



บทที่ 5

### รูปแบบกองทุนรวมที่เหมาะสมกับประเทศไทย

ในบทนี้จะเป็นการวิเคราะห์ว่ากองทุนรวมรูปแบบใดที่จะเหมาะสมกับประเทศไทยมากที่สุด มีเหตุผลเช่นไร และควรจะปรับปรุงกฎหมายกองทุนรวมที่มีอยู่ให้สอดคล้องได้อย่างไร

#### ความเป็นมาของกองทุนรวมแต่ละรูปแบบ

กองทุนรวมได้เกิดขึ้นครั้งแรกในประเศอังกฤษ เมื่อปี ค.ศ.1868 โดยเกิดจากแนวความคิดที่จะขายหน่วยลงทุนให้แก่บุคคลทั่วไป และมอบหมายให้บุคคลหนึ่งทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์แทน จึงได้มีการนำเอากฎหมายทรัสต์มาใช้ และทำให้ผู้ได้รับมอบหมายให้ดูแลผลประโยชน์ทำหน้าที่ของทรัสต์ จึงได้เกิดกองทุนรวมในรูปแบบหนึ่งซึ่งเรียกว่า "กองทุนรวมในรูปทรัสต์"

ต่อมาในปี ค.ศ.1879 ได้มีคำพิพากษาในประเศอังกฤษว่า "โครงสร้างของกองทุนรวมขัดต่อกฎหมาย The Joint Stock Companies Act of 1862 จึงเป็นการดำเนินกิจการของสมาคมที่มีวัตถุประสงค์ในทางหากำไร และถือเป็นการเสี่ยงโชคของผู้ลงทุน เมื่อพิจารณาถึงการไถ่ถอนคืนหน่วยลงทุนซึ่งอาจจะไม่ได้เต็มตามที่ลงทุนก็ได้" ทำให้กองทุนรวมในประเศอังกฤษได้เปลี่ยนมาเป็นบริษัทจำกัด จึงได้เกิดกองทุนรวมอีกรูปแบบหนึ่ง ซึ่งเรียกว่า "กองทุนรวมในรูปบริษัท" ขึ้น แต่อย่างไรก็ตามคำพิพากษาดังกล่าวได้ถูกพิพากษากลับในชั้นอุทธรณ์ในเวลาต่อมา ทำให้กองทุนรวมในรูปทรัสต์จึงสามารถใช้ได้ต่อไป

กิจการกองทุนรวมได้แพร่หลายไปในประเศที่เป็นอาณานิคมของประเศอังกฤษ ซึ่งรับเอากฎหมาย Common Law ไปด้วย ดังนั้นประเศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเคยเป็นอาณานิคมของประเศอังกฤษ ก็รับเอากองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์และรูปแบบบริษัทมาใช้ด้วย และได้พัฒนารูปแบบบริษัทให้เป็นลักษณะเฉพาะตัว ซึ่งจะแตกต่างจากความคิดในเรื่องบริษัทในระบบกฎหมาย Civil Law ตัวอย่างเช่น กองทุนรวมในรูปบริษัทจะมีความคล่องตัวในการเพิ่มหรือลดขนาดของกองทุนรวม สามารถถือหุ้นของบริษัทตนเองได้ เป็นต้น

สำหรับประเทศไทย เนื่องจากกฎหมายไทยไม่ยอมรับกฎหมายทรัสต์ ดังจะเห็นได้จากข้อเขียนของนักกฎหมาย<sup>1</sup> ที่นำมากล่าวไว้ในที่นี้

"ก่อนที่จะมีประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 6 นั้น ประเทศไทยได้ยอมรับกฎหมายทรัสต์ และได้เขียนไว้เป็นลายลักษณ์อักษรในกฎหมายเมื่อ พ.ศ. 2459 โดยพระราชบัญญัติการออกโฉนดที่ดิน ฉบับที่ 2 มาตรา 8 กล่าวถึงทรัสต์ให้จดทะเบียนลงชื่อตนเองได้ และต่อชื่อนั้นไปให้่งความว่า "ในหน้าที่ทรัสต์เรื่องนั้น ๆ" และบัญญัติต่อไปในมาตรา 8 นั้นว่า ถ้าทรัสต์โอนต่อไปโดยฉ้อหรือผิดหน้าที่ โดยผู้รับโอนไม่รู้เห็นด้วย และมีสินจ้างแลกเปลี่ยน ให้ถือว่าการโอนการให้ประโยชน์นั้นใช้ได้ตามกฎหมาย ตรงกับในกฎหมายอเมริกัน ซึ่งเป็นการรับรู้ที่ทรัสต์มีมาแล้วในกฎหมายไทย อันปรากฏชัดแจ้งตามที่กล่าวไว้ในฎีกาที่ 136/2481 ว่า ศาลไทยรับรู้และรับเอากฎหมายอังกฤษ ในเรื่องนี้มาใช้เป็นส่วนหนึ่งของกฎหมายไทยโดยศาลรู้เองเหมือนกฎหมายไทยอื่น ๆ เป็นข้อกฎหมายที่คู่ความไม่ต้องนำสืบ

แต่หลังจากมีประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 6 ได้มีมาตรา 1686 ห้ามไม่ให้มีทรัสต์ โดยถือว่าการตั้งทรัสต์ไม่มีผล และมีคำพิพากษาฎีกาที่ 866/2487 ตัดสินว่า ทรัสต์ก่อนบรรพ 6 มีได้ กฎหมายใหม่มาตรา 1686 ไม่มีผลย้อนหลัง เมื่อประมวลกฎหมายที่ดินออกใช้กับทั้งประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 334 แก้ไขประมวลกฎหมายที่ดิน มาตรา 82 ก็รับรองการมีทรัสต์ก่อนบรรพ 6

การที่ทรัสต์ตามมาตรา 1686 ห้ามมิให้ตั้งขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับกฎหมายอังกฤษซึ่งเป็นต้นตำรับเรื่องนี้ก็เห็นได้ว่าเป็น Trust ชนิดที่เรียกว่า Private Trust ตามกฎหมายอังกฤษจะมี Public Trust อีกประเภทหนึ่งอันมีวัตถุประสงค์เพื่อการกุศลหรือเพื่อสาธารณะ (Charitable or Public Objects) เทียบกับกฎหมายมีมูลนิธิตาม มาตรา 81 ซึ่งเป็นทรัพย์สินที่จัดสรรไว้เพื่อสาธารณประโยชน์ โดยไม่ประสงค์ค้ากำไร

ทั้งมีมาตรา 1676 บัญญัติรับรองไว้ว่า มีพินัยกรรมที่กำหนดให้จัดตั้งมูลนิธิได้โดยเป็นหน้าที่ของทายาท หรือผู้จัดการมรดก หรือพนักงานอัยการที่จะต้องดำเนินการขออำนาจ เป็นนิติบุคคล เพราะก่อตั้งขึ้นได้ตามมาตรา 82, 83 โดยมีใครคนหนึ่งหรือหลายคนทำนิติกรรมยกทรัพย์สิน หรือมีพินัยกรรมตั้งมูลนิธิ และไม่ต้องจดทะเบียนก็ได้ ไม่มีกฎหมายบังคับให้จดทะเบียน เพียงแต่ถ้าจดทะเบียนขอรับอำนาจจากรัฐบาลตามมาตรา 85 จึงจะมีสภาพเป็นนิติบุคคลตามมาตรา 1677 แม้จะต้องจดทะเบียน เป็นนิติบุคคล ก็ยังมีช่วงเวลาระยะหนึ่งที่ยังไม่ได้จดทะเบียน ซึ่งยังไม่เป็นนิติบุคคล ทำให้กองทรัสต์สินนั้นเป็น Public Trust ซึ่งเมื่อมีได้ตามมาตรา 82, 83 แล้วก็

<sup>1</sup> จิตติ ดิงส์ภักดิ์, "ทรัสต์" วารสารทนายความ, 15 (สิงหาคม, 2516)

ไม่อยู่ในข้อห้ามของมาตรา 1686 คือมาตรา 1686 ที่ห้ามตั้งทรัสต์นั้น หมายความว่าห้ามตั้งทรัสต์ เอกชน (Private Trust) ไม่ใช่ทรัสต์ประชาชน (Public Trust) เพื่อสาธารณประโยชน์ ดังได้รับรองไว้ใน ฎีกาที่ 419/2491 ว่า การตั้งทรัสต์ประชาชนเพื่อการกุศลจะต้องมีตัวผู้ถือกรรมสิทธิ์เหมือนกัน"

ดังนั้น เมื่อวิเคราะห์ว่ากองทุนรวมในรูปทรัสต์ กฎหมายไทยยอมรับเพียงไร ก็ต้องพิจารณาว่ากองทุนรวมในรูปทรัสต์จะเป็นทรัสต์เอกชน (Private Trust) หรือทรัสต์ประชาชน (Public Trust) ซึ่งเรื่องนี้เมื่อพิจารณาจากบทที่ 3 ที่กล่าวมาข้างต้น ก็พบว่ากองทุนรวมในรูปทรัสต์จะมีความแตกต่างจากทรัสต์เอกชนบ้าง แต่ก็ยังมีการนำกฎหมายเรื่องทรัสต์เอกชน เข้ามาปรับใช้อยู่ และเมื่อพิจารณาถึงวัตถุประสงค์ของทรัสต์ประชาชน ซึ่งต้องเพื่อการกุศลหรือเพื่อสาธารณะ (Charitable or Public Objects) ก็จะได้เห็นว่ากองทุนรวมไม่ใช่เพื่อการกุศลแน่นอน เพราะมุ่งหาผลประโยชน์และกำไรจากการลงทุน ขณะเดียวกันจะกล่าวว่ากองทุนรวมทำเพื่อสาธารณะหรือไม่ ก็กล่าวได้ว่าแม้กองทุนรวมจะมีส่วนช่วยในการทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีเสถียรภาพ และยังพัฒนาตลาดทุน รวมทั้งเศรษฐกิจของชาติอีกด้วย แต่โดยพื้นฐานการเกิดขึ้นของกองทุนรวมนับแต่อดีตเป็นต้นมา เกิดจากการรวมตัวของกลุ่มนักลงทุนที่มีเงินไม่มาก หรือขาดประสบการณ์ หรืออาจไม่มีเวลาเพียงพอในการติดตาม และต้องการกระจายความเสี่ยงออกไปพร้อมกับต้องการนักบริหารมืออาชีพ ดังนั้นกองทุนรวมจึงไม่ใช่ตั้งขึ้นเพื่อสาธารณประโยชน์ เมื่อเป็นเช่นนั้นกองทุนรวมในรูปทรัสต์จึงเป็นสิ่งที่กฎหมายไทยยังไม่ได้ออมรับ

ดังนั้นจึงได้เกิดกองทุนรวมในรูปสัญญาขึ้นเป็นอีกรูปแบบหนึ่ง

### การพัฒนาการของกองทุนรวมแต่ละรูปแบบ

1. กองทุนรวมในรูปทรัสต์ เดิมการก่อตั้งกองทุนรวมจะทำโดยการส่งมอบหลักทรัสต์ให้แก่ทรัสต์ ต่อมาได้มีการพัฒนาเป็นการก่อตั้งกองทุนรวมจะทำโดยการส่งมอบเงินสดให้แก่ทรัสต์แทน และทรัสต์จะนำเงินสดนั้นไปลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งจะเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารกองทุน และเดิมการบริหารกองทุนรวมจะกระทำโดยทรัสต์ ก็มีการพัฒนาแยกการบริหารกองทุนรวมไปให้บริษัทจัดการทำหน้าที่แทน เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของการบริหารโดยมืออาชีพผู้มีความรู้ความเชี่ยวชาญ และจากเดิมทรัสต์จะควบคุมบริษัทจัดการในทุกด้าน ก็พัฒนาเป็นให้อำนาจแก่บริษัทจัดการที่จะบริหารกองทุนภายใต้การกำกับดูแลของทรัสต์และภายใต้เงื่อนไขแห่งทรัสต์ (Trust Deed) ความสมบูรณ์ของทรัสต์ซึ่งแต่กระทำเพียงการส่งมอบหรือโอนกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ให้แก่ทรัสต์ ก็ได้มีการพัฒนาโดยต้องทำสัญญาแห่งทรัสต์ (Trust Deed)

ในด้านกฎหมายที่นำมาปรับใช้ เริ่มจากกฎหมายทรัสต์มาเป็นการออกกฎหมายพิเศษที่มีความแตกต่างจากกฎหมายทรัสต์ดั้งเดิมเพื่อปรับใช้กับทางธุรกิจ เรื่องการคุ้มครองผู้ลงทุนก็ได้มีการพัฒนาจากการที่มอบความไว้วางใจให้ทรัสต์เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์แทนแต่เพียงผู้เดียว มาเป็นให้ผู้ลงทุนได้มีช่องทางร้องทุกข์ต่อองค์กรที่มีอำนาจควบคุม ซึ่งจะทำหน้าที่ประนีประนอมและตัดสินความในคำร้องทุกข์ที่เกี่ยวกับบริษัทจัดการ

2. กองทุนรวมในรูปบริษัท เดิมการก่อตั้งกองทุนรวมในรูปบริษัทจะทำได้โดยการจดทะเบียนตั้งเป็นนิติบุคคลก็เพียงพอ ต่อมาพัฒนาให้มีการเปิดเผยข้อมูลจึงต้องมีการนำเอาระบบจดทะเบียนต่อองค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมตลาดทุนมาใช้ การบริหารกองทุนและเก็บรักษาหลักทรัพย์แต่เดิมบริษัทจะทำหน้าที่นี้เอง ต่อมาได้มีการพัฒนาเป็นการว่าจ้างบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนเข้ามาบริหารแทน และว่าจ้างผู้รับฝากทรัพย์สินเข้ามาดูแลเก็บรักษาหลักทรัพย์แทนเพื่อป้องกันการสูญหายและการฉ้อฉลของผู้บริหารกองทุนรวม

ในด้านการพัฒนากฎหมาย เดิมกฎหมายไม่เข้าควบคุมหรือแทรกแซงในการบริหารกองทุนรวมโดยให้เป็นไปตามนโยบายของบริษัท ต่อมามีการพัฒนากฎหมายให้สามารถเข้าไปควบคุมในเรื่องต่อไปนี้

2.1 การกระจายความเสี่ยง โดยให้ลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์ได้ไม่เกิน 10%

2.2 การกู้ยืมเงิน จะกำหนดสัดส่วนดังนี้คือ จะมีการออกหุ้นกู้ได้ต่อเมื่อมีทรัพย์สินมากกว่าหุ้นกู้ที่จะออก อย่างน้อย 3 เท่า หรือการออกหุ้นบุริมสิทธิ์ได้ต่อเมื่อมีทรัพย์สินมากกว่าหุ้นบุริมสิทธิ์ที่จะออก อย่างน้อย 2 เท่า และจะออกหุ้นได้เพียงประเภทเดียวเท่านั้น

2.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน มีออกกฎหมายในเรื่องต่อไปนี้

2.3.1 กำหนดให้มีบุคคลภายนอกเข้ามีส่วนร่วมในคณะกรรมการบริหารของบริษัทกองทุนรวม อย่างน้อย 40% ของคณะกรรมการทั้งหมด ซึ่งบุคคลภายนอกนี้จะต้องไม่ใช่เจ้าหน้าที่ของบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนหรือผู้รับประกันการจำหน่าย ทั้งนี้เพื่อป้องกันมิให้เกิดการครอบงำการจัดการในคณะกรรมการบริหาร

2.3.2 กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่ทันสมัยในหนังสือชี้ชวน และต้องให้ข้อมูลที่ถูกต้องเพียงพอต่อการตัดสินใจ

2.3.3 มีการควบคุมค่าธรรมเนียมการจัดการ ซึ่งให้พิจารณาจากความสัมพันธ์ในหน้าที่ของบริษัทจัดการ และจำกัดค่าธรรมเนียมการขายไม่เกินกว่าอัตราที่กำหนดโดย NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITY DEALERS (NASD) ทั้งให้สิทธิในการไม่เสียค่าธรรมเนียมการขาย หากได้มีการยกเลิกการซื้อหุ้นในโครงการเงินผ่อนและเป็นไปตามเงื่อนไขที่ได้ระบุไว้

2.3.4 ผู้ลงทุนมีอำนาจฟ้องร้องบริษัทจัดการได้โดยตรง หากบริษัทจัดการผิดต่อหน้าที่ความซื่อสัตย์ หรือคิดค่าธรรมเนียมการจัดการเกินสมควร

ในด้านกฎหมายที่นำมาปรับใช้ เริ่มจากกฎหมายทรัสต์มา เป็นการออกกฎหมายพิเศษที่มีความแตกต่างจากกฎหมายทรัสต์ดั้งเดิม เพื่อปรับใช้กับทางธุรกิจ เรื่องการคุ้มครองผู้ลงทุนก็ได้มีการพัฒนาจากการที่มอบความไว้วางใจให้ทรัสต์เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์แทนแต่เพียงผู้เดียว มาเป็นให้ผู้ลงทุนได้มีช่องทางร้องทุกข์ต่อองค์กรที่มีอำนาจควบคุม ซึ่งจะทำหน้าที่ประนีประนอมและตัดสินความในคำร้องทุกข์ที่เกี่ยวกับบริษัทจัดการ

2. กองทุนรวมในรูปบริษัท เดิมการก่อตั้งกองทุนรวมในรูปบริษัทจะทำโดยการจดทะเบียนตั้ง เป็นนิติบุคคลก็เพียงพอ ต่อมาพัฒนาให้มีการเปิดเผยข้อมูลจึงต้องมีการนำเอาระบบจดทะเบียนต่อองค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมตลาดทุนมาใช้ การบริหารกองทุนและเก็บรักษาหลักทรัพย์แต่เดิมบริษัทจะทำหน้าที่นี้เอง ต่อมาได้มีการพัฒนาเป็นการว่าจ้างบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนเข้ามาบริหารแทน และว่าจ้างผู้รับฝากทรัพย์สินเข้ามาดูแลเก็บรักษาหลักทรัพย์แทนเพื่อป้องกันการสูญหายและการฉ้อฉลของผู้บริหารกองทุนรวม

ในด้านการพัฒนากฎหมาย เดิมกฎหมายไม่ เข้าควบคุมหรือแทรกแซงในการบริหารกองทุนรวมโดยให้ เป็นไปตามนโยบายของบริษัท ต่อมามีการพัฒนากฎหมายให้สามารถเข้าไปควบคุมในเรื่องต่อไปนี้

2.1 การกระจายความเสี่ยง โดยให้ลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์ได้ไม่เกิน 10%

2.2 การกั๊ยเงิน จะกำหนดสัดส่วนดังนี้คือ จะมีการออกหุ้นกู้ได้ต่อเมื่อมีทรัพย์สินมากกว่าหุ้นกู้ที่จะออก อย่างน้อย 3 เท่า หรือการออกหุ้นบุริมสิทธิ์ได้ต่อเมื่อมีทรัพย์สินมากกว่าหุ้นบุริมสิทธิ์ที่จะออก อย่างน้อย 2 เท่า และจะออกหุ้นได้เพียงประเภทเดียวเท่านั้น

2.3 การคุ้มครองผู้ลงทุน มีออกกฎหมายในเรื่องต่อไปนี้

2.3.1 กำหนดให้มีบุคคลภายนอก เข้ามีส่วนร่วมในคณะกรรมการบริหารของบริษัทกองทุนรวม อย่างน้อย 40% ของคณะกรรมการทั้งหมด ซึ่งบุคคลภายนอกนี้จะต้องไม่ใช่เจ้าหน้าที่ของบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนหรือผู้รับประกันการจำหน่าย ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้เกิดการครอบงำการจัดการในคณะกรรมการบริหาร

2.3.2 กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่ทันสมัยในหนังสือชี้ชวน และต้องให้ข้อมูลที่ถูกต้องเพียงพอต่อการตัดสินใจ

2.3.3 มีการควบคุมค่าธรรมเนียมการจัดการ ซึ่งให้พิจารณาจากความสัมพันธ์ในหน้าที่ของบริษัทจัดการ และจำกัดค่าธรรมเนียมการขายไม่เกินกว่าอัตราที่กำหนดโดย NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITY DEALERS (NASD) ทั้งนี้ให้สิทธิในการไม่เสียค่าธรรมเนียมการขาย หากได้มีการยกเลิกการซื้อหุ้นในโครงการเงินผ่อนและเป็นไปตามเงื่อนไขที่ได้ระบุไว้

2.3.4 ผู้ลงทุนมีอำนาจฟ้องร้องบริษัทจัดการได้โดยตรง หากบริษัทจัดการผิดต่อหน้าที่ความซื่อสัตย์ หรือคิดค่าธรรมเนียมการจัดการเกินสมควร

3. กองทุนรวมในรูปสัญญา เนื่องจากไม่ปรากฏหลักฐานที่แน่ชัด และอาจจะเป็น เพราะรูปแบบนี้เป็นรูปแบบที่ง่ายที่สุด ดังนั้นประเทศที่เริ่มพัฒนารูปแบบกองทุนรวมจึงนำมาใช้ ยกตัวอย่างเช่น ประเทศไทย ในระยะเริ่มแรก รัฐจะ เข้ามามีส่วนร่วม เพื่อเกิดความมั่นคงแก่ สถาบันและก่อให้เกิดความ เชื่อถือแก่ประชาชน ต่อมา มีแนวทางพัฒนาไป เป็นมอบให้เอกชน เข้ามามีส่วนร่วมมากขึ้นและรัฐจะทำหน้าที่กำกับดูแลเท่านั้น ซึ่งจะเห็นได้จาก การที่รัฐมีนโยบายที่จะนำบริษัทจัดการ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ประชาชนสามารถ เข้ามามีส่วนร่วมในบริษัทจัดการมากขึ้น ขณะเดียวกันก็มีแนวโน้มที่จะให้มีบริษัทจัดการมากกว่า หนึ่งราย ซึ่งอยู่ในระหว่างการพิจารณาของกระทรวงการคลัง และรัฐบาลก็มีแนวโน้มที่จะตั้ง องค์การที่เข้ามาทำหน้าที่ควบคุมกำกับพัฒนาตลาดทุนโดยเฉพาะหรือที่ เรียกว่า คณะกรรมการควบคุมและกำกับพัฒนาตลาดทุน (เอสอีซี) ซึ่งก็อยู่ในระหว่างการพิจารณาของกระทรวงการคลัง เช่นเดียวกัน

มีการพัฒนาสัญญาหรือโครงการจัดการลงทุนที่ใช้กับกองทุนภายในประเทศ ให้ เหมาะสมกับกองทุนต่างประเทศ โดย เปลี่ยนโครงสร้างจำนวนผู้ถือหน่วยลงทุนและระยะเวลา การจำหน่ายหน่วยลงทุน คือไม่กำหนดจำนวนผู้ถือหน่วยลงทุนและระยะเวลาการจำหน่ายอีกต่อไป และเปลี่ยนข้อกำหนดนโยบายการลงทุน โดยให้ลงทุนในหุ้นและหุ้นกู้ของบริษัทจำกัดที่ไม่ ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสามารถคงหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง เช่น เงินสด เงินฝากธนาคารหรือตั๋วสัญญาใช้เงิน เป็นต้น ได้มากกว่า 25% ของมูลค่าทรัพย์สินของโครงการ ทั้งไม่ต้องสำรองกำไรของโครงการก่อนการจ่ายเงินปันผล

#### ข้อดีข้อ เสียของกองทุนรวมแต่ละรูปแบบ

การพิจารณาข้อดีข้อ เสียของกองทุนรวมแต่ละรูปแบบนั้น ผู้เขียนขอพิจารณาตามหลัก เกณฑ์ต่อไปนี้

1. ความชัดเจนไม่คลุมเคลือของกฎหมายที่นำมาใช้บังคับ กองทุนรวมที่ดีนั้นกฎหมายที่นำมาใช้บังคับจะต้องมีความชัดเจนไม่คลุมเคลือ เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องสามารถทราบถึงสิทธิ หน้าที่ของตนได้ตามกฎหมายได้
2. การควบคุมกองทุนรวม กองทุนรวมที่ดีนั้น กฎหมายที่นำมาใช้จะต้องมีสภาพบังคับสามารถควบคุมกองทุนรวมอย่างได้ผล
3. การคุ้มครองผู้ลงทุน กองทุนรวมที่ดีนั้นกฎหมายจะต้องเอื้ออำนวยต่อการคุ้มครองผู้ลงทุน

## 1. ความชัดเจนไม่คลุมเคลือของกฎหมายที่นำมาใช้บังคับ

### 1.1 การกำหนดสถานะภาพของกองทุน

1.1.1 กองทุนรวมในรูปทรัสต์ จะมีกฎหมายเฉพาะเข้ามากำหนดสิทธิหน้าที่ของคู่กรณีว่าแต่ละฝ่ายมีสิทธิ หน้าที่ อย่างไร มีความสัมพันธ์ ความรับผิดชอบ เช่นไร เช่น กฎหมาย Securities Investment Trust Law ของประเทศญี่ปุ่น เป็นต้น ทำให้ทุกฝ่ายสามารถทราบถึงสิทธิ หน้าที่ของตนเองได้อย่างชัดเจน ทั้งสามารถทราบขั้นตอนและวิธีการดำเนินการ ตลอดจนการควบคุม ได้ว่าได้อย่างไร

1.1.2 กองทุนรวมในรูปบริษัท จะมีกฎหมายลักษณะบริษัทเข้ามากำกับ และจะมีกฎหมายที่เข้ามาควบคุมโดยเฉพาะอีก เช่น กฎหมาย Investment Companies Act of 1940 ของประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น ซึ่งกฎหมายลักษณะบริษัทจะทำให้คู่กรณีแต่ละฝ่ายทราบถึงสิทธิ หน้าที่ของตน ในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของบริษัท และกฎหมายควบคุมโดยเฉพาะจะทำให้ทราบถึงขั้นตอนวิธีการดำเนินกิจการกองทุน การควบคุมกองทุนรวมได้อย่างชัดเจน

1.1.3 กองทุนรวมในรูปสัญญา เป็นสัญญาการจัดการรูปแบบหนึ่ง ซึ่งเกิดจากการทำนิติกรรมสัญญาของคู่สัญญาที่เกี่ยวข้อง 3 ฝ่าย คือ บริษัทจัดการ, ผู้รับฝากทรัพย์สิน และผู้ลงทุนตัวสัญญาหรืออาจเรียกว่า "โครงการจัดการลงทุน" จะกล่าวถึงสิทธิหน้าที่ของคู่กรณีทุกฝ่าย เมื่อเป็นเช่นนี้ การจะควบคุมกำกับกองทุนรวมให้ได้ผล จะต้องมียกกฎหมายหรือมาตรการที่นำมาใช้บังคับกับ "สัญญาหรือโครงการจัดการลงทุน" แต่การควบคุมกำกับกองทุนรวมของไทยในปัจจุบัน อาศัยพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ.2522 เป็นหลักสำคัญ และมีประกาศธนาคารแห่งประเทศไทยที่ออกโดยอาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติดังกล่าว ซึ่งเจตนารมณ์ของพระราชบัญญัติดังกล่าวต้องการควบคุมบริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฟองซิเออร์ ให้ปฏิบัติตามในเรื่องต่าง ๆ หากไม่ปฏิบัติตามก็ต้องโทษทางอาญาแก่ผู้บริหาร ผู้จัดการของบริษัท หรือแม้กระทั่งตัวบริษัทเอง เป็นต้น เป็นการบังคับการปฏิบัติตามดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่จัดการกองทุนรวม โดยไม่ได้เข้าไปควบคุมกำกับ "สัญญาหรือโครงการจัดการลงทุน" โดยตรง ทำให้การกำหนดสิทธิหน้าที่ของคู่กรณีในกองทุนรวม เป็นสิ่งที่กำหนดด้วยเจตนารมณ์แห่งคู่กรณีเป็นสำคัญ ซึ่งเปลี่ยนแปลงไปได้ตามเจตนา ทำให้รูปแบบนี้ไม่มีความแน่นอนชัดเจน คู่กรณีไม่อาจทราบได้ว่าตนมีสิทธิหน้าที่ เช่นไร จนกว่าสัญญาหรือโครงการจัดการลงทุนจะได้เกิดขึ้น และที่สำคัญผู้ลงทุนไม่ได้มีส่วนในการแสดงเจตนาทำสัญญานี้ด้วยเลย แต่จะต้องมายอมรับสิ่งที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาหรือโครงการดังกล่าว

### 1.2 การนำตัวบทกฎหมายมาปรับใช้

1.2.1 กองทุนรวมในรูปทรัสต์ กฎหมายที่นำมาปรับใช้กับกองทุนรวม จะเป็นกฎหมายเฉพาะ ที่มีเนื้อหาครอบคลุมกองทุนรวมในทุก ๆ ด้าน ดังนั้น เมื่อกรณีมีปัญหาเกิดขึ้น ก็สามารถอ้างอิงกฎหมายเพียงฉบับเดียวในการวินิจฉัยปัญหาได้

1.2.2 กองทุนรวมในรูปแบบบริษัท กฎหมายที่นำมาปรับใช้กับกองทุนรวม จะเป็นกฎหมายลักษณะบริษัท และกฎหมายพิเศษที่เข้ามาควบคุมกองทุนรวม ดังนั้น เมื่อกรณีมี ปัญหาเกิดขึ้น เช่น ปัญหาเรื่องการลงมติในที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น ก็ให้นำเรื่องกฎหมายลักษณะ บริษัทเข้ามาปรับใช้ หรือหากเป็นปัญหาเรื่องค่าธรรมเนียมการจัดการ ค่าธรรมเนียมการขาย การผิตหน้าที่ของบริษัทจัดการ ก็ให้นำเรื่องกฎหมายพิเศษมาใช้บังคับ เป็นต้น ดังนั้นการนำ กฎหมายมาใช้บังคับจึงไม่ยุ่งยาก

1.2.3 กองทุนรวมในรูปแบบสัญญา เนื่องจากกฎหมายที่นำมาปรับใช้กับ กองทุนรวม เป็นเรื่องของนิติกรรมสัญญา ซึ่งเป็นบททั่วไป และหากเกิดช่องว่างของสัญญาขึ้น คือสัญญาไม่ได้ระบุถึง ก็จะต้องพิจารณาโดยอาศัยกฎหมายที่ใกล้เคียงอย่างยิ่งมาปรับใช้ เช่น หากบริษัทจัดการล้มละลาย หรือไม่อาจทำหน้าที่ของตน ผู้ถือหน่วยลงทุนจะมีวิธีการแก้ไข เช่น ไร หรือบริษัทจัดการไม่ใช้ความระมัดระวังเพียงพอต่อการปฏิบัติหน้าที่ ซึ่งไม่ผิดสัญญา แต่ก่อ ให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหน่วยลงทุนขึ้นได้ ผู้ถือหน่วยลงทุนจะมีวิธีการเยียวยาเช่นไร เป็น ต้น ซึ่งบทกฎหมายใกล้เคียงอย่างยิ่งที่จะนำมาปรับใช้นี้ก็ยังไม่มีความชัดเจนแน่นอนว่าจะ เป็น ไปเช่นนั้นหรือไม่ จึงทำให้เกิดความคลุมเคลือขึ้นได้ ดังจะยกกรณีปัญหาดังต่อไปนี้ คือ

หากบริษัทจัดการล้มละลายหรือไม่อาจทำหน้าที่ของตน ผู้ถือ หน่วยลงทุนจะมีวิธีการแก้ไขเช่นไร เรื่องนี้ก่อนอื่นจะต้องพิจารณาก่อนว่าความสัมพันธ์ระหว่าง บริษัทจัดการกับผู้ถือหน่วยลงทุนอยู่ในฐานะเช่นไร ตามที่กล่าวมาในข้อ 1.1.3 ว่า กองทุน รวม คือ สัญญาหรือโครงการจัดการลงทุน ที่กำหนดสิทธิ หน้าที่ของคู่กรณี ไม่ได้ก่อให้เกิด สถานะภาพทางกฎหมายขึ้นใหม่แต่อย่างใด และเมื่อพิจารณาถึงเงินหรือหลักทรัพย์ที่อยู่ในความ ครอบครองของผู้รับฝากทรัพย์สิน ก็เป็นกรรมสิทธิ์ร่วมของผู้ถือหน่วยลงทุนทุกคน (รายละเอียด ได้กล่าวไว้ในบทที่ 4) แต่การจัดการทรัพย์สินหรือกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน จะทำโดยบริษัทจัดการ ในฐานะผู้รับมอบอำนาจเด็ดขาด ดังนั้นน่าจะนำเอาบทบัญญัติ เรื่องตัวการตัวแทนมาปรับใช้ได้ โดยตัวการจะ เข้าถือเอาสิทธิตามสัญญาหรือสิ่งที่ตัวแทนได้กระทำไปในระหว่างที่ทำหน้าที่ตัวแทน ได้ แต่ก็ยังมีปัญหาที่ต้องวินิจฉัยต่อไปว่า

1. ความสมบูรณ์แห่งการเป็นตัวการตัวแทน กฎหมายไม่ได้กำหนดว่า ตัวการตัวแทนจะต้องมีรูปแบบของสัญญาเช่นไร ดังนั้นหากตัวการแต่งตั้งตัวแทน และตัวแทน ยอมรับการแต่งตั้งนั้น สัญญาตัวการตัวแทนก็เกิดขึ้นโดยสมบูรณ์ แต่การที่มีผลบังคับถึงบุคคล ภายนอกนั้น กฎหมายได้กำหนดไว้ในมาตรา 798 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่า "กิจการอันใดท่านบังคับไว้โดยกฎหมายว่าต้องทำเป็นหนังสือ การตั้งตัวแทนเพื่อกิจการนั้นต้อง ทำเป็นหนังสือด้วย กิจการอันใดท่านบังคับไว้ว่าต้องมีหลักฐาน เป็นหนังสือ การตั้งตัวแทน เพื่อ กิจการอันนั้น ก็ต้องมีหลักฐาน เป็นหนังสือด้วย" ดังนั้น เมื่อพิจารณากิจการของตัวแทน จึงต้อง พิจารณาว่าได้ทำเป็นหนังสือหรือมีหลักฐาน เป็นหนังสือหรือไม่ เช่น บริษัทจัดการลงทุนให้กู้ยืม



เงิน กฎหมายกำหนดให้ต้องมีหลักฐานเป็นหนังสือ หากผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งเป็นตัวการจะเข้าถือสิทธิเรียกร้องเงินกู้จากลูกหนี้ จะต้องปรากฏว่าได้มีหลักฐานเป็นหนังสือในการตั้งบริษัทจัดการให้เป็นตัวแทนด้วย เป็นต้น ดังนั้นการมอบอำนาจโดยปริยาย เมื่อมีการซื้อหน่วยลงทุนจะถือเป็นการยกเว้น เรื่องการมอบอำนาจเป็นหนังสือหรือมีหลักฐานเป็นหนังสือได้หรือไม่ เรื่องนี้จะต้องรอฟังคำพิพากษาของศาลต่อไป แต่ในความเห็นของผู้เขียนแล้ว คิดว่าการจะบังคับถึงบุคคลภายนอกจะต้องได้ทำตามที่ถูกกฎหมายกำหนดคือ ต้องทำเป็นหนังสือหรือหลักฐานเป็นหนังสือด้วย จึงจะทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเข้าถือสิทธิต่อบุคคลภายนอกได้ แต่อย่างไรก็ตามผู้ถือหน่วยลงทุนจะสามารถบังคับสิทธิจากผู้รับฝากทรัพย์สินได้ เนื่องจากการทำสัญญาระหว่างบริษัทจัดการกับผู้รับฝากทรัพย์สิน กระทำเพื่อบุคคลภายนอก เป็นสัญญาเพื่อประโยชน์บุคคลภายนอก คือผู้ถือหน่วยลงทุน

2. อำนาจของตัวการในการถอดถอนตัวแทน กฎหมายได้บัญญัติไว้ในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 826 ให้เป็นอำนาจของตัวการ ซึ่งตัวการอาจจะสละอำนาจนี้ได้ไม่เป็นการขัดต่อความสงบเรียบร้อยแต่อย่างใด แต่การสละอำนาจนี้ควรจะทำโดยเจตนาและสมัครใจ ในเรื่องของกองทุนรวมนี้จะถือโดยปริยายว่ามีการแสดงเจตนาสละอำนาจของตัวการ ในความเห็นของผู้เขียนคิดว่าไม่น่าจะเป็นเช่นนั้น ดังนั้นผู้เขียนจึงมีความเห็นว่าผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถถอดถอนบริษัทจัดการได้ และวิธีการถอดถอนนั้นน่าจะนำบทกฎหมายใกล้เคียงอย่างยิ่งมาใช้ คือ นำเรื่องการจัดการของเจ้าของรวม ตามที่บัญญัติไว้ในมาตรา 1358 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาบังคับใช้โดยอนุโลม

3. ความรับผิดชอบของตัวแทนที่มีต่อตัวการ ความระมัดระวังในการปฏิบัติหน้าที่ของบริษัทจัดการ จะกระทำเพียงเท่าที่กำหนดไว้ในสัญญาไม่ได้จะต้องใช้ความระมัดระวังและใช้ฝีมือเท่าที่เป็นธรรมดาจะต้องใช้และสมควรจะต้องใช้ในอาชีพ เพราะถือว่าบริษัทจัดการมีวิชาชีพทางด้านนี้ ตามมาตรา 807 และมาตรา 659 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ดังนั้นหากเกิดความเสียหายขึ้น เพราะบริษัทจัดการไม่ใช้ฝีมือระดับผู้มีอาชีพ ผู้ถือหน่วยลงทุนน่าที่จะฟ้องให้รับผิดชอบได้

ดังนั้นจะพอสรุปได้ว่า กองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์และในรูปแบบบริษัท มีความชัดเจนไม่คลุมเคลือในทางกฎหมาย แต่กองทุนรวมในรูปแบบสัญญา มีความคลุมเคลือในทางกฎหมาย

## 2. การควบคุมกองทุนรวม

การควบคุมกองทุนรวม คือ การทำอย่างไรที่จะบังคับให้กองทุนรวมปฏิบัติตามสิ่งที่ได้กำหนดเอาไว้ในกฎหมาย บริษัทจัดการจะเป็นผู้บริหารกองทุนรวมเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ลงทุน การควบคุมการบริหารจึงเป็นการควบคุมบริษัทจัดการให้ปฏิบัติตามหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพและมีให้เกิดการฉ้อฉลขึ้นได้ จึงมีการพิจารณาว่ากองทุนรวมรูปแบบใดน่าจะมีการควบคุมบริษัทจัดการที่ดี

การควบคุมบริษัทจัดการกระทำได้ 2 ทาง คือ การบังคับบัญชาจากองค์กรที่มีอำนาจ ซึ่งถือว่าเป็นการควบคุมในแนวดิ่ง และการควบคุมจากผู้ที่เกี่ยวข้องในกองทุนรวม ซึ่งถือว่าเป็นการควบคุมในแนวนอน

## 2.1 การควบคุมในแนวดิ่ง

2.1.1 กองทุนรวมในรูปทรัสต์ กำหนดให้มีการจดทะเบียนตัวตราสารหรือสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) ต่อองค์กรที่มีหน้าที่ควบคุม ซึ่งอาจจะเป็นกระทรวงการคลัง เช่นเดียวกับประเทศญี่ปุ่น หรือ กำหนดให้ผ่านการอนุมัติจาก the Securities and Investments Board (SIB) เช่นเดียวกับประเทศอังกฤษก็ได้ และองค์กรดังกล่าวจะทำหน้าที่ควบคุมบริษัทจัดการให้ปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed)

2.1.2 กองทุนรวมในรูปบริษัท จะกำหนดให้มีการนำบริษัทไปจดทะเบียนต่อองค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมก่อนที่จะนำหุ้นออกจำหน่าย เช่น คณะกรรมการควบคุมและกำกับพัฒนาตลาดทุน (SEC) ซึ่งในการจดทะเบียนนี้จะเป็นการบังคับให้มีการเปิดเผยข้อมูลเต็มที่ และองค์กรดังกล่าวจะทำหน้าที่ควบคุมการดำเนินงานของบริษัทจัดการอีกด้วย

2.1.3 กองทุนรวมในรูปสัญญา เนื่องจากไม่ปรากฏแน่ชัด ดังนั้นจึงใคร่ขออธิบายวิธีการควบคุมกองทุนรวมในรูปสัญญาในไทยมากว่าในที่นี่ การควบคุมกองทุนรวมในไทย กำหนดให้มีการอนุมัติสัญญาหรือโครงการจัดการลงทุนจากกระทรวงการคลัง และธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำหน้าที่ควบคุมการดำเนินงานของบริษัทจัดการ ตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ พ.ศ.2522 และในประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย นอกจากนี้ เพื่อให้การควบคุมมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นทางราชการได้เข้าไปควบคุมดูแลบริษัทจัดการอย่างใกล้ชิด ซึ่งจะเห็นได้จากกระทรวงการคลังได้เข้ามีส่วนร่วมในการถือหุ้นในบริษัทจัดการและแต่งตั้งผู้บริหารของบริษัทจัดการ และบริษัทจัดการที่มีอยู่ในปัจจุบัน (ปี พ.ศ.2534) มีเพียงบริษัทเดียว คือ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวมจำกัด ซึ่งรูปแบบการควบคุมของไทยนี้มีความแตกต่างจากการควบคุมของกองทุนรวมในรูปอื่นๆ เนื่องมาจากเหตุผลทางประวัติศาสตร์ คือ ในระยะเริ่มแรกการก่อตั้งกองทุนรวมไม่ประสบความสำเร็จ เนื่องจากไม่ได้รับการสนับสนุนจากทางราชการ ดังนั้นต่อมาจึงมีการออกประกาศคณะปฏิวัติ ฉบับที่ 233 เมื่อปี พ.ศ.2515 ให้บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย มีอำนาจประกอบกิจการจัดการลงทุนได้ เป็นเหตุให้รัฐเข้ามามีส่วนร่วมตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา ซึ่งระบบนี้ถือว่า เป็นจุดเด่นของกองทุนรวมไทยที่ทำให้รัฐมีโอกาสควบคุมอย่างใกล้ชิดมากกว่ากองทุนรวมในแบบอื่น แต่เมื่อแนวทฤษฎีนโยบายของรัฐได้เปลี่ยนแปลงไป โดยมีความคิดที่จะกระจายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไปในการนำหุ้นของบริษัทจัดการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และต้องการให้เป็นบริษัทมหาชนมากขึ้น ทำให้การควบคุมโดยวิธีการนี้อาจไม่ได้ผล

## 2.2 การควบคุมในแนวนอน

2.2.1 กองทุนรวมในรูปทรัสต์ จะกำหนดให้ทรัสต์ เป็นผู้ทำหน้าที่ระวางผลประโยชน์แทนผู้ถือหน่วยลงทุน ซึ่งทรัสต์จะมีความรู้ในธุรกิจหลักทรัพย์ จึงสามารถควบคุมบริษัทจัดการได้อย่างมีประสิทธิภาพ อีกทั้งกฎหมายยังให้อำนาจทรัสต์ในการ เปลี่ยนบริษัทจัดการ ซึ่งอำนาจนี้ เป็นกลไกสำคัญในการควบคุมในแนวนอน

2.2.2 กองทุนรวมในรูปบริษัท ผู้ถือหุ้นจะต้อง เป็นผู้ระวางผลประโยชน์ของตนเองโดยผ่านที่ประชุมผู้ถือหุ้น ไม่ว่าจะ เป็นการ เลือกคณะกรรมการบริหารหรือในการวางนโยบายของบริษัท ตลอดจนอนุมัติสัญญาว่าจ้างต่าง ๆ โดยจะมีการกลั่นกรองคุณสมบัติ และคัดเลือกบริษัทจัดการ แม้กระทั่งฟ้องบริษัทจัดการเมื่อมีการทำผิดหน้าที่ความซื่อสัตย์ ดังนั้นผู้ถือหุ้น จะมีส่วนร่วมในการควบคุมบริษัทจัดการอย่างมาก

2.2.3 กองทุนรวมในรูปสัญญา ผู้ถือหน่วยลงทุนจะมอบอำนาจจัดการให้บริษัทจัดการโดยปริยาย และมีการควบคุมบริษัทจัดการในแนวตั้งอย่างใกล้ชิด ทั้งไม่ให้สิทธิผู้ถือหน่วยลงทุนในการ เลือกบริษัทจัดการ หรือ เปลี่ยนบริษัทจัดการ ทำให้การควบคุมในแนวนอนไม่เกิดขึ้น

ดังนั้นจะพอสรุปได้ว่า กองทุนรวมในรูปทรัสต์และในรูปบริษัท มีการควบคุมทั้งในแนวตั้งและแนวนอน แต่กองทุนรวมในรูปสัญญา มีแต่การควบคุมในแนวตั้งเท่านั้น

## 3. การคุ้มครองผู้ลงทุน

3.1 กองทุนรวมในรูปทรัสต์ ให้การคุ้มครองผู้ลงทุนดังนี้

3.1.1 ให้สิทธิแก่ผู้ถือหน่วยลงทุนในการ เปลี่ยนตัวทรัสต์ เมื่อผู้ถือหน่วยลงทุนไม่น้อยกว่า 10% ของหน่วยลงทุนทั้งหมดร้องขอและได้มีการลงมติด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 2 ใน 3 ของหน่วยลงทุนทั้งหมดให้ เปลี่ยนตัวทรัสต์

3.1.2 กฎหมายกำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบให้แก่ทรัสต์ ที่จะต้องระวางผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน หากละเลยหรือไม่ใช้ความระมัดระวังอย่างเพียงพอ ก็อาจถูกผู้ถือหน่วยลงทุนฟ้องเรียกค่าเสียหายได้

3.1.3 สิทธิที่จะได้รับรายงานทั้งจากบริษัทจัดการและทรัสต์ เป็นระยะ

3.1.4 ผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถร้องทุกข์ต่อองค์กรรับ เรื่องราร้องทุกข์

3.2 กองทุนรวมในรูปบริษัท ให้การคุ้มครองผู้ลงทุนดังนี้

3.2.1 กฎหมายกำหนดภาระหน้าที่ความซื่อสัตย์แก่บริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุน ตลอดจนเจ้าหน้าที่ของบริษัทดังกล่าว ซึ่งหน้าที่นี้จะทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถฟ้องให้บุคคลดังกล่าวรับผิดชอบ เป็นการส่วนตัวได้

3.2.2 กฎหมายกำหนดให้สัญญาว่าจ้างบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุน ตลอดจนบริษัทผู้รับฝากทรัพย์สิน จะต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และสัญญาดังกล่าวจะมีอายุไม่เกิน 1 ปี ซึ่งจะต้องมีการต่ออายุทุกปี

3.2.3 กฎหมายกำหนดให้คิดค่าธรรมเนียมการจัดการไม่เกินสมควร ซึ่งให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นที่จะฟ้องได้ หากมีการคิดค่าธรรมเนียมจัดการเกินสมควร และให้อำนาจแก่ NASD ในการกำหนดอัตราสำหรับค่าธรรมเนียมการขาย ซึ่งจะ เป็นทางควบคุมอัตราค่าธรรมเนียมการขายในทางหนึ่ง

3.2.4 ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการเลิกสัญญาซื้อหุ้นในโครงการผ่อนชำระ โดยไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมการขายหรือเสียเพียงบางส่วนตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

3.3 กองทุนรวมในรูปสัญญา การคุ้มครองผู้ลงทุน รัฐจะเป็นผู้จัดการให้ ซึ่งทุกอย่างจะขึ้นอยู่กับนโยบายของรัฐ

ดังนั้นจะพอสรุปได้ว่า กองทุนรวมในรูปทรัสต์และในรูปบริษัท นอกจากรัฐจะให้ความคุ้มครองตามกฎหมายแล้ว ผู้ลงทุนยังสามารถหาวิธีการเยียวยาด้วยตนเองได้ แต่กองทุนรวมในรูปสัญญา ผู้ลงทุนจะได้รับความคุ้มครองเท่าที่รัฐจัดให้

จากที่ได้พิจารณาในหลักเกณฑ์ดังกล่าวทั้ง 3 ข้อแล้ว จะเห็นได้ว่ากองทุนรวมในรูปทรัสต์และในรูปบริษัท จะดีกว่ากองทุนรวมในรูปสัญญา

#### เปรียบเทียบรูปแบบของกองทุนรวมในต่างประเทศกับประเทศไทย

จากที่ได้กล่าวมาแล้วในเรื่องความเป็นมาของกองทุนรวมแต่ละรูปแบบว่า ต้นกำเนิดของกองทุนรวมเกิดขึ้นในประเทศระบบกฎหมาย Common Law ดังนั้นทั้งประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ จึงมีกองทุนรวมในรูปทรัสต์และรูปบริษัท ซึ่งจะเลือกรูปแบบกองทุนรวมในรูปใดก็ได้ แต่ในระบบกฎหมาย Civil Law ที่รับเอาความคิดในเรื่องกองทุนรวมมาจากประเทศ Common Law เนื่องจากกองทุนรวมในรูปบริษัทมีการพัฒนาเป็นของตนเองตามระบบ Common Law ซึ่งมีแตกต่างจากบริษัทในความคิดของระบบกฎหมาย Civil Law ดังนั้นการรับกองทุนรวมในรูปบริษัท จะทำให้ขัดแย้งกับระบบบริษัทที่มีอยู่แล้ว จึงไม่เป็นที่นิยม สำหรับกองทุนรวมในรูปทรัสต์นั้นอาจทำได้ในรูปของการออกกฎหมายเฉพาะ กำหนดรูปแบบที่คล้ายคลึงกัน โดยไม่จำเป็นต้องรับหลักการของทรัสต์ที่ใช้ในประเทศ Common Law มากำหนดก็ได้ จึงเป็นเหตุให้ทั้งประเทศญี่ปุ่นและประเทศเยอรมันต่างก็นิยมกองทุนรวมในรูปทรัสต์

สำหรับประเทศไทยนั้นปัจจุบันได้มีกองทุนรวมในรูปสัญญา โดยไม่นำกองทุนรวมในรูปทรัสต์มาใช้ เนื่องจากกฎหมายไทยไม่ยอมรับกฎหมายทรัสต์ตามที่ได้อ้างมาแล้วในความเป็นมาของกองทุนรวมแต่ละรูปแบบข้างต้น และเนื่องจากประเทศไทยใช้ระบบกฎหมาย Civil Law เช่นเดียวกับประเทศญี่ปุ่นและเยอรมัน ดังนั้นจึงไม่นิยมกองทุนรวมในรูปบริษัท เพราะมีทบัตยัฒติเกี่ยวกับบริษัทจำกัดที่ทำการค้าโดยทั่วไปอยู่แล้ว อีกทั้งกองทุนรวมในรูปสัญญา เป็นรูปแบบที่ง่าย จึงได้มีการนำรูปแบบกองทุนรวมในรูปสัญญามาใช้

### รูปแบบกองทุนรวมที่เหมาะสมกับประเทศไทย

ตามที่ได้อ้างมาแล้วข้างต้นว่ากองทุนรวมในรูปทรัสต์หรือในรูปบริษัทต่างก็มีข้อดีมากกว่ากองทุนรวมในรูปสัญญา และในการที่นำรูปแบบกองทุนรวมใดมาใช้ในประเทศไทย ควรจะได้พิจารณาถึงความเหมาะสมกับสภาพของประเทศไทยด้วย ซึ่งจะได้กล่าวต่อไป คือ

#### 1. ความคล่องตัวในการเพิ่มหรือลดขนาดของกองทุนรวม

เป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่า บริษัทโดยทั่วไป หากมีการเพิ่มหรือลดทุนจดทะเบียน จะต้องผ่านขั้นตอนมากมาย เช่น จะต้องมีการประชุมผู้ถือหุ้น และต้องจดทะเบียนต่อกรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์ ต้องขออนุญาตต่อตลาดหลักทรัพย์ ต้องทำหนังสือชี้ชวนใหม่ซึ่งต้องได้รับการอนุมัติจากธนาคารแห่งประเทศไทย ถ้าเป็นเรื่องของการลดทุนจดทะเบียน จะต้องมีการแจ้งให้เจ้าหน้าที่ของบริษัททราบพร้อมทั้งรอกการคัดค้าน ซึ่งทุกขั้นตอนจะต้องเสียเวลา และไม่มี ความคล่องตัว ทำให้ไม่ทันต่อการเปลี่ยนแปลงในทางธุรกิจที่มีการเคลื่อนไหวอย่างรวดเร็ว จึงไม่เป็นที่นิยมกันในประเทศ Civil Law ดังจะเห็นได้จากความไม่นิยมที่เกิดขึ้นในประเทศญี่ปุ่นและประเทศ เยอรมัน

ส่วนกองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์นั้น การเพิ่มขนาดหรือลดขนาดของกองทุนรวม เป็นไปได้โดยง่าย เพียงแต่เพิ่มหน่วยลงทุนหรือรับซื้อคืนหน่วยลงทุนโดยความเห็นชอบของทรัสต์

#### 2. ความคล่องตัวในการเปลี่ยนมือของผู้ลงทุน

โดยหลักการพื้นฐานของบริษัทนั้น จะห้ามมิให้บริษัทถือหุ้นของตนเองได้ เนื่องจากการป้องกัน การลดทุนจดทะเบียนในทางอ้อมและป้องกันมิให้บุคคลภายนอกหลงผิดเชื่อว่าบริษัทมีเงินทุนตามที่ได้จดทะเบียนไว้ ดังนั้นบริษัทจะทำการรับซื้อคืนหุ้นของตนเองมิได้ ยกเว้นกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาเท่านั้น ที่มีการบัญญัติไว้ในกฎหมาย Investment Companies Act of 1940 ประเทศอังกฤษจะกำหนดให้กองทุนรวมในรูปบริษัท เป็นกองทุนชนิดไม่รับซื้อคืนหุ้น (Closed-end Type) ดังนั้นจึงต้องอาศัยตลาดรองที่มีการพัฒนามาช่วยในการเปลี่ยนมือของผู้ลงทุน แต่สำหรับในประเทศไทย เนื่องจากตลาดรองของเรามีแต่เพียงตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย ดังนั้นอาจเกิดปัญหาว่า กองทุนรวมในรูปบริษัทมีอาจนำไปจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งจะเกิดความเสียหายแก่ผู้ลงทุนในด้านสภาพคล่องในทันที

ส่วนกองทุนรวมในรูปทรัสต์ เนื่องจากจะกำหนดให้ทรัสต์มีหน้าที่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนด้วย ดังนั้นผู้ลงทุนจึงไม่ต้องซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรอง และกองทุนรวมในรูปทรัสต์นี้เป็นได้ทั้ง Open-end Fund และ Semi Closed-end Fund ซึ่งได้กระทำกันในประเทศญี่ปุ่นในปัจจุบัน

### 3. ความใกล้เคียงของกฎหมาย

กองทุนรวมในรูปบริษัท มีพัฒนาการของตนเองที่แตกต่างจากกฎหมายลักษณะบริษัทของระบบกฎหมาย Civil Law รวมทั้งของประเทศไทยด้วย ดังนั้นการทำความเข้าใจกับสิ่งใหม่ที่ขัดแย้งกับสิ่งที่มีอยู่เดิม ย่อมเป็นการยากกว่าการยอมรับกฎหมายใหม่ที่ไม่เคยมีในประเทศมาก่อน อีกประการหนึ่งการยอมรับเอากฎหมายของประเทศระบบกฎหมาย Common Law มาใช้ในระบบกฎหมายของไทยซึ่งใช้ระบบกฎหมาย Civil Law จะต้องมีการดัดแปลงเพื่อให้เหมาะสม

กองทุนรวมในรูปทรัสต์ เนื่องจากมีความใกล้เคียงกับกองทุนรวมในรูปสัญญาซึ่งประเทศไทยได้ใช้อยู่ในปัจจุบัน เพราะจัดอยู่ในจำพวกเดียวกัน ดังนั้นการแก้ไขประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย โดยกำหนดให้ผู้รับฝากทรัพย์สินมีหน้าที่ความรับผิดชอบ เช่นเดียวกับทรัสต์น่าจะกระทำได้ง่ายกว่า ทั้งกองทุนรวมในรูปสัญญาอาจพัฒนาไปสู่รูปแบบที่มีลักษณะคล้ายกองทุนรวมในรูปทรัสต์หรือเป็นกองทุนรวมในรูปทรัสต์ก็ได้ เพราะเป็นการนำมาบัญญัติเอาไว้ใหม่ อีกทั้งกองทุนรวมในรูปทรัสต์จะไม่ขัดต่อรูปแบบกฎหมายที่มีอยู่ ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้

1. กองทุนรวมในรูปทรัสต์ ที่จะนำเข้ามานี้มีกฎหมายที่แตกต่างจากกฎหมายทรัสต์ดั้งเดิม
2. กฎหมายของกองทุนรวมในรูปทรัสต์ หากได้มีการนำมาบัญญัติ ก็จะเป็นกฎหมายเฉพาะ ซึ่งสามารถยกเว้นกฎหมายทั่วไปในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ได้
3. กฎหมายของกองทุนรวมในรูปทรัสต์ เป็นกฎหมายที่ใช้ในเรื่องธุรกิจ ไม่ได้ใช้กับเรื่องมรดก จึงถือเป็นคนละหมวดหมู่ไม่ขัดแย้งกัน

อีกประการหนึ่งการยอมรับกฎหมายกองทุนรวมในรูปทรัสต์ เราสามารถจะรับมาจากกฎหมายญี่ปุ่นซึ่งอยู่ในระบบกฎหมายเดียวกับของประเทศไทย ดังนั้นการยอมรับกองทุนรวมในรูปทรัสต์จึงน่าจะกระทำได้ง่ายกว่า

### 4. สภาพแวดล้อมในสังคมไทย

กองทุนรวมในรูปบริษัท ผู้ลงทุนจะต้องมีความตื่นตัวในการปกป้องผลประโยชน์ของตนเองตลอดเวลา ซึ่งกฎหมายบริษัทมหาชนจำกัดจะถูกนำมาใช้กับกองทุนรวมรูปแบบนี้

และเนื่องจากประชาชนทั่วไปยังไม่มี ความคุ้นเคยกับระบบบริษัทมหาชน จึงไม่เข้าใจถึงสิทธิหน้าที่ของตนไม่ว่าจะเป็น เรื่องการประชุมผู้ถือหุ้น การลงคะแนนเสียง เป็นต้น ทำให้ไม่อาจจะระวางผลประโยชน์ของตนเองได้เต็มที่ ดังนั้นโดยหลักการที่ว่าผู้ถือหุ้นสามารถระวางผลประโยชน์ของตนได้นั้น อาจจะไม่เหมาะสมกับสภาพในสังคมไทยปัจจุบันก็ได้

กองทุนรวมในรูปทรัสต์ เนื่องจากมีลักษณะคล้ายกองทุนรวมในรูปสัญญาเพียงแต่กำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบของผู้รับฝากทรัพย์สินเพิ่มขึ้น และกำหนดสิทธิของผู้ถือหุ้นรายละ 1 ในการเปลี่ยนตัวผู้รับฝากทรัพย์สินได้ พร้อมกับ เสริมระบบรับ เรื่องราวร้องทุกข์ ก็ทำให้เป็นกองทุนรวมในรูปทรัสต์แล้ว ซึ่งเข้ากับสภาพของสังคมไทยได้มากกว่า เพราะคนไทยยังไม่มีความรู้เรื่องกองทุนรวมดีพอและเป็น เรื่องใหม่ของประเทศไทย จึงควรจะมีมติให้ผู้มี ความรู้ความเชี่ยวชาญมาทำหน้าที่ระวางผลประโยชน์แทนผู้ลงทุน จะเป็นการเหมาะสมกว่า

ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่ากองทุนรวมรูปแบบทรัสต์จะเหมาะสมกับประเทศไทยในปัจจุบันมากกว่ากองทุนรวมในรูปแบบบริษัท ด้วยเหตุผลดังกล่าวข้างต้น

### การปรับปรุงกฎหมายกองทุนรวมไทย

จากการศึกษาดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่ากองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์นั้น เหมาะสมกับประเทศไทย แต่การจะนำกองทุนรวมในรูปทรัสต์มาใช้ นั้น ควรจะมีการปรับปรุงกฎหมายอย่างค่อยเป็นค่อยไป เพื่อให้เกิดความเข้าใจและคุ้นเคยในการใช้กฎหมาย ดังนั้นจึงใคร่เสนอให้มีการปรับปรุงกฎหมายไทย ดังนี้

1. ควรจะมีการแก้ไขประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ให้มีการเพิ่มหน้าที่ของผู้รับฝากทรัพย์สิน โดยให้หน้าที่ดังนี้

1. ดูแลการบริหารงานและจัดการโครงการของผู้จัดการว่ามีความเหมาะสมหรือไม่

2. จัดทำสำเนาข้อบังคับในการดำเนินงานโครงการให้เพียงพอ

3. ดูแลการลงทะเบียนผู้ถือหุ้นรายละ 1 และทะเบียนทรัพย์สินของกองทุน

4. เก็บรักษาดูแลทรัพย์สินของโครงการ

5. ดูแลการจำหน่ายรายได้ของโครงการว่าไปให้ผู้ถือหุ้นรายละ 1 ถูกต้อง

6. ทำรายงานตามระยะเวลา รายงานประจำปีแก่ผู้ถือหุ้นรายละ 1 อันจะต้องมีข้อความที่แสดงถึงการจัดการของกองทุนว่าเป็นตามโครงการหรือไม่

7. ออกหน่วยลงทุนใหม่ หรือยกเลิกหน่วยลงทุนเก่า ตามคำขอของผู้จัดการ และควบคุมการออกใบตราสารแสดงสิทธิของผู้ถือหุ้นรายละ 1

8. ควบคุมการปฏิบัติตามเงื่อนไขที่วางไว้ในข้อบังคับในการดำเนินงาน และควบคุมบริษัทจัดการโดยทั่วไปแทนผู้ถือหุ้นรายละ 1

9. คู่มือการโฆษณาของกองทุนรวมว่าไม่สื่อความ เข้าใจผิดแก่บุคคลทั่วไป
10. ตรวจสอบราคาของหน่วยลงทุน เป็นครั้งคราว
11. ตรวจสอบว่าการดำเนินงาน เป็นไปตามนโยบาย การลงทุนไม่ขัดต่อข้อจำกัดที่ได้รับอนุญาต และเป็นไปอย่างมีการแข่งขันเสรี
12. ตรวจสอบค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมทั้งหมดของกองทุน ว่าได้รับการอนุมัติอย่างถูกต้อง

13. ทำบัญชีต่าง ๆ คือ

- 13.1 บัญชีรับ-จ่าย ของกองทุนรวม
- 13.2 บัญชีรายได้และค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมตามรูปแบบบัญชีที่เหมาะสม
- 13.3 บัญชีทรัพย์สินและหนี้สิน
- 13.4 บัญชีซื้อและขายหลักทรัพย์ที่ลงทุนของกองทุนรวม
- 13.5 บัญชีแสดงรายการหน่วยลงทุนที่ออกใหม่ และรายละเอียดการออกหรือการยกเลิกหน่วยลงทุน
- 13.6 บัญชีแสดงการจำหน่ายกำไรหรือรายได้ให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

2. ควรเลิกการผูกขาดในธุรกิจการจัดการลงทุน เพื่อเปิดโอกาสให้มีการควบคุมบริษัทจัดการในแนวนอนได้ ขณะเดียวกันก็ต้องมีมาตรฐานในการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจจัดการกองทุน โดยพิจารณาคุณสมบัติของผู้รับใบอนุญาตว่ามีเพียงพอหรือไม่ ซึ่งในประเทศญี่ปุ่นกำหนดให้กระทรวงการคลัง พิจารณาในสิ่งต่อไปนี้ คือ

1. บริษัทนั้น เป็นบริษัทหลักทรัพย์ ที่มีเงินทุนมากพอ ตัวอย่างเช่น ประเทศญี่ปุ่นได้กำหนดให้มีเงินทุนไม่น้อยกว่า 50 ล้านบาท เป็นต้น
2. บริษัทนั้นมีวัตถุประสงค์ประกอบธุรกิจจัดการลงทุน เพียงประการเดียว เพื่อป้องกันการเอาเปรียบผู้ถือหน่วยลงทุน
3. ผู้บริหารของบริษัทนั้นมีความสามารถในการทำหน้าที่ประกอบกิจการลงทุน โดยพิจารณาทั้งในด้านส่วนตัว ประสบการณ์ และความสามารถในการลงทุนในหลักทรัพย์
4. บริษัทนั้นมีฐานะทางการเงินที่เข้มแข็ง และสามารถแสดงให้เห็นว่ามีการประมาณการผลกำไรขาดทุนอย่างเพียงพอ
5. มีความจำเป็นและเหมาะสมกับสถานะการณ์ปัจจุบันของธุรกิจจัดการลงทุน หรือธุรกิจหลักทรัพย์ ในการที่จะออกใบอนุญาตประกอบกิจการลงทุน

3. แกไขพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้มีการบัญญัติ เรื่องเกี่ยวกับกองทุนรวมไว้เป็นหมวดหมู่ หรือจะตรากฎหมายเฉพาะ ที่มีรูปแบบกองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์ ซึ่งมีลักษณะ เช่นเดียวกับประเทศญี่ปุ่น หรือจะเสียดราฎหมายเฉพาะ ที่มีชื่อเรียกเป็น อย่างอื่น แต่มีรูปแบบกองทุนรวมคล้ายกองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์ ก็ได้