



บทสรุปและข้อเสนอแนะ

บทสรุป

การลงทุนมีความสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ รัฐจึงมีนโยบายต่างๆ เพื่อเป็นการส่งเสริมให้มีการลงทุนจากต่างประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งจะ เป็นผลให้มีการนำ เงินทุนและเทคโนโลยีใหม่ๆ เข้ามา นโยบายหนึ่งก็คือ การแก้ไขกฎหมายที่มีข้อจำกัดในการประกอบธุรกิจของชาวต่างชาติ เช่น ประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 พ.ศ.2515 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศของคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2515 พ.ศ. 2521 และพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศของคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ.2515 (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2535 เพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางการขยายตัวทางเศรษฐกิจและรองรับการเปิดเสรีทางการค้าในอนาคต และเพื่อขจัดความซ้ำซ้อนของกฎหมายแต่อย่างใดก็ตาม การเปิดเสรีทางการค้าก็มีทั้งผลดีและผลเสีย สำหรับผลดี เช่น การได้รับการถ่ายทอดเทคโนโลยี ผู้บริโภคได้รับประโยชน์จากการแข่งขันการให้บริการการประกอบธุรกิจของคนไทยมีการพัฒนาขึ้น และในด้านผลเสีย เช่น ความไม่พร้อมของผู้ประกอบการคนไทยในการแข่งขันกับต่างประเทศ เนื่องจากเทคโนโลยีสูงและทุนจำนวนมากของชาวต่างชาติ นอกจากนี้ในกระบวนการแก้ไขกฎหมายที่สำคัญนี้ก็มีขั้นตอนหลายประการ เช่น การร่างกฎหมาย การพิจารณาของรัฐสภาในแต่ละวาระ การจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาตินี้ จึงเป็นอีกแนวทางหนึ่งเพื่อขยายโอกาสการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์อย่างถูกกฎหมายให้แก่ชาวต่างชาติ

การจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาตินี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนและส่งเสริมการลงทุนของผู้ลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนอกเหนือจากการลงทุนในกระดานต่างประเทศ โดยอาศัยสัญญาของกองทุนรวมซึ่งตามกฎหมายกำหนดว่ากองทุนรวมมีสัญชาติเดียวกับบริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้จัดการกองทุนรวมนั้น หากบริษัทหลักทรัพย์มีสัญชาติไทย กองทุนรวม

ก็มีสัญชาติไทย เช่นเดียวกับบริษัทหลักทรัพย์นับ เป็นประโยชน์ในการขยายการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ให้แก่ชาวต่างชาติได้โดยไม่ติดข้อจำกัดเกี่ยวกับอัตราส่วนการถือหุ้นของชาวต่างชาติตามที่กฎหมาย กำหนด และเป็นการพัฒนาตลาดรองให้สามารถซื้อขายให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ซึ่งการพัฒนา ตลาดรองก็เท่ากับ เป็นการส่งเสริมการระดมทุนของผู้ประกอบการในตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย

การจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติได้นำแนวความคิดในการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อ ชาวต่างชาติของประเทศ เม็กซิโกมาเป็นแนวทาง ซึ่งประเทศ เม็กซิโกและประเทศไทยมีปัญหาที่ เกิดขึ้นจากการมีกฎหมายที่เป็นอุปสรรคในการลงทุนของชาวต่างชาติเช่นกัน ในประเทศ เม็กซิโก จะมีการแบ่งประเภทของกิจการที่ลงทุนไว้สำหรับรัฐบาลและคนชาติเม็กซิกันไว้ และมีการแบ่ง ประเภทของหุ้นออกเป็น 2 ประเภท คือ หุ้น series "A" และหุ้น series "B" ซึ่งประเภทหุ้นที่ ชาวต่างชาติจะเป็นผู้ถือหุ้นได้คือ หุ้น series "B" ประเทศเม็กซิโกจึงหาเครื่องมือส่งเสริม ขึ้นโดยจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติ (trust fund) เพื่อให้ผู้ลงทุนต่างชาดลงทุนในหุ้น series "A" ได้โดยไม่จำเป็นต้องถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ ผู้บริหารงานของกองทุนรวมเพื่อ ชาวต่างชาติ trust fund นี้คือ National Financiera หรือ CPO Trustee ซึ่งเป็น หน่วยงานของรัฐที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์เม็กซิโกแต่งตั้ง โดยมีคณะกรรมการควบคุมดูแล การบริหารกองทุนของ CPO Trustee (CPO Technical Committee) trust fund จะ นำเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุนไปซื้อหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เม็กซิโก เมื่อชาว ต่างชาติประสงค์จะลงทุนในหุ้น series "A" ก็จะไปซื้อใบแทนหุ้นสามัญหรือ certificates of ordinary participation (CPOs) กับบริษัทหลักทรัพย์ เมื่อบริษัทหลักทรัพย์ซื้อหุ้นแล้ว ก็จะทำให้ CPO Trustee ออก CPOs ให้ผู้ลงทุน ทั้งนี้ กรรมสิทธิ์ในหุ้นจะเป็นของ trust fund ในขณะที่ผู้ลงทุนต่างชาดจะมีกรรมสิทธิ์ใน CPOs การลงทุนผ่าน trust fund นี้ ผู้ถือ CPOs จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางการเงิน แต่ไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท จดทะเบียน อีกทั้ง CPOs นี้ไม่สามารถเปลี่ยนเป็นหุ้น series "A" ได้

การจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติในประเทศไทยนี้มีรูปแบบการจัดตั้งเหมือนกองทุน รวมอื่นทั่วไป กล่าวคือมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ("บลจ.") เป็นผู้บริหารตามนโยบาย

การลงทุนที่กำหนดไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวมที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการก.ล.ต. เพียงแต่บลจ.ทั่วไปจะเลือกลงทุนเพื่อให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดซึ่งเป็นการบริหารแบบ active management ขณะที่บลจ.นี้ดำเนินการเพียงสั่งซื้อหุ้น (เพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทุนรวม) เมื่อชาวต่างชาติสั่งซื้อหน่วยลงทุน และเมื่อบลจ.ซื้อหุ้นได้ก็จะออกหน่วยลงทุนให้แก่ชาวต่างชาติ และสั่งขายหุ้นเมื่อชาวต่างชาติสั่งขายหน่วยลงทุน แล้วกองทุนรวมก็รับซื้อคืนหน่วยลงทุนนั้นๆจากชาวต่างชาติ ซึ่งเป็นการบริหารกองทุนรวมแบบ passive management

การจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติในประเทศไทย โดยให้ชาวต่างชาติลงทุนผ่านกองทุนรวมนี้ ชาวต่างชาติยังสามารถตัดสินใจลงทุนได้เอง เช่นเดียวกับการซื้อขายหุ้นในกระดานต่างประเทศในปัจจุบัน ชาวต่างชาติสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ในการลงทุนของตนเพื่อรับสิทธิประโยชน์ในทางการเงิน ในขณะที่เดียวกับบริษัทที่ออกหุ้นก็ไม่ถูกแทรกแซงการบริหารงาน เนื่องจากชาวต่างชาติที่เป็นผู้ถือหน่วยลงทุนไม่มีสิทธิออกเสียงในบริษัทที่ออกหุ้น

เนื่องจากการใช้สิทธิออกเสียงของบลจ. ซึ่งเป็นผู้จัดการกองทุนรวมนี้ในบริษัทที่ออกหุ้นที่กองทุนรวมนี้ถืออยู่อาจเป็นการแทรกแซงกิจการของบริษัทที่ออกหุ้นซึ่งมิใช่วัตถุประสงค์ในการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติ ทางการจึงออกหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวม จึงมีประเด็นปัญหาเกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้น และเนื่องจากการจัดตั้งกองทุนรวมนี้อาศัยหลักสัญญาของกองทุนรวมตามสัญญาของบริษัทหลักทรัพย์ จึงต้องพิจารณาถึงประเด็นปัญหาเกี่ยวกับสัญญาของกองทุนรวมด้วย

1. ปัญหาการใช้สิทธิออกเสียง

1.1 ปัญหาการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมในฐานะผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้น

(ก) ความจำเป็นในการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้น



ในการพิจารณาว่าการกำหนดหลักเกณฑ์ดังกล่าวมีความจำเป็นหรือไม่ ควรพิจารณาถึงกรณีดังต่อไปนี้คือ

- ถ้าไม่มีการวางกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมเลย และกองทุนรวมก็เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่ออกหุ้น การออกเสียงของกองทุนรวมในการประชุมผู้ถือหุ้นก็จะมีผลต่อมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะกรณีที่บริษัทที่ออกหุ้นต้องการของถอนตัวจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์กำหนดว่าต้องมีเสียงคัดค้านไม่เกิน 10 % ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ดังนี้ หากกองทุนรวมถือหุ้นเพียง 10% ก็สามารถคัดค้านการขอถอนตัวของบริษัทที่ออกหุ้นได้

- ในทางตรงกันข้าม หากทางการวางกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมอย่างเต็มที่โดยกำหนดไม่ให้กองทุนรวมใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเลย ก็จะเป็นเรื่องที่ไม่ชอบด้วยกฎหมาย หรือไม่ก็ต้องแก้ไขกฎหมายที่กำหนดเกี่ยวกับสิทธิออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหุ้นดังเช่น พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 นอกจากนี้ถ้ากองทุนรวมจำกัดสิทธิตนเองโดยไม่ใช้สิทธิออกเสียงเลย ก็จะทำให้กิจการของบริษัทชะงักงันได้ เช่น บริษัทต้องการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อเพิ่มทุนของบริษัท ซึ่งต้องใช้คะแนนเสียง 3 ใน 4 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด หากกองทุนรวมถือหุ้นมากกว่า 75 % ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ก็ต้องอาศัยกองทุนรวมให้มาเข้าร่วมประชุมด้วยเพื่อให้ครบองค์ประชุม (ซึ่งต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นครบที่กฎหมายกำหนดและมีจำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด) และต้องอาศัยคะแนนเสียงของกองทุนรวมเพื่อให้ได้คะแนนเสียงอันเป็นมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อเพิ่มทุนบริษัท

ผู้เขียนจึงเห็นว่า มีความจำเป็นที่ต้องมีการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวม

(ข) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมในฐานะผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้น โดยให้กองทุนรวมออกเสียงตามเสียงของผู้ถือหุ้นฝ่ายที่ได้คะแนนเสียงข้างมาก หรือฝ่ายที่ได้คะแนนเสียงตามที่กฎหมายหรือข้อบังคับกำหนดไว้จะมีความเหมาะสมหรือไม่

ผู้เขียนเห็นว่าเมื่อผู้ถือหุ้นสามารถใช้สิทธิออกเสียงลงคะแนนได้ และการกำหนดหลักเกณฑ์ของทางการ เป็นการอาศัยอำนาจตามกฎหมายตามมาตรา 117 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทางกรจึงสามารถวางกฎเกณฑ์ได้เพียงแต่การกำหนดหลักเกณฑ์โดยเคร่งครัดก็จะเป็นผลให้กิจการของบริษัทมีปัญหาหยุดชะงักได้ จึงควรเปิดโอกาสให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม "บลจ." สามารถใช้สิทธิออกเสียงนอกจากกฎเกณฑ์ที่วางไว้ เช่น อาจกำหนดให้บลจ. ขอความเห็นชอบจากทางการในกรณีที่มีเหตุจำเป็นและสมควร เพื่อออกเสียงลงคะแนนนอกเหนือจากกฎเกณฑ์ที่วางไว้

(ค) เมื่อเลือกวิธีกำหนดเกี่ยวกับการออกเสียงลงคะแนนของกองทุนรวมไว้ในข้อบังคับของบริษัทที่ออกหุ้นแล้ว จึงต้องพิจารณาว่ารัฐสามารถวางหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมไว้ในข้อบังคับของบริษัทที่ออกหุ้นได้หรือไม่

ทางการสามารถวางกฎเกณฑ์ได้โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 117 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นการกำหนดให้บลจ. เป็นผู้ดำเนินการให้บริษัทที่ออกหุ้นมีข้อบังคับในลักษณะดังกล่าว แต่เนื่องจากข้อบังคับดังกล่าวอาจกระทบสิทธิของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นสิทธิทางแพ่ง ในเรื่องนี้จึงต้องรอบรตรฐานของคำพิพากษาศาลต่อไป เมื่อบลจ. ขออนุญาตจัดตั้งกองทุนรวมโดยจัดให้บริษัทที่ออกหุ้นมีข้อบังคับตามหลักเกณฑ์ที่ทางการวางไว้ ก็ถือว่าเป็นความสมัครใจของกองทุนรวมในการจำกัดสิทธิออกเสียงลงคะแนนในบริษัทที่ออกหุ้นดังกล่าวและไม่ขัดต่อความสงบและศีลธรรมอันดี และบริษัทที่ออกหุ้นก็ตกลงยินยอมแก้ไขข้อบังคับของบริษัทซึ่งถือเป็นข้อตกลงระหว่างผู้ถือหุ้นด้วยกันเอง ก็น่าจะกระทำได้

(ง) การจำกัดสิทธิออกเสียงของกองทุนรวมเป็นการขัดต่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายละคนหรือไม่

เมื่อปรากฏว่าในข้อตกลงระหว่างผู้ถือหุ้นรายละคนกับบริษัทหลักทรัพย์กำหนดไว้เป็นเช่นใดแล้ว และการที่ผู้ถือหุ้นรายละคนนั้นเท่ากับเป็นการตกลงยินยอม

กับข้อผูกพันนั้นโดยปริยาย และ เมื่อบลจ. ซึ่งเป็นผู้จัดการกองทุนได้ดำเนินการตามโครงการจัดการกองทุนรวมที่ได้รับอนุมัติ โดยเฉพาะในส่วนของนโยบายการลงทุน สิทธิหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนแล้ว ย่อมถือได้ว่าบลจ. ได้จัดการกองทุนรวมอันเป็นหน้าที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และตามข้อตกลงระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนกับบริษัทหลักทรัพย์แล้ว จึงไม่เป็นการขัดต่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน

1.2 ปัญหาการใช้สิทธิออกเสียงของผู้ลงทุนต่างชาติในฐานะผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนของกองทุนรวม

เนื่องจากกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัทที่ออกหุ้น จึงมีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้น จึงเกิดประเด็นปัญหาว่า ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนสามารถกำหนดให้กองทุนรวมออกเสียงลงคะแนนในบริษัทที่ออกหุ้น เป็นประการใดๆ ได้หรือไม่ ก่อนที่จะพิจารณาถึงประเด็นดังกล่าว น่าจะพิจารณาถึงความเหมาะสม หากผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนสามารถกำหนดให้กองทุนรวมออกเสียง เป็นประการใดๆ ในบริษัทที่ออกหุ้น ได้

ในเรื่องนี้ผู้เขียนเห็นว่า เมื่อผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนนำเงินของตนไปลงทุนในกองทุนรวมใด ก็เท่ากับว่าให้ความสนใจกับนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมนั้น และยอมรับข้อกำหนดที่ระบุไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวมแล้ว ซึ่งส่วนหนึ่งของข้อกำหนดนี้ คือ การนำความในข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนกับบริษัทหลักทรัพย์มาระบุไว้ นอกจากนี้เหตุผลในการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติก็เพื่อขยายการลงทุนให้แก่ชาวต่างชาติ เพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ในทางการเงินเท่านั้น จึงจำเป็นต้องป้องกันกิจการตกอยู่ภายใต้การควบคุมการบริหารงานของชาวต่างชาติ ดังนี้หากผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนสามารถสั่งการให้กองทุนรวมออกเสียงในประการใดๆ ในบริษัทที่ออกหุ้นได้ ก็จะเป็นการแทรกแซงกิจการของบริษัทที่ออกหุ้นนั้น จึงไม่ควรให้ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนสั่งการให้กองทุนรวมออกเสียงในประการใดๆ ในที่ประชุมผู้ถือหุ้น

ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงมีการจำกัดสิทธิของผู้ถือหุ้นลงทุนในข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นลงทุนกับบริษัทจัดการว่า การใช้สิทธิออกเสียงในบริษัทที่ออกหุ้น กองทุนรวมจะเป็นผู้พิจารณาตัดสินใจออกเสียงลงคะแนนเองได้โดยไม่ต้องคำนึงถึงความเห็นของผู้ถือหุ้นลงทุน และเนื่องจากว่าไม่มีกฎหมายกำหนดไว้ว่าผู้ถือหุ้นลงทุนมีสิทธิอะไร อีกทั้งยังสามารถกำหนดกันเองได้ในข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นลงทุนกับบริษัทหลักทรัพย์ ผู้เขียนจึงเห็นว่า หากกำหนดไว้อย่างชัดเจนแต่ต้น คือ กำหนดไว้ในข้อผูกพันฯ รายละเอียดโครงการและหนังสือชี้ชวน เพื่อให้ผู้ถือหุ้นลงทุนทราบก่อนที่จะเข้าลงทุนในกองทุนรวมนี้แล้วว่า ตนเองจะไม่สามารถกำหนดให้กองทุนรวมออกเสียงลงคะแนนในประการใดๆในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้นแล้ว เท่ากับเป็นข้อตกลงระหว่างคู่สัญญาทั้ง 2 ฝ่ายแล้ว

2. ปัญหาเกี่ยวกับสัญชาติของกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติ

2.1 กองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติมีสัญชาติไทยหรือไม่

เนื่องจากมีกฎหมายที่จำกัดสิทธิในการประกอบธุรกิจของคนต่างชาติ คือ ประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 พ.ศ. 2515 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศของคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2515 พ.ศ. 2521 และพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศของคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2515 (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2535 และกฎหมายที่จำกัดสิทธิในการมีกรรมสิทธิในทรัพย์สินของคนต่างชาติ เช่น ประมวลกฎหมายที่ดินที่กำหนดนิยามคำว่า "คนต่างด้าว" หมายถึง บุคคลธรรมดาและนิติบุคคลซึ่งไม่มีสัญชาติไทย และขยายความรวมถึงนิติบุคคลที่มีสัญชาติไทยแต่มีคนต่างด้าวลงทุน เป็นผู้ถือหุ้น เป็นหุ้นส่วน เป็นสมาชิก หรือเป็นหุ้นส่วนผู้จัดการ หรือผู้จัดการ เป็นผลให้ต้องพิจารณาสัญชาติของกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติ เพื่อดูว่าบริษัทจดทะเบียนที่กองทุนรวมเข้าไปลงทุนจะสามารถประกอบธุรกิจที่มีกฎหมายควบคุมดังกล่าวได้หรือไม่ โดยได้พิจารณาตามหลักการเรื่องสัญชาติทั้ง 4 หลักการอันได้แก่

- (ก) การถือสัญชาติของนิติบุคคลตามหลักการก่อตั้งหรือจดทะเบียน
(incorporate)
- (ข) การถือสัญชาติของนิติบุคคลตามหลักการถิ่นที่ตั้งสำนักงานแห่งใหญ่
(siege social)
- (ค) การถือสัญชาติของนิติบุคคลตามหลักการศูนย์กลางผลประโยชน์
(exploitation)
- (ง) การถือสัญชาติของนิติบุคคลตามหลักการควบคุม
หลักการควบคุมนี้จะมีหลักการทดสอบสัญชาติจากผู้ถือหุ้น ผู้มีผลประโยชน์ได้เสียส่วนใหญ่ หรือผู้ควบคุมนิติบุคคล ถ้าใช้หลักการทดสอบตามผู้ถือหุ้นหรือผู้มีผลประโยชน์ได้เสียส่วนใหญ่แล้ว กองทุนรวมนี้ก็จะนับถือว่ามีสัญชาติไทย แต่ถ้าใช้หลักผู้ควบคุมนิติบุคคลแล้ว กองทุนรวมนี้ก็มีสัญชาติไทยตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม("บลจ.") ถ้าบลจ. มีสัญชาติไทย กองทุนรวมก็มีสัญชาติไทย และเห็นได้ว่า การบัญญัติกฎหมายตามมาตรา 124 วรรคสองแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์น่าจะเป็นการนำหลักการควบคุม และการทดสอบสัญชาติของผู้ควบคุมนิติบุคคลมาใช้

2.2 บริษัทจดทะเบียน (บริษัทที่ออกหุ้น) ที่มีคนต่างด้าวถือหุ้นถึง 49% ของหุ้นทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนอยู่แล้ว เมื่อกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติเข้าไปลงทุน บริษัทจดทะเบียนนั้นจะสามารถประกอบธุรกิจตามประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 พ.ศ.2515 ต่อไปได้หรือไม่

เนื่องจากตามประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ.2515 (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นกฎหมายที่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจของชาวต่างชาติได้กำหนดนิยามคำว่า "คนต่างด้าว" ให้หมายความรวมถึง นิติบุคคลที่มีสัญชาติไทยแต่มีคนต่างด้าวถือหุ้น เป็นหุ้นส่วน หรือเป็นสมาชิกตั้งแต่กึ่งหนึ่งของจำนวนผู้ถือหุ้น ผู้เป็นหุ้นส่วน หรือผู้เป็นสมาชิกตาม (2)



ของข้อ 3 แห่งประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 พ.ศ. 2515 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2515 (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2535 ด้วย จึงต้องพิจารณาว่ากองทุนรวมนี้จะถือว่าผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน เป็นสมาชิก ตั้งแต่กึ่งหนึ่งของจำนวนผู้เป็นสมาชิก ซึ่งจะถูกต้องว่าเป็นคนต่างด้าวตามประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 หรือไม่

ในเรื่องนี้เมื่อดูนิยามความหมายในพจนานุกรม ฉบับเฉลิมพระเกียรติ พ.ศ. 2530 คำว่า "สมาชิก" หมายถึง ผู้มีสิทธิและมีส่วนร่วมในสมาคมหรือองค์การ และจากการสอบถามเจ้าหน้าที่กรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์ ถึงนิติบุคคลที่อยู่ในนิยามความหมายดังกล่าวว่าหมายถึงนิติบุคคลใดบ้าง ได้ความว่า เท่าที่ผ่านมาก็มีสมาคมและสหกรณ์ที่อยู่ในความหมายนิติบุคคลที่มีสมาชิก....

สำหรับในความเห็นของผู้เขียนแล้ว ผู้เขียนเห็นว่า คำว่า "เป็นสมาชิก" นี้ น่าจะหมายถึงผู้ที่มีสิทธิในการควบคุมการดำเนินงานของนิติบุคคลอย่างแท้จริง และเมื่อพิจารณาจากสิทธิของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนในการควบคุมการดำเนินงานของกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติแล้ว เห็นได้ว่าผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนมิใช่ผู้ที่มีสิทธิควบคุมการดำเนินงานของกองทุนรวมอย่างแท้จริงดัง เช่นสมาชิกในนิติบุคคลอื่น ดังนี้ผู้เขียนเห็นว่ากองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติซึ่งมีผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนเป็นชาวต่างชาติทั้งหมดมิได้อยู่ในนิยามความหมายของคำว่า "คนต่างด้าว" ในประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 พ.ศ. 2515 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2515 (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2535 แต่อย่างไรก็ดี เมื่อกองทุนรวมเข้าไปถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนที่มีคนต่างด้าวถือหุ้นถึง 49 % ของทุนทั้งหมดของบริษัทอยู่ก่อนแล้ว บริษัทจดทะเบียนนั้นก็ยังสามารถประกอบธุรกิจตามประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 พ.ศ. 2515 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ลงวันที่ 24 พฤศจิกายน พ.ศ. 2515 (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2535 ได้ต่อไป

2.3 จากลักษณะการลงทุนของกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติ จะถือว่ากองทุนรวม ฝ่าฝืนข้อ 29 แห่งประกาศคณะกรรมการปฏิวัติฉบับที่ 281 หรือไม่

เมื่อเทียบเคียงลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างกองทุนรวมกับผู้ลงทุนต่างชาติ และลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนแล้ว เห็นได้ว่าความสัมพันธ์ทั้งสองลักษณะนี้ เหมือนกัน เช่น การจัดการลงทุน และการทำหน้าที่ของตัวแทนต้องใช้ความซื่อสัตย์และไม่มีความขัดแย้งในผลประโยชน์ แต่อย่างไรก็ตามก็มีความแตกต่างในประเด็นที่สำคัญมากคือ สิทธิในการควบคุมดูแลจัดการซึ่งตัวการมีสิทธิควบคุมดูแลจัดการอย่างเต็มที่ ในขณะที่ผู้ลงทุนต่างชาติไม่มีสิทธิควบคุมดูแลจัดการลงทุนของกองทุนรวม อีกทั้งเรื่องกรรมสิทธิในทรัพย์สิน ถ้าตัวการมอบหมายให้จัดการทรัพย์สิน ทั้งทรัพย์สินที่ตัวการมอบหมายและทรัพย์สินที่ได้มาก็เป็นกรรมสิทธิของตัวการ ในขณะที่การจัดการเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม หลักทรัพย์สินและทรัพย์สินที่เกิดจากการลงทุนเป็นกรรมสิทธิของกองทุนรวม จึงเห็นว่ากองทุนรวมนี้มีได้ถือหุ้นในฐานะตัวแทนของผู้ลงทุนต่างชาติอันเป็นการฝ่าฝืนข้อ 29 แห่งประกาศคณะกรรมการปฏิวัติฉบับที่ 281 แต่อย่างไรใด

3. ประเด็นปัญหาอื่นๆ

นอกจากปัญหาดังที่กล่าวมาแล้ว ก็มีประเด็นปัญหาอื่นๆ เช่น

- ปัญหาเรื่ององค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้นก็เป็นอีกเรื่องที่น่าสนใจเป็นการแทรกแซงกิจการบริษัทโดยกองทุนรวม เนื่องจากในการจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นได้ ต้องปรากฏว่ามีผู้ถือหุ้นมาประชุมตามจำนวนที่กฎหมายกำหนด คือ ไม่น้อยกว่า 25 คน หรือไม่น้อยกว่า กึ่งหนึ่งของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมีจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นที่เข้าประชุมนั้นถือรวมกันต้องไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ดังนี้ หากกองทุนรวมถือหุ้นเป็นจำนวนมากในบริษัทที่ออกหุ้นนี้ และกองทุนรวมไม่เข้าประชุมก็จะ เป็นผลให้ไม่ครบองค์ประชุมที่จะประชุมผู้ถือหุ้นได้ แต่อย่างไรก็ดี บริษัทที่ออกหุ้นก็สามารถเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นในครั้งต่อไปเพื่อหารือในวาระเดิมได้โดยไม่ต้องพิจารณาถึงจำนวนผู้ถือหุ้นและจำนวนหุ้นตามที่บัญญัติไว้ใน

มาตรา 103 ดังนี้ ผลเสียที่เกิดขึ้นก็คือ ต้องเลื่อนการลงมติซึ่งอาจมีผลต่อการ เปลี่ยนแปลง การตัดสินใจของผู้ถือหุ้น และบริษัทก็ต้องเสียเวลาและค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น เพื่อจัดให้มีการประชุมครั้ง ต่อไป ดังนั้น บริษัทที่ออกหุ้นจึงควรคำนึงถึงสัดส่วนที่จะให้กองทุนรวมนี้ถือได้ไม่เกินจำนวนที่ตน เห็น ว่าอาจมีผลกระทบต่อการบริหารได้

- เหตุใดจึงไม่เปิดโอกาสให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมสามารถจัดตั้ง กองทุนรวมโดยมีนโยบายให้ลงทุนในหุ้นใดหุ้นหนึ่ง ซึ่งจะมีกลไกในการซื้อขายหุ้นและหน่วยลงทุน เช่นเดียวกับกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติ จุดที่แตกต่างจากกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติจะมี ประการเดียวคือ บลจ. ซึ่งเป็นผู้จัดการกองทุนนี้มีตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่

เนื่องจากลักษณะการลงทุนของกองทุนรวมทั่วไป จะเป็นการลงทุนแบบกระจาย ความเสี่ยงด้วยการลงทุนในหุ้นหลายๆตัว (diversify) โดยการลงทุนแบบนี้ก่อให้เกิดประโยชน์ กับผู้ถือหน่วยลงทุน ซึ่งจะลดความเสี่ยงได้มากกว่าการลงทุนเองโดยตรง ดังเช่น การกำหนด หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการลงทุนของกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา

หากจะให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมหุ้นเดียวก็เท่ากับไม่ตรงตามหลักการลงทุนทั่วไป ของกองทุนรวม แต่อย่างไรก็ตาม หากเห็นว่ากองทุนรวมหุ้นเดียวจะเป็นประโยชน์ได้ ก็อาจ มีการจัดตั้งกองทุนรวมในลักษณะดังกล่าวได้ แต่ต้องมีกฎเกณฑ์เพื่อการควบคุมการลงทุนของ กองทุนรวมนี้ด้วย โดยเฉพาะการป้องกันปัญหาที่จะเกิดจากการกระทำอันไม่เป็นธรรมในการซื้อขาย หลักทรัพย์ได้ ดังนี้ เมื่อทางการจะใช้กองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติเป็นเครื่องมือส่งเสริมการลงทุน แล้ว จึงได้ให้ความสำคัญกับผู้ที่จะมาเป็นผู้บริหารกองทุนรวม และเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์คือ องค์กรที่มีความเป็นกลางและมีความเหมาะสมในการทำหน้าที่นี้



ข้อ เสนอแนะ

1. ในการออกกฎเกณฑ์ของทางการ ดังเช่น การให้กองทุนรวมออกเสียงตามเสียงข้างมากในที่ประชุมของบริษัทที่ออกหุ้น ทางการควร เปิดโอกาสให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม "บลจ." ในฐานะผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้น สามารถใช้สิทธิออกเสียงนอกเหนือจากกฎเกณฑ์ที่กำหนด เช่น อาจกำหนดให้บลจ. สามารถขออนุญาตจากทางการ เพื่อใช้สิทธิออกเสียงเป็นอย่างอื่น นอกเหนือจากกฎเกณฑ์ที่กำหนดไว้ ในกรณีที่มีเหตุจำเป็นและสมควร เป็นต้น

2. ในเอกสารต่างๆซึ่งกำหนดสิทธิหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม "บลจ." ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนและผู้ดูแลผลประโยชน์ซึ่งเป็นเอกสารที่บลจ. ต้องยื่นเพื่อขอจัดตั้งกองทุนรวมต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตามมาตรา 118 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อันได้แก่ รายละเอียดโครงการจัดการกองทุนรวม สัญญาจัดตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมและข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนกับบริษัทหลักทรัพย์ ควรกำหนดในเอกสารดังกล่าวถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนอย่างชัดเจนว่า "ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนทราบว่าตนจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางการเงินเท่านั้น อันได้แก่ เงินปันผล การได้สิทธิจองซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มอันเนื่องจากการเพิ่มทุนของบริษัทที่ออกหุ้น และบลจ. ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้นจะเป็นผู้ใช้สิทธิออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมถือหุ้น โดยไม่ต้องคำนึงถึงความเห็นของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน" ทั้งนี้ เพื่อให้คู่สัญญาทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องรับรู้ถึงสิทธิหน้าที่ของตนด้วย

3. ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่ออกหุ้นและผู้ถือหุ้น บริษัทที่ออกหุ้นควรกำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทซึ่งถือเป็นกฎเกณฑ์ภายในของบริษัทและเป็นข้อตกลงระหว่างผู้ถือหุ้นด้วยกันในเรื่องวิธีการออกเสียงของกองทุนรวมในฐานะผู้ถือหุ้นรายหนึ่งของบริษัทให้ชัดเจนด้วย เช่น "ในกรณีที่มีกฎหมายหรือข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้มติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นต้องประกอบด้วยคะแนนเสียงข้างมากหรือคะแนนเสียงที่เป็นอัตราส่วนใดอัตราส่วนหนึ่งต่อจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นทั้งหมดที่

เข้าประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน หากกองทุนรวมได้ส่งผู้แทนของกองทุนรวมเข้าประชุม ในวาระการประชุมใด ให้ถือว่ากองทุนรวมได้ออกเสียงตามเสียงของผู้ถือหุ้นฝ่ายข้างมากหรือฝ่าย ที่ได้คะแนนเสียงตามอัตราส่วนนั้นในวาระการประชุมนั้นโดยอัตโนมัติ"

หนังสือที่แสดงความยินยอมของบริษัทที่ออกหุ้น ซึ่งเป็นเอกสารที่บริษัทที่ออกหุ้นจะ กำหนดสัดส่วนการถือหุ้นที่กองทุนรวมนี้สามารถถือได้ และบริษัทที่ออกหุ้นควรคำนึงถึงจำนวนหุ้นที่ จะให้ชาวต่างชาติถือเพื่อไม่ก่อให้เกิดผลกระทบต่อการทำงานของบริษัท เช่น คำนึงถึงเรื่อง องค์ประชุมในการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทซึ่งจะต้องมีไม่น้อยกว่า 25 คนหรือไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่ง ของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมีจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นที่เข้าประชุมนั้นถือรวมกันต้องไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด

4. ในปัจจุบันผู้ดูแลผลประโยชน์มีหน้าที่ควบคุมดูแลและสั่งให้ บลจ. ดำเนินการให้ถูกต้อง ตามรายละเอียดโครงการ ข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นของบลจ. กับบริษัทจัดการ และตามมาตรา 125 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หากบลจ. ไม่ดำเนินการแล้ว ผู้ดูแลผลประโยชน์ก็ต้องแจ้งให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ทราบเพื่อสั่งการต่อไป จึงควรให้ ผู้ดูแลผลประโยชน์ เข้ามามีบทบาทในการควบคุมดูแลการบริหารงานของบลจ. มากขึ้น เช่น ให้เป็น ผู้พิจารณาสั่งการ เมื่อเกิดปัญหาต่างๆ ในการจัดการกองทุนรวมด้วย อันได้แก่ ปัญหาเกี่ยวกับการจัดการกองทุนรวม หรือการใช้สิทธิออกเสียงของบลจ. ในบริษัทที่ออกหุ้น เนื่องจากผู้ดูแล ผลประโยชน์จะเป็นผู้ควบคุมการจัดการกองทุนของบลจ. อย่างใกล้ชิด แต่อย่างไรก็ดี อำนาจหน้าที่ ของผู้ดูแลผลประโยชน์เท่าที่ปรากฏมีเพียงมาตรา 127 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งถ้าจะขยายอำนาจให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ เข้ามามีบทบาทเพิ่มขึ้นในส่วนนี้ อาจอาศัยอำนาจมาตรา 117 ซึ่งเป็นบทบัญญัติที่ให้อำนาจทางการกำหนดหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมประกอบกับมาตรา 118 ที่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจกำหนดรายการในรายละเอียดโครงการ เช่น อาจกำหนดให้บลจ. ขอ

ความเห็นชอบจากผู้ดูแลผลประโยชน์ ถ้ากองทุนรวมจะออกเสียงนอกเหนือจากที่กำหนดไว้ และ อาจจะกำหนดให้ขอความเห็นชอบเฉพาะกรณีที่การใช้สิทธิออกเสียงของกองทุนรวมจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อการบริหารงานของบริษัทที่ออกหุ้น เมื่อเป็นข้อกำหนดที่อยู่ในรายละเอียดโครงการแล้ว ผู้ดูแลผลประโยชน์จึงมีอำนาจหน้าที่ดูแลให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตามรายละเอียดโครงการโดยเคร่งครัดตามมาตรา 127 ประกอบ มาตรา 125 (1) นอกจากนี้เนื่องจากผู้ดูแลผลประโยชน์ ในปัจจุบัน คือ ผู้รับฝากทรัพย์สินที่ผู้ลงทุนต่างชาติเลือกขึ้น หากจะให้ความเหมาะสมยิ่งขึ้น ผู้ดูแลผลประโยชน์นี้ควร เป็นหน่วยงานของรัฐที่ทางการแต่งตั้งขึ้น ดังเช่น ในประเทศเม็กซิโก ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์แต่งตั้งคณะกรรมการควบคุมการบริหารงานของ CPO Trustee (CPO Technical Committee) ซึ่งประกอบด้วยผู้แทนจากหน่วยงานของรัฐและผู้แทนผู้ถือ CPOs และตามมาตรา 121 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กำหนดว่าผู้ดูแลผลประโยชน์ต้องเป็นธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงิน ดังนั้น ผู้ดูแลผลประโยชน์ที่ทางการ จะแต่งตั้งขึ้นควร เป็นสถาบันการเงินและอาจประกอบด้วย

- ผู้แทนจากกระทรวงพาณิชย์ ซึ่งกรมทะเบียนการค้า กระทรวงพาณิชย์ เป็นผู้ควบคุมการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าวตามประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281
- ผู้แทนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้กำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์
- ผู้แทนจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผู้วางกฎเกณฑ์ในการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมเพื่อชาวต่างชาติ อีกทั้งเป็นผู้ควบคุมธุรกิจการ จัดการกองทุนรวม (บลจ.)
- ผู้แทนจากสมาคมบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ซึ่งเป็นกลุ่มของผู้บริหารกองทุนรวม
- ผู้แทนจากผู้ถือหน่วยลงทุนประเภทนี้