

ก. หน้าที่พิเศษทางวิชาชีพ

1) หน้าที่ในความซื่อสัตย์ (duty of loyalty) โดยจะกำหนดให้ตัวแทนอิสระจะต้องไม่มีความเกี่ยวข้องในผลประโยชน์ใดกับบุคคลอื่นหรือองค์กรอื่นและมีความสุจริตในการงาน

2) หน้าที่ในความใช้ความระมัดระวัง (duty of care) โดยทั่วไปจะกำหนดไว้ในเรื่อง good faith สำหรับการปฏิบัติงานด้วยความระมัดระวังของบุคคลในระดับอาชีพเดียวกันภายใต้สถานการณ์เดียวกันและต้องเป็นไปโดยตามความเหมาะสมเพื่อประโยชน์สูงสุดของกองทุนเท่านั้น อีกทั้งจะต้องอยู่บนพื้นฐานของการกวดขันตามหน้าที่ทั่วไปหรือหน้าที่พิเศษที่จำเป็นของกองทุนรวมทั้งการเข้าประชุมและการเข้าไปมีส่วนร่วมกับคณะกรรมการของที่ประชุมคณะกรรมการ รับและตรวจสอบข้อมูลที่เพียงพอเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ ตลอดจนทำการสืบสวนเมื่อมีเหตุอันควร

3) ดูแลความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของบริษัทในการดำเนินการของกองทุน

4) เรียกร้องและพิจารณาข้อมูลใดๆที่สมเหตุสมผลและที่จำเป็นเพื่อประกอบการพิจารณาข้อสัญญาใด ๆ

5) ทำสัญญาใดๆ เพื่อการดำเนินการของกองทุนเช่นสัญญาแต่งตั้งตัวแทนโอนสัญญาแต่งตั้งผู้สอบบัญชี และสัญญาแต่งตั้งผู้รับฝาก

ข. หน้าที่ทั่วไป

1) อนุมัติการดำเนินการพื้นฐาน การเงิน กลยุทธ์ และเรื่องอื่นใดของกองทุน

2) ประเมินผลการประกอบการของบริษัทและผลการจัดการและดำเนินการอื่น ๆ ตามความเหมาะสม รวมทั้งการโยกย้ายตำแหน่งเมื่อได้รับมอบหมาย

3) เลือก ประเมิน และกำหนดค่าตอบแทนใดๆ เพื่อการจัดการ

4) ดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามนโยนบาย และปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องและจัดการควบคุมการบัญชีและการเงิน

5) ตรวจสอบ ทำความเห็นกระบวนการจัดหาข้อมูลทางการเงินและการดำเนินการที่เหมาะสมเสนอต่อคณะกรรมการ

3.ในขั้นสุดท้าย เมื่อผู้ถือหน่วยลงทุนมีสถานะและผู้แทนที่เป็นอิสระของตนในกองทุนรวมแล้ว ควรจะสร้างกลไกที่ใช้เป็นเครื่องมือในการใช้สิทธิของผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งมีเป็นจำนวนมากอันอาจก่อให้เกิดความไม่สะดวกในการลงมติ กล่าวคือ การกำหนดให้มีการใช้หลักการชักชวนให้มอบฉันทะ (proxy solicitation) ของบุคคลหรือกลุ่มคนที่เรียกว่า "ผู้ชักชวนให้มอบฉันทะ" เพื่อให้ตัวแทนอิสระนั้นชักชวนให้ผู้ถือหน่วยลงทุน มอบฉันทะให้ตนมีสิทธิเข้าร่วมประชุมและออกเสียงลงมติในที่ประชุมแทนได้ ซึ่งการชักชวนให้มอบฉันทะนี้เองเป็นเครื่องมือสำคัญที่ผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถแสดงเจตนาและความประสงค์ของตนในการลงมติได้ ทั้งนี้ การชักชวนให้มอบฉันทะ (proxy solicitation) จักต้องอยู่ภายใต้กฎ proxy rule และการกำกับดูแลและตรวจสอบจากหน่วยงานรัฐ ในลักษณะเช่นเดียวกับกฎหมาย Blue Sky Law ของสหรัฐอเมริกา โดยการชักชวนให้มอบฉันทะจะต้องมีการควบคุมโดยองค์กรรัฐและจะต้องมีลักษณะดังต่อไปนี้

1) การชักชวนจะต้องมีการเปิดเผยรายละเอียดของข้อมูลที่เกี่ยวข้องอันเป็นสาระสำคัญประกอบการตัดสินใจของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างพอเพียง

2) การมอบฉันทะต้องเป็นการเฉพาะเรื่อง มิใช่การมอบฉันทะที่ให้ฉันทะโดยกว้างให้แก่ผู้ชักชวน ผู้ชักชวนจะต้องจัดส่งใบมอบฉันทะตามแบบและมีรายการตามที่ทางการกำหนด โดยมีช่องว่างไว้สำหรับการแสดงเจตนาของผู้ถือหน่วยลงทุน

3) จัดให้มีเจ้าหน้าที่ของรัฐตรวจสอบหนังสือและเอกสารที่ใช้ในชักชวนให้มอบฉันทะ ล่วงหน้าก่อนมีการจัดส่งให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

4) ให้อำนาจเจ้าหน้าที่ของรัฐดำเนินมาตรการป้องกันและบรรเทาความเสียหายต่าง ๆ ที่อาจมีหรือเกิดขึ้นได้ หากมีการชักชวนให้มอบฉันทะโดยมิชอบ

5) ผู้รับมอบฉันทะจะต้องรับผิดตามกฎหมาย หากมิได้มีการออกเสียงลงมติเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้มอบฉันทะ ซึ่งในเรื่องนี้ศาลสูงของสหรัฐอเมริกาได้วางบรรทัดฐานไว้ว่าผู้รับมอบฉันทะจะต้องทำการเพื่อประโยชน์ของผู้รับมอบฉันทะโดยใช้ดุลยพินิจและความเชื่อมั่นที่ดีที่สุดแห่งตน หากผู้รับมอบฉันทะทำการใด ๆ อันขัดแย้งกับผลประโยชน์อย่างชัดแจ้ง การกระทำนั้นย่อมไม่สมบูรณ์ตัวการไม่ผูกพัน เว้นแต่บุคคลภายนอกเป็นผู้สุจริต

การชักชวนให้มอบฉันทะดังกล่าวมีบทบาทสำคัญต่อการส่งเสริมการดูแลควบคุมการดำเนินการของกองทุนรวมที่มีผู้ถือหุ้นจำนวนมากให้มีเครื่องมือในการแทรกแซงและมีส่วนรวมในการดำเนินการของกองทุนรวม

3.3 ปัญหาความเป็นอิสระในการตรวจสอบบริษัทจัดการของผู้ดูแลผลประโยชน์

จุดประสงค์สำคัญของการทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ในฐานะ first line supervisor คือ การปกป้องดูแลผลประโยชน์และตรวจสอบการทำงานของบริษัทจัดการแทนผู้ถือหน่วยลงทุนในลักษณะเช่นเดียวกับทรัสตี (trustee) ของต่างประเทศซึ่งคุณสมบัติของผู้ดูแลผลประโยชน์จะต้องเป็นสถาบันการเงินที่ไม่มีความสัมพันธ์ใด ๆ กับบริษัทจัดการ และจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยมีหน้าที่คอยดูแลตรวจสอบให้บริษัทจัดการปฏิบัติตามวัตถุประสงค์และนโยบายที่ได้รับอนุมัติ และเป็นผู้เก็บรักษาทรัพย์สินของโครงการ [16] อีกทั้งหากเกิดมีความเสียหายใด ๆ เกิดขึ้นต่อกองทุนก็มีอำนาจดำเนินคดีกับบริษัทจัดการแทนผู้ถือหน่วยลงทุนตามมาตรา 127 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ดูแลและตรวจสอบให้บริษัทจัดการดำเนินการโครงการตามที่ได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตลอดจนดำเนินการฟ้องร้องบังคับคดีเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนทั้งปวง แต่เมื่อได้พิจารณาโครงสร้างในการดำเนินการของผู้ดูแลผลประโยชน์และบทบัญญัติแห่งกฎหมายในปัจจุบันแล้วจะพบว่าการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ของไทยยังขาดความเป็นอิสระอย่างเพียงพอ ด้วยเหตุผลดังนี้

1.การแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ เพื่อตรวจสอบการทำงานของบริษัทจัดการในกองทุนรวมไทยนั้นเกิดจากการทำสัญญาแต่งตั้งและพิจารณาโดยบริษัทจัดการเองภายใต้ความเห็นชอบของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ดังนั้น จึงเป็นเรื่องที่ยากและดูขัดแย้งในความเป็นอิสระ

2.ผู้ดูแลผลประโยชน์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 กำหนดให้จะต้องมีคุณสมบัติเป็นธนาคารพาณิชย์ ซึ่งอาจทำให้ไม่มีความคล่องตัวในการปฏิบัติงานเท่าที่ควรเนื่องจากสถาบันการเงินเองจะมีระบบการบริหารงานและภารกิจของตนเองเป็นจำนวนมากอยู่แล้ว อีกทั้งหน้าที่การตรวจสอบและการดำเนินการดังกล่าวไม่มีความจำเป็นที่จะต้องกระทำในรูปแบบของนิติบุคคล

3.ผู้ถือหน่วยลงทุนไม่มีอำนาจตัดสินใจและอนุมัติสัญญาแต่งตั้งคัดเลือกบุคคลผู้ที่จะเข้าทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์โดยตรง

4.แม้ผู้ถือหน่วยลงทุนมีสิทธิเปลี่ยนตัวผู้ดูแลผลประโยชน์โดยอาศัยสิทธิตามมาตรา 129 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยถือเป็นการเปลี่ยนแปลงแก้ไขเพิ่มเติมโครงการอย่างหนึ่งก็ตาม แต่ในทางปฏิบัติมาตราดังกล่าวนี้ไม่

---

[16] โครงการความรู้สู่ผู้ลงทุน, รอบรู้เรื่องการลงทุน ,หน้า 12.

สามารถกระทำได้เนื่องจากไม่มีผู้แทนของผู้ถือหน่วยลงทุนที่ทำหน้าที่ในการรับ-เสนอหัวข้อหรือญัตติเพื่อการเรียกให้มีการลงมติ ตามที่กล่าวข้างต้น

ดังนั้น ในระยะสั้นเพื่อก่อให้เกิดความเป็นอิสระและความคล่องตัวในการปฏิบัติหน้าที่ ตลอดจนเพื่อส่งเสริมให้มีตัวแทนของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างแท้จริงในการตรวจสอบการทำงาน ผู้วิจัยมีความเห็นว่าผู้ดูแลผลประโยชน์ควรจะมีการดำเนินการและรูปแบบดังต่อไปนี้

1.จัดตั้งเป็นคณะบุคคลผู้ตรวจสอบการทำงาน (committee) แทนรูปแบบของนิติบุคคล ทั้งนี้เพื่อก่อให้เกิดความคล่องตัวและสะดวกในการดำเนินการโดยไม่จำเป็นที่จะต้องมีคุณสมบัติเป็นธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงิน สำหรับกองทรัพย์สินของกองทุนนั้นอาจให้นำเข้าฝากไว้กับธนาคารหรือสถาบันการเงินใด ๆ ที่มีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดเพื่อความมั่นคงและมั่นใจของผู้ถือหน่วยลงทุน

2.นอกจากนี้ควรกำหนดให้บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นคณะบุคคลผู้ตรวจสอบการดำเนินการ (committee) มีความเป็นอิสระอย่างเพียงพอในการปฏิบัติหน้าที่ควบคู่ไปกับความรู้ในการดำเนินธุรกรรมของกองทุนรวมด้วย ดังนั้น คณะบุคคลผู้ตรวจสอบการดำเนินการ (committee) จึงควรประกอบไปด้วยตัวแทนอิสระที่มาจากการคัดเลือกและแต่งตั้งโดยผู้ถือหน่วยลงทุนส่วนหนึ่งและตัวแทนที่มาจากการคัดเลือกของบริษัทจัดการอีกส่วนหนึ่ง ทั้งนี้ สัดส่วนตัวแทนอิสระข้างฝ่ายผู้ถือหน่วยลงทุนจะต้องมีจำนวนมากกว่า

3.กำหนดให้ตัวแทนอิสระข้างฝ่ายผู้ถือหน่วยลงทุนมีหน้าที่สำคัญเพื่อการรับ-เสนอ ข้อเรียกร้องของผู้ถือหน่วยลงทุนในขณะเดียวกันควรกำหนดให้ตัวแทนข้างฝ่ายบริษัทจัดการมีหน้าที่ที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลทุกประเภทอย่างเพียงพอให้ตัวแทนอิสระทราบเพื่อประกอบการตัดสินใจและดำเนินการใด ๆ

4.ทั้งนี้ บุคคลเหล่านี้จะต้องอยู่ภายใต้เงื่อนของการเปลี่ยนแปลง แต่งตั้ง และให้ความเห็นชอบโดยผู้ถือหน่วยเพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ถือหน่วยลงทุนใช้สิทธิของตนได้อย่างเต็มที่

แต่ทั้งนี้ ผู้วิจัยมีความเห็นว่าในระยะยาวกองทุนรวมของไทยควรพัฒนาเป็นไปในรูปแบบของนิติบุคคลที่สมบูรณ์แบบเฉกเช่นเดียวกับ Investment Company ซึ่งจะต้องมีคณะบุคคลที่เป็นคณะกรรมการ (board of directors) ที่ประกอบด้วยตัวแทนของผู้ถือหน่วยลงทุนและตัวแทนของฝ่ายบริษัทจัดการ เข้าทำหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของนิติบุคคลนั้นโดยตรงในลักษณะเช่นเดียวกับบทบาทของคณะบุคคลผู้ตรวจสอบตามที่ได้เสนอแนวทางแก้ไขในระยะสั้นนั้นเอง และผู้ดูแลผลประโยชน์ก็ควรจะดำรงหน้าที่เพียงเช่นในฐานะผู้รับฝากทรัพย์สินเท่านั้น

3.4.ปัญหานิติสัมพันธ์ระหว่างผู้ดูแลผลประโยชน์กับผู้ถือหน่วยลงทุน

แม้ผู้ดูแลผลประโยชน์ซึ่งถือเป็นบุคคลภายนอก (third party) ผู้มีหน้าที่โดยตรงในการปกป้องดูแลรักษาผลประโยชน์ใด ๆ ของผู้ถือหน่วยลงทุนตามบทบัญญัติแห่งมาตรา 127 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งถือเป็นกลไกสำคัญที่กฎหมายกำหนดโครงสร้างที่ก่อให้เกิดการตรวจสอบการทำงานของบริษัทจัดการและพิทักษ์ผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างเต็มที่เช่นเดียวกับ Trustee ในต่างประเทศ แต่เมื่อได้วิเคราะห์เปรียบเทียบแล้วจะพบว่า Trustee ในต่างประเทศ จะอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่สำคัญประการหนึ่ง คือ สัญญาแต่งตั้ง Trustee จะต้องได้รับอนุมัติตลอดจนอยู่ภายใต้การเปลี่ยนแปลงได้โดยความเห็นชอบของผู้ถือหน่วยลงทุน ในขณะที่เมื่อพิจารณาการดำเนินการของกองทุนรวมไทยแล้วจะพบว่าผู้ดูแลผลประโยชน์และผู้ถือหน่วยลงทุนไม่มีนิติสัมพันธ์ใด ๆ ต่อกันเลย เนื่องจากการแต่งตั้งและคัดเลือกผู้ดูแลผลประโยชน์ซึ่งต้องเป็นธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินนั้น เป็นอำนาจหน้าที่ของบริษัทจัดการแต่เพียงผู้เดียวภายใต้ความเห็นชอบของคณะกรรมการ ก.ล.ต.[17] อีกทั้งหนทางเดียวที่ผู้ถือหน่วยลงทุนจะใช้สิทธิเข้าแทรกแซงการดำเนินการของผู้ดูแลผลประโยชน์ คือ การแก้ไขเปลี่ยนแปลงผู้ดูแลผลประโยชน์โดยการลงมติเสียงข้างมาก ตามมาตรา 129 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 และเงื่อนไขแห่งหนังสือชี้ชวน ซึ่งไม่สามารถปฏิบัติได้เนื่องจาก ไม่มีผู้แทนของผู้ถือหน่วยลงทุนที่ทำหน้าที่ในการรับ-เสนอหัวข้อหรือญัตติเพื่อการเรียกให้มีการลงมติตามที่กล่าวมาแล้วในข้อ 3.2

ด้วยเหตุดังกล่าวจึงอาจกล่าวได้ว่าผู้ถือหน่วยลงทุนและผู้ดูแลผลประโยชน์ไม่มีนิติสัมพันธ์ใด ๆ โดยตรง อีกทั้งการขอเปลี่ยนแปลงผู้ดูแลผลประโยชน์ก็ไม่สามารถกระทำได้สมดังความประสงค์ของผู้ถือหน่วยลงทุน

เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวผู้วิจัยมีความเห็นว่า เมื่อมีการกำหนดให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ดำเนินในรูปแบบของคณะบุคคลผู้ตรวจสอบการดำเนินการ (committee) ควรมีการกำหนดให้บุคคลผู้ที่จะเข้ามาทำหน้าที่ดังกล่าวอยู่ภายใต้เงื่อนไข เช่นเดียวกับกรรมการอิสระใน Investment Company[18] ดังนี้

---

[17] มาตรา 118 (3) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535

[18] โปรดดู บทที่ 3

1.คณะบุคคลดังกล่าวจะต้องมีบุคคลอันประกอบไปด้วย ตัวแทนอิสระที่มาจากบุคคลที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทจัดการหรืออาจมาจากผู้ถือหน่วยลงทุนด้วยกันเองส่วนหนึ่งและมาจากตัวแทนจากบริษัทจัดการซึ่งมีความรู้ในการบริหารกิจการกองทุนรวมอีกส่วนหนึ่ง

2.สัดส่วนของคณะบุคคลนี้จะต้องกำหนดให้มีตัวแทนอิสระมากกว่าตัวแทนของบริษัทจัดการ เช่นสัดส่วนตัวแทนอิสระ 5 คน ต่อตัวแทนของบริษัทจัดการ 3 คนเป็นต้น

3.ตัวแทนอิสระจะต้องมาจากการคัดเลือกและแต่งตั้งโดยมติข้างมากของผู้ถือหน่วยลงทุน และสัญญาแต่งตั้งจะต้องมีกำหนดระยะเวลาที่แน่นอนและสามารถเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้โดยมติข้างมากของผู้ถือหน่วยลงทุน

4.ให้อำนาจคณะบุคคลมีอำนาจพิจารณาและอนุมัติเปลี่ยนแปลงแก้ไขสัญญาแต่งตั้งบุคคลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวม

3.5 <u>ปัญหาการจัดเก็บค่าธรรมเนียมที่ไม่เหมาะสมและไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุน</u>

เนื่องจากโครงสร้างของการดำเนินธุรกรรมกองทุนรวมมีผู้ที่เกี่ยวข้องมากมายไม่ว่าจะเป็นบริษัทจัดการ ผู้ดูแลผลประโยชน์ นายทะเบียนหน่วยลงทุน ตัวแทนสนับสนุนการขาย ที่ปรึกษาการลงทุน เป็นต้น ดังนั้น ค่าธรรมเนียมที่จ่ายจากกองทุนรวมย่อมมีมากด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ยังมีค่าใช้จ่ายอื่น ๆ อีกเช่น ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา ค่าใช้จ่ายในการประชาสัมพันธ์ ค่าจัดเตรียมและเก็บรักษาข้อมูล ซึ่งบรรดาค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายเหล่านี้ยังต้องมีภาระภาษีมูลค่าเพิ่มหรือภาษีธุรกิจเฉพาะด้วยแล้วแต่กรณี ซึ่งจะเห็นได้ว่าค่าธรรมเนียมในการบริหารโครงการโดยเฉพาะค่าธรรมเนียมที่จะต้องจ่ายให้แก่บริษัทจัดการซึ่งเป็นผู้บริหารโครงการที่มีหน้าที่ในการใช้ความเป็นมืออาชีพของตนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ เพื่อก่อให้เกิดผลกำไรจากการลงทุนนั้น ๆ ดังนั้น ผลตอบแทนที่บริษัทจัดการสมควรจะได้รับจึงควรขึ้นอยู่กับผลการประกอบการ เช่นหากผลการประกอบการดีเมื่อเทียบกับดัชนีมาตราฐานทั่วไปที่เป็นที่ยอมรับ อัตราค่าธรรมเนียมก็ควรอยู่ในระดับที่ดี ในขณะเดียวกันหากผลการประกอบการต่ำกว่าดัชนีมาตราฐานทั้ง ๆ ที่เป็นผู้มีวิชาชีพและเชี่ยวชาญในการลงทุนจึงสมควรได้รับค่าธรรมเนียมในอัตราที่ต่ำ หรือไม่สมควรได้รับผลตอบแทนดังกล่าว

แต่การจัดเก็บอัตราค่าธรรมเนียมกองทุนรวมของไทยโดยเฉพาะค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้แก่บริษัทจัดการมักจัดเก็บในอัตราที่คงที่ตลอด จึงไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุนหากกองทุนประสบปัญหาขาดทุนและมีผลการประกอบการต่ำกว่ามาตราฐาน นอกจากนี้ยังก่อให้เกิดภาระค่าใช้จ่ายแก่กองทุนเกินกว่าที่ควรจะเป็นและอาจส่งผลกระทบต่อกองทรัพย์สินของกองทุนรวมอย่างมาก

ดังนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่าค่าธรรมเนียมที่บริษัทจัดการเรียกเก็บควรมีการจัดเก็บในอัตราก้าวหน้าและสัมพันธ์กับผลการประกอบการ โดยใช้ดัชนีมาตรฐาน เช่น ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือดัชนีมาตรฐานของบริษัทจัดอันดับเป็นเกณฑ์วัด[19] โดยหากผลการประกอบการของกองทุนเมื่อเทียบกับดัชนีมาตรฐานแล้วสูงกว่าก็จะสามารถจัดเก็บในอัตราที่สูงกว่าผลการประกอบที่ต่ำกว่าได้ โดยคำนวณตามมูลค่าทรัพย์สินสุทธิในอัตราก้าวหน้า ทั้งนี้ เพื่อประโยชน์ในการก่อให้เกิดแรงจูงใจแก่กองทุนในการสร้างผลการประกอบการที่ดี ในขณะเดียวกันหากผลการประกอบการต่ำกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดที่บุคคลทั่วไปเข้าลงทุน ดังนั้น เมื่อกองทุนรวมเป็นการบริหารกองทุนอย่างมืออาชีพแต่ผลการประกอบการกลับต่ำกว่ามาตราฐานโดยทั่วไป จึงเป็นการสมควรที่จะได้รับค่าธรรมเนียมที่ต่ำกว่า ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมดังกล่าวสร้างความเป็นธรรมแก่ทุกฝ่าย

3.6.<u>ปัญหาการควบคุมผู้ทำหน้าที่ขายหน่วยลงทุน</u>

หลักเกณฑ์ปัจจุบันของกฎหมายมุ่งกำกับเฉพาะนิติบุคคลที่ทำหน้าที่ขายหน่วยลงทุนเท่านั้นแต่ยังมิได้ควบคุมถึงตัวบุคคลผู้ทำหน้าที่ขายหน่วยลงทุนแก่ประชาชนโดยตรงซึ่งบุคคลเหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นลูกจ้างหรือพนักงานของนิติบุคคลนั้น ๆ ซึ่งทำให้เกิดปัญหาการขาดความรู้ความเข้าใจและมุ่งแต่เพียงการทำยอดขายจนนำมาซึ่งปัญหาการเสนอขายหน่วยลงทุนที่สอไปในทางมิชอบและโอ้อวดเกินความเป็นจริง เช่น กรณีชาวบ้านในจังหวัดกาญจนบุรีกว่า 200 ราย ได้เข้าแจ้งความร้องทุกข์ต่อเจ้าหน้าที่ตำรวจกล่าวหาอดีตผู้จัดการธนาคารออมสินสาขาท่าม่วงพร้อมเจ้าหน้าที่ธนาคารออมสินที่ชักชวนให้ประชาชนเข้าซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมของ

---

[19] John A. Haslem , <u>The investor 's guide to mutual fund</u>.(New Jersey : Prentice-Hall, 1988) , p. 40.

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมออมสิน จำกัด โดยหลอกลวงให้เข้าซื้อหน่วยลงทุนในราคาหน่วยละ 10 บาทพร้อมทั้งระบุว่าผู้ซื้อจะได้รับคืนเงินต้นและดอกเบี้ยอย่างงามภายใน 2 ปี เป็นต้น [20]

ดังนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่าควรกำหนดให้ผู้ที่ทำหน้าที่ขายหน่วยลงทุนไม่ว่าจะเป็นพนักงานของตัวแทนสนับสนุนการขาย พนักงานสาขาของธนาคาร ที่มีหน้าที่ติดต่อเสนอขายต่อประชาชนโดยตรงจะต้องเป็นผู้มีใบอนุญาตจากองค์กรที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.รองรับ ซึ่งก็คือ สมาคมบริษัทจัดการกองทุนรวม จึงจะมีสิทธิเสนอขายหน่วยลงทุนแก่นักลงทุนได้ โดยกำหนดให้เป็นผู้มีคุณสมบัติตามที่กำหนดและผ่านการอบรมความสามารถในวิชาชีพ ตลอดจนจรรยาบรรณในการเสนอขายหน่วยลงทุน ทั้งนี้ เพื่อป้องกันปัญหาการเสนอขายหน่วยลงทุนโดยมิชอบ

---

[20] หนังสือพิมพ์ไทยรัฐ ฉบับวันที่ 21 กรกฎาคม 2542

อนึ่ง ในเดือนมกราคม 2543 สมาคมบริษัทจัดการได้มีการจัดอบรมโครงการผู้วางแผนลงทุนและจัดสอบใบอนุญาตผู้วางแผนลงทุน เพื่อเป็นการวางมาตรฐานของผู้ขายหน่วยลงทุนให้อยู่ในกรอบเดียวกันและมีบทลงโทษ ซึ่งอยู่ในระหว่างการออกใบอนุญาต

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย