

## บทที่ 5

### วิเคราะห์ปัญหาการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน

จากการศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจการจัดการลงทุนและกองทุนรวมของต่างประเทศและของประเทศไทยในบทที่ 3 และบทที่ 4 ประกอบกับแนวความคิดในการกำกับดูแลธุรกิจการจัดการลงทุนในบทที่ 2 แล้ว พบว่าการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนของประเทศไทยในปัจจุบัน มีปัญหาสำคัญในเชิงโครงสร้างหลักเกณฑ์ที่การกำกับดูแลกองทุนรวมมิได้มุ่งพิจารณาไปที่สาระสำคัญแห่งการระดมเงินมาเพื่อประกอบกิจการจัดการลงทุน แต่กำกับดูแลกองทุนรวมเฉพาะที่จัดตั้งขึ้นตามรูปแบบ (form) ที่กฎหมายกำหนด และมีปัญหาการขาดประสิทธิภาพในการตรวจสอบและคานอำนาจ (check and balance) กันของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ฝ่ายผู้ถือหน่วยลงทุนต่อผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ผู้ถือหน่วยลงทุนต่อบริษัทจัดการ และผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมต่อบริษัทจัดการ นอกจากนี้ ยังมีปัญหาการแบ่งประเภทใบอนุญาตประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนที่ทำให้เกิดความไม่ชัดเจนและซ้ำซ้อนกันด้วย ซึ่งจำแนกปัญหาเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่กล่าวมาเพื่อวิเคราะห์และหาแนวทางแก้ไขได้เป็นสามกลุ่มดังนี้

- 5.1 ปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลรูปแบบของกองทุนรวม
- 5.2 ปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
- 5.3 ปัญหาเกี่ยวกับการแบ่งประเภทใบอนุญาตการจัดการลงทุนออกเป็นการจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

ในการอธิบายปัญหาแต่ละกลุ่ม ผู้เขียนจะวิเคราะห์ปัญหาโดยพิจารณาประกอบตัวอย่างข้อเท็จจริงและที่มาทางประวัติศาสตร์ เพื่อนำไปสู่การเสนอแนวทางแก้ไขปัญหาต่อไปในบทที่ 6

#### 5.1 ปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลรูปแบบของกองทุนรวม

ในการกำกับดูแลในแนวดิ่ง ตามที่ได้กล่าวมาในบทที่ 2 ว่ารัฐจะเข้าไปกำกับควบคุมเชิงมหาชน โดยการตรวจสอบกำกับดูแล และอาศัยอำนาจรัฐเชิงบังคับให้ปฏิบัติตาม ซึ่งในการดำเนินการของรัฐจะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่วางขอบเขตของสิ่งที่จะอยู่ภายใต้กำกับดูแลด้วยนั้น จากการพิจารณาบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (“พระราช

บัญญัติหลักทรัพย์ฯ”) ที่เกี่ยวข้อง \* ดังที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 4 แล้ว สรุปขอบเขตนิยามของสิ่งที่เรียกว่าเป็นกองทุนรวมตามกฎหมายไทยได้ว่า คือ

(1) กองทรัพย์สินที่ได้จากการระดมทุนโดยการจัดตั้งโครงการจัดการกองทุนรวมและจำหน่ายหน่วยลงทุนแก่ประชาชน มีฐานะเป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะที่เกิดจากการจดทะเบียนตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

(2) วัตถุประสงค์ของการระดมทุนคือ เพื่อนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนนั้นไปจัดการลงทุนหรือแสวงหาประโยชน์จากหลักทรัพย์ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า ทรัพย์สินอื่น หรือไปหาดอกผลหรือแสวงหาประโยชน์โดยวิธีอื่นตามที่ระบุไว้ในโครงการ

โดยการระดมทุนใดที่มีลักษณะดังที่กล่าวมาข้างต้น ผู้ระดมทุน (raise fund) และผู้จัดการลงทุน (manage fund) จะต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม และจะต้องอยู่ภายใต้กฎหมายที่กำกับดูแลกองทุนรวมและธุรกิจการจัดการลงทุนนั้น

จากการพิจารณาตามนิยาม “การจัดการกองทุนรวม” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ และบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องแล้วจะเห็นได้ว่า ขอบเขตของการกำกับดูแลกองทุนรวมและธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมตามกฎหมายไทย จำกัดอยู่เฉพาะการประกอบกิจการจัดการลงทุนในกองทุนรวมที่จัดตั้งตามรูปแบบ (form) ที่กำหนด คือเป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ เรียกว่า กองทุนรวม ที่ออกและเสนอขายตราสาร เรียกว่า หน่วยลงทุน ซึ่งมีผลให้ต้องพิจารณาตามรูปแบบของผลิตภัณฑ์ (product) ที่ใช้ในการระดมทุน ทำให้กรณีหากมีการระดมทุนเพื่อนำมาจัดการลงทุนในลักษณะกองทุนรวมที่จัดตั้งในรูปแบบอื่น เช่น บริษัท อาจไม่ถือเป็นกองทุนรวม ทำให้ผู้ระดมทุนและผู้ประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนในกองทุนรวมรูปแบบอื่นไม่อยู่ภายใต้บทบัญญัติที่กำกับดูแลในเรื่องนี้

#### ตัวอย่างข้อเท็จจริง

จากการที่ตลาดทุนในปัจจุบันได้มีการพัฒนาอย่างรวดเร็วตามกระแสโลกาภิวัตน์และการเปิดเสรีทางการเงิน ผู้ประกอบการในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมในต่างประเทศได้แสวงหาตลาดใหม่เพื่อเพิ่มโอกาสในการระดมทุนให้มากที่สุดโดยขยายไปยังประเทศอื่น ๆ ด้วย ซึ่งบริษัทต่างประเทศก็มีความสนใจที่จะนำหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศมาเสนอขายในประเทศไทย ทำให้เกิดการดำเนินการที่มีลักษณะคาบเกี่ยวระหว่างประเทศ (cross border) ขึ้น \*\* ซึ่งรูปแบบ

\* มาตรา 4 นิยาม “การจัดการกองทุนรวม” มาตรา 117 และมาตรา 124 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

\*\* การดำเนินการดังกล่าว เป็นแนวโน้มของตลาดทุนทั่วโลก หน่วยงานกำกับดูแลของประเทศต่าง ๆ จึงได้มีการประชุมกันเพื่อขอร่างข้อตกลงความร่วมมือระหว่างประเทศในการกำกับดูแลกองทุนรวม (Mutual

ของกองทุนรวมในประเทศต่าง ๆ นั้นมีความหลากหลาย และเสนอขายผลิตภัณฑ์ (product) ในการระดมทุนที่ต่าง ๆ กัน โดยรูปแบบของกองทุนรวมที่เป็นที่นิยมจัดตั้งได้แก่ รูปแบบบริษัทซึ่งจะเสนอขายหุ้น และรูปแบบทรัสต์ซึ่งจะเสนอขาย certificate นอกจากนี้ ยังอาจจัดตั้งขึ้นในรูปแบบอื่น ๆ อีกเช่น partnership ซึ่งจะเสนอขายความเป็นหุ้นส่วน เป็นต้น

หากกองทุนรวมดังกล่าว เข้ามาเสนอขายผลิตภัณฑ์เพื่อระดมทุนในประเทศไทย เมื่อมีการกระทำส่วนหนึ่งส่วนใดคือการเสนอขายเกิดขึ้นในประเทศแล้ว ตามหลักดินแดนก็จะต้องพิจารณาว่าอยู่ภายใต้การกำกับดูแลตามกฎหมายไทยอย่างไรบ้าง ซึ่งเมื่อพิจารณาตามกฎหมายที่รองรับในปัจจุบัน ก็มีผลให้ต้องพิจารณาตามรูปแบบของผลิตภัณฑ์ (product) ที่ใช้ในการระดมทุน ซึ่งผลจะเป็นดังนี้

(1) กรณีการเสนอขาย certificate ของ unit trust หรือความเป็นหุ้นส่วนของ partnership เมื่อพิจารณาตามนิยามคำว่า “หลักทรัพย์” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์\* อาจพิจารณาตีความเข้าลักษณะเป็น “หน่วยลงทุน” ได้ เพราะสิ่งที่เสนอขายมีลักษณะของการเป็นตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุน และเป็นผลิตภัณฑ์ที่ระดมทุนมิได้เข้าลักษณะเป็นหลักทรัพย์ประเภทอื่น ดังนั้น การเสนอขาย certificate ของ unit trust หรือความเป็นหุ้นส่วนของ partnership ในประเทศไทยจึงต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์การเสนอขายหน่วยลงทุนตามหมวด 4 ธุรกิจหลักทรัพย์ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ โดยผู้ระดมทุนและผู้จัดการลงทุนจะต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม และจะต้องอยู่ภายใต้กฎหมายที่กำกับดูแลกองทุนรวมและธุรกิจการจัดการลงทุน

(2) กรณีการเสนอขายหุ้นของกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นในรูปบริษัท เมื่อพิจารณาตามนิยามคำว่า “หลักทรัพย์” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์\* แม้สิ่งที่เสนอขายมีลักษณะของการเป็นตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุน แต่ผลิตภัณฑ์ที่ระดมทุนเข้า

---

recognition of collective investment scheme) เช่น การดำเนินการของกลุ่มองค์กรกำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนระดับภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก หรือ IOSCO-APRC (International Organization of Securities Commissions – Asia-Pacific Regional Committee)

\* มาตรา 4 “หลักทรัพย์” หมายความว่า

- (1) ตัวเงินคลัง
- (2) พันธบัตร
- (3) ตัวเงิน
- (4) หุ้น
- (5) หุ้นกู้
- (6) หน่วยลงทุน อันได้แก่ ตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุนรวม

ลักษณะเป็นหลักทรัพยประเภท “หุ้น” การเสนอขายหุ้นดังกล่าวจะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์การออกเสนอขายหุ้นและการเปิดเผยข้อมูล ตามหมวด 2 การออกหลักทรัพยของบริษัท และหมวด 3 การเสนอขายหลักทรัพยต่อประชาชน แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพยฯ

จากการวิเคราะห์ข้างต้นประกอบกับตัวอย่างข้อเท็จจริงจะเห็นได้ว่า บทบัญญัติกฎหมายที่มีในปัจจุบันไม่ครอบคลุมกับรูปแบบการจัดตั้งกองทุนรวมและการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีลักษณะที่หลากหลาย ทำให้เกิดปัญหาในการบังคับใช้กฎหมาย (enforcement) โดยการระดมทุนที่สาระ (substance) เป็นการจัดตั้งกองทุนรวมหรือประกอบกิจการจัดการกองทุนรวมเหมือนกัน แต่มีการกำกับดูแลที่ต่างกัน เพียงเพราะเหตุว่ารูปแบบ (form) ในการจัดตั้งกองทุนรวมและการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่างกัน และอาจเป็นผลให้เกิดช่องทางให้มีการหลีกเลี่ยงการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมในรูปแบบอื่น ๆ (regulatory arbitrage) ได้ ซึ่งจะเห็นได้ว่า มิได้เป็นไปตามข้อความคิดในการที่ภาครัฐจำเป็นต้องเข้าแทรกแซงการประกอบธุรกิจหลักทรัพยประเภทการจัดการลงทุนเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนโดยเท่าเทียมกันไม่ว่ากองทุนจะเกิดจากการรวบรวมเงินขึ้นเป็นรูปแบบหรือโครงสร้างทางกฎหมายอย่างไรก็ตาม

อนึ่ง ในส่วนที่มาของการกำหนดให้กองทุนรวมเป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะ โดยไม่กำหนดให้กองทุนรวมจัดตั้งโดยใช้รูปแบบนิติบุคคลที่มีอยู่ตามกฎหมายพื้นฐานทั่วไป เช่น บริษัทหรือทรัสต์ (ต้องมีการออกกฎหมายมารองรับการจัดตั้ง) นั้น จากการตรวจสอบในชั้นการพิจารณาของคณะกรรมการคณะกรรมการวิสามัญพิจารณาร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพยฯ และตลาดหลักทรัพย พ.ศ. ... สถานีวิทยุ ผู้เขียนไม่พบว่าได้มีการพิจารณาในประเด็นนี้ แต่มีผู้ให้ข้อสังเกตเกี่ยวกับสถานะของกองทุนรวมของไทยก่อนการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพยฯ ว่า การที่ประเทศไทยให้จัดตั้งกองทุนรวมในรูปสัญญา โดยไม่นำกองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์มาใช้ เนื่องจากกฎหมายไทยไม่ยอมรับกฎหมายทรัสต์ และเนื่องจากประเทศไทยใช้ระบบกฎหมาย Civil Law เช่นเดียวกับประเทศญี่ปุ่นและเยอรมัน จึงไม่นิยมกองทุนรวมในรูปบริษัทเพราะมีบทบัญญัติเกี่ยวกับบริษัทจำกัดที่ทำการค้าโดยทั่วไปอยู่แล้ว อีกทั้งกองทุนรวมในรูปแบบสัญญา เป็นรูปแบบที่ง่ายจึงได้มีการนำรูปแบบกองทุนรวมในรูปสัญญามาใช้ และผู้เขียนมีข้อสังเกตว่า สถานะของกองทุนรวมของไทยที่กำหนดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพยฯ ก็เกิดจากการแก้ปัญหาสถานะทางกฎหมายของกองทุนรวม\* โดยไม่ยอมรับกฎหมายทรัสต์ แต่ใช้วิธีสร้างนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะ

<sup>1</sup> กุณชล เจริญเรืองรังสี, “สถานะภาพทางกฎหมายของกองทุนรวม,” หน้า 143.

\* ดังที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 ว่า ตามกฎหมายก่อนปี พ.ศ. 2535 กองทุนรวมมีสภาพเป็นเพียงบัญชีหนึ่งของบริษัทจัดการเท่านั้น ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาได้ในกรณีที่บริษัทจัดการประสบปัญหาทางการเงินอันอาจทำให้ทรัยสินของกองทุนรวมตกอยู่ในบังคับของเจ้าหนี้ของบริษัทจัดการได้ นอกจากนี้ ในการยกร่างพระราช

ใหม่ขึ้น และพยายามประยุกต์รูปแบบของกฎหมายทรัสต์มาใช้ ซึ่งจะเห็นได้จากการกำหนดโครงสร้างกฎหมายในเรื่องผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมที่กำหนดขึ้นมาให้ทำหน้าที่ในบทบาทของทรัสต์ ซึ่งจะกล่าวต่อไปใน 5.2

## 5.2 ปัญหาเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ในการกำกับดูแลในแนวนอน ตามที่ได้กล่าวมาในบทที่ 2 ว่ารัฐจะไม่เข้าไปเกี่ยวข้องเองโดยตรง แต่จะเข้าไปเกี่ยวข้องโดยอ้อม กล่าวคือรัฐจะทำหน้าที่ในการออกแบบโครงสร้างของความสัมพันธ์ของบุคคลฝ่ายต่าง ๆ ให้เกิดการตรวจสอบกันเองและถ่วงดุลกัน (check and balance) นั้น ตามแนวทางการกำกับดูแลที่เป็นสากล โครงสร้างกฎหมายจะมีความชัดเจนในการแยกกองทุนรวมในฐานะที่เป็นผู้ระดมทุนจากประชาชนออกจากผู้จัดการลงทุน โดยโครงสร้างของกองทุนรวมจะมีการกำหนดบุคคลที่เป็นผู้แทนกองทุนรวมซึ่งจะรับผิดชอบต่อผู้ลงทุนในการติดตามตรวจสอบดูแลผู้จัดการลงทุนว่าได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่ผู้ระดมทุนได้เปิดเผยข้อมูลไว้กับผู้ลงทุนหรือไม่ โดยกรณีกองทุนรวมในรูปแบบที่เป็นที่นิยมคือ unit trust และบริษัท บทบาทตรงนี้จะตกอยู่กับคณะกรรมการบริษัทหรือคณะกรรมการทรัสต์

แต่จากการพิจารณาบทบัญญัติเกี่ยวกับการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ แล้ว พบว่าการแยกกองทุนรวมในฐานะที่เป็นผู้ระดมทุนจากประชาชนออกจากผู้จัดการลงทุนตามกฎหมายไทยขาดความชัดเจน กล่าวคือ โครงสร้างของกองทุนรวมที่เป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะตามกฎหมายไทยจะมีบริษัทจัดการเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวม<sup>2</sup> เปรียบเสมือนเป็นผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวม เมื่อผู้จัดการลงทุนเป็นผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวมด้วย กฎหมายจึงต้องกำหนดโครงสร้างการตรวจสอบดูแลด้วยการกำหนดให้มีบุคคลที่สามขึ้นมาทำหน้าที่ตรวจสอบและคานอำนาจของผู้จัดการลงทุน ซึ่งก็คือผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม

---

บัญญัติหลักทรัพย์ฯ ยังมีจุดประสงค์เพื่อขจัดปัญหาเรื่องสัญชาติของกองทุนรวมประเภท country fund ซึ่งแต่เดิมมีปัญหาเรื่องสัญชาติเนื่องจากมีผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นชาวต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่ จึงเกิดความสับสนในเรื่องสัญชาติของกองทุนรวมได้ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ จึงกำหนดให้กองทุนรวมที่จดทะเบียนแล้วมีสัญชาติเดียวกับบริษัทจัดการเพื่อให้เกิดความชัดเจนว่าเมื่อกองทุนรวมลงทุนในหุ้นของบริษัทใด จะถือว่ากองทุนรวมเป็นผู้ถือหุ้นสัญชาติไทย ไม่ว่าผู้ถือหน่วยลงทุนส่วนใหญ่จะมีสัญชาติใดก็ตาม

<sup>2</sup> มาตรา 124 วรรคสอง แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

การที่กฎหมายกำหนดให้นิติบุคคลกองทุนรวมตามกฎหมายไทย มีบริษัทจัดการซึ่งเป็นนิติบุคคลเป็นผู้ดำเนินการแทน แตกต่างจากนิติบุคคลประเภทอื่นที่หลักกฎหมายทั่วไปตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ป.พ.พ.) กำหนดให้มีบุคคลธรรมดาเป็นผู้แทนนิติบุคคลเพื่อแสดงเจตนาแทนนั้น\* มีที่มาทางประวัติศาสตร์โดยเมื่อครั้งที่สภานิติบัญญัติแห่งชาติในปี พ.ศ.2534 ได้ยกร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ในการประชุมคณะกรรมาธิการวิสามัญพิจารณาร่างพระราชบัญญัติ

---

\* แนวคิดดังกล่าวเห็นได้จากบทบัญญัติในมาตรา 70 แห่ง ป.พ.พ. ซึ่งบัญญัติว่า “นิติบุคคลต้องมีผู้แทนหนึ่งคนหรือหลายคน ทั้งนี้ ตามที่กฎหมาย ข้อบังคับ หรือตราสารจัดตั้งจะได้อำนาจไว้

ความประสงค์ของนิติบุคคลย่อมแสดงออกโดยผู้แทนของนิติบุคคล”

นอกจากนี้ มีคำอธิบายทางวิชาการว่า การมีบุคคลธรรมดาเป็นผู้กระทำการแทนหรือแสดงเจตนาถือเป็นองค์ประกอบของการเป็นนิติบุคคล โดยทฤษฎีแนวคิดดังกล่าววางองค์ประกอบของนิติบุคคลไว้ดังนี้

(1) นิติบุคคลจะเกิดขึ้นได้จาก 2 ทฤษฎีหรือแนวคิดคือ ทฤษฎีการสมมติ (fiction theory) โดยอาศัยเทคนิคทางกฎหมาย ทำการยอมรับรอง กล่าวคือ เป็นผลแห่งการยอมรับรองโดยกฎหมาย กับทฤษฎีที่มีอยู่จริงหรือเป็นองค์ภาพพ (realistic หรือ organic theory) นิติบุคคลไม่เป็นเพียงการสมมติเท่านั้น แต่ถือว่าเป็นนิติบุคคลที่มีอยู่จริง มีสถานภาพแตกต่างหากจากบุคคลธรรมดา โดยแม้ว่าทั้งสองทฤษฎีจะมีแนวคิดต่างกัน แต่ในที่สุดก็ต้องอาศัยกฎหมาย การจะมีสถานภาพบุคคลต่างหากจากบุคคลธรรมดาจะต้องอาศัยอำนาจบทบัญญัติแห่งกฎหมาย

(2) นิติบุคคลจะต้องดำรงอยู่ (existence) โดยไม่จำเป็นต้องกำหนดระยะเวลาแต่ประการใด แต่ข้อสำคัญคือจะต้องมีความต่อเนื่องหรือสืบเนื่อง (continuity รวมความเรียกว่า continuous legal existence)

(3) นิติบุคคลจะต้องมีสถานภาพแยกออกจากบุคคลธรรมดา แต่ในขณะที่เดียวกันจะต้องมีบุคคลธรรมดาเป็นผู้กระทำการแทนหรือแสดงเจตนา เรียกว่า “ผู้แทนนิติบุคคล” (legal representative) การกระทำของผู้แทนจะต้องกระทำภายในขอบวัตถุประสงค์ ข้อบังคับ ขอบอำนาจ กฎหมาย กฎระเบียบ ฯลฯ ที่ชอบด้วยกฎหมาย

(4) นิติบุคคลจะต้องเป็นวัตถุแห่งกฎหมาย (subject of law) โดยการรับรองของกฎหมาย และนิติบุคคลจะต้องเป็นประธานหรือผู้สามารถทางสิทธิและหน้าที่ตามกฎหมาย (subject of right and duties)

(5) นิติบุคคลจะต้องมีการจัดระเบียบและมีการบริหารเพื่อจุดมุ่งหมายที่เด่นชัดบางประการ เพราะนิติบุคคลจะต้องมีวัตถุประสงค์หรือมีเป้าหมายที่เด่นชัด

(6) นิติบุคคลจะต้องมีทรัพย์สิน

(7) นิติบุคคลจะต้องมีสิทธิ หน้าที่ ความรับผิดชอบ

(ประสิทธิ์ โฉ่ววิไลกุล, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยนิติบุคคลและความรับผิดชอบของนิติบุคคล (กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์นิติธรรม, 2543), หน้า 10-11.)

อนึ่ง มีคำอธิบายทางวิชาการอีกแนวทางหนึ่งเห็นว่า หากถือหลักว่านิติบุคคลย่อมมีสิทธิและหน้าที่เช่นเดียวกับบุคคลธรรมดาตามมาตรา 67 และหากการเข้าเป็นผู้แทนนิติบุคคลนั้นไม่ขัดต่อวัตถุประสงค์ของนิติบุคคลผู้แทนนั่นเอง และไม่มีกฎหมายใดมาจำกัดสิทธิของนิติบุคคลไว้โดยเฉพาะ นิติบุคคลก็ย่อมเป็นผู้แทนของนิติบุคคลด้วยกันได้ (กิตติศักดิ์ ปรกติ, เอกสารประกอบการศึกษา วิชากฎหมายแพ่ง: หลักทั่วไป บุคคลธรรมดาและหลักทั่วไปว่าด้วยนิติบุคคล (ม.ป.ท., 2546), หน้า 215.)

หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ... เมื่อวันที่ 12 ธันวาคม พ.ศ. 2534 ได้มีการพิจารณาประเด็นเกี่ยวกับผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวม โดยมีการแสดงความเห็นในที่ประชุมว่า นิติบุคคลกองทุนรวมควรที่จะมีผู้แทนเป็นบุคคลธรรมดา ซึ่งมีการเสนอให้แก้ปัญหาดังกล่าวโดยให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมเป็นผู้ตั้งผู้แทนกองทุนฯ สืบ แต่มีข้อห่วงหวังถึงที่ต้องการให้บริษัทจัดการเป็นผู้แทนเพื่อให้บริษัทจัดการรับผิดชอบหากกระทำผิดหน้าที่ในฐานะผู้แทน โดยเห็นว่าผู้แทนของบริษัทจัดการก็เป็นผู้แสดงเจตนาแทนกองทุนไปในตัว ข้อเสนอจึงไม่ได้รับการนำมากำหนดไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์<sup>3</sup>

ในส่วนที่มาทางประวัติศาสตร์ของการกำหนดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรมนั้น เกิดจากการพัฒนากฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจกองทุนรวม โดยตามกฎหมายก่อนปี พ.ศ. 2535 ก็ได้มีการกำหนดบุคคลฝ่ายที่สามในการจัดการกองทุนรวมไว้ คือผู้รับฝากหลักทรัพย์ โดยผู้รับฝากหลักทรัพย์มีหน้าที่เก็บรักษาทรัพย์สินของโครงการที่บริษัทจัดการฝากไว้และตรวจสอบการจัดการลงทุนของบริษัทจัดการ ต่อมาเมื่อมีการออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้มีการเพิ่มบทบาทของบุคคลฝ่ายที่สามที่จะทำหน้าที่ตรวจสอบและคานอำนาจของบริษัทจัดการให้มีความสำคัญมากยิ่งขึ้น โดยกำหนดให้มีบุคคลเรียกว่า ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ซึ่งทำหน้าที่นอกจากการเก็บรักษาทรัพย์สินของกองทุนรวม และตรวจสอบการจัดการลงทุนของบริษัทจัดการให้เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในโครงการดังเช่นผู้รับฝากหลักทรัพย์ตามกฎหมายเดิมแล้ว ยังมีการทำหน้าที่เพื่อผู้ลงทุนในเรื่องต่าง ๆ ในลักษณะการทำหน้าที่ของทรัสต์ด้วย ซึ่งเป็นการสร้างกลไกที่ต้องการให้มีผลในลักษณะเหมือนกฎหมายทรัสต์มาใช้โดยไม่ยอมรับให้มีกฎหมายทรัสต์ แต่โดยที่การสร้างกลไกดังกล่าวมิได้เป็นนิติสัมพันธ์ในลักษณะทรัสต์อย่างแท้จริง และยังมีได้มีการนำหลักกฎหมายสำคัญเกี่ยวกับเรื่องทรัสต์มาบัญญัติไว้ จึงเป็นการประยุคต์การสร้างทรัสต์ขึ้นอย่างมีขอบเขตและมีข้อจำกัด

ด้วยโครงสร้างดังที่กล่าวมา ส่งผลให้กองทุนรวมของประเทศไทยเกิดปัญหาการขาดประสิทธิภาพในการตรวจสอบและคานอำนาจ (check and balance) กันของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ฝ่ายผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนต่อผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนต่อบริษัทจัดการ และผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ต่อบริษัทจัดการ ดังนี้

<sup>3</sup> สภานิติบัญญัติแห่งชาติ, “รายงานการประชุมคณะกรรมาธิการวิสามัญพิจารณาร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ...,” วันที่ 12 ธันวาคม พ.ศ. 2534 (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

(1) การตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนที่มีต่อผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ

ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมเป็นบุคคลฝ่ายที่สามที่เข้ามาตรวจสอบดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมแทนผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนทั้งหมด แต่ก็มิใช่ตัวแทนตามกฎหมายของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน เพราะมิได้รับมอบอำนาจหรือทำสัญญากับผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน ผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ มิได้มีนิติสัมพันธ์โดยตรงต่อผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน เนื่องจากผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ เป็นบุคคลที่บริษัทจัดการกองทุนรวมเป็นผู้ทำสัญญาแต่งตั้งขึ้น ทำให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ขาดภาวะความรับผิดชอบตามสัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ต่อกองทุนรวมและผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน กฎหมายจึงต้องใช้วิธีทางอ้อมเพื่อเชื่อมการตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนต่อผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ โดยสร้างบทบัญญัติเฉพาะให้สิทธิผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนรวมกันไม่ต่ำกว่าร้อยละสิบของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดในการฟ้องร้องบังคับคดีกับผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ที่กระทำการ งดเว้นกระทำการ หรือละเลยไม่ปฏิบัติหน้าที่จนก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน<sup>4</sup> และกำหนดให้การแต่งตั้ง เจริญไขการเปลี่ยนแปลง และคำตอบแทนของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ เป็นส่วนหนึ่งของข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนกับบริษัทจัดการ<sup>5</sup> กล่าวคือเป็นข้อตกลงระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนกับบริษัทจัดการ ให้บริษัทจัดการซึ่งเป็นผู้ทำสัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ไปเปลี่ยนผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ เมื่อผู้ถือหุ้นมีมติโดยเสียงข้างมากเรียกร้องให้มีการเปลี่ยนตัวผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ซึ่งการกำหนดรูปแบบการตรวจสอบและคานอำนาจโดยกฎหมายเฉพาะแตกต่างจากรูปแบบตามกฎหมายพื้นฐานทั่วไปนี้ ทำให้ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนไม่สามารถตรวจสอบและคานอำนาจผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ผู้ลงทุนขาดความเข้าใจที่ชัดเจนในสิทธิของตนเองที่มีในฐานะผู้มีส่วนได้เสียในกองทุนรวม\*

(2) การตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนที่มีต่อบริษัทจัดการ

นอกจากการตรวจสอบผ่านผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ แล้ว ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนมีสิทธิตรวจสอบและคานอำนาจบริษัทจัดการ โดยตรงผ่านการใช้สิทธิลงมติแก้ไขเพิ่มเติมโครงการตามมาตรา 129 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ แต่อย่างไรก็ดี ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนก็ไม่สามารถลงมติเปลี่ยนตัวบริษัทจัดการได้ เนื่องจากไม่มีบทกฎหมายรองรับให้ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนสามารถเปลี่ยนตัวบริษัท

<sup>4</sup> มาตรา 132 ประกอบมาตรา 47 และมาตรา 48 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

<sup>5</sup> มาตรา 119(2) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

\* ข้อเท็จจริงในทางปฏิบัติพบว่า ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนขาดความตื่นตัวในการปกป้องสิทธิเหล่านี้ของตนเอง โดยไม่เคยมีการฟ้องร้องบังคับคดีกับผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ โดยผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน หรือการเปลี่ยนตัวผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ที่เกิดจากข้อเรียกร้องของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนเลย



จัดการ นอกจากนี้ บุคคลที่ทำหน้าที่เสมือนเป็นผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวมที่จะดำเนินการแทนผู้ถือหุ้นวงลงทุนก็คือตัวบริษัทจัดการซึ่งเป็นบุคคลผู้มีผลประโยชน์ขัดแย้งในการนี้ด้วย

(3) การตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ต่อบริษัทจัดการ

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่า ตามหลักเกณฑ์ในปัจจุบันบริษัทจัดการเป็นผู้คัดเลือกและแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ที่จะเป็นผู้ตรวจสอบการทำงานของบริษัทยังไงเอง ซึ่งเห็นได้ว่าเป็นโครงสร้างที่ขัดต่อความเป็นอิสระของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ในการทำหน้าที่

เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์การปฏิบัติหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ในปัจจุบันพบว่า ผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ยังขาดบทบาทเชิงรุก (active role) โดยมีหน้าที่เพียงตรวจสอบดูแลให้บริษัทจัดการปฏิบัติตามโครงการและทำหน้าที่เกี่ยวกับการบริหารจัดการทั่วไป (administration) ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 127\* แต่มิได้เข้าไปกำกับ (supervise) บริษัทยังไงเพื่อเป็นการสร้างมาตรการป้องกันความเสียหาย ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ได้พยายามดำเนินการแก้ไขในเรื่องนี้ภายใต้ขอบเขตอำนาจตามกฎหมายในปัจจุบัน โดยการกำหนดหน้าที่แก่บริษัทจัดการ เพื่อให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ เข้ามาเกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นการกำหนดหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ทางอ้อม เช่น กำหนดให้รายงานในรอบปีบัญชีที่บริษัทจัดการต้องส่งให้แก่ผู้ถือหุ้นวงลงทุนและสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. ต้องมีความเห็นของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ เกี่ยวกับการจัดการกองทุนรวม กำหนดให้บริษัทจัดการต้องให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ เป็นผู้รับรองความถูกต้องในการคำนวณมูลค่าทรัพย์สิน มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ฯลฯ และให้ความเห็นชอบแก่บริษัทจัดการในการกำหนดวิธีคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน เป็นต้น นอกจากนี้ ในกรณีที่บริษัทจัดการกระทำการหรืองดเว้นกระทำการจนก่อให้เกิดความเสียหายแก่กองทุนรวม หรือไม่ปฏิบัติหน้าที่ ผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ก็มีบท

\* มาตรา 127 ให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมมีอำนาจและหน้าที่ดังต่อไปนี้

- (1) ดูแลให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตามมาตรา 125 โดยเคร่งครัด
- (2) รับฝากทรัพย์สินของกองทุนรวมโดยแยกไว้ต่างหากจากทรัพย์สินอื่น พร้อมทั้งดูแลให้การเบิกจ่ายทรัพย์สินของกองทุนรวมเป็นไปตามที่ระบุไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวม
- (3) จัดทำบัญชีแสดงการรับจ่ายทรัพย์สินของกองทุนรวม
- (4) จัดทำรายงานเสนอต่อสำนักงาน ในกรณีที่บริษัทหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการจนก่อให้เกิดความเสียหายแก่กองทุนรวม หรือไม่ปฏิบัติหน้าที่ตามมาตรา 125
- (5) ดำเนินการฟ้องร้องบังคับคดีให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตามหน้าที่ของตนหรือฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนความเสียหายจากบริษัทหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นวงลงทุนทั้งปวง หรือเมื่อได้รับคำสั่งจากสำนักงาน

ค่าใช้จ่ายในการฟ้องร้องบังคับคดีเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นวงลงทุนในกองทุนรวมใดให้เรียกออกจากทรัพย์สินของกองทุนรวมนั้น

บาทดำเนินการเพียงการรายงานเรื่องดังกล่าวให้แก่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. แต่ไม่มีอำนาจในการเปลี่ยนตัวบริษัทจัดการดังเช่นบทบาทของทรัสต์ โดยผู้มีอำนาจเพิกถอนการเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการ และสั่งให้บริษัทจัดการอื่นเข้าดำเนินการแทนคือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

ในส่วนหลักเกณฑ์ที่กำหนดเกี่ยวกับการทำหน้าที่ที่ว่าเป็นการนำเอากลไกที่ต้องการให้รูปแบบมีผลเหมือนทรัสต์มาใช้ นั้น ยังมีได้มีการนำหลักสำคัญเกี่ยวกับการทำหน้าที่ของทรัสต์มาบัญญัติไว้หลายประการเช่น

- ไม่มีบทบัญญัติโดยตรงที่กำหนดหน้าที่ที่เกี่ยวกับความไว้วางใจ (fiduciary duties) เข้ามาควบคุมการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ในลักษณะเดียวกับทรัสต์
- ไม่มีบทบัญญัติโดยตรงที่กำหนดถึงข้อห้ามในการกระทำของผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ อันเป็นการขัดต่อประโยชน์ส่วนได้เสียของกองทุน (conflict of interest)
- ไม่มีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการติดตามกรรมสิทธิ์ในกองทรัสต์สินค้ำ (tracing rule) ในกรณีที่ทรัสต์สินค้ำของกองทุนอยู่ในความครอบครองของบุคคลภายนอก โดยหน้าที่เกี่ยวกับการฟ้องร้องบังคับคดีในมาตรา 127 เป็นหน้าที่ฟ้องร้องต่อบริษัทจัดการให้ปฏิบัติตามหน้าที่ หรือฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนความเสียหายจากบริษัทจัดการเท่านั้น\*

จากปัญหาโครงสร้างหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ตามกฎหมายปัจจุบันที่กล่าวข้างต้น ส่งผลให้การคุ้มครองผู้ลงทุนขาดประสิทธิภาพจึงควรมีการแก้ไขปรับปรุงกฎหมายในเรื่องนี้

### 5.3 ปัญหาเกี่ยวกับการแบ่งประเภทใบอนุญาตการจัดการลงทุนออกเป็นการจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

โดยที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ในลักษณะของการให้บริการในการจัดการทรัสต์สินค้ำให้แก่บุคคลอื่นเพื่อหาประโยชน์จากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัสต์สินค้ำให้แก่บุคคลดังกล่าว แบ่งเป็นสองประเภทใบอนุญาต คือ การจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคลนั้น จากการศึกษาวิจัยพบว่า การแบ่งประเภทใบอนุญาตการจัดการลงทุนออกเป็นสองประเภทซึ่งเป็นรูปแบบเฉพาะของประเทศไทยนั้น ส่งผลให้มีความ

---

\* ข้อเท็จจริงในทางปฏิบัติพบว่า ผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ไม่เคยดำเนินการฟ้องร้องบังคับคดีให้บริษัทจัดการปฏิบัติตามหน้าที่ หรือฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนความเสียหายจากบริษัทจัดการ ซึ่งเป็นหน้าที่ประการหนึ่งที่ระบุไว้ในมาตรา 127 เลย

ไม่ชัดเจนเกี่ยวกับขอบเขตของลักษณะธุรกิจที่เป็นสาระสำคัญ (essential substance) ของใบอนุญาตแต่ละใบ ทำให้เกิดปัญหาในการวินิจฉัยว่าการดำเนินการจัดการลงทุนนั้นเป็นการประกอบธุรกิจประเภทใด และทำให้มีช่องทางการหลีกเลี่ยงการอยู่ภายใต้กฎหมายที่กำกับดูแลในส่วนของการระดมทุนด้วยการใช้รูปแบบของการจัดการกองทุนส่วนบุคคล นอกจากนี้ ความซ้ำซ้อนของใบอนุญาตทั้งสองก่อให้เกิดการสิ้นเปลืองค่าใช้จ่ายในการกำกับดูแลของภาครัฐ และค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายของภาคเอกชนอีกด้วย ซึ่งอธิบายการวิเคราะห์ในแต่ละประเด็นได้ดังนี้

5.3.1 เปรียบเทียบความมีลักษณะร่วมกันและความแตกต่างของธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

5.3.2 ความใกล้เคียงกันระหว่างกองทุนรวมกับกองทุนส่วนบุคคล

5.3.3 ต้นทุนการกำกับบริษัทหลักทรัพย์ที่มีต่อบริษัทหลักทรัพย์ และต้นทุนของผู้กำกับดูแล

5.3.1 เปรียบเทียบความมีลักษณะร่วมกันและความแตกต่างของธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

(1) ความมีลักษณะร่วมกัน

(1.1) สาระสำคัญของการประกอบธุรกิจ

การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล มีสาระสำคัญของการประกอบธุรกิจที่เหมือนกัน คือ เป็นการให้บริการจัดการเงินลงทุนให้แก่ผู้ลงทุน เพื่อแสวงหาผลประโยชน์จากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่น โดยได้รับค่าธรรมเนียมหรือค่าตอบแทน

(1.2) กระบวนการจัดการลงทุน

ในการจัดการลงทุนไม่ว่าจะเป็นเพื่อกองทุนรวมหรือกองทุนส่วนบุคคล ต่างก็กระทำด้วยกระบวนการเดียวกัน โดยความหมายของ การจัดการลงทุน (portfolio management) ก็คือ กระบวนการลงทุนในหลักทรัพย์และทรัพย์สินประเภทต่าง ๆ โดยมีการดำเนินธุรกรรมที่เกี่ยวข้อง

อย่างเป็นขั้นตอน หลักทรัพย์และทรัพย์สินที่ลงทุนนั้นถูกคัดเลือกแล้วว่าจะมีความเหมาะสมที่จะลงทุนที่สุด โดยพิจารณาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องทั้งที่เกี่ยวกับสถานการณ์การลงทุนในขณะนั้น และคุณสมบัติของผู้ลงทุนเอง<sup>6</sup>

กระบวนการจัดการลงทุนประกอบด้วยธุรกรรมต่าง ๆ ตามขั้นตอนดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 สํารวจลูกค้า: ได้แก่ ขั้นตอนที่ผู้จัดการกองทุนจะต้องเก็บข้อมูลเกี่ยวกับผู้ลงทุน และทำการวิเคราะห์ประเมินผล เพื่อให้รับทราบถึงวัตถุประสงค์ในการลงทุนของผู้ลงทุน (investor objectives) ตลอดจนความชื่นชอบส่วนตัว (preference) และข้อจำกัด (constraints) ของผู้ลงทุน เมื่อทำการสํารวจลูกค้าแล้ว ผู้จัดการกองทุนก็จะสามารถกำหนดนโยบายการลงทุน (investment policies) และกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุน (investment strategies) ให้กับผู้ลงทุนนั้นได้อย่างเหมาะสม ขั้นตอนนี้หากเป็นการจัดการกองทุนรวม จะเป็นขั้นตอนของการจัดทำนโยบายการลงทุนของโครงการและเสนอนโยบายการลงทุนตามโครงการ (ขายหน่วยลงทุน) ต่อลูกค้าซึ่งก็คือผู้ลงทุนทั่วไป และหากเป็นการจัดการกองทุนส่วนบุคคลก็จะเป็นขั้นตอนของการจัดทำข้อมูลลูกค้าและเสนอโยบายการลงทุนต่อลูกค้าเพื่อทำสัญญา

ขั้นตอนที่ 2 สํารวจตลาด: ได้แก่ การที่ผู้จัดการกองทุนจะทำการวิเคราะห์วิจัยข้อมูลตลาดทุน ปัจจัยเศรษฐกิจ การเงิน สังคม และการเมือง ในขณะนั้น ซึ่งอาจมีผลบวกหรือลบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์และทรัพย์สินประเภทต่าง ๆ ต่อจากนั้น ผู้จัดการกองทุนจะประเมินความเสี่ยงและคาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุน (market expectation) โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวังได้จากการลงทุนในตลาดหุ้น ตลาดตราสารหนี้ ตลาดเงิน และอื่น ๆ จากนั้นผู้จัดการกองทุนจึงจะสามารถกำหนดสัดส่วนการลงทุนระหว่างหลักทรัพย์และทรัพย์สินประเภทต่าง ๆ ได้อย่างเหมาะสมกับสถานการณ์ในขณะนั้น

ขั้นตอนที่ 3 สร้างพอร์ตการลงทุน: ภายหลังจากการสํารวจลูกค้าและสํารวจตลาดแล้ว ผู้จัดการกองทุนก็จะสามารถสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน (investment portfolio) ซึ่งมีขั้นตอนดังนี้

- จัดสรรเงินลงทุนอย่างเหมาะสมในทรัพย์สินต่างประเภท (asset allocation) ที่อยู่ในตลาดต่าง ๆ
- วางกรอบการลงทุนที่ผ่านการวิเคราะห์แล้วว่าจะให้ผลตอบแทนสูงสุด (portfolio optimization)

<sup>6</sup> สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. ผู้ทำหน้าที่ขายหน่วยลงทุนกองทุนรวม ผู้ทำหน้าที่ด้านการตลาดกองทุนส่วนบุคคล (ผู้วางแผนการลงทุน : Investment Planner – IP). (กรุงเทพฯ: บริษัททมาสเตอร์คีย์ จำกัด, 2545), หน้า191.

- เลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุน (securities selection) โดยกำหนดน้ำหนักการลงทุนที่เหมาะสม

- ดำเนินการตามแผนการลงทุนที่กำหนด (implementation)
- เข้าซื้อหลักทรัพย์ (execution) ตามจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม

ขั้นตอนที่ 4 สํารวจผล: ได้แก่ การที่ผู้จัดการกองทุนทำการวัดและประเมินผลว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน (investment portfolio) นั้น ให้ผลตอบแทนตามที่ผู้ลงทุนมุ่งหมายไว้ (attainment of investor objectives) หรือไม่ หรือในขณะที่จัดการลงทุนอยู่นั้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผู้ลงทุน (investor-related input factors) หรือปัจจัยทางเศรษฐกิจและสถานการณ์ตลาด (economic and market input factors) หรือไม่ อย่างไร หากมีการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ อันอาจมีผลกระทบไม่ว่าจะเป็นบวกหรือลบต่อการจัดการลงทุน หรือเมื่อวัดผลการลงทุนแล้วไม่ปรากฏผลตามความมุ่งหมาย ผู้จัดการกองทุนนั้นก็จะต้องปรับสัดส่วน หรือเปลี่ยนหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ในพอร์ตเสียใหม่ให้เหมาะสมกว่าเดิม (rebalancing the portfolio)

ในการจัดการกองทุนรวมหรือกองทุนส่วนบุคคลก็ดี ผู้จัดการกองทุนจะปฏิบัติตามขั้นตอนของกระบวนการจัดการลงทุนที่กล่าวข้างต้นเหมือนกันทั้งสิ้น<sup>7</sup>

### (1.3) สาระสำคัญของหน้าที่ในการจัดการกองทุน

จากการพิจารณาหน้าที่ของบริษัทจัดการทั้งในการจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ผู้เขียนมีข้อสังเกตว่า สาระสำคัญของหน้าที่ในการจัดการกองทุนทั้งสองประเภทไม่มีความแตกต่างกัน ดังนี้

(ก) หน้าที่ในการจัดการลงทุนให้เป็นไปตามที่ตกลงไว้กับผู้ลงทุน

ในการจัดการกองทุนรวม บริษัทจัดการต้องจัดการให้เป็นไปตามโครงการตลอดจนข้อผูกพันที่ทำไว้กับผู้ถือหน่วยลงทุน ส่วนในการจัดการกองทุนส่วนบุคคล บริษัทจัดการก็ต้องจัดการตามที่ได้ตกลงกับลูกค้าไว้ตามสัญญามอบหมายให้จัดการกองทุนส่วนบุคคล

(ข) หน้าที่ในการจัดให้มีการแยกทรัพย์สินของกองทุนกับทรัพย์สินของบริษัทจัดการ

ในการจัดการกองทุนรวม บริษัทจัดการต้องจัดให้มีการฝากทรัพย์สินของกองทุนรวมไว้กับผู้ดูแลผลประโยชน์ฯ ส่วนในการจัดการกองทุนส่วนบุคคล บริษัทจัดการต้องแยกทรัพย์สินของลูกค้าออกจากทรัพย์สินของตน (ในกรณีที่บริษัทจัดการเป็นผู้รับฝากทรัพย์สินเอง) หรือนำทรัพย์สินไปฝากไว้กับผู้รับฝากทรัพย์สินอื่น

<sup>7</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า191-192.

(ค) หน้าที่ในการไม่รับค่าธรรมเนียม หรือค่าบริการอื่นใดจากผู้มอบหมายให้จัดการกองทุนส่วนบุคคล เว้นแต่เป็นค่าธรรมเนียมหรือค่าบริการ ตามอัตราและวิธีการที่กำหนดไว้ในสัญญาหรือโครงการ

(ง) หน้าที่ในการไม่ให้คำรับรองแก่ผู้มอบหมายให้จัดการกองทุนว่าจะมีกำไรหรือผลตอบแทนในอัตราที่แน่นอนหรือสัญญาว่าจะไม่มีผลขาดทุนในอัตราที่กำหนดไว้โดยแน่นอน

(จ) หน้าที่ในการจัดทำบัญชีแสดงฐานะทางการเงินของกองทุน และต้องเก็บรักษาเอกสารประกอบบัญชีแสดงให้เห็นความถูกต้องแห่งบัญชีนั้นไว้ด้วย

(ฉ) หน้าที่ในการจัดการกองทุนตามหลักความไว้วางใจ กล่าวคือ จัดการลงทุนโดยใช้ความสามารถเพื่อพิทักษ์ผลประโยชน์ของผู้ลงทุนอย่างเต็มที่ โดยคำนึงถึงและรักษาผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ลูกค้า และตั้งอยู่บนหลักแห่งความซื่อสัตย์สุจริต และความรอบคอบระมัดระวัง

นอกจากสาระสำคัญของหน้าที่ในการจัดการกองทุนทั้งสองประเภทจะไม่มี ความแตกต่างแล้ว ในปัจจุบัน หลักเกณฑ์การกำกับดูแลของไทยก็เริ่ม โน้มเอียงมาทางแนวความคิดที่ว่า การประกอบธุรกิจทั้งสองกรณีนี้มีสาระสำคัญที่เหมือนกัน โดยได้มีการปรับปรุงกฎเกณฑ์ที่ใช้ในการกำกับดูแลธุรกิจสองประเภทนี้เข้าด้วยกัน (streamline) เหตุผลนี้ได้แสดงไว้อย่างชัดเจน ในอารัมภบทของประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กน. 30/2547 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุน ลงวันที่ 10 มิถุนายน พ.ศ. 2547 ที่ กล่าวถึงสาระสำคัญอันมีส่วนร่วมของธุรกิจจัดการลงทุนทั้งสองประเภทนี้ว่า

“โดยที่การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการเงินลงทุนของบุคคลอื่น ไม่ว่าจะ เป็นการจัดการกองทุนรวมหรือการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ต่างมีจุดมุ่งหมายเพื่อคุ้มครองและ รักษาผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ลงทุน ภายใต้กรอบของกฎเกณฑ์ที่เหมาะสมและมีประสิทธิภาพ เพื่อก่อให้เกิดความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนว่าบริษัทจัดการจะจัดการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนอย่างเหมาะสม โดยมุ่งคุ้มครองและรักษาผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ลงทุนภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ดังนั้น ในการกำกับดูแลธุรกิจการจัดการกองทุนรวมหรือการจัดการกองทุนส่วนบุคคล จึงต้องกำหนดกรอบ ของกฎเกณฑ์ที่เป็นมาตรฐานในการจัดการ เพื่อให้บริษัทจัดการในฐานะที่ได้รับความไว้วางใจจาก ลูกค้า ดำเนินการจัดการลงทุนโดยตั้งอยู่บนหลักแห่งความซื่อสัตย์สุจริต และความระมัดระวัง โดย ได้ใช้ความรู้ความสามารถของผู้ประกอบวิชาชีพเพื่อพิทักษ์ผลประโยชน์ของผู้ลงทุนอย่างเต็มที่ และได้มีการเปิดเผยข้อมูลให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลอย่างเหมาะสมและเพียงพอ ...”

ประกาศฉบับนี้มีเนื้อหากำหนดรายละเอียดของการดำเนินการจัดตั้งและจัดการกองทุนของทั้งกองทุนรวมและกองทุนส่วนบุคคล โดยเป็นการรวบรวมกฎเกณฑ์เดิมที่กำหนดแยกเรื่อง การจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคลออกจากกัน มาปรับปรุงให้กระชับและลดความซ้ำซ้อน ซึ่งหลักเกณฑ์ของประกาศแบ่งได้เป็น 3 กลุ่ม คือ

(ก) หลักเกณฑ์ที่ใช้กับทั้งกองทุนรวมและกองทุนส่วนบุคคล

- การประกอบกิจการให้สมกับที่ได้รับความไว้วางใจจากผู้ลงทุนในฐานะผู้มีวิชาชีพในเรื่อง การจัดให้มีระบบงาน การจัดให้มีบุคลากรที่ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการลงทุนที่ได้รับความเห็นชอบ ผู้ติดต่อกับผู้ลงทุนที่ได้รับความเห็นชอบ การกำกับดูแลและตรวจสอบการปฏิบัติงานตามกฎหมาย มาตรฐานการปฏิบัติงาน การไม่ปฏิบัติฝ่าฝืนจรรยาบรรณและมาตรฐานการประกอบวิชาชีพ

- การเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต่อการตัดสินใจลงทุนในหน่วยลงทุนหรือเข้าทำสัญญาจัดการกองทุนส่วนบุคคลกับบริษัทจัดการ อย่างเพียงพอ และภายในระยะเวลาที่เหมาะสม

- การจัดให้มีการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนอย่างสม่ำเสมอและเปิดเผยผลการดำเนินงานตลอดจนข้อมูลอื่นที่เกี่ยวกับความเป็นไปของกองทุนนั้นในแต่ละช่วงเวลา

- การมอบหมายการจัดการในส่วนที่เกี่ยวกับการลงทุนหรือการปฏิบัติการดำเนินงานสนับสนุน (back office) ให้บุคคลอื่นกระทำแทน

(ข) หลักเกณฑ์ที่ใช้เฉพาะกับกองทุนรวม

- การอนุมัติให้จัดตั้งโครงการจัดการกองทุนรวม การสิ้นสุดการอนุมัติ และการดำเนินการเมื่อการอนุมัติสิ้นสุด

- การจดทะเบียนกองทรัสต์สินเป็นกองทุนรวม

- การดำรงสภาพคล่อง การบริหารสภาพคล่อง

(ค) หลักเกณฑ์ที่ใช้เฉพาะกับกองทุนส่วนบุคคล

- การทำความเข้าใจลูกค้า (customer profile / suitability) และนำเสนอการลงทุนที่เหมาะสมกับปัจจัยต่าง ๆ ของผู้ลงทุน

- เนื้อหาของสัญญาจัดการกองทุนส่วนบุคคลต้องมีกรอบหรือนโยบายการลงทุน ข้อห้ามการลงทุน และสิทธิของลูกค้าในการได้รับข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการกองทุนส่วนบุคคลที่ชัดเจนเพียงพอ (อนึ่ง ในส่วนของกองทุนรวม ตามมาตรา 118 และประกาศที่ออกตามมาตราดังกล่าว ได้กำหนดให้มีเนื้อหาเหล่านี้ในโครงการจัดการกองทุนรวมด้วยเช่นกัน)

ผู้เขียนมีข้อสังเกตว่า หลักเกณฑ์ข้างต้นที่กำหนดไว้ใช้เฉพาะกับกองทุนรวมหรือกองทุนส่วนบุคคล มักจะแยกจากการที่เรื่องนั้นเกี่ยวข้องกับกระดุมทุนจากประชาชนทั่วไป หรือเป็นเงินที่มาจากบุคคลเฉพาะเจาะจง และลักษณะของกองทุนรวมที่มีการแบ่งส่วนได้เสียในกองเป็นหน่วยลงทุน ซึ่งหากแยกสาระของหลักเกณฑ์ในส่วนการให้อนุญาตให้ระดมทุนออกจากการจัดการลงทุนแล้วใบอนุญาตให้จัดการกองทุนรวมและจัดการกองทุนส่วนบุคคลก็จะไม่มีความแตกต่างกัน โดยอาจกล่าวได้ว่าใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม เป็นการผนวกการเป็นผู้ได้รับอนุญาตให้ทำการจัดตั้งกองทุนรวมจากประชาชน (ซึ่งเป็นลักษณะเฉพาะของกฎหมายไทยที่กำหนดให้ผู้จัดตั้งกองทุนรวมต้องเป็นผู้ได้รับใบอนุญาต) และทำการจัดการลงทุนเข้าไว้ด้วยกัน โดยการกำหนดให้เป็นใบอนุญาตประเภทหนึ่งแยกกับใบอนุญาตอีกประเภทซึ่งอนุญาตให้จัดการลงทุนเท่านั้น (ทำการระดมทุนจากประชาชนไม่ได้) ซึ่งก็คือใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

#### (1.4) คุณสมบัติของผู้ประกอบธุรกิจ

ข้อกำหนดปัจจุบันในเรื่องคุณสมบัติผู้ประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนทั้งสองประเภทพิจารณาจากคุณสมบัติในเรื่องเดียวกัน โดยมีรายละเอียดที่ใกล้เคียงกันมาก คือในเรื่องทุนจดทะเบียน องค์ประกอบผู้ถือหุ้น วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ การแสดงความพร้อมในด้านระบบงานในการประกอบธุรกิจ การแสดงความพร้อมในด้านบุคลากร และการไม่มีลักษณะต้องห้ามต่าง ๆ

#### (1.5) คุณสมบัติของผู้จัดการกองทุน

ผู้จัดการกองทุน คือ กรรมการหรือพนักงานของบริษัทจัดการที่ได้รับมอบหมายจากบริษัทจัดการนั้นให้มีอำนาจตัดสินใจลงทุนเพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทุน ถือเป็นบุคลากรสำคัญของบริษัทจัดการ กฎหมายจึงกำหนดให้ต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ซึ่งข้อกำหนดหลักเกณฑ์การให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทุนทั้งสองประเภทในปัจจุบันพิจารณาจากคุณสมบัติในเรื่องเดียวกัน โดยมีรายละเอียดที่ใกล้เคียงกันมาก ซึ่งทำให้ประกาศการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทุนรวม<sup>8</sup> กำหนดให้ถือว่าบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบให้เป็นผู้จัดการ

---

<sup>8</sup> ข้อ 10 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 43/2544 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทุนรวม ลงวันที่ 25 กันยายน พ.ศ. 2544



กองทุนส่วนบุคคลได้รับความเห็นชอบเป็นผู้จัดการกองทุนรวมด้วย และประกาศการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคลก็กำหนดเช่นกัน คือ ให้ถือว่าบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบให้เป็นผู้จัดการกองทุนรวมได้รับความเห็นชอบเป็นผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคลด้วย

นอกจากนี้ ภายหลังจากที่ได้มีการปรับปรุงกฎหมายที่ใช้ในการกำกับดูแลธุรกิจสองประเภทนี้เข้าด้วยกัน (streamline) เมื่อปี พ.ศ. 2547 ขณะนี้ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. อยู่ระหว่างดำเนินการแก้ไขหลักเกณฑ์การให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทุนทั้งสองประเภทให้อยู่ในประกาศฉบับเดียวกันโดยใช้หลักเกณฑ์เดียวกันภายใต้ชื่อกกลางคือ ผู้จัดการกองทุน

## (2) ความแตกต่าง

จากการพิจารณาตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ อาจแยกความแตกต่างของธุรกิจหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทดังกล่าวได้ดังนี้

### (2.1) นิติสัมพันธ์และกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของกองทุน

จากบทนิยามคำว่า “การจัดการกองทุนส่วนบุคคล” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ จะเห็นได้ว่านิติสัมพันธ์ระหว่างผู้เป็นเจ้าของเงินทุนคือผู้ลงทุน กับบริษัทหลักทรัพย์ที่รับจัดการเงินทุนให้แก่ผู้ลงทุน เป็นความสัมพันธ์ในลักษณะของสัญญามอบหมายให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการเงินทุนให้ ความสัมพันธ์ในเชิงสัญญาเช่นนี้จะเห็นได้ชัดจากข้อกำหนดในมาตรา 133 วรรค 2 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ที่กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องทำสัญญาเป็นหนังสือกับบุคคลที่มอบหมายให้จัดการเงินลงทุน จากลักษณะความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้จึงทำให้บรรดาหลักทรัพย์ตลอดจนทรัพย์สินที่เกิดขึ้นจากการจัดการลงทุนในรูปแบบของกองทุนส่วนบุคคล ยังคงเป็นกรรมสิทธิ์ของผู้เป็นเจ้าของเงินทุน (ผู้ลงทุน) ผลที่ว่านี้จะเห็นได้ชัดจากบทบัญญัติที่กล่าวไว้ในมาตรา 138 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ที่กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องจัดการให้บรรดาทรัพย์สินของผู้มอบหมายให้จัดการกองทุนส่วนบุคคล ต้องลงชื่อของผู้มอบหมายและชื่อของบริษัทหลักทรัพย์ในฐานะผู้ทำการแทน

ความสัมพันธ์ดังกล่าวแตกต่างจากการจัดการลงทุนในรูปแบบของกองทุนรวมที่ผู้เป็นเจ้าของเงินทุนไม่ได้มีกรรมสิทธิ์โดยตรงในบรรดาทรัพย์สินที่เกิดจากการจัดการลงทุน คงมีกรรมสิทธิ์ในหน่วยลงทุนที่ตนถืออยู่เท่านั้น และเป็นเพียงเจ้าหนี้ที่จะเรียกร้องเอาส่วนแบ่ง

---

<sup>9</sup> ข้อ 9 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กน. 24/2544 เรื่อง หลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคล และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ของผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 14 กันยายน พ.ศ. 2544

ผลประโยชน์จากกองทุนรวมเมื่อกองทุนรวมมีกำไรจากการจัดการลงทุน ตามสัดส่วนจำนวนหน่วยลงทุนที่ผู้เป็นเจ้าของเงินลงทุนถือหน่วยลงทุนนั้นอยู่ สำหรับบรรดาทรัพย์สินที่เกิดจากการจัดการลงทุนในรูปกองทุนรวมนั้นย่อมเป็นกรรมสิทธิ์ของกองทุนรวมแต่ละกองที่มีสภาพเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากผู้ลงทุนและบริษัทจัดการ

## (2.2) รูปแบบและวิธีการของการเข้าทำการมอบหมายให้จัดการลงทุน

ในการจัดการกองทุนส่วนบุคคล เจ้าของเงินทุนหากประสงค์จะลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้รูปแบบของกองทุนประเภทนี้ เจ้าของเงินทุนเพียงเข้าทำสัญญามอบหมายให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ดำเนินการจัดการเงินลงทุนให้ การจัดการเงินลงทุนในรูปแบบของกองทุนส่วนบุคคลก็สามารถเกิดขึ้นได้โดยวิธีการดังกล่าว ในขณะที่การจัดการลงทุนประเภทกองทุนรวมมีขั้นตอนและวิธีการจัดตั้งที่ยุ้งยากซับซ้อนกว่าเนื่องจากมีสาระของหลักเกณฑ์ที่เกิดจากการที่กองทุนรวมเป็นการระดมทุนจากผู้ลงทุนจำนวนมากมากำกับด้วย

## (2.3) ความรับผิดชอบบุคคลภายนอก

ดังได้กล่าวข้างต้นว่า การจัดการกองทุนในรูปกองทุนส่วนบุคคล ผู้ลงทุนเป็นผู้มีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่เกิดจากการลงทุน ซึ่งทรัพย์สินบางประเภทหากเป็นตราสารหนี้ ผู้ลงทุนย่อมเป็นเจ้าของนี้โดยตรงที่จะเรียกร้องให้มีการชำระหนี้เอาจากลูกหนี้ที่เป็นผู้ออกตราสารหนี้นั้น ในด้านกลับกัน ในกรณีที่โดยสภาพของการจัดการลงทุนในทรัพย์สินประเภทนั้น ๆ หากจำเป็นต้องมีการก่อหนี้เกิดขึ้น ผู้ลงทุนก็ต้องตกเป็นลูกหนี้ที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่บุคคลภายนอกโดยตรง อย่างไรก็ตาม การจัดการกองทุนในรูปกองทุนส่วนบุคคลจะไม่ค่อยมีการก่อหนี้มากนักเพราะกองทุนส่วนบุคคลถูกจำกัดประเภททรัพย์สินที่จะลงทุนไว้ในหลักทรัพย์เป็นสำคัญ

ลักษณะความรับผิดชอบที่กล่าวมา แตกต่างจากการจัดการลงทุนในรูปกองทุนรวมที่สามารถลงทุนในทรัพย์สินอื่นใดนอกเหนือจากหลักทรัพย์ และยังสามารถแสวงหาผลตอบแทนด้วยวิธีการอื่น ๆ ได้ ประกอบกับการที่กองทุนรวมมีสภาพเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากผู้ลงทุนและบริษัทจัดการ กองทุนรวมในฐานะที่เป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ในเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุน ย่อมนำเงินดังกล่าวไปลงทุน โดยผ่านการจัดการของบริษัทจัดการได้ ซึ่งทรัพย์สินที่เกิดขึ้นจากการลงทุนย่อมตกเป็นกรรมสิทธิ์ของกองทุนรวมเช่นกัน และรวมถึงบรรดาหนี้สินที่เกิดขึ้นจากสภาพของการลงทุนในทรัพย์สินประเภทนั้น ๆ ย่อมต้องเป็นความรับผิดชอบของกองทุนรวม

ที่จะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ที่เป็นบุคคลภายนอกเช่นกัน ผู้ลงทุนไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอกโดยตรง ซึ่งลักษณะเช่นนี้ของกองทุนรวมมีความคล้ายคลึงกับนิติบุคคลในรูปบริษัท โดยผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนอาจเปรียบเทียบกับผู้ถือหุ้นของบริษัทซึ่งรับผิดชอบไม่เกินเงินค่าหุ้นที่ลงทุนในบริษัท

จากความแตกต่างทั้ง 3 ประการข้างต้นที่เป็นความแตกต่างในเชิงรูปแบบ วิธีการ และนิติสัมพันธ์ที่กฎหมายได้บัญญัติรองรับไว้เพื่อแยกความแตกต่างของการจัดการลงทุนในรูปแบบกองทุนส่วนบุคคลออกจากการจัดการลงทุนในรูปกองทุนรวม กล่าวโดยเฉพาะก็คือเพื่อแยกความแตกต่างของกองทุนที่เกิดจากการระดมทุนจากประชาชนออกจากกองทุนที่ระดมทุนในวงจำกัด ซึ่งหากพิจารณาโดยสาระ (substance) แล้วการจัดการลงทุนทั้ง 2 รูปแบบนั้นไม่มีความแตกต่างกัน โดยประเด็นนี้เป็นที่รับรู้อยู่แล้วเมื่อครั้งที่สภานิติบัญญัติแห่งชาติในปี พ.ศ. 2534 ได้ยกร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ขึ้นในสมัยนั้น โดยในการประชุมคณะกรรมการวิสามัญพิจารณาร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ... เมื่อวันที่ 12 และ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2534<sup>10</sup> ได้พิจารณาในประเด็นปัญหานี้ จึงได้เพิ่มเติมบทบัญญัติมาตรา 134 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ\* (คือร่างมาตรา 144 ทวิในขณะนั้น ซึ่งในปัจจุบันมาตรา 134 ได้ถูกแก้ไขโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 2) พ.ศ.2542\*\*) เพื่อป้องกันมิให้มีการใช้ใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคลเป็นช่องทางในการไปบริหารจัดการกองทุนรวมมาโดยที่ไม่ได้รับใบอนุญาตให้จัดการกองทุนรวมได้

<sup>10</sup> สภานิติบัญญัติแห่งชาติ, “รายงานการประชุมคณะกรรมการวิสามัญพิจารณาร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. ...,” วันที่ 12 และ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2534 (เอกสารไม่ตีพิมพ์เผยแพร่)

\* มาตรา 134 (เดิม) บัญญัติว่า ในการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์รับดำเนินการดังต่อไปนี้

- (1) จัดการกองทุนส่วนบุคคลให้แก่คณะบุคคลที่ประกอบด้วยบุคคลตั้งแต่สิบคนขึ้นไป
- (2) จัดการกองทุนส่วนบุคคลให้แก่ลูกค้าแต่ละรายที่มีวงเงินต่ำกว่าหนึ่งล้านบาท
- (3) จัดการกองทุนส่วนบุคคลให้แก่คณะบุคคลแต่ละคณะที่มีวงเงินต่ำกว่าสิบล้านบาท

ทั้งนี้ เว้นแต่คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะประกาศกำหนดให้มีการจัดการกองทุนส่วนบุคคลเป็นอย่างอื่น

\*\* แม้ว่าจะมีการแก้ไขโดยยกเลิกเนื้อหาของมาตราดังกล่าวไปแล้วก็ตาม แต่ก็ยังคงมีการกำหนดแนวคิดของการมิให้มีการใช้ใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคลเป็นช่องทางในการไปบริหารจัดการกองทุนรวมมาโดยที่ไม่ได้รับใบอนุญาตให้จัดการกองทุนรวม ไว้ในข้อ 43 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 23/2547 เรื่อง การจัดตั้งกองทุนรวมและการเข้าทำสัญญาบริหารจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 11 มิถุนายน พ.ศ. 2547 ว่า “ในการบริหารจัดการกองทุนส่วนบุคคลให้แก่ลูกค้าที่เป็นคณะบุคคล คณะบุคคลดังกล่าวต้องประกอบด้วยบุคคลไม่เกินสามสิบห้าราย”

### 5.3.2 ความใกล้เคียงกันระหว่างกองทุนรวมกับกองทุนส่วนบุคคล

การแยกใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมกับประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล โดยมีแนวคิดในการกำกับดูแลว่า การจัดการกองทุนรวมเป็นการบริหารเงินให้กับผู้ลงทุนรายย่อยจำนวนมากซึ่งมีลักษณะของการจัดการลงทุนเป็นแบบนโยบายมาตรฐานที่ใช้กับผู้ลงทุนที่เข้าร่วมโครงการ (standardized policy) และการจัดการกองทุนส่วนบุคคลเป็นการรับบริหารเงินให้กับลูกค้ารายใหญ่ที่ทำสัญญากับบริษัทจัดการ โดยกำหนดนโยบายการลงทุนของตนเอง (tailor-made policy) นั้น โดยข้อเท็จจริงของการประกอบธุรกิจในปัจจุบันแล้วมีความคาบเกี่ยวใกล้เคียงกันเป็นอย่างมาก

เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องในปัจจุบันจะเห็นได้ว่า มีความพยายามที่จะขีดเส้นแบ่งกองทุนสองประเภทนี้ด้วยจำนวนผู้ลงทุนต่อสัญญาหรือโครงการ โดยกำหนดว่าในการรับจัดการกองทุนส่วนบุคคลให้แก่ลูกค้าที่เป็นคณะบุคคล คณะบุคคลดังกล่าวต้องประกอบด้วยบุคคลไม่เกินสามสิบห้าราย และกรณีกองทุนรวม ที่การอนุมัติจะสิ้นสุดหากกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไปมีการจำหน่ายหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนได้ไม่ถึงสามสิบห้าราย หรือกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนสถาบันมีการจำหน่ายหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนได้ไม่ถึงสิบรายเว้นแต่ในกรณีที่เป็นการจำหน่ายหน่วยลงทุนทั้งหมดให้แก่กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการหรือกองทุนประกันสังคม<sup>11</sup> ซึ่งไม่อาจเป็นการแบ่งได้อย่างแท้จริงโดยวิเคราะห์ได้ดังนี้

- มีความแตกต่างกันน้อยมากในแง่จำนวนผู้ลงทุนระหว่างกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน (non-retail fund) (มีผู้ลงทุนสิบรายขึ้นไป) กับกองทุนส่วนบุคคล (มีผู้ร่วมเป็นผู้ลงทุนในสัญญาเดียวกันได้ไม่เกินสามสิบห้าราย)

- การเปิดช่องให้สามารถขายหน่วยลงทุนทั้งหมดให้แก่กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการหรือกองทุนประกันสังคม แสดงให้เห็นชัดว่า เป็นการจัดตั้งเพียงเพื่ออาศัยรูปแบบ (form) ของกองทุนรวมเท่านั้น\* เพราะกองทุนรวมลักษณะนี้ ขาดสาระ (substance) ของการเป็นกองทุนรวมดังที่ได้อธิบายไว้ใน 5.1 คือไม่ได้เกิดจากการระดมทุนจากผู้ลงทุนหลายราย

<sup>11</sup> ข้อ 20 และข้อ 43 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 23/2547 เรื่อง การจัดตั้งกองทุนรวมและการเข้าทำสัญญารับจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 11 มิถุนายน พ.ศ. 2547

\* การจัดการลงทุนโดยอาศัยรูปแบบกองทุนรวมทั้งที่เนื้อหาสาระแท้จริงไม่ใช่กองทุนรวม อาจเกิดความประสงค์ที่จะได้รับประโยชน์ทางภาษี หรือประโยชน์จากการที่กองทุนรวมเป็นนิติบุคคลทำให้สามารถถือครอง

- ในทางกลับกันการรับจัดการกองทุนส่วนบุคคลให้กับลูกค้าบางประเภท ที่โดยเนื้อแท้แล้วมิใช่เป็นลูกค้ารายเดียวอย่างแท้จริง เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ซึ่งมีที่มาจากค่าธรรมเนียมของผู้ลงทุนรายย่อยคือลูกค้าแต่ละรายจำนวนมาก เป็นต้น

- การทำสัญญาจัดการกองทุนส่วนบุคคลในธุรกิจปัจจุบัน มีการดำเนินการในลักษณะของการจัดทำสัญญาที่เป็นนโยบายการลงทุนสำเร็จรูป (standardized policy) ให้ลูกค้าเลือกลงทุน เช่น สัญญาแบบ A ลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความมั่นคงสูง คือเงินฝาก พันธบัตร 70% ตราสารหนี้ 20% ตราสารทุน 10% (สำหรับลูกค้าที่ชอบความเสี่ยงต่ำ) สัญญาแบบ B ลงทุนในตราสารหนี้ 70% ตราสารทุน 30% (สำหรับลูกค้าที่ชอบความเสี่ยงปานกลาง) สัญญาแบบ C ลงทุนในตราสารหนี้ 90% ตราสารหนี้ 10% (สำหรับลูกค้าที่ชอบความเสี่ยงสูง) เป็นต้น การนำสัญญาลักษณะเช่นนี้ไปเสนอต่อลูกค้า และรวม (pool) ลูกค้าที่เลือกสัญญาชุดเดียวกันมาจัดการลงทุนรวมกัน จะเห็นได้ว่า มีความใกล้เคียงกับการระดมทุนเพื่อมาจัดการในลักษณะกองทุนรวมอย่างยิ่ง

จากการที่มีข้อเท็จจริงในทางธุรกิจที่เกิดขึ้นเช่นนี้ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. จึงเห็นถึงความจำเป็น ในการออกกฎเกณฑ์มาควบคุมในส่วนของการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย โดยกำหนดว่า นโยบายการลงทุนของกองทุนส่วนบุคคลซึ่งมีมูลค่าหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินของผู้ลงทุนรายย่อยต่ำกว่าหนึ่งล้านบาท หรือกองทุนส่วนบุคคลที่เป็นกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ให้นำนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมมาใช้บังคับ โดยอนุโลม<sup>12</sup>

---

ทรัพย์สินบางอย่างแทนเจ้าของเงินทุนได้ เช่น ถือครองอสังหาริมทรัพย์ ถือครองหุ้น (ตัวอย่างคือ การจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนซึ่งเป็นคนต่างด้าว ซึ่งเป็นวิธีการหนึ่งที่จะช่วยให้คนต่างด้าวสามารถลงทุนในหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้โดยผ่านกองทุนรวมซึ่งมีกฎหมายรองรับในเรื่องสัญญาฯ ทำให้ไม่ติดข้อจำกัดตามพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว พ.ศ. 2542)

นอกจากนี้ ยังมีข้อสงสัยและข้อสังเกตเกี่ยวกับการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน (กอง 2 กอง 3 และกอง 4) ว่ามีลักษณะเป็นกองทุนส่วนบุคคลที่ Lehman Brother Holdings จัดตั้งขึ้นมารับ โอนสินเชื่อที่อยู่อาศัยแทนเพื่อหลีกเลี่ยงภาษี และมีได้มีฐานะเป็นกองทุนรวมตามกฎหมายแต่อย่างใด (คณะอนุกรรมการศึกษากระบวนการและวิธีการ ในการจัดการทรัพย์สินขององค์กรเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน (ปรส.), “ผลการศึกษาของคณะทำงานศึกษาข้อมูลและข้อเท็จจริงเพิ่มเติมเกี่ยวกับการดำเนินงานขององค์กรเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน คณะที่ 1 ศึกษากรณี ปรส. อนุญาตให้บริษัท เลแมนบราเดอร์ส โฮลดิ้ง อิงค์ ซึ่งเป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทเลแมนบราเดอร์ส (ไทยแลนด์) จำกัด ที่ปรึกษารายหนึ่งของ ปรส. เข้าร่วมประมูลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย” กรุงเทพฯ: ม.ป.ป. (อัครานา).)

<sup>12</sup> ข้อ 46 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 23/2547 เรื่อง การจัดตั้งกองทุนรวมและการเข้าทำสัญญาบริหารจัดการกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 11 มิถุนายน พ.ศ. 2547

- นอกจากตัวอย่างการทำสัญญาจัดการกองทุนส่วนบุคคลข้างต้น ยังมีการออกแบบสัญญาที่หลากหลายเพื่อให้ต้องตามความต้องการของคู่สัญญาแต่ละราย ซึ่งการเข้าจัดการกองทุนส่วนบุคคลตามสัญญาในบางกรณี อาจเป็นความคิดในการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมโดยไม่ได้รับอนุญาตได้

#### ตัวอย่างข้อเท็จจริง

ผู้เขียนขอยกข้อเท็จจริงกรณีที่มีการทำสัญญากันในภาคธุรกิจจัดการกองทุนส่วนบุคคลที่เรียกว่า Unitholder's Agreement ซึ่งเป็นการจัดให้มีการแบ่งทรัพย์สินของกองทุนส่วนบุคคลออกเป็นหน่วยนั้น หากพิจารณาโดยคำนึงถึงเนื้อหาสาระ (substance) อาจทำให้การแบ่งทรัพย์สินดังกล่าวเข้าข่ายเป็นการออกหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ซึ่งบริษัทจัดการจะต้องขออนุมัติโครงการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวม แต่หากพิจารณาโดยคำนึงถึงรูปแบบทางกฎหมาย (legal form) ก็อาจพิจารณาได้ว่าไม่ถือเป็นกองทุนรวม เพราะข้อตกลงในการแบ่งทรัพย์สินเป็นหน่วยดังกล่าว เป็นเพียงข้อสัญญาระหว่างผู้ลงทุนที่เป็นคู่สัญญาร่วมกันในการเป็นคณะบุคคล ซึ่งข้อสัญญาเช่นนี้ไม่มีผลเป็นการผูกพันบุคคลภายนอก อันเป็นผลให้เจ้าหนี้ของบุคคลใดบุคคลหนึ่งในคณะบุคคลสามารถเรียกร้องให้บุคคลนั้นชำระหนี้ได้จนครบถ้วน รวมทั้งสามารถบังคับเอาทรัพย์สินทั้งหมดในกองทุนส่วนบุคคลได้ ทั้งนี้ ภายใต้หลักตามมาตรา 214 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์และหลักกฎหมายเรื่องกรรมสิทธิ์รวม โดยการจัดให้มีการแบ่งหน่วยเพียงเพื่อทราบส่วนผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนแต่ละรายจะได้รับที่ไม่ปรากฏข้อเท็จจริงว่าบริษัทจัดการหลีกเลี่ยงการขออนุมัติจัดตั้งโครงการจัดการกองทุนรวม และไม่ปรากฏข้อเท็จจริงว่าเจตนากระทำการจัดการกองทุนรวมโดยไม่ได้รับอนุญาต การทำสัญญาเช่นนี้ก็อาจไม่ถือเป็นความคิดในการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมโดยไม่ได้รับอนุญาต

จากข้อเท็จจริงที่กล่าวมานี้ แสดงให้เห็นถึงความคาบเกี่ยวใกล้เคียงกัน ทำให้ไม่อาจแบ่งแยกประเภทกองทุนรวมและกองทุนส่วนบุคคลออกจากกันได้อย่างชัดเจน

### 5.3.3 ต้นทุนการกำกับบริษัทหลักทรัพย์ที่มีต่อบริษัทหลักทรัพย์ และต้นทุนของผู้กำกับดูแล

แม้ว่าการกำกับบริษัทผู้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยทางการได้ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ส่วนรวมด้วยการช่วยลดความเสี่ยงจากการประกอบธุรกิจของบริษัทหลักทรัพย์และคุ้มครองผู้ลงทุน อันจะมีผลช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกรรม (transaction cost) และส่งเสริมประสิทธิภาพของตลาดในระยะยาว แต่การกำกับดูแลบริษัทหลักทรัพย์ย่อมทำให้เกิดภาระค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนกับบริษัทหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และมาตรการต่าง ๆ ของทางการ โดยในส่วนของต้นทุนการกำกับบริษัทหลักทรัพย์ที่มีต่อบริษัทหลักทรัพย์นั้น อาจแบ่งได้เป็น 3 ประเภท ดังนี้<sup>13</sup>

(1) ต้นทุนทางตรง (direct cost) ได้แก่ ค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้กับหน่วยงานกำกับดูแล รายจ่ายสมทบเงินชดเชยเข้ากองทุน การขึ้นทะเบียนพนักงาน ต้นทุนที่เกิดจากระบบการรายงานต่าง ๆ เป็นต้น

(2) ต้นทุนทางอ้อม (indirect compliance cost) เป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดตั้ง compliance unit และเวลาที่ใช้ไปในการปฏิบัติงาน รวมถึงต้นทุนการให้ความรู้และฝึกอบรม อันเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปฏิบัติตามกฎหมายของบริษัท

(3) ต้นทุนเฉพาะกรณี (special issue cost) เป็นต้นทุนที่เกิดจากการเข้าตรวจสอบโดยทางการ (investigation) และค่าปรับในกรณีที่บริษัทกระทำความผิด เป็นต้น

การลดภาระต้นทุนที่กล่าวมาและการสร้างประสิทธิภาพของระบบตลาดทุนในระยะยาว ในส่วนของบริษัทหลักทรัพย์เอง ทำได้โดยลดความซ้ำซ้อนของหน่วยงาน compliance unit กับฝ่ายตรวจสอบภายในของบริษัท และบริษัทก็ควรมีการบริหารงานด้าน compliance ที่ดี ในส่วนของทางการก็ต้องมีโครงสร้างต้นทุนการกำกับดูแลที่น้อยที่สุด เพื่อให้ภาระการกำกับดูแลตกอยู่กับผู้ประกอบการทั้งรายเล็กและรายใหญ่โดยเท่าเทียมกันมากขึ้น และเพื่อให้โครงสร้างต้นทุนดังกล่าวไม่เป็นอุปสรรคกีดขวางผู้ประกอบการรายใหม่ที่ต้องการเข้าสู่อุตสาหกรรม\* อันจะเป็นผลดีต่อการ

<sup>13</sup> Richard Collins, "Identifying the true cost of Compliance : A financial institution's perspective" Journal of Financial Regulation and Compliance Vol.5 No.6 (March 1997) : 11-13. อ้างถึงใน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักวิจัยและพัฒนาตลาดทุน, "ต้นทุนการกำกับบริษัทหลักทรัพย์," กรุงเทพฯ : สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2541, หน้า 3.

\* ตัวอย่างเช่น บริษัทใหม่ที่ต้องการประกอบธุรกิจทั้งการจัดการกองทุนรวม และการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ก็จะมีต้นทุนคงที่รายการหลัก ได้แก่ ค่าเช่าและค่าใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ทั้ง 2 ประเภท และค่าธรรมเนียมการประกอบกิจการแต่ละประเภท ซึ่งภาระต้นทุนคงที่ดังกล่าวจะเป็นอุปสรรคต่อการเข้าสู่อุตสาหกรรมของผู้ประกอบการรายใหม่ อันเป็นผลเสียต่อการสร้างประสิทธิภาพของอุตสาหกรรมนี้ในระยะยาว

สร้างประสิทธิภาพของระบบตลาดทุนในระยะยาว นอกจากนี้ ทางการควรลดต้นทุนที่ไม่จำเป็นหรือไม่เกิดประโยชน์คุ้มค่าลงให้มากที่สุด เช่น ในการออกกฎหมายของทางการก็ควรจะมีต้นทุนต่ำสุดและเกิดผลประโยชน์สูงสุดด้วย<sup>14</sup>

เมื่อพิจารณาการแบ่งแยกใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคลออกจากกันแล้ว จะเห็นได้ว่าเป็นการก่อให้เกิดต้นทุนค่าธรรมเนียมที่บริษัทหลักทรัพย์ต้องจ่ายให้กับหน่วยงานกำกับดูแล รายจ่ายสมทบเงินชดเชยเข้ากองทุน การขึ้นทะเบียนพนักงาน ต้นทุนที่เกิดจากระบบการรายงานต่าง ๆ ที่บางส่วนซ้ำซ้อนกัน ต้นทุนการปฏิบัติตามกฎหมายของบริษัทโดยไม่จำเป็นและไม่เกิดประโยชน์คุ้มค่า และก่อให้เกิดต้นทุนต่อผู้กำกับดูแลที่ไม่จำเป็นและไม่เกิดประโยชน์คุ้มค่าเช่นกัน ทั้งในแง่ของการใช้ทรัพยากรบุคคลและทรัพยากรอื่น ๆ ในการกำกับดูแลและตรวจสอบเพื่อให้เป็นไปตามกฎหมาย และในการออกกฎหมายต่าง ๆ ที่ซ้ำซ้อนกัน นอกจากนี้ จากการพิจารณาข้อมูลเชิงสถิติพบว่า บริษัทที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจการจัดการกองทุนรวมทั้งสิ้น 18 บริษัท (ไม่นับรวมบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนต่างดาว จำกัด) ทุกบริษัทต่างเป็นบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจการจัดการกองทุนส่วนบุคคลด้วยทั้งสิ้น (ข้อมูล ณ เดือนธันวาคม 2548 ที่มา <http://www.sec.or.th>)

ผู้เขียนจึงเห็นว่า การแบ่งแยกใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคลที่มีลักษณะในสาระสำคัญเหมือนกันออกจากกัน มีผลในทางก่อให้เกิดต้นทุนการกำกับบริษัทหลักทรัพย์ ที่มีต่อบริษัทหลักทรัพย์และต้นทุนของผู้กำกับดูแล ที่ไม่จำเป็นและไม่เกิดประโยชน์คุ้มค่า ซึ่งพิจารณาตัวอย่างในส่วนต้นทุนค่าธรรมเนียมได้จากตารางอัตราค่าธรรมเนียมต่อไปนี้

<sup>14</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สำนักวิจัยและพัฒนาตลาดทุน, “ต้นทุนการกำกับบริษัทหลักทรัพย์,” กรุงเทพฯ : สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2541, หน้า 42-43.



**ตารางอัตราค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์  
ประเภทการจัดการกองทุนรวมและประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล<sup>15</sup>**

ประเภทค่าธรรมเนียม	อัตราค่าธรรมเนียม
<u>การจัดการกองทุนรวม</u>	
(1) ค่าขอรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทการจัดการกองทุนรวม	(1) ค่าขอละ 50,000 บาท
(2) ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทการจัดการกองทุนรวม (ไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมใบอนุญาตรายปี)	(2) 1,000,000 บาท
(3) ค่าธรรมเนียมการประกอบกิจการตามที่ได้รับใบอนุญาต	(3) 1% ของรายได้* ต่อปี แต่ไม่ต่ำกว่า 200,000 บาท และไม่เกิน 3,000,000 บาท
<u>การจัดการกองทุนส่วนบุคคล</u>	
(1) ค่าขอรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล	(1) ค่าขอละ 50,000 บาท
(2) ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล (ไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมใบอนุญาตรายปี)	(2) 500,000 บาท
(3) ค่าธรรมเนียมการประกอบกิจการตามที่ได้รับใบอนุญาต	(3) 1% ของรายได้** ต่อปี แต่ไม่ต่ำกว่า 200,000 บาท และไม่เกิน 3,000,000 บาท

<sup>15</sup> ข้อมูลจาก

- กฎกระทรวงว่าด้วยการอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม พ.ศ. 2545 ลงวันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2545 แก้ไขเพิ่มเติมโดยกฎกระทรวงว่าด้วยการอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2547 ลงวันที่ 10 สิงหาคม พ.ศ. 2547

- กฎกระทรวงฉบับที่ 15 (พ.ศ. 2543) ออกตามความในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ลงวันที่ 28 สิงหาคม พ.ศ. 2543 แก้ไขเพิ่มเติมโดยกฎกระทรวงฉบับที่ 23 (พ.ศ. 2545) ออกตามความในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ลงวันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2545

- ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ด. ที่ กช/น/ข. 47/2546 เรื่อง การกำหนดค่าธรรมเนียมการประกอบกิจการตามที่ได้รับใบอนุญาต ลงวันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2546

\* รายได้สำหรับการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวม หมายถึงค่าธรรมเนียมที่ได้รับจากการจัดการกองทุนรวม ซึ่งรวมถึงค่าธรรมเนียมการจัดการ ค่าธรรมเนียมการเป็นนายทะเบียนกองทุนรวมภายใต้การจัดการของตนเอง และค่าธรรมเนียมการขายและรับซื้อคืนหน่วยลงทุน

\*\* รายได้สำหรับการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนส่วนบุคคล หมายถึงค่าธรรมเนียมที่ได้รับจากการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ซึ่งรวมถึงค่าธรรมเนียมการจัดการและการเป็นนายทะเบียนกองทุนสำรองเลี้ยงชีพภายใต้การจัดการของตนเองด้วย

เมื่อวิเคราะห์เปรียบเทียบความมีลักษณะร่วมกันและความแตกต่างของของธุรกิจ  
หลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมและการจัดการกองทุนส่วนบุคคล ความใกล้เคียงกัน  
ระหว่างกองทุนรวมกับกองทุนส่วนบุคคล และผลของการแบ่งแยกใบอนุญาตที่มีต่อต้นทุนการ  
กำกับบริษัทหลักทรัพย์ ดังที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ผู้เขียนเห็นว่า ควรมีการพิจารณาปรับปรุง  
หลักเกณฑ์การให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจการจัดการกองทุนทั้งสองประเภทในฐานะที่เป็นธุรกิจ  
การจัดการลงทุนเหมือนกัน