

## บทที่ 5 บทสรุปและเสนอแนะ

เมื่อได้ศึกษาเปรียบเทียบการกำกับควบคุมกองทุนรวมของไทยตามกฎหมายทั้งยุคก่อนมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และเมื่อมีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ตลอดจนเปรียบเทียบการกำกับควบคุมกองทุนรวมของไทยกับ Investment Company ของสหรัฐอเมริกา จนกระทั่งศึกษาวิเคราะห์ถึงปัญหาที่เกิดขึ้นตามที่กล่าวไว้ในบทที่ 4 จะพบว่าปัญหาที่เกิดขึ้นเกิดจากปัญหาเชิงโครงสร้าง ที่ไม่สามารถทำให้เกิดการตรวจสอบในแนวนอนผ่านการใช้สิทธิและหน้าที่เพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลย์กันและกัน (check & balance) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งปัญหาที่เกิดขึ้นจะมีลักษณะเกี่ยวข้องเชื่อมโยงกัน ดังนั้น รัฐในฐานะผู้สร้างกลไกทางกฎหมายจะต้องแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นอย่างเป็นระบบซึ่งปัญหาที่เกิดขึ้นเหล่านี้ได้แก่

1. ปัญหาความเป็นนิติบุคคลของกองทุนรวม ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ที่แยกสภาพความเป็นนิติบุคคลของกองทุนรวมออกจากบริษัทจัดการ (a separate legal entity) โดยมีได้กำหนดให้มีบุคคลธรรมดาผู้ทำหน้าที่เป็นผู้แทนนิติบุคคล ( legal representative) ให้เป็นประธานหรือผู้สามารถทางสิทธิและหน้าที่ตามกฎหมาย (subject of right and duties ) ทำให้ผู้บริหารของบริษัทจัดการที่เป็นผู้มีหน้าที่โดยตรงในการบริหารกองทุนหลุดพ้นจากความรับผิดชอบในฐานะผู้แทนนิติบุคคลตามที่เคยมีมาในพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ 2522 เพราะกองทุนทรัพย์สินของกองทุนรวมมีสภาพเป็นนิติบุคคลแยกออกต่างหากบริษัทจัดการ

2. ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนมิได้มีสถานะทางกฎหมายและสิทธิในการเข้าไปมีส่วนควบคุมกองทุนรวมได้โดยตรง เนื่องจากบริษัทจัดการมิได้เป็นผู้แทนนิติบุคคลของกองทุนรวม อีกทั้งสถานะทางกฎหมายของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนมิได้มีฐานะเป็นผู้ถือหุ้นจึงไม่มีสิทธิลงมติ (voting right) แต่ความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทจัดการกับผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนจะผูกพันในลักษณะใกล้เคียงกับการเป็นตัวแทนในการนำเงินของกองทุนเข้าไปลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ เพื่อแสวงหาผลประโยชน์แทนผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน อำนาจการตัดสินใจในการลงทุนและทำสัญญาแต่งตั้งบุคคลใด ๆ ตกเป็นอำนาจของบริษัทจัดการแต่เพียงผู้เดียว นอกจากนี้ร่างสัญญาข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนส่วนใหญ่จะมีข้อความกำหนดให้ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนตกลงมอบหมายให้บริษัทจัดการและผู้ดูแลผลประโยชน์เป็นตัวแทนในการจัดการทรัพย์สินทั้งปวง จึงไม่จำเป็นต้องมีการประชุมประจำปีของผู้ถือ

หน่วยลงทุนแต่อย่างไรก็ตามแต่บริษัทจัดการจะจัดส่งรายงานผลการดำเนินงานให้ทราบเป็นประจำทุกปี

อีกทั้ง การใช้สิทธิทางอ้อมซึ่งเป็นหนทางเดียวที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เปิดโอกาสให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนใช้สิทธิลงมติเพื่อการแก้ไขเพิ่มเติมโครงการตามมาตรา 129 ก็ไม่สามารถตอบสนองของความต้องการที่แท้จริงของผู้ถือหน่วยลงทุนได้ เนื่องจากผู้ถือหน่วยลงทุนไม่มีผู้แทนที่ดูแลผลประโยชน์ของตนเองอย่างแท้จริงในกองทุนรวมที่คอยทำหน้าที่รับหรือเสนอญัตติที่มาจากความต้องการที่แท้จริงของผู้ถือหน่วยลงทุน นอกจากนี้ยังขาดกลไกของกฎหมายที่ก่อให้เกิดการลงมติของผู้ถือหน่วยลงทุนที่มีจำนวนมากได้โดยสะดวก

3. ผู้ดูแลผลประโยชน์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2535 ไม่มีความเป็นอิสระเท่าที่ควรในการดำเนินการ เนื่องจากสัญญาแต่งตั้งให้เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์เกิดจากการแต่งตั้งโดยผู้ที่จะต้องถูกตรวจสอบ ซึ่งก็คือบริษัทจัดการ นั่นเอง

4. นอกจากนี้การที่ไม่มีตัวแทนของผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรงในการปฏิบัติหน้าที่เป็นผู้ดูแลผลประโยชน์จึงไม่สามารถตอบสนองของความต้องการที่แท้จริงในการตรวจสอบของผู้ถือหน่วยลงทุน อีกทั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ที่อยู่ในรูปของสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นนิติบุคคลทำให้เกิดความไม่คล่องตัวในการบริหารงานเท่าที่ควร

5. การจัดเก็บค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้กับบริษัทจัดการอยู่ในอัตราคงที่ไม่สัมพันธ์กับผลการประกอบการที่มีทั้งขึ้นและลง และไม่สัมพันธ์กับประสิทธิภาพของการดำเนินงาน จึงอาจก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุนหากผลการดำเนินการที่ดำเนินเกิดจากความไม่มีประสิทธิภาพของผู้บริหารกองทุน ในขณะที่เดียวกันก็ไม่สร้าง ความสนใจให้ผู้บริหารกองทุนที่ดีที่ใช้ความเป็นมืออาชีพของตนอย่างเต็มที่ในการบริหารโครงการ

6. การควบคุมผู้ทำหน้าที่ขายหน่วยลงทุนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กระทำเพียงการควบคุมสมบัติของนิติบุคคลผู้ทำหน้าที่เป็นตัวแทนสนับสนุนการขาย แต่ยังไม่ครอบคลุมถึง พนักงานของตัวแทนสนับสนุนการขาย จึงอาจก่อให้เกิดการชักชวนให้ลงทุนหรือเสนอขายหน่วยลงทุนโดยมิชอบได้

### ข้อเสนอแนะ

จากที่กล่าวมาข้างต้นอาจกล่าวได้ว่าปัญหาในการกำกับควบคุมกองทุนรวมเกิดจากปัญหาในการกำกับควบคุมในแนวนอน ดังนั้น การแก้ไขปัญหาก็จะต้องแก้ไขในเชิงโครงสร้างและรูปแบบซึ่งสามารถแก้ไขโดยใช้กลไกทางกฎหมายควบคู่ไปกับการแก้ไขโดยใช้กลไกของการจัดการ ซึ่งผู้วิจัยมีความเห็นดังนี้

#### 1. การแก้ไขเชิงโครงสร้าง

##### 1.1. การแก้ไขเชิงโครงสร้างในระยะสั้น แบ่งเป็น

ก) ในระยะสั้น ผู้เขียนมีความเห็นว่าควรยังคงรูปแบบและโครงสร้างกองทุนรวมในแบบสัญญาไว้เช่นเดิม แต่ควรมีการบัญญัติเพิ่มเติมให้มีตัวแทนจากบริษัทจัดการจำนวนหนึ่ง และตัวแทนอิสระที่มาจาก การคัดเลือกข้างฝ่ายผู้ถือหน่วยลงทุนอีกจำนวนหนึ่งเข้าเป็นผู้แทนนิติบุคคลของกองทุนรวมเพื่อเป็นประธานแห่งสิทธิและเป็นผู้สามารถทางสิทธิ หน้าที่ ตลอดจนความรับผิดชอบตามกฎหมาย

ข) เปลี่ยนแปลงรูปแบบของผู้ดูแลผลประโยชน์ให้อยู่ในรูปคณะบุคคลผู้ตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทจัดการ (committee) แทนรูปแบบของนิติบุคคลในปัจจุบันโดยกำหนดให้มีตัวแทนอิสระที่มาจาก การคัดเลือกและแต่งตั้งโดยผู้ถือหน่วยลงทุน ในอัตราส่วนที่มากกว่าตัวแทนจากบริษัทจัดการ เพื่อทำหน้าที่รับและเสนอญัตติจากผู้ถือหน่วยลงทุนเพื่อตอบสนองความต้องการที่แท้จริงของผู้ถือหน่วยลงทุน อีกทั้ง เป็นการเตรียมความพร้อมเมื่อกองทุนรวมของไทยมีการพัฒนารูปแบบการดำเนินการเป็นไปในรูปแบบของ Investment Company ได้อีกทางหนึ่งด้วย

ค) กำหนดให้คณะบุคคลผู้ตรวจสอบมีหน้าที่ที่สำคัญในการกำกับดูแล ซึ่งมี  
 ดังต่อไปนี้

-หน้าที่พิเศษทางวิชาชีพ

1) หน้าที่ในความซื่อสัตย์ (duty of loyalty)  
 2) หน้าที่ในการใช้ความระมัดระวัง (duty of care) ของบุคคลในระดับอาชีพเดียวกันภายใต้สถานการณ์เดียวกัน และต้องเป็นไปโดยตามความเหมาะสมเพื่อประโยชน์สูงสุดของกองทุน

3) ดูแลความขัดแย้งทางผลประโยชน์

4) เรียกร้องและพิจารณาข้อมูลใด ๆ ที่สมเหตุสมผลและจำเป็นเพื่อประกอบการพิจารณาข้อสัญญาใด ๆ

5) ทำสัญญาใด ๆ เพื่อการดำเนินการของกองทุน

-หน้าที่ทั่วไป

1) อนุมัติการดำเนินการพื้นฐาน ของกองทุน

2) ประเมินผลการประกอบการของบริษัทและผลการจัดการและดำเนินการอื่น ๆ ตามความเหมาะสม รวมทั้งการโยกย้ายตำแหน่งเมื่อได้รับมอบหมาย

3) เลือก ประเมิน และกำหนดค่าตอบแทนใดๆ เพื่อการจัดการ

4) ดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามนโยบาย ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง และจัดการควบคุมการบัญชีและการเงิน

5) ตรวจสอบ ทำความเห็นกระบวนการจัดหาข้อมูลทางการเงิน และการดำเนินการอื่น ๆ ที่เหมาะสมเสนอต่อคณะกรรมการ

ง) นำหลัก proxy rule มาปรับใช้เพื่อเป็นการรองรับและเป็นเครื่องมือที่สำคัญให้แก่ตัวแทนอิสระข้างฝ่ายผู้ถือหุ้นรายลงทุนในการชักชวนให้ผู้ถือหุ้นรายลงทุนมอบอำนาจ (proxy solicitation) ให้แก่ตน เพื่อให้ผู้ถือหุ้นรายลงทุนมีกลไกการใช้สิทธิลงมติ (voting right) แทรกแซงการดำเนินการของบริษัทจัดการ ตามมาตรา 129 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และเพื่อเป็นไปตามความต้องการของผู้ถือหุ้นรายลงทุนอย่างแท้จริง

จ) ให้อำนาจผู้ถือหุ้นรายลงทุนในการแก้ไขเปลี่ยนแปลงตัวแทนอิสระในคณะบุคคลผู้ตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทจัดการ (committee)

## 1.2. การแก้ไขเชิงโครงสร้างในระยะยาว

ในระยะยาวควรมีการตรากฎหมายเฉพาะขึ้นเพื่อกำกับควบคุมกองทุนรวมโดยกำหนดให้กองทุนรวมมีลักษณะการดำเนินการเป็นนิติบุคคลเช่นเดียวกับ Investment Company เพื่อการยกเว้นให้นิติบุคคลดังกล่าวมีสิทธิซื้อหุ้น (หน่วยลงทุน) ของตนเองได้ และกำหนดสิทธิหน้าที่ของบุคคลที่เกี่ยวข้องได้อย่างชัดเจน

นอกจากนี้เมื่อมีการปรับปรุงกฎหมายให้กองทุนรวมดำเนินการในรูปแบบ Investment Company โดยเฉพาะแล้วทำให้สามารถนำกลไกและบทบาทการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจำกัดทั่วไปที่มีคณะกรรมการ (board of directors) มาใช้ได้โดยสะดวก โดยนำรูปแบบการทำงานของคณะบุคคลผู้ตรวจสอบการดำเนินงาน (committee) ที่ได้เสนอไว้ในการแก้ไขระยะสั้นมาปรับใช้ได้ทันที และให้ถือว่ากรรมการเหล่านี้เป็นผู้แทนนิติบุคคลดังกล่าวซึ่งสามารถอธิบายได้เป็นแผนภูมิได้ดังนี้

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



1.3 ค่าธรรมเนียมที่บริษัทจัดการเรียกเก็บควรมีการจัดเก็บในอัตราก้าวหน้าและสัมพันธ์กับผลการประกอบการ

1.4 กำหนดให้ผู้ถือหุ้นที่ขายหน่วยลงทุน ไม่ว่าจะ เป็นพนักงานของตัวแทนสนับสนุนการขาย พนักงานสาขาของธนาคาร ที่มีหน้าที่ติดต่อเสนอขายต่อประชาชนโดยตรง จะต้องเป็นผู้มีใบอนุญาตจากองค์กรที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อนุมัติให้เสนอขายหน่วยลงทุนได้ โดยกำหนดให้เป็นผู้มีคุณสมบัติตามที่กำหนดและผ่านการอบรมความสามารถในวิชาชีพตลอดจนจรรยาบรรณในการเสนอขายหน่วยลงทุน เพื่อป้องกันปัญหาการเสนอขายหน่วยลงทุนโดยมิชอบ

## 2.แนวทางแก้ไขในรายละเอียดปลีกย่อย

นอกจากแนวทางแก้ไขในเชิงโครงสร้างดังกล่าวข้างต้นแล้วผู้วิจัยยังมีความเห็นว่าควรมีมาตรการเพิ่มเติมทั้งในแง่กฎหมายและการขอความร่วมมือในการจัดการ เพื่อส่งเสริมการคุ้มครองผู้ลงทุน ในรายละเอียดปลีกย่อยดังนี้

2.1 ควรมีการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมนอกเหนือจากข้อมูลใดๆ ในหนังสือชี้ชวน ทั้งนี้ การขอทราบข้อมูลเพิ่มเติมดังกล่าวอาจกระทำในลักษณะที่เป็นแบบฟอร์มคำร้อง ให้ผู้ถือหน่วยลงทุนขอรับทราบข้อมูลเพิ่มเติมในลักษณะที่คล้ายกับ Statement of Additional Information หรือที่รู้จักกันในนาม Type B ของหนังสือชี้ชวน เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนที่มีความสนใจลงทุนและต้องการทราบข้อมูลที่นอกเหนือจากที่ระบุในหนังสือชี้ชวนได้ทราบรายละเอียดเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ

2.2 กำหนดให้มีบทลงโทษทางแพ่ง (Civil Penalty) โดยให้คณะกรรมการ ก.ล.ต. สามารถฟ้องร้องให้ผู้ทำผิดกฎหมายที่ใช้ควบคุมกองทุนรวมชำระค่าปรับเป็นเงิน เพื่อเป็นการลงโทษทางแพ่งนอกเหนือจากโทษทางอาญา เพื่อให้มีความหลากหลายและเป็นการเยียวยาต่อสังคม โดยนำเงินที่ได้จากการปรับนั้น นำส่งแก่องค์กรที่เกี่ยวข้องในการกำกับดูแลกองทุนรวม เพื่อนำเงินดังกล่าวมาใช้สนับสนุนการทำงานขององค์กรนั้น ๆ ต่อไป

2.3 จัดให้มีระบบการฟ้องร้องให้มีความรับผิดชอบทางแพ่งในลักษณะที่เป็น การดำเนินกระบวนการพิจารณาแทนผู้เสียหายโดยรวม (Class Action) โดยกำหนดให้องค์กรวิชาชีพ (SRO) หรือผู้ที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งหน่วยงานของรัฐที่เกี่ยวข้อง ทำหน้าที่ฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายแทน ผู้ถือหน่วยลงทุนได้เนื่องจากคดีที่เกี่ยวกับการกระทำผิดในหลักทรัพย์นั้นการพิสูจน์โดยผู้ กล่าวหาเป็นไปได้ยาก เพราะข้อมูลเอกสารต่าง ๆ ล้วนอยู่ในความครอบครองของผู้กระทำความ ผิด ดังนั้น จึงควรมีบทบัญญัติให้ผู้ที่มีความเชี่ยวชาญและรอบรู้เรื่องดังกล่าว เป็นผู้ทำหน้าที่ฟ้อง ร้องดำเนินการแทนผู้ถือหน่วยลงทุนที่เป็นผู้เสียหาย โดยให้มีผลผูกพันผู้เสียหาย อีกทั้ง ลักษณะ การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดผู้เสียหายจำนวนมากจากการกระทำความ ผิดคราวเดียว ดังนั้น การดำเนินกระบวนการพิจารณาแทนผู้เสียหายโดยรวม (Class Action) จึงช่วย ให้ประหยัดเวลาและค่าใช้จ่าย นอกจากนี้ควรมีการกำหนดภาระพิสูจน์ให้จำเลยเป็นผู้พิสูจน์ข้อ กล่าวหา มิใช่ผู้กล่าวหาเป็นผู้พิสูจน์ตามหลักทั่วไป

2.4 ส่งเสริมบทบาทขององค์กรวิชาชีพ SRO เนื่องจากการดำเนินธุรกรรม กองทุนรวมมีบุคคลที่เกี่ยวข้องเป็นจำนวนมากและกระทบต่อคนในวงกว้าง ดังนั้น การอาศัยแต่ เพียงกลไกของรัฐแต่เพียงเดียวอาจไม่พอเพียงและทั่วถึงเท่าที่ควร อีกทั้งบุคคลที่เกี่ยวข้องเหล่านี้ ส่วนแต่ผู้ที่มีความเชี่ยวชาญในสายงานของตนไม่ว่าจะเป็นตัวแทนสนับสนุนการขายหน่วยลงทุน ผู้จัดการกองทุน ผู้ดูแลผลประโยชน์ ทั้งในระดับองค์กรและพนักงานขององค์กรที่สังกัดอยู่ จึงควร ให้ผู้มีวิชาชีพเดียวกันกำหนดมาตรฐานการดำเนินการ และกฎระเบียบต่าง ๆ ตลอดจนมาตรฐาน จรรยาบรรณ รวมตัวเป็นองค์กรวิชาชีพเพื่อการควบคุมที่มีประสิทธิภาพและคล่องตัว โดยกำหนด ให้บุคคลเหล่านี้จะต้องเข้าเป็นสมาชิกและผ่านการทดสอบคุณสมบัติ

ในปัจจุบันองค์กรวิชาชีพ SRO ในส่วนของกองทุนรวม ได้มีการจัดตั้งสมาคม บริษัทจัดการลงทุนของไทย (Association of Investment Management Companies: AIMC) แต่ยังคงอยู่ในระยะเริ่มต้นเท่านั้น ดังนั้น รัฐจึงควรหามาตรการเสริมควบคู่ไปกับการกำกับดูแล การดำเนินการสมาคมดังกล่าวต่อไปเพื่อให้มีความเข้มแข็งและเป็นกลไกอันสำคัญต่อการสร้าง ความยุติธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุนต่อไป



2.5 ส่งเสริมและเผยแพร่ความรู้ความเข้าใจในธุรกิจกองทุนรวมให้แก่นักลงทุน เนื่องจากสิ่งหนึ่งที่เป็นความจริงเสมอ คือ กองทุนรวมเป็นการลงทุนประเภทหนึ่งซึ่งย่อมมีความเสี่ยงต่อผลขาดทุน ดังนั้น แม้จะมีระบบการกำกับควบคุมที่มีประสิทธิภาพมากเพียงใดก็ตามหากประชาชนผู้ลงทุนขาดความรู้ความเข้าใจถึงธรรมชาติของธุรกิจกองทุนรวมแล้ว หากมีความเสียหายใด ๆ เกิดขึ้นย่อมก่อให้เกิดปัญหาอย่างหลีกเลี่ยงมิได้ ดังนั้น เพื่อขจัดปัญหาความเข้าใจผิดหรือความเข้าใจที่คลาดเคลื่อนนี้ จึงควรมีมาตรการส่งเสริมความรู้ความเข้าใจให้แก่ผู้ลงทุน ทั้งนี้เพื่อจุดมุ่งหมายที่ว่า ผลเสียหายหรือการขาดทุนของกองทุนรวมจะต้องเกิดจากสภาพและเหตุทางเศรษฐกิจภายใต้การกำกับดูแลอย่างมีประสิทธิภาพและยุติธรรมเท่านั้น



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย