

มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

นางสาวณัฐศติ ฝีมือช่าง

รายงานเอกัตศึกษานี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขากฎหมายการเงินและภาษีอากร

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2563

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

The Measure to Protect Investors Investing in Mutual Fund from the Dilution
of the Value of Investment Units

Ms. Nattasasi Feemuechang

An Individual Study Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements for
the Degree of Master of Laws Program in Finance and Tax Laws

Faculty of Laws

Chulalongkorn University

Academic Year 2020

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อเอกัตศึกษา	มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน
นิสิต	นางสาวณัฐศศิ ฝีมือช่าง
สาขาวิชา	นิติศาสตร์ กฎหมายการเงินและภาษีอากร
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร. ภูมิศิริ ดำรงวุฒิ

การศึกษาเรื่องนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาถึงมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ซึ่งเกิดจากการทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในปริมาณมากที่ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมอันส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนในกองทุนรวมที่ไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนด้วย

ด้วยวิธีการชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้ (Pay In-Kind) ที่มีอยู่ในปัจจุบันยังไม่สามารถคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งเป็นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุนรวมได้อย่างแท้จริง ผู้เขียนได้ศึกษามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน และหลักเกณฑ์ของมาตรการดังกล่าวในต่างประเทศ ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศสหราชอาณาจักร ทั้งสองประเทศได้มีการพัฒนาและบัญญัติกฎหมายจากแนวคิดและหลักการส่งต่อต้นทุนในการทำธุรกรรมซื้อขายของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวมเป็นสำคัญ และมุ่งต่อประโยชน์ของผู้ลงทุนในกองทุนรวมเป็นสำคัญ

รายงานฉบับนี้ จึงเสนอให้มีปรับปรุงร่างกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน โดยให้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ในรายละเอียดที่มีการคำนึงถึงการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวม การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่จำเป็นและเหมาะสม

.....อาจารย์ที่ปรึกษาเอกัตศึกษา
(ดร. ภูมิศิริ ดำรงวุฒิ)

.....นิสิต
(นางสาวณัฐศศิ ฝีมือช่าง)

Title of the Independent Study	THE MEASURE TO PROTECT INVESTORS INVESTING IN MUTUAL FUND FROM THE DILUTION OF THE VALUE OF INVESTMENT UNITS
Author	Ms. Nattasasi Feemuechang
Field of Study	Master of Law (Financial and Law laws)
Advisor	Dr. Poomsiri Dumrongvute

The objective of this individual study is to explore the measures to protect investors investing in mutual fund from the dilution of the value of investment units. Such dilution is caused by large volume of trading of investors incur expenses or transaction costs of the mutual to affecting to non-transacting investors in mutual funds.

As the exiting Pay-in-Kind measure cannot protect investors investing in the mutual fund from the dilution of the value of investment units, especially the retail investor, the majority type of investors, the author has studied others measures to protect investors, and the regulations of such measures in the following two foreign countries; the United States and the United Kingdom. It is found out that the concept of passing on transaction costs of mutual funds to investors conducting trading could help alleviating impact of the dilution of investment units. In both countries, they have enacted detailed focusing mainly on the interests of mutual fund investors.

In the final analysis, this individual study proposes the amendment of the draft legislation to protect investors investing in mutual fund from the dilution of the value of investment units by requiring the details of the regulations concerning on the protection of investors, the prevention of conflicts of interests and the necessary and appropriate disclosure of information of the measures.

.....Advisor
(Dr. Poomsiri Dumrongvute)

.....Student
(Ms. Nattasasi Feemuechang)

กิตติกรรมประกาศ

เอกัตศึกษานี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาจากอาจารย์และผู้เกี่ยวข้องหลายท่าน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง อาจารย์ ดร. ภูมิศิริ ดำรงวุฒิ ผู้ได้ให้ความช่วยเหลืออนุเคราะห์ให้คำแนะนำต่าง ๆ อันเป็นประโยชน์ต่อการค้นคว้าและการเขียนเอกัตศึกษานี้ และได้ให้ความกรุณาในการตรวจและแก้ไขเอกัตศึกษาจนเอกัตศึกษานี้สมบูรณ์ ผู้เขียนจึงกราบขอบพระคุณอย่างสูงต่ออาจารย์ไว้ ณ ที่นี้

ผู้เขียนขอขอบคุณคุณคุณธีรวัตร มุกดาพิทักษ์ ผู้ให้ข้อมูล ข้อสังเกตและมุมมองเกี่ยวกับการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม รวมถึงมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในแต่ละรูปแบบ คุณรองพงศ์ โอบารปีติกุล ผู้ช่วยผู้อำนวยการ ฝ่ายกฎหมาย 3 และคุณชฎาวรรณ ศรีสวัสดิ์ เลขานุการ ฝ่ายนโยบายธุรกิจตัวกลาง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ให้ความอนุเคราะห์ช่วยเหลือผู้เขียนเป็นอย่างดีเสมอมา สุดท้ายขอกราบขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้การสนับสนุนและผลักดันผู้เขียนจนสามารถจัดทำเอกัตศึกษาออกมาเป็นรูปเล่ม

เอกัตศึกษานี้หากปรากฏคุณค่าและประโยชน์ในทางวิชาการอยู่บ้าง ผู้เขียนขอน้อมอุทิศแก่บิดามารดา ผู้เป็นบุพพจารย์และขอกราบเป็นกตเวทิตาแด่คณาจารย์ผู้ประสิทธิ์ประสาทความรู้แก่ผู้เขียนทั้งในอดีตและปัจจุบัน หากแต่มีข้อบกพร่องประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	ค
กิตติกรรมประกาศ.....	ง
สารบัญ.....	จ
สารบัญภาพ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
1.3 สมมุติฐานของการวิจัย.....	5
1.4 ขอบเขตการวิจัย.....	6
1.5 วิธีดำเนินการวิจัย.....	6
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา.....	6
บทที่ 2 ข้อความคิดทั่วไปเกี่ยวกับกองทุนรวม และภาพรวมการเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่า หน่วยลงทุน.....	8
2.1 ข้อความคิดทั่วไปเกี่ยวกับกองทุนรวม.....	8
2.1.1 ประเภทของกองทุนรวมตามการขายคืนหน่วยลงทุน.....	8
2.1.1.1 กองทุนปิด.....	9
2.1.1.2 กองทุนเปิด.....	9
2.2 ภาพรวมการเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน.....	11
2.2.1 ภาพรวมการจัดการกองทุนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และการซื้อขาย หน่วยลงทุนของผู้ลงทุน.....	12
2.2.2 การซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนที่ทำให้เกิดการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน..	19
2.2.2.1 ภาพรวมการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน.....	19
2.2.2.2 การเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน.....	20
2.2.2.3 ต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม.....	26

บทที่ 3	มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนและการบังคับใช้	
	ในต่างประเทศ.....	28
3.1	รูปแบบของมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน	28
	28
3.1.1	การปรับมูลค่าหน่วยลงทุน.....	29
3.1.1.1	แนวคิดของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน.....	29
3.1.1.2	รูปแบบของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน.....	30
3.1.1.3	องค์ประกอบของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม.....	31
3.1.1.3.1	การกำหนดระดับคำสั่งซื้อขายสุทธิของกองทุนรวม.....	31
3.1.1.3.2	การกำหนดอัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม	
	32
3.1.1.4	ตัวอย่างการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน.....	33
3.1.2	การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน.....	35
3.1.2.1	แนวคิดของการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน.....	35
3.1.2.2	ตัวอย่างการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน.....	36
3.2	มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา และการบังคับใช้.....	37
3.2.1	หลักเกณฑ์การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ในสหรัฐอเมริกา.....	
	40
3.2.1.1	มาตรการ Swing Pricing เป็นมาตรการทางเลือก.....	40
3.2.1.2	การกำหนด Swing Threshold ของกองทุนรวม.....	40
3.2.1.3	การกำหนด Swing Factor ของกองทุนรวม.....	41
3.2.2	การกำกับดูแลมาตรการ Swing Pricing.....	42
3.3	มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในสหราชอาณาจักร และการบังคับใช้.....	44
บทที่ 4	การนำเอามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน	
	ในประเทศไทย.....	49
4.1	ปัญหาและอุปสรรคก่อนการเสนอร่างกฎหมาย.....	50
4.1.1	ข้อจำกัดในทางปฏิบัติของมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในปัจจุบัน.....	50
4.1.2	ข้อจำกัดตามตัวบทกฎหมายในการบังคับใช้มาตรการ Swing Pricing.....	52
4.1.3	ข้อจำกัดในทางปฏิบัติการบังคับใช้มาตรการ Anti-Dilution Levies.....	53

4.2	ร่างกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน.....	54
4.3	แนวทางในการพัฒนามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน ในประเทศไทย.....	58
4.3.1	ข้อดีและข้อควรพิจารณาในการนำมาตรการ Swing Pricing มาบังคับใช้.....	58
4.3.2	ข้อดีและข้อควรพิจารณาในการนำมาตรการ Anti-Dilution Levies มาบังคับใช้.....	62
4.3.3	วิเคราะห์การนำมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนมาใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวม.....	63
บทที่ 5	บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....	66
5.1	บทสรุป.....	66
5.2	ข้อเสนอแนะ.....	68
	รายการอ้างอิง.....	70
	ประวัติผู้เขียน.....	73

สารบัญภาพ

รูปภาพ 1 : การคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม.....	14
รูปภาพ 2 : การคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย.....	14
รูปภาพ 3 : ราคาขายและราคารับซื้อคืนหน่วยลงทุน.....	15
รูปภาพ 4 : กลไกการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนที่ทำให้เกิดการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน.....	25
รูปภาพ 5 : กราฟวงกลมแสดงปัจจัยที่ใช้ในการคำนวณ Swing Factor ของกองทุนรวม.....	41
รูปภาพ 6 : กราฟแท่งแสดงการจำกัดอัตราของ Swing Factor ของกองทุนรวม.....	42
รูปภาพ 7 : ข้อได้เปรียบและข้อเสียเปรียบของมาตรการ Swing Pricing.....	61
รูปภาพ 8 : ข้อได้เปรียบและข้อเสียเปรียบของมาตรการ Anti-Dilution Levies.....	63

สารบัญตาราง

ตาราง 1 : ตารางสรุปเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกองทุนปิดและกองทุนเปิด.....	10
---	----

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบัน การลงทุนผ่านกองทุนรวมในประเทศไทยได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยจะเห็นได้จากมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการ (Assets Under Management (AUM)) ของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product (GDP)) ที่มีการเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง¹ นอกจากนี้ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของอุตสาหกรรมจัดการลงทุน (Total Net Assets Under Management) ยังมีมูลค่าคิดเป็นร้อยละ 46.20 ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand Market Capitalization) ซึ่งเกือบเป็นครึ่งหนึ่งของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย² การเติบโตของกองทุนรวมสะท้อนให้เห็นว่ากองทุนรวมมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างความมั่นคงทางการเงินของคนทั่วไป โดยเป็นเครื่องมือการลงทุนเพื่อตอบสนองความต้องการทางการเงินของประชาชน อีกทั้งยังมีบทบาทสำคัญต่อเสถียรภาพของระบบการเงินโดยรวมของประเทศด้วย

กองทุนรวมจะระดมเงินทุนจากผู้ลงทุนโดยการเสนอขายหน่วยลงทุนและนำเงินที่ได้นั้นไปลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ตามนโยบายที่กองทุนกำหนด โดยผู้ลงทุนในกองทุนรวมจะสามารถรับรู้ผลตอบแทนจากการลงทุนได้โดยการขายคืนหน่วยลงทุนกับกองทุนรวม ในขณะที่เดียวกันกองทุนรวมก็มีหน้าที่ในการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนและชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในโครงการ ในสถานการณ์ปกติทั่วไป กองทุนรวมจะมีการบริหารจัดการสภาพคล่องที่เพียงพอเพื่อรองรับความต้องการขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน

อย่างไรก็ดี ในสถานการณ์ที่กองทุนรวมประสบปัญหาการบริหารจัดการสภาพคล่อง กล่าวคือกองทุนรวมเริ่มไม่สามารถจะชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนที่ขายคืนหน่วยลงทุนได้ภายในระยะเวลาที่กำหนดในโครงการ เช่น ในสถานการณ์ที่ผู้ลงทุนมีความกังวลจนเทขายสินทรัพย์ที่ลงทุน (panic sell) เหตุการณ์ข้างต้นไม่เพียงแต่เกิดขึ้นในต่างประเทศเท่านั้น แต่ยังเกิดขึ้นในประเทศไทยด้วย โดยเมื่อปีที่ผ่านมา มีการเร่งเทขายตราสารหนี้อย่างต่อเนื่อง (fire sale) ของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่อยู่

¹ ปี 2562 มูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมกองทุนรวมต่อ GDP ของประเทศไทย คิดเป็นร้อยละ 31.93 ซึ่งมีมูลค่าเกือบ 1 ใน 3 ของ GDP ของประเทศไทย (ข้อมูลและสถิติภาพรวมอุตสาหกรรมจัดการลงทุน: มูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อ GDP จากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก www.aimc.or.th)

² ข้อมูลและสถิติภาพรวมอุตสาหกรรมจัดการลงทุน: มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนเทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหลักทรัพย์ และ GDP จากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก www.aimc.or.th

ภายใต้การบริหารจัดการของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (“บลจ.”) แห่งหนึ่ง ซึ่งมีที่มาจากการเทขายหน่วยลงทุนจำนวนมากและอย่างต่อเนื่องของผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมดังกล่าว³ ทั้งนี้ แม้ตราสารหนี้ที่กองทุนรวมเทขายเป็นตราสารหนี้ที่มีคุณภาพดีซึ่งยังไม่ได้มีการผิดนัดชำระหนี้ของผู้ออกตราสาร แต่เป็นการเทขายเพื่อรวบรวมเงินมาชำระให้ผู้ถือหน่วยลงทุนให้เพียงพอกับความต้องการขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนจำนวนมากภายในเวลาจำกัด ราคาตราสารหนี้ที่กองทุนรวมถืออยู่ในตลาดจึงมีราคาตกลงอย่างมาก ซึ่งหากกองทุนรวมยังเปิดให้มีขายคืนหน่วยลงทุนอย่างต่อเนื่องต่อไป อาจลุกลามส่งผลกระทบต่อตลาดเงินและตลาดทุนเป็นวงกว้างได้ เหตุการณ์ดังกล่าวมีความร้ายแรงจน บลจ. ตัดสินใจเลิกกองทุนรวมและดำเนินการชำระบัญชีกองทุนในเวลาต่อมา อีกทั้งธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ต้องมีมาตรการออกมาช่วยเหลือกองทุนรวมที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ดังกล่าว⁴

จากเหตุการณ์ข้างต้น หากพิจารณาในด้านของกองทุนรวม การขาดสภาพคล่องของกองทุนรวมอาจลุกลามจนทำให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบการเงินโดยรวม (systemic risk) และในด้านของผู้ลงทุน ย่อมมีผู้ถือหน่วยลงทุนที่ได้ขายคืนหน่วยลงทุนและรับเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนก่อนผู้ถือหน่วยลงทุนรายอื่น และมีผู้ถือหน่วยลงทุนที่ไม่สามารถขายคืนหน่วยลงทุนได้ทันก่อนการประกาศเลิกกองทุนรวม (first mover advantage) โดยผู้ถือหน่วยลงทุนที่ยังอยู่ในกองทุนรวมอาจได้รับผลกระทบจากการที่ทรัพย์สินของกองทุนรวมเหลือเพียงแต่ทรัพย์สินที่มีคุณภาพหรือมีสภาพคล่องต่ำ ประกอบกับการที่กองทุนรวมจะต้องเร่งขายทรัพย์สินจำนวนมากและภายในเวลาจำกัดเพื่อนำเงินมาชำระให้ผู้ถือหน่วยลงทุน ย่อมเกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนจากการทำธุรกรรมซื้อขาย (transaction costs) ของกองทุนรวมขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งต้นทุนการซื้อขายทางตรงและทางอ้อม ซึ่งค่าใช้จ่ายและต้นทุนนั้นจะมีผลไปยังผู้ลงทุนทุกรายในกองทุน ซึ่งรวมถึงผู้ถือหน่วยลงทุนที่ไม่ได้ขายคืนหน่วยลงทุน (non-transacting unitholders) ด้วยการที่ผู้ถือหน่วยลงทุนรายหลังจะต้องมีส่วนแบกรับต้นทุนและค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมจากการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ถือหน่วยลงทุนรายอื่น และได้รับผลกระทบจากการที่มูลค่าหน่วยลงทุน (NAV per unit) ที่ถืออยู่ต้องลดลง ในขณะที่ผู้ลงทุนที่ขายคืนหน่วยลงทุน (transacting unitholders) ซึ่งเป็นต้นเหตุที่ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนดังกล่าว ไม่ได้รับเอาภาระค่าใช้จ่ายและต้นทุนจากการขายคืนหน่วยลงทุนของตนเอง จึงเป็นการที่ผู้ลงทุนรายที่ไม่ได้ทำการขายคืนหน่วยลงทุนถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ซึ่งไม่เป็นธรรมต่อผู้ลงทุนดังกล่าว

³ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมก่อนวันที่จะมีการประกาศเลิกกองทุนมีมูลค่ารวมกันทั้งหมดไม่น้อยกว่า 250,000 ล้านบาท และภายหลังจากที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนประกาศเลิกกองทุน มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมข้างต้นกลับมีมูลค่ารวมกันเหลือเพียง 150,000 ล้านบาท ซึ่งลดลงกว่าร้อยละ 40 ภายในระยะเวลาเพียง 13 วัน, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก www.tmbameastspring.com

⁴ มาตรการช่วยเหลือกองทุนรวมที่ได้รับผลกระทบจากการขาดสภาพคล่องในตลาดการเงิน (Mutual Fund Liquidity Facility: MFLF) โดยธนาคารแห่งประเทศไทย, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก www.bot.or.th

ปัจจุบันพบว่า การให้ บลจ. สามารถชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นของกองทุนรวมแทนเงิน (Pay in Kind) จะไม่ได้มีเจตนาธรรมเนียมเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ได้โดยตรง แต่วิธีการดังกล่าวเป็นมาตรการที่มีอยู่ในปัจจุบันเพียงมาตรการเดียวที่พอจะสามารถช่วยบรรเทาผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ได้ เนื่องจากวิธีการ Pay In-Kind ทำให้กองทุนรวมไม่ต้องเร่งหรือเทขายทรัพย์สินของทุนภายในระยะเวลาจำกัดเพื่อรวบรวมเงินมาชำระให้ผู้ขายคืนหน่วยลงทุน แต่กองทุนรวมสามารถชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นของกองทุนรวมได้ เช่น หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ หน่วยลงทุนที่มีอยู่ในพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมแทนเงินให้ลงทุนได้

แม้หลักเกณฑ์จะเปิดให้ บลจ. สามารถใช้กับผู้ลงทุนได้ทุกประเภท ซึ่งไม่จำกัดเฉพาะผู้ลงทุนที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน (institutional investor) ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ (ultra-high net worth investor) หรือผู้ลงทุนรายใหญ่ (high net worth investor) เท่านั้น⁵ แต่ยังเปิดให้ บลจ. สามารถใช้วิธีการดังกล่าวกับผู้ลงทุนรายย่อย (retail investor) ซึ่งเป็นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุนรวมได้ด้วย

อย่างไรก็ดี วิธีการ Pay In Kind แม้จะสามารถช่วยบรรเทาการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวมได้ แต่วิธีการดังกล่าวยังมีความไม่เหมาะสมในทางปฏิบัติที่จะใช้กับผู้ลงทุนรายย่อย เนื่องจากผู้ลงทุนรายย่อยมีข้อจำกัดในการเข้าถึงช่องทางการขายหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น เช่น กรณีบลจ. ชำระหนี้ค่าขายคืนหน่วยลงทุนด้วยหุ้นสามัญที่มีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แทนเงิน จึงไม่ใช่ผู้ลงทุนรายย่อยทุกรายจะมีบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงไม่ใช่ผู้ลงทุนรายย่อยทุกรายจะมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับหุ้นที่กองทุนรวมลงทุน ดังนั้น จึงมีความเป็นไปได้สูงที่ผู้ลงทุนรายย่อยจะไม่ตกลงรับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนหรือทรัพย์สินอื่นแทนเงิน ซึ่งต่างจากผู้ลงทุนสถาบันที่มีความพร้อมและความสามารถในการเข้าถึงช่องทางการขายหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นได้ง่ายและด้วยต้นทุนที่ถูกลงกว่าผู้ลงทุนรายย่อย เนื่องจากผู้ลงทุนสถาบันมักจะมีบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนของตนเองอยู่แล้ว จึงทำให้เป็นการง่ายที่จะรับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้

ดังนั้น ในทางปฏิบัติ บลจ. จึงนิยมใช้วิธีการ Pay In Kind กับผู้ลงทุนสถาบันมากกว่าผู้ลงทุนรายย่อย ทั้งนี้ บลจ. จะต้องกำหนดวิธีการชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนว่าให้สามารถชำระเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินไว้เป็นการทั่วไปในโครงการจัดการกองทุนรวม หรือในกรณีที่ไม่ได้มีการกำหนดไว้เป็นการทั่วไป ผู้ลงทุนสถาบันซึ่งเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนจะต้องตกลงรับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงิน และ บลจ. จะต้องได้รับมติพิเศษจากผู้ถือหน่วยลงทุนให้ชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้ด้วย

⁵ ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 4/2560 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่ ลงวันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2560, บทนิยาม “ผู้ลงทุนสถาบัน”.

ดังนั้น มาตรการ Pay in Kind จึงไม่สามารถช่วยคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้อย่างแท้จริง

นอกจากนี้ บลจ. จะมีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุนโดยตรง เช่น ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย การขาย หรือการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน แต่ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บดังกล่าว ไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบของผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ประกอบกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนก็ไม่ได้กำหนดหลักเกณฑ์ให้ บลจ. ต้องเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในลักษณะดังกล่าวเพิ่มเติมกับผู้ลงทุนแต่อย่างใด

จากการศึกษามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนในต่างประเทศ พบว่า ประเทศที่เป็นสมาชิกของ International Organization of Securities Commission (IOSCO) หลายประเทศ ต่างยอมรับเอาแนวคิดและหลักการในการส่งต่อต้นทุนในการทำธุรกรรมซื้อขายที่มีนัยสำคัญของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน (transacting unitholder) ของกองทุนรวมโดยตรง (pass on transaction costs) เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนที่ไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม (non-transacting unitholders) ที่ได้รับผลกระทบจากการที่มูลค่าหน่วยลงทุนถูกลดทอนลง ให้ไม่ต้องแบกรับต้นทุนที่ตนเองไม่ได้ก่อ โดยการให้ บลจ. สามารถปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (NAV per unit) หรือเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนโดยตรงได้ เพื่อสะท้อนต้นทุนในการทำธุรกรรมซื้อขายของกองทุนรวมที่เกิดจากการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนได้ ทั้งนี้ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนข้างต้นในต่างประเทศเรียกว่ามาตรการ Swing Pricing หรือ Dilution Adjustments และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมข้างต้นในต่างประเทศเรียกว่า Anti-Dilution Levies หรือ Dilution Levy

ด้วยข้อจำกัดในทางปฏิบัติของมาตรการที่มีอยู่ในปัจจุบันที่ไม่เหมาะสมกับการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อยซึ่งเป็นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุนรวม จึงจำเป็นที่จะต้องมีการอื่นมารองรับเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) สำนักงาน ก.ล.ต. ได้เห็นถึงความสำคัญของปัญหาดังกล่าว จึงได้เสนอร่างกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน โดยกำหนดให้ บลจ. ต้องจัดให้มีมาตรการดังกล่าว ซึ่งได้แก่ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing) และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติม (Anti-Dilution Levies (ADL)) เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม

อย่างไรก็ดี ร่างกฎหมายดังกล่าวยังขาดหลักการที่สำคัญในบางประการ ผู้เขียนจึงเสนอให้มีการปรับปรุงหลักเกณฑ์ดังกล่าว โดยการคำนึงถึงการคุ้มครองผู้ลงทุน การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่จำเป็นและเหมาะสม โดยเสนอให้เพิ่มเติมหลักเกณฑ์ในเรื่องการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย (statutory limit) ในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing) เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนจากการใช้มาตรการของ บลจ. ที่อาจไม่เหมาะสมหรือมากเกินไปจนความจำเป็น

และกำหนดให้ บลจ. ต้องแบ่งแยกหน้าที่ในการกำกับดูแลการใช้มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนออกจากหน้าที่ในการบริหารจัดการลงทุนของกองทุนรวม เพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการปฏิบัติหน้าที่ซ้ำซ้อนกัน

1.2 วัตถุประสงค์ในการวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาถึงบริบทการเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม (dilution) รวมถึงแนวคิด ที่มา และหลักการของการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

1.2.2 เพื่อศึกษาถึงเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมที่จะช่วยคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ในต่างประเทศ รวมถึงปัญหาอุปสรรค ข้อดีและข้อเสียในการนำเอามาตรการ Swing Pricing หรือ Dilution Adjustments และมาตรการ Anti-Dilution Levies มาใช้คุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนในประเทศไทย

1.2.3 เพื่อศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ตามกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรว่ามีแนวคิดและหลักการอย่างไร เพื่อเป็นแนวทางในการเสนอแนะให้นำมาตรการดังกล่าวมาปรับใช้เพิ่มเติมในประเทศไทย

1.2.4 เพื่อศึกษาในเบื้องต้นเกี่ยวกับการทำธุรกรรมของกองทุนรวมเพื่อรองรับการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมในเบื้องต้น และประเภทของต้นทุนในการทำธุรกรรมที่กองทุนรวมจะส่งผ่านต้นทุนไปยังผู้ลงทุนที่ทำให้เกิดต้นทุนดังกล่าว

1.3 สมมติฐานในการวิจัย

เนื่องด้วยวิธีการชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้ (Pay In-Kind) ที่มีอยู่ปัจจุบันยังไม่สามารถคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้อย่างแท้จริง การเพิ่มมาตรการการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing) และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Anti-Dilution Levies) เพื่อสะท้อนต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม โดยการกำหนดหลักเกณฑ์ในรายละเอียดที่คำนึงถึงการคุ้มครองผู้ลงทุน การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่จำเป็นและเหมาะสม จะช่วยคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้โดยตรงและอย่างมีประสิทธิภาพ

1.4 ขอบเขตการวิจัย

1.4.1 ศึกษาเนื้อหาสาระสำคัญของการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม รวมถึงมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนภายใต้หลักการของ IOSCO

1.4.2 ศึกษาเนื้อหาและสาระสำคัญของหลักเกณฑ์การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมตามมาตรการ Anti-Dilution Levies ของประเทศสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร และทำการวิเคราะห์เพื่อให้ทราบถึงหลักการในการกำหนดมาตรการ เช่นว่านั้น รวมถึงศึกษาผลจากการใช้มาตรการดังกล่าว

1.4.3 ศึกษาเครื่องมือการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมที่สามารถคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนที่มีอยู่ในปัจจุบัน และทำการวิเคราะห์หว่ามาตรการหรือวิธีการดังกล่าวสามารถคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้อย่างแท้จริงหรือไม่

1.4.4 ศึกษาร่างหลักเกณฑ์การคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ในประเทศไทย ทำการวิเคราะห์ว่าควรมีการกำหนดหลักเกณฑ์เพิ่มเติมในเรื่องใดบ้าง

1.5 วิธีการดำเนินการวิจัย

เป็นการวิจัยเอกสาร (documentary research) โดยอาศัยการศึกษาค้นคว้าและรวบรวมข้อมูลจากเอกสารอันประกอบด้วยบทความ เอกสารเผยแพร่ของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และข้อมูลจากเครือข่ายอินเทอร์เน็ตทั้งของประเทศไทยและต่างประเทศ ตลอดจนความเห็นของบุคลากรที่อยู่ในอุตสาหกรรม การจัดการกองทุนรวม รวมถึงนักกฎหมาย และรายงานการศึกษาวิจัยของหน่วยงานต่าง ๆ และนำข้อมูลความรู้ที่ได้ทั้งหมดมาทำการศึกษาและวิเคราะห์เทียบเคียงประเด็นต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution)

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 ทำให้ทราบถึงเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม หลากหลายประเภท ได้แก่ กลุ่มเครื่องมือประเภทที่ส่งผ่านภาระค่าใช้จ่ายให้ผู้ลงทุน (pass on transaction costs) และกลุ่มเครื่องมือประเภทที่จำกัดคำสั่งรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (restrict access to investor capital) รวมถึงแนวคิดและหลักการของเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมต่าง ๆ

1.6.2 ทำให้ทราบถึงมาตรการปัจจุบันในการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน รวมทั้งปัญหาและอุปสรรคของมาตรการดังกล่าว

1.6.3 ทำให้ทราบและตระหนักถึงปัญหาของผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) รวมถึงแนวคิดและหลักการ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing) และการเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Anti-Dilution Levies)

1.6.4 ทำให้ทราบถึงข้อดีข้อเสีย และแนวทางของหน่วยงานกำกับดูแลในต่างประเทศในการนำเอามาตรการการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing) และการเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Anti-Dilution Levies) มาใช้เพื่อคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

1.6.5 ทำให้ทราบถึงปัญหาและอุปสรรคในการนำเอามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนมาปรับและบังคับใช้ในประเทศไทย

บทที่ 2

ข้อความคิดทั่วไปเกี่ยวกับกองทุนรวม และภาพรวมการเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

ในบทนี้ จะอธิบายถึงข้อความคิดทั่วไปเกี่ยวกับกองทุนรวม พร้อมกับการอธิบายภาพรวมของการซื้อขายกองทุนรวมของผู้ลงทุน รวมถึงอธิบายถึงการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ของผู้ลงทุนว่าเกิดขึ้นได้อย่างไร

2.1 ข้อความคิดทั่วไปเกี่ยวกับกองทุนรวม

กองทุนรวม (mutual fund) เป็นโครงการที่รวบรวมเงินทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปนำมาเอาเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ อาทิ ตราสารหนี้ ตราสารทุน โดยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน หรือ บลจ. ซึ่งเป็นผู้ได้รับใบอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ทำหน้าที่ในการบริหารจัดการลงทุนให้เงินดังกล่าวเกิดดอกออกผล ทั้งนี้ เงินที่ได้จากการรวบรวมเงินทุน บลจ. จะนำไปจดทะเบียนจัดตั้งเป็น “กองทุนรวม” เพื่อให้มีสถานะเป็นนิติบุคคล กล่าวได้ว่า การซื้อกองทุนรวมหรือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมก็คือ การนำเงินไปให้ บลจ. ซึ่งเป็นมืออาชีพช่วยลงทุนให้แทนที่ผู้ลงทุนจะลงทุนด้วยตนเอง กองทุนรวมจึงไม่เพียงแต่จะเหมาะสำหรับผู้เริ่มต้นลงทุน ผู้ที่ไม่มีความรู้ด้านการลงทุน หรือผู้ที่ไม่มีเวลาในการติดตามพอร์ตการลงทุน แต่ยังเหมาะสำหรับผู้ที่มีทั้งความรู้และเวลาในการติดตามการลงทุน แต่ต้องการกระจายการลงทุนของตนเองส่วนหนึ่งไปให้มืออาชีพช่วยบริหารจัดการลงทุนให้ หรือแม้แต่ผู้ลงทุนที่ต้องการใช้สิทธิประโยชน์ในการลดหย่อนภาษีด้วย

ข้อความคิดทั่วไปเกี่ยวกับกองทุนรวมนี้ จะอธิบายถึงประเภทของกองทุนรวมซึ่งจัดแบ่งตามการขายคืนหน่วยลงทุน ซึ่งจะมีความเกี่ยวข้องกับการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม ที่จะได้กล่าวต่อไป

2.1.1 ประเภทของกองทุนรวมตามการขายคืนหน่วยลงทุน

การแบ่งประเภทของกองทุนรวม นอกจากจะนิยมจัดแบ่งประเภทตามนโยบายการลงทุนของกองทุนแล้ว⁶ ยังสามารถจัดแบ่งประเภทได้ตามการขายคืนหรือการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนด้วย ซึ่งได้แก่ กองทุนรวมประเภทกองทุนปิด และกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิด

⁶ การจัดแบ่งประเภทของกองทุนรวมตามนโยบายการลงทุนของกองทุนรวม ได้แก่ (1) กองทุนรวมตราสารทุน (equity fund) (2) กองทุนรวมตราสารหนี้ (fixed income fund) (3) กองทุนรวมทรัพย์สินทางเลือก (alternative investment fund) และ (4) กองทุนรวมผสม (mixed fund) (ภาคผนวก 2 การจัดแบ่งประเภทกองทุนรวม แนบท้ายประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. 87/2558 เรื่อง การลงทุนของกองทุนรวม ลงวันที่ 26 มีนาคม 2563)

2.1.1.1 กองทุนปิด

กองทุนปิด (Closed-End Fund) เป็นกองทุนรวมที่มีจำนวนหน่วยลงทุนคงที่ โดย บลจ. จะเปิดให้มีการจองซื้อหน่วยลงทุนเมื่อเริ่มต้นโครงการเพียงครั้งเดียวเท่านั้น หลังจากนั้นจะไม่มี การเสนอขาย หน่วยลงทุนเพิ่มเติมแต่อย่างใด นอกจากนี้ กองทุนปิดยังมีกำหนดอายุโครงการที่แน่นอน บลจ. จะไม่รับ โถ่ถอนหรือซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุโครงการ ผู้ถือหน่วยลงทุนจึงไม่สามารถโถ่ถอนหรือขายคืน หน่วยลงทุนได้ก่อนครบกำหนดอายุโครงการ โดยผู้ลงทุนจะต้องถือครองหน่วยลงทุนเอาไว้เพื่อรอโถ่ถอน หรือขายคืนเมื่อครบกำหนดอายุโครงการเท่านั้น โดยส่วนใหญ่ บลจ. มักจะนำเอาหน่วยลงทุนของกองทุน ปิดไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand (SET)) เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ผู้ลงทุน ทั้งนี้ กองทุนปิดที่นิยมนำไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ได้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund)⁷ กองทุนรวมสิทธิการเช่า อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust (REIT))⁸ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund)⁹

2.1.1.2 กองทุนเปิด

ในทางตรงกันข้าม **กองทุนเปิด (Opened-End Fund)** เป็นกองทุนรวมที่มีจำนวน หน่วยลงทุนไม่คงที่ สามารถเพิ่มหรือลดจำนวนหน่วยลงทุนได้ บลจ. สามารถที่จะขายหน่วยลงทุนเพิ่มและ ต่อเนื่องภายหลังจากที่มีการเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรก (Initial Public Offering (IPO)) ไปแล้วได้ กองทุนเปิดอาจมีการกำหนดอายุโครงการจัดการกองทุนหรือไม่ก็ได้ ผู้ลงทุนสามารถซื้อหน่วยลงทุนเพิ่ม หรือขายคืนหน่วยลงทุนที่ซื้อไว้แล้วผ่าน บลจ. หรือผู้สนับสนุนการขายหรือรับซื้อคืนหน่วยลงทุนได้ตาม ระยะเวลาที่กำหนดไว้ในโครงการจัดการกองทุน เช่น ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ได้ทุกวันทำการ หรือทุกสัปดาห์โดยกำหนดให้ซื้อขายได้สัปดาห์ละหนึ่งครั้ง หรือสัปดาห์ละสองครั้ง หรือ กำหนดให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมได้เดือนละครั้ง หรือไตรมาสละครั้ง หรือ

⁷ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) (Property Fund) เป็นกองทุนรวมซึ่งมีสถานะเป็นนิติบุคคลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนจะนำเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุนไปซื้อหรือเช่า อสังหาริมทรัพย์ และบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้น ๆ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสม่ำเสมอในรูปของค่าเช่า ซึ่งผลตอบแทนหรือรายได้ ที่ได้รับจากการบริหารอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวจะถูกนำไปแบ่งให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนในรูปของเงินปันผล

⁸ กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust (REIT)) เป็นกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ มีลักษณะเป็นกองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติ ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลเหมือนกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ กองทรัสต์สินดังกล่าวจะถือกรรมสิทธิ์โดยทรัสต์ (Trustee) โดยทรัสต์มีอำนาจดูแลและบริหารจัดการทรัสต์สิน ในกองทรัสต์ รวมทั้งดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์ (REIT Manager) เพื่อประโยชน์ของผู้ถือใบทรัสต์ โดยผู้ถือ ใบทรัสต์จะเป็นผู้รับประโยชน์ในทรัสต์สินของกองทรัสต์

⁹ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund (IFF)) เป็นกองทุนรวมประเภทหนึ่ง ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อระดมทุนจากผู้ลงทุนทั่วไป ทั้งผู้ลงทุนรายย่อยและผู้ลงทุนสถาบันเพื่อนำเงินไปลงทุนในกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่เป็นประโยชน์สาธารณะในวงกว้าง ซึ่งเป็นกิจการที่มีความจำเป็นในการสร้างการเติบโตให้เศรษฐกิจและพัฒนาประเทศ

ปีละสองครั้ง เป็นต้น ด้วยการที่ บลจ. สามารถขายหน่วยลงทุนเพิ่มและต่อเนื่องได้ตลอดเวลา ประกอบกับการที่ผู้ลงทุนสามารถไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนที่ซื้อไว้ให้กับกองทุนรวมได้ตามระยะเวลาที่ระบุไว้ในโครงการโดยไม่ต้องรอให้กองทุนรวมครบกำหนดอายุโครงการ กองทุนประเภทนี้จึงเป็นที่นิยมมากในปัจจุบัน

ตารางสรุปเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกองทุนปิดและกองทุนเปิด

	กองทุนปิด	กองทุนเปิด
1. อายุโครงการ	มีกำหนดอายุโครงการแน่นอน	มีกำหนดอายุโครงการหรือไม่ก็ได้
2. จำนวนหน่วยลงทุน	คงที่เนื่องจากมีการเสนอขายเพียงครั้งเดียว	เพิ่มขึ้นหรือลดลงได้หากมีผู้ซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุน
3. การซื้อขายหน่วยลงทุนภายหลังการเสนอขายครั้งแรก	ซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาดรอง เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ซื้อขายหน่วยลงทุนได้โดยตรงกับบลจ. หรือผู้สนับสนุนการขายและรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่ บลจ. แต่งตั้งขึ้น
4. การไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุน	บลจ. จะไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุโครงการ หากผู้ถือหน่วยลงทุนต้องการใช้เงินจะต้องขายหน่วยลงทุนในตลาดรองในราคาตลาดให้แก่ผู้ประสงค์จะซื้อหน่วยลงทุน	บลจ. จะรับซื้อคืนหน่วยลงทุนตามระยะเวลาที่กำหนดไว้โครงการในราคามูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV per unit) หักด้วยค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (ถ้ามี)
5. การนำหน่วยลงทุนของกองทุนรวมไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง	นิยมจดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง	ไม่นิยมจดทะเบียนซื้อขายในตลาดรองเนื่องจากผู้ลงทุนสามารถซื้อขายผ่าน บลจ. หรือผู้สนับสนุนการขายและรับซื้อคืนหน่วยลงทุนโดยตรงได้

ตาราง 1 : ตารางสรุปเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกองทุนปิดและกองทุนเปิด

ที่มา : เรียบเรียงเอง

นอกจากนี้ กองทุนรวมประเภทกองทุนเปิดยังสามารถจัดแบ่งประเภทตามลักษณะพิเศษของกองทุนรวมได้อีกด้วย เช่น กองทุนรวมเพื่อสิทธิประโยชน์ทางภาษี เช่น กองทุนรวมเพื่อการออม (Super Savings Fund (SSF)) เพื่อส่งเสริมการออมระยะยาวของผู้ลงทุนตามมติคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 3 ธันวาคม 2562 หรือกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund (RMF)) ซึ่งผู้ลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมทั้งสองประเภทดังกล่าวสามารถนำเอาเงินลงทุนมาลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา อีกทั้งหากการขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมดังกล่าวมีกำไร กำไรที่ได้จากการลงทุนก็ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาด้วย แม้จะกองทุนดังกล่าวจะเป็นกองทุนเปิด ซึ่งเปิดให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้ตลอดระยะเวลาที่กำหนดในโครงการ การขายคืนหน่วยลงทุนโดยไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขการลงทุน ผู้ลงทุนจะไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี และจะต้องคืนสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่เคยได้รับภายในกำหนดเวลา มิฉะนั้นจะต้องชำระเงินเพิ่มและเบี้ยปรับตามประมวลรัษฎากรด้วย

การแบ่งประเภทของกองทุนรวมเป็น กองทุนปิดและกองทุนเปิดในเบื้องต้นมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับความต้องการสภาพคล่องของผู้ลงทุน เช่น กรณีผู้ลงทุนมีความต้องการสภาพคล่องในการลงทุน ผู้ลงทุนควรลงทุนในกองทุนเปิด เนื่องจากสามารถถอนการลงทุนได้ทันทีตามความต้องการ หรือกรณีผู้ลงทุนต้องการลงทุนระยะยาวแบบที่ใช้เงินเย็นสำหรับการลงทุน ผู้ลงทุนสามารถลงทุนในกองทุนปิดได้

อนึ่ง มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ที่ศึกษาในนี้ จะหมายความถึงเฉพาะการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมประเภท “กองทุนเปิด” เท่านั้น เนื่องจากบริบทการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน จะเกิดขึ้นกับการลงทุนในกองทุนเปิด เนื่องด้วยคุณสมบัติของกองทุนเปิดที่ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนเพิ่มเติมได้ตลอดเวลา จึงทำให้การทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนสามารถส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของกองทุนรวม และผู้ลงทุนรายอื่น ๆ ในกองทุนรวมได้ ตรงกันข้ามกับกองทุนปิดที่ไม่เปิดให้มีการซื้อขายหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุโครงการ กองทุนปิดจึงไม่ได้รับผลกระทบจากการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุน

2.2 ภาพรวมการเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

ภายใต้หัวข้อนี้จะอธิบายถึงภาพรวมของการบริหารจัดการกองทุนรวมของ บลจ. และขั้นตอนการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ซึ่งนำไปสู่ที่มาของการเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม

สถานะของ “กองทุนรวม” ในประเทศไทย ก่อนการจดทะเบียนจะเป็นเพียงกองทรัสต์สิน เมื่อ บลจ. นำเอากองทรัสต์สินที่ได้จากการรวบรวมเงินทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปไปจดทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. กองทรัสต์สินนั้นจะมีสถานะเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจาก บลจ. ผู้ทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุน¹⁰

2.2.1 ภาพรวมการจัดการกองทุนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน

ธุรกิจหลักของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน หรือ บลจ. คือ การจัดการกองทุนรวม (mutual fund) ซึ่งต้องได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์จากกระทรวงการคลัง

การจัดการกองทุนรวมของ บลจ. จะเริ่มตั้งแต่การจัดตั้งกองทุนรวม โดย บลจ. จะต้องยื่นขออนุมัติจัดตั้งโครงการจัดการกองทุนรวมกับสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งร่างโครงการจัดการกองทุนรวมจะต้องประกอบด้วยข้อมูลสำคัญตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด เช่น การกำหนดประเภทกองทุนรวม (กองทุนเปิดหรือกองทุนปิด) นโยบายการลงทุนของกองทุน (กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ หรือกองทุนรวมผสม กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในประเทศหรือเน้นการลงทุนในต่างประเทศ) ลักษณะพิเศษอื่น ๆ ของกองทุนรวม เป็นต้น นอกจากนี้ บลจ. จะต้องจัดเตรียมข้อมูลผูกพันระหว่าง บลจ. และผู้ถือหน่วยลงทุน ร่างสัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม หนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนตามรูปแบบที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด

เมื่อโครงการจัดการกองทุนได้รับการอนุมัติแล้ว บลจ. จะต้องจัดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม (fund supervisor) และนายทะเบียนหน่วยลงทุน (registrar) ก่อนการเสนอขายหน่วยลงทุนเป็นครั้งแรกได้ และเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาดังกล่าว บลจ. จะต้องนำเงินซึ่งถือเป็นกองทรัสต์สินที่ได้จากการเสนอขายหน่วยลงทุนเป็นครั้งแรกไปจดทะเบียนจัดตั้งเป็นกองทุนรวมกับสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อให้กองทรัสต์สินดังกล่าวมีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย ในขณะที่เดียวกัน บลจ. ก็จะต้องนำเอาทรัสต์สินของกองทุนรวมไปฝากไว้กับผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ซึ่งจะต้องเป็นสถาบันการเงินที่ได้รับการขึ้นทะเบียนรายชื่อผู้มีคุณสมบัติในการเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์กับสำนักงาน ก.ล.ต.

ภายหลังจากการจดทะเบียนจัดตั้งกองทุนรวมแล้ว บลจ. จึงจะสามารถเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมได้อีกครั้ง และ บลจ. จะต้องดำเนินการในการจัดการกองทุนรวมตามกฎหมายกำหนด โดยเฉพาะ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 124/1 กำหนดให้ บลจ.

¹⁰ มาตรา 124 แห่ง พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ กำหนดว่า “เงินที่ได้รับจากการจำหน่ายหน่วยลงทุนในแต่ละโครงการจัดการกองทุนรวมให้รวมเข้าเป็นกองทรัสต์สิน และให้บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนกองทรัสต์สินดังกล่าวเป็นกองทุนรวมกับสำนักงาน ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนประกาศกำหนด

กองทุนรวมที่ได้จดทะเบียนแล้ว ให้เป็นนิติบุคคล ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์นำทรัสต์สินของกองทุนรวมไปลงทุนตามโครงการจัดการกองทุนรวมตามที่ได้รับอนุมัติโดยให้บริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวม”

จัดการกองทุนด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังรักษาประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนทั้งปวง โดยใช้ความรู้ความสามารถเยี่ยงผู้ประกอบการวิชาชีพ อีกทั้งยังกำหนดให้ บลจ. จัดให้มีนโยบายการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในการจัดการกองทุนรวม รวมทั้งติดตามดูแลการกระทำที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนและการกระทำที่อาจมีลักษณะไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุนหรืออาจทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเสียประโยชน์อันพึงได้รับ ทั้งนี้ ตามหลักเกณฑ์เงื่อนไขและวิธีการที่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนประกาศกำหนด

การจัดการกองทุนรวมของ บลจ. มีความหมายรวมถึงการจัดการลงทุนของกองทุนรวมด้วย โดยดำเนินการโดยผู้จัดการกองทุน (fund manager) ซึ่งเป็นบุคลากรของ บลจ. ส่วนใหญ่ บลจ. จะแต่งตั้งคณะกรรมการการลงทุน (investment committee) เพื่อกำหนดนโยบายและหลักเกณฑ์ในการบริหารการลงทุนและการกระจายความเสี่ยงการลงทุน นอกจากนี้ บลจ. จะมีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงการลงทุน (investment risk committee) ทำหน้าที่ในการบริหารจัดการและติดตามความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการจัดการลงทุนของกองทุนรวม

อนึ่ง ในการจัดการลงทุนของกองทุนรวม บลจ. จะต้องนำเสนอผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (fund performance) ที่มีความยุติธรรม ถูกต้อง และสมบูรณ์สอดคล้องกับมาตรฐานสากล เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนให้ผู้ลงทุน และ บลจ. จะต้องกำหนดตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (benchmark) ที่เหมาะสมและสอดคล้องกับนโยบายการลงทุน เพื่อใช้เป็นข้อมูลเปรียบเทียบความสามารถในการบริหารจัดการลงทุนของผู้จัดการกองทุน

ต่อไปจะเป็นการอธิบายถึงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม มูลค่าหน่วยลงทุน และราคาซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม และการคำนวณ ซึ่งเป็นขั้นตอนที่สำคัญในการจัดการกองทุนของ บลจ. และมีความเกี่ยวข้องกับมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนที่จะกล่าวต่อไป

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมคืออะไร และการคำนวณมูลค่าหน่วยลงทุน และราคาซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (Net Asset Value (NAV)) คือ มูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองทุนรวม ตลอดจนผลประโยชน์ต่าง ๆ ที่กองทุนรวมได้รับจากการนำเงินที่ได้จากการระดมทุนจากผู้ลงทุนไปลงทุน ณ เวลาขณะใดขณะหนึ่ง หักออกด้วยค่าใช้จ่ายและหนี้สินของกองทุนรวม ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนจะมีการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมตามราคาตลาด (Mark to Market (MTM))¹¹ โดยหากเป็นกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิด บลจ. จะต้องคำนวณมูลค่า

¹¹ ในกรณีไม่สามารถหาราคาตลาดของทรัพย์สินของกองทุนรวมได้ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนจะคิดคำนวณมูลค่าทรัพย์สินตามราคายุติธรรม (fair price) หรือใช้ราคาเสนอซื้อครั้งสุดท้าย (last bid price) แทน (ประกาศสมาคมบริษัทจัดการลงทุน)

ทรัพย์สินของกองทุนรวมของกองเปิดทุกวันทำการ เพื่อให้ทรัพย์สินที่กองทุนรวมถืออยู่สะท้อนมูลค่าที่เป็นจริงตามสภาพตลาดที่มีการเปลี่ยนแปลง และประกาศให้ผู้ลงทุนทั่วไปได้รับทราบภายในวันทำการถัดไป

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมสามารถแสดงได้ดังนี้¹²



รูปภาพ 1 : การคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “NAV คืออะไร”, 2558, หน้า 1.

เมื่อได้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมแล้ว ก็จะสามารถคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV per unit) หรือมูลค่าหน่วยลงทุนได้ โดยการนำมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของกองทุนรวม ซึ่งสามารถแสดงได้ดังนี้¹³

$$\text{มูลค่าต่อหน่วย (NAV ต่อหน่วย)} = \frac{\text{มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ}}{\text{จำนวนหน่วยลงทุน}}$$

รูปภาพ 2 : การคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “NAV คืออะไร”, 2558, หน้า 2.

อนึ่ง ในการกำหนดราคาของหน่วยลงทุน (investment unit price) การซื้อขายหน่วยลงทุนจะมีราคาอ้างอิงที่สำคัญอยู่ 2 ราคา ได้แก่ ราคาขาย (offer price) หรือราคาที่ บลจ. จะขายหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุน และราคารับซื้อคืน (bid price) หรือราคาที่ บลจ. จะรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุน โดยราคา

ที่ สจก.ร. 5/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการกำหนดมูลค่าของเงินลงทุนเพื่อใช้ในการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ลงวันที่ 20 มิถุนายน 2545)

¹² ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “NAV คืออะไร”, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก :

https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content03.pdf, 2558.

¹³ เรื่องเดียวกัน, หน้า 2.

เสนอขายจะมีราคาสูงกว่าราคาซื้อขายรับซื้อคืนเสมอ ส่วนต่างของทั้ง 2 ราคาในสาขาลงจะเรียกว่า Spread โดยทั่วไปส่วนต่างของราคาขายและราคาซื้อขายรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจะอยู่ประมาณ 1% ถึง 5% การที่ราคาเสนอขายและราคาซื้อขายรับซื้อคืนมีส่วนต่างเกิดขึ้นนั้นเป็นผลจากการคำนวณตามสูตรที่กำหนด ซึ่ง บลจ. ไม่ได้กำหนดขึ้นเองตามใจชอบ หรือเกิดจากความต้องการซื้อและความต้องการขาย (demand/supply) ในตลาดแต่อย่างใด ทั้งนี้ ราคาที่ผู้ลงทุนจะซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนได้นั้นจะเป็นราคา ณ สิ้นวันทำการที่ผู้ลงทุนทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน โดยราคาดังกล่าวผู้ลงทุนจะยังไม่ทราบจนกว่า บลจ. จะทำการคำนวณราคาเสนอขายหรือราคาซื้อขายรับซื้อคืน ณ สิ้นวันทำการแล้ว แนวคิดในการคำนวณหาราคาเสนอขายหน่วยลงทุนและราคาซื้อขายรับซื้อคืนหน่วยลงทุนในลักษณะข้างต้นเป็นการเสนอขายหน่วยลงทุนหรือรับซื้อคืนหน่วยลงทุนล่วงหน้าหรือเรียกว่าการคำนวณหาราคาแบบ “Forward Pricing”¹⁴

หน่วย : บาท

ชื่อกองทุน	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ	มูลค่าหน่วยลงทุน	ราคาขาย	ราคาซื้อคืน
กองทุนเปิด AA	108,775,444.25	13.1443	13.1773	13.1114
กองทุนเปิด BB	235,612,984.12	10.2010	10.2011	10.2010

รูปภาพ 3 : ราคาขายและราคาซื้อขายรับซื้อคืนหน่วยลงทุน

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, “NAV คืออะไร”, 2558, หน้า 2.

จะเห็นได้ว่า มูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมเป็นตัวเลขที่สะท้อนผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ดีที่สุด เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนจะทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนทราบว่าผู้จัดการกองทุนเมื่อบริหารจัดการกองทุนแล้ว ทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนได้รับผลตอบแทนเป็นผลกำไรหรือผลขาดทุนมากน้อยเพียงใด อย่างไรก็ตาม มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมมีการเปลี่ยนแปลงได้ทุกวันเนื่องจาก บลจ. จะต้องมีการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนในทุกวันทำการซื้อขายหน่วยลงทุน

เมื่อเราได้ทราบเกี่ยวกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมและการคำนวณในเบื้องต้นแล้วต่อไปจะอธิบายเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับกองทุน ซึ่งถือว่าเป็นเรื่องที่สำคัญกับผู้ลงทุน เนื่องจากค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายดังกล่าวถือเป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการลงทุนอย่างหนึ่งของผู้ลงทุน ซึ่งโดยหลักแล้วหากผู้ลงทุนมีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการลงทุนที่ต่ำ ผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนก็จะเพิ่มขึ้น แต่หากผู้ลงทุนมีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการลงทุนที่สูง ผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนก็จะลดลง นอกจากนี้ ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับกองทุนนี้จะเกี่ยวข้องกับมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนที่จะกล่าวต่อไป

¹⁴ เรื่องเดียวกัน, หน้า 2.

ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับกองทุน

กองทุนรวม (mutual fund) เป็นเครื่องมือการลงทุนรูปแบบหนึ่ง ซึ่ง บลจ. จะระดมเงินทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปนำไปลงทุนตามนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่ออกเงยและนำมาเฉลี่ยคืนให้ผู้ลงทุนทุกรายในกองทุนตามสัดส่วนการถือหน่วยลงทุน ดังนั้น เมื่อผู้ลงทุนทุกรายในกองทุนรวมต่างมีส่วนในผลตอบแทนของกองทุนรวม ทั้งผลกำไร (gain) และผลขาดทุน (loss) ดังนั้น ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการกองทุนรวมจึงเป็นค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมซึ่ง บลจ. จะเรียกเก็บจากกองทุนรวม จึงเท่ากับว่าผู้ถือหน่วยลงทุนทุกรายในกองทุนรวมต่างมีส่วนรับภาระในค่าใช้จ่ายดังกล่าวด้วยกันทั้งหมด

บลจ. จะมีการคิดค่าธรรมเนียมในการบริหารจัดการกองทุนและค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เพื่อดำเนินการของกองทุนรวม โดยจะระบุรายละเอียดไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม และจะแสดงค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมไว้ในรายงานประจำปีของกองทุนรวมตามรอบระยะเวลาบัญชีที่กำหนดในโครงการ ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการของกองทุนรวมโดยสังเขป มีดังนี้

(1) ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม

ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมเป็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการกองทุนรวม และเป็น "ต้นทุนทางอ้อม" ที่แต่ละกองทุนรวมจะเรียกเก็บจากกองทุนรวมในอัตราที่ไม่เท่ากัน ซึ่งผู้ลงทุนต้องจ่ายภายหลังจากที่มีการซื้อหน่วยลงทุนแล้วไม่ว่าผลของการบริหารจัดการกองทุนรวมนั้นจะขาดทุนหรือมีกำไรก็ตาม

ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน (management fee) เป็นค่าธรรมเนียมในการบริหารจัดการกองทุนของ บลจ. โดยผู้จัดการกองทุนและบุคลากรที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการกองทุน จะบริหารเงินลงทุนของกองทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุน (fund supervisor fee) เป็นค่าธรรมเนียมกองทุนที่จ่ายให้กับผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุน

ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหน่วยลงทุน (registrar fee) เป็นค่าธรรมเนียมกองทุนที่จ่ายให้กับนายทะเบียนหน่วยลงทุนในการบริหารจัดการงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับงานทะเบียนของผู้ถือหน่วยลงทุน เช่น การบันทึกชื่อ ที่อยู่ จำนวนหน่วยลงทุนคงเหลือ และข้อมูลสำคัญต่าง ๆ ของผู้ถือหน่วยลงทุน การเพิ่มหรือลดจำนวนหน่วยลงทุนในบัญชีกองทุนของผู้ถือหน่วยลงทุน การออกหนังสือรับรองยืนยันการทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนในกรณีที่ผู้ถือหน่วยลงทุนซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุน รวมถึงการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน เป็นต้น

ค่าธรรมเนียมการเก็บรักษาทรัพย์สินของกองทุน (custodian fee) เป็นค่าธรรมเนียมกองทุนที่จ่ายให้กับผู้รักษาทรัพย์สินของกองทุน

ค่าตรวจสอบบัญชี (auditor fee) เป็นค่าใช้จ่ายการตรวจสอบบัญชีของกองทุนที่จ่ายให้กับบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีซึ่งสำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ

ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ (commission fee) เป็นค่าธรรมเนียมกองทุนที่จ่ายให้กับบริษัทหลักทรัพย์ที่ให้บริการนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (broker) โดยเป็นผู้รับคำสั่งซื้อขายของกองทุนเพื่อส่งเข้าสู่ระบบซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์

อนึ่ง ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุน ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหน่วยลงทุน ค่าธรรมเนียมการเก็บรักษาทรัพย์สินของกองทุน ค่าตรวจสอบบัญชี บลจ. จะเรียกเก็บจากกองทุนในอัตราร้อยละต่อปีของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน โดยจะถูกหักออกจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนเป็นรายวัน ซึ่งค่าธรรมเนียมที่หักออกจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิจะตัดเป็นค่าใช้จ่ายค้างจ่าย เพื่อรอการจ่ายให้กับผู้ดูแลผลประโยชน์ นายทะเบียนหน่วยลงทุน ผู้รักษาทรัพย์สินของกองทุน หรือผู้ตรวจสอบบัญชีของกองทุน ตามงวดที่ตกลงกันได้

นอกจากนี้ ยังมีค่าใช้จ่ายอื่น ๆ อีก เช่น ค่าใช้จ่ายเพื่อวัตถุประสงค์ในการเสนอขายหน่วยลงทุน ครั้งแรก เช่น ค่าธรรมเนียมในการขออนุมัติจัดตั้งและจัดการกองทุนรวม ค่าธรรมเนียมในการเพิ่มเงินทุน จดทะเบียนของกองทุนรวม ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนกองทรัสต์สินเป็นกองทุนรวม เป็นต้น ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงแก้ไขรายละเอียดโครงการจัดการกองทุนรวม อาทิ ค่าใช้จ่ายในการจัดประชุมผู้ถือหน่วยลงทุน ค่าใช้จ่ายในการขอมติผู้ถือหน่วยลงทุน ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการสื่อสารถึงผู้ถือหน่วยลงทุน เช่น ค่าใช้จ่ายในการจัดทำและจัดส่งเอกสารถึงผู้ถือหน่วยลงทุน ค่าใช้จ่ายในการติดตามทวงถามหรือการดำเนินคดีเพื่อการรับชำระหนี้ใด ๆ ของกองทุนรวม อาทิ ค่าที่ปรึกษากฎหมาย ค่าธรรมเนียมทนายความ ค่าธรรมเนียมศาล ค่าสิทธิประโยชน์และบังคับคดี ค่าใช้จ่ายในการดำเนินคดีของผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมที่ฟ้องร้องให้ บลจ. ปฏิบัติตามหน้าที่เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน หรือเมื่อได้รับคำสั่งจากสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นต้น

ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมเป็นองค์ประกอบหนึ่งในการนำไปคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน โดยจะถูกนำไปหักออกจากมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน ดังนั้นกองทุนรวมใดที่มีค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่สูงเกินไป จะส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมปรับลดลง ซึ่งทำให้ผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในกองทุนรวมดังกล่าวจะน้อยลงตามไปด้วย ตัวอย่างเช่น ในกรณีที่กองทุนรวมสามารถสร้างผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่ายได้ในอัตราร้อยละ 10 ต่อปี หากกองทุนรวมดังกล่าวมีค่าใช้จ่ายรวมในอัตราร้อยละ 2 ต่อปี เท่ากับว่า ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจริงจะเหลือร้อยละ 8 ต่อปี นอกจากนี้ ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม

จะกำหนดเป็นอัตราสูงสุดที่ บลจ.จะเรียกเก็บได้ไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวม ซึ่งอัตราที่เรียกเก็บจริง อาจต่ำกว่าอัตราที่กำหนดไว้ก็ได้

การที่ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมแต่ละกองทุนมีความแตกต่างกันเกิดจากการที่กองทุนรวมมีนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น กองทุนรวมตราสารทุนหรือกองทุนรวมหุ้น จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุนสูงกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้เนื่องจากการบริหารจัดการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนหรือกองทุนรวมหุ้นจะมีความยากและซับซ้อนมากกว่าการบริหารจัดการลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้ หรือระหว่างการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนหรือกองทุนรวมหุ้นด้วยตนเอง กองทุนที่มีกลยุทธ์การลงทุนแบบมุ่งหวังให้ผลประกอบการเคลื่อนไหวตามดัชนีชี้วัด (passive management หรือ index tracking) ซึ่งเป็นการลงทุนในระยะยาว ผู้จัดการกองทุนมักจะไม่ต้องปรับสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมบ่อยครั้ง จึงมีค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุนน้อยกว่ากองทุนที่มีกลยุทธ์การลงทุนแบบมุ่งหวังให้ผลประกอบการสูงกว่าดัชนีชี้วัด (active management) ซึ่งผู้จัดการกองทุนมักจะปรับสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมบ่อยครั้งมากกว่า เป็นต้น

(2) ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ลงทุน

นอกจากนี้ ยังมีค่าธรรมเนียมอีกประเภทหนึ่ง ซึ่งเป็นค่าธรรมเนียมที่ บลจ. เรียกเก็บจากผู้ลงทุนหรือผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรงเมื่อมีการทำรายการของผู้ลงทุนเกิดขึ้น โดยผู้ลงทุนหรือผู้ถือหน่วยลงทุนจะจ่ายเป็นรายครั้ง เช่น เมื่อผู้ลงทุนมีการซื้อ หรือผู้ถือหน่วยลงทุนมีการขาย สับเปลี่ยนหน่วยลงทุน หรือโอนหน่วยลงทุน เป็นต้น ดังนั้น ในกรณีที่ไม่มีการทำรายการดังกล่าว ผู้ถือหน่วยลงทุนก็ไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายในส่วนนี้แต่อย่างใด

ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (front-end fee) เป็นค่าธรรมเนียมที่ถูกเรียกเก็บจากผู้ซื้อหน่วยลงทุนเมื่อมีการซื้อหน่วยลงทุน โดยจะถูกบวกเข้าไปกับมูลค่าหน่วยลงทุน

ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (back-end fee) เป็นค่าธรรมเนียมที่ถูกเรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนเมื่อมีการไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุน โดยจะถูกหักออกจากเงินที่ผู้ขายหน่วยลงทุนจะได้รับจากการไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุน

ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน เป็นค่าธรรมเนียมที่ถูกเรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนเมื่อมีการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนเข้า (switching in fee) หรือสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนออก (switching out fee) ซึ่งจะเรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนเมื่อผู้ถือหน่วยลงทุนมีการเปลี่ยนการลงทุนจากกองทุนรวมหนึ่งไปลงทุนในกองทุนรวมอีกกองหนึ่งภายใต้การบริหารจัดการของ บลจ. เดียวกัน

นอกจากนี้ ยังมีค่าธรรมเนียมในรูปแบบอื่น ๆ อีก เช่น **ค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุน (transfer fee)** ค่าธรรมเนียมกรณีขายคืนหน่วยลงทุนก่อนครบระยะเวลาที่กำหนดไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวม (exit fee) เป็นต้น

ค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายดังกล่าว จะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของมูลค่าซื้อ ขาย หรือสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน หรือกำหนดเป็นจำนวนเงินต่อรายการ แล้วแต่กรณี อัตราค่าธรรมเนียมที่กำหนดไว้ในโครงการ จะกำหนดเป็นอัตราสูงสุดที่ บลจ. รวมสามารถเรียกเก็บได้ ซึ่งอัตราที่เรียกเก็บจริง อาจจะต่ำกว่าที่กำหนดไว้ก็ได้ เช่น กองทุนรวมกำหนดไว้ว่ามีค่าธรรมเนียมการขายร้อยละ 2 ของมูลค่าหน่วยลงทุน ถ้าผู้ลงทุนซื้อหน่วยลงทุนด้วยเงินจำนวน 1,000 บาท เงินจำนวนดังกล่าวก็จะถูกหักออกไป 20 บาท เป็นค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน เท่ากับว่าเงินที่จะนำไปซื้อหน่วยลงทุนจริงคือ 980 บาท

2.2.2 การซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนที่ทำให้เกิดการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

2.2.2.1 ภาพรวมการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน

ผู้จัดการกองทุนรวมนอกจากจะมีหน้าที่โดยตรงในการบริหารจัดการลงทุนแล้ว ผู้จัดการกองทุนยังมีหน้าที่ในการติดตามเงินทุนของกองทุนรวม ทั้งเงินทุนฝั่งขาเข้าและเงินทุนฝั่งขาออก เพื่อประเมินว่าเงินสดที่กองทุนรวมถืออยู่มีเพียงพอที่จะชำระให้ผู้ลงทุนที่ขายคืนหน่วยลงทุนหรือไม่ หากกองทุนรวมมีเงินสดไม่เพียงพอกับความต้องการในการขายคืนหน่วยลงทุน ผู้จัดการกองทุนก็ต้องวางแผนในการขายทรัพย์สินที่กองทุนรวมถืออยู่ออก เพื่อจะได้รวบรวมเงินให้เพียงพอที่จะชำระให้ผู้ลงทุน ในขณะที่เดียวกันผู้จัดการกองทุนก็ต้องติดตามเงินทุนเข้าด้วยเพื่อวางแผนในการซื้อทรัพย์สินเข้ากองทุนรวมต่อไป

นอกจากนี้ บลจ. จะต้องคำนึงถึงความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (liquidity risk) ของกองทุนรวมอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งครอบคลุมถึงกรณีที่กองทุนรวมไม่สามารถจะจำหน่ายทรัพย์สินนั้น ๆ ได้ ในจังหวะเวลาและราคาที่เหมาะสม เช่น กรณีหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมถืออยู่ไม่ค่อยมีการซื้อขายเปลี่ยนมือ (สภาพคล่องต่ำ) อาจทำให้กองทุนรวมไม่สามารถซื้อขายหลักทรัพย์ได้ในราคาหรือจำนวนที่ต้องการภายในช่วงเวลาอันเหมาะสม ดังนั้น บลจ. จึงต้องมีการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (liquidity risk management) ของกองทุนรวมอย่างมีประสิทธิภาพ และรักษาระดับเงินสดสภาพคล่องที่กองทุนรวมจะต้องดำรงไว้ในระดับที่เหมาะสม ไม่มากหรือน้อยเกินไป โดยมีการติดตามระดับเงินสดของกองทุน และพฤติกรรมการณ์ถอนเงินลงทุนหรือขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนด้วย

ในสถานการณ์ปกติ ผู้ลงทุนจะมีการซื้อขายหน่วยลงทุนในระดับที่ผู้จัดการกองทุนสามารถบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมได้ โดยจะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาทรัพย์สินในตลาด และในกรณีที่ผู้ลงทุนในกองทุนรวมขายคืนหน่วยลงทุนในปริมาณไม่มาก กองทุนรวมอาจไม่มีความจำเป็นที่จะต้องขายทรัพย์สินของกองทุนรวมเพื่อรวบรวมเงินมาชำระให้ผู้ลงทุน เนื่องจากกองทุนรวมอาจมีเงินสดสำรองไว้เพียงพอที่จะชำระให้ผู้ลงทุน หรือหากผู้จัดการกองทุนมีดุลพินิจที่จะขายทรัพย์สินของกองทุนรวมก็สามารถดำเนินการได้อยู่ดี เนื่องจากการขายทรัพย์สินของกองทุนรวมในปริมาณที่ไม่มากย่อมไม่ส่งผลกระทบต่อราคาคงของทรัพย์สินในตลาด จึงทำให้ไม่เกิดค่าใช้จ่าย

หรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่เป็นนัยสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม และมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม

2.2.2.2 การเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution)

ด้วยมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมในประเทศไทยที่มีการเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง แสดงให้เห็นถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในการใช้กองทุนรวมเป็นเครื่องมือการลงทุนเพื่อตอบสนองความต้องการทางการเงิน กองทุนรวมจึงมีบทบาทและมีความสำคัญมากขึ้นต่อการสร้างความมั่นคงทางการเงินของผู้ลงทุน

อย่างไรก็ดี การเติบโตของกองทุนรวมย่อมมาพร้อมกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (liquidity risk) จึงเริ่มมีแนวคิดในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม โดยการพัฒนาเครื่องมือการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (liquidity risk management tools) ของกองทุนรวม เพื่อให้ บลจ. สามารถนำเอาไปใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพและทันท่วงทีเพื่อรองรับสถานการณ์ต่าง ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของกองทุนจนอาจลุกลามทำให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบการเงินโดยรวม (systemic risk) ได้

อนึ่ง เครื่องมือการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมมีหลากหลายรูปแบบ แต่ละรูปแบบจะเหมาะสมกับการจัดการกับปัญหาที่มีความหนักเบาที่แตกต่างกัน ตั้งแต่เครื่องมือกลุ่มการส่งผ่านต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่มีนัยสำคัญไปยังผู้ลงทุน ซึ่งเป็นผู้ทำให้เกิดธุรกรรมดังกล่าว การจำกัดการซื้อขายหน่วยลงทุน ไปจนถึงการระงับการซื้อขายหน่วยลงทุน ดังนั้น การใช้เครื่องมือจึงต้องเลือกใช้ให้เหมาะสมกับสถานการณ์และต้องเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุนโดยรวมเป็นสำคัญ รวมถึงต้องมีการคำนึงถึงการปฏิบัติต่อผู้ลงทุนอย่างยุติธรรมและเท่าเทียมกันด้วย

การถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม (dilution) นับเป็นปัญหาที่ถูกกล่าวถึงในสากล ซึ่งเกิดขึ้นจากการที่กองทุนรวมจะต้องทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนเพื่อรองรับการทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนในปริมาณมากของผู้ลงทุน การทำธุรกรรมดังกล่าวของกองทุนรวมจะมีต้นทุนซึ่งสามารถส่งผลกระทบต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิและมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมได้

ปัจจัยที่ส่งเสริมให้เกิดการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม

(1) หน้าที่และความรับผิดชอบของกองทุนรวมที่มีต่อผู้ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิด (open-ended Fund) ที่ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้ตลอดเวลา ซึ่ง บลจ. มีหน้าที่ในการจัดสรรหน่วยลงทุน รับซื้อคืนหน่วยลงทุนและชำระเงินให้ผู้ลงทุนที่ขายคืนหน่วยลงทุน

(2) ความคาดหวังของผู้ลงทุนในการได้รับชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมแต่ละประเภท สภาพคล่องของกองทุนรวมที่มากน้อยแตกต่างกันนั้นนำมาซึ่งการกำหนดเวลาในการได้รับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนของ บลจ. โดยขึ้นอยู่กับประเภทของทรัพย์สินที่กองทุนรวมลงทุน เช่น กองทุนรวมตราสารหนี้ (Fixed Income Fund)¹⁵ บลจ. จะกำหนดระยะเวลาในการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนสั้นกว่ากองทุนรวมตราสารทุน (Equity Fund)¹⁶ โดยจะชำระภายใน 2 วันทำการหลังจากวันทำการขายคืน (T+2) สำหรับกองทุนรวมตราสารหนี้ และภายใน 3 วันทำการหลังจากวันทำการขายคืน (T+3) สำหรับกองทุนรวมตราสารทุน นอกจากนี้ยังมีกองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund (MMF))¹⁷ ซึ่งจะกำหนดระยะเวลาชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนสั้นกว่ากองทุนรวมทั้งสองประเภทข้างต้น โดยจะชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนภายใน 1 วันทำการหลังจากวันทำการขายคืน (T+1) หรือเป็นวันเดียวกันกับวันที่ทำการขายคืนหน่วยลงทุน (T+0)

การเกิดขึ้นของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม (dilution) สามารถเกิดขึ้นได้ทั้งจากกรณีการขายคืนหน่วยลงทุนจำนวนมากของผู้ลงทุน และการซื้อหน่วยลงทุนจำนวนมากของผู้ลงทุน ซึ่งจะขออธิบายและยกตัวอย่างประกอบดังต่อไปนี้

(1) การถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนจากการขายคืนหน่วยลงทุน

การถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) จะเห็นได้ชัดเจนจากกรณีการขายคืนหน่วยลงทุน (redemption) ของผู้ลงทุนในจำนวนมาก

เมื่อกองทุนรวมได้รับคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุน กองทุนจะต้องขายทรัพย์สินที่ถืออยู่เพื่อรวบรวมเงินนำมาชำระให้ผู้ถือหน่วยลงทุน อย่างไรก็ตาม ยิ่งมีคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนในปริมาณมากเท่าใด ผู้จัดการกองทุนก็ย่อมต้องขายทรัพย์สินของกองทุนรวมมากเท่านั้น ประกอบกับการขายทรัพย์สินของกองทุนในปริมาณมากและภายในเวลาจำกัด ทำให้กองทุนรวมต้องขายทรัพย์สินในราคาที่ถูกลงมากกว่าการค่อย ๆ ททยอยขายเพื่อไม่ให้กระทบกับราคาตลาด และเมื่อราคาทรัพย์สินที่กองทุนรวมขายมีราคาตลาด

¹⁵ กองทุนรวมตราสารหนี้ (Fixed Income Fund) เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารหนี้หรือ ทรัพย์สินอื่นตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม กองทุนรวมตราสารหนี้จะไม่สามารถลงทุนในตราสารทุนได้ กองทุนรวมประเภทนี้จัดเป็นกองทุนที่มีความเสี่ยงต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุน จึงเหมาะกับผู้ลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้น้อย

¹⁶ กองทุนรวมตราสารทุน (Equity Fund) เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารทุน โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม กองทุนรวมประเภทนี้จัดเป็นกองทุนที่มีความเสี่ยงสูง จึงเหมาะกับผู้ที่สามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้มาก

¹⁷ กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund (MMF)) เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในเงินฝากและตราสารหนี้ที่มีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องสูงและความเสี่ยงต่ำตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด กองทุนรวมประเภทนี้เป็นกองทุนรวมที่มีความเสี่ยงต่ำ เหมาะสำหรับการลงทุนระยะสั้นของผู้ที่ต้องการบริหารสภาพคล่อง และต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าการฝากเงิน

ถูกลง กองทุนรวมย่อมต้องยิ่งเทขายทรัพย์สินในปริมาณมากขึ้น จึงยิ่งทำให้ทรัพย์สินมีราคายิ่งถูกลงมากขึ้นไปอีก ประกอบกับทรัพย์สินของกองทุนรวมอาจไม่ได้มีแต่ทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องสูงที่จะสามารถซื้อขายได้ง่ายขายคล่องเท่านั้น กองทุนรวมอาจมีทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องต่ำ ซึ่งอาจต้องใช้ระยะเวลาในการขายเพื่อไม่ให้กระทบต่อราคาของทรัพย์สินในตลาด ดังนั้น การขายทรัพย์สินของกองทุนรวมในปริมาณมากและในเวลาอันจำกัดย่อมส่งผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์ที่กองทุนรวมขายได้

นอกจากนี้ เมื่อ บลจ. ทำการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมตามราคาตลาด ณ สิ้นวันทำการซื้อขายหน่วยลงทุนแล้ว ย่อมทำให้ทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมลดลง และทำให้มูลค่าหน่วยลงทุนลดลงตามไปด้วย

การขายทรัพย์สินของกองทุนรวมในปริมาณมากเพื่อรองรับการทำรายการขายคืนของผู้ถือหน่วยลงทุนจนทำให้ราคาทรัพย์สินที่กองทุนรวมขายมีราคาถูกกว่าที่ควรจะเป็น ถือเป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมอย่างหนึ่ง นอกจากนี้ ยังมีต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมอื่น ๆ อีก เช่น ต้นทุนการซื้อขายทางตรง เช่น การซื้อขายหลักทรัพย์ที่ต้องมีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ และภาษีมูลค่าเพิ่มจากการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งจะกล่าวถึงในตอนท้ายต่อไป

เพื่อให้สามารถเห็นการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวมได้ชัดเจนมากขึ้น จึงขอยกตัวอย่างดังต่อไปนี้

กองทุนรวม AAA เป็นกองทุนเปิด มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) จำนวน 1,000 ล้านบาท และมีหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด (investment units) จำนวน 100 ล้านหน่วย มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV per unit) จึงเท่ากับ 10 บาทต่อหน่วยลงทุน ในสถานการณ์ปกติ กองทุนรวม AAA จะมีการขายคืนหน่วยลงทุนจากผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมโดยประมาณ 5 ล้านบาท

อย่างไรก็ดี ในวันทำการซื้อขายวันหนึ่ง มีผู้ถือหน่วยลงทุนรายหนึ่งทำรายการขายคืนหน่วยลงทุนที่ถือไว้ทั้งหมดภายในวันเดียวจำนวน 50 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม และการที่กองทุนรวมจะชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนรายดังกล่าว กองทุนจะต้องขายทรัพย์สินที่ถืออยู่ออกไป คิดเป็นร้อยละ 5 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ซึ่งเป็นจำนวนที่กองทุนถือว่ามีนัยสำคัญต่อสภาพคล่องและการถูกลดทอนมูลค่าของทรัพย์สินของกองทุนรวม (dilution) เพื่อรวบรวมเงินให้เพียงพอแก่การชำระให้ผู้ถือหน่วยลงทุนได้ทันภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในโครงการจัดการกองทุน กองทุนรวม AAA จึงอาจต้องขายทรัพย์สินของกองทุนทุกราคาซึ่งอาจเป็นราคาที่ถูกลงกว่าที่ควรจะเป็น การดำเนินการดังกล่าวย่อมแน่นอนที่จะส่งผลกระทบต่อราคาทรัพย์สินในตลาด ซึ่งจะมีการรับรู้เมื่อกองทุนรวมคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน โดยผลกระทบข้างต้นจะสะท้อน

ไปยังมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมและมูลค่าหน่วยลงทุนที่ลดลง ซึ่งกระทบต่อผู้ลงทุนในกองทุนรวมที่ไม่ได้ขายคืนหน่วยลงทุน (non-transacting unitholders)

จากกรณีข้างต้น จะเห็นได้ว่า หากมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมลดลงจาก 10 บาท เป็น 9.90 บาท เท่ากับว่าผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ลงทุนที่ไม่ได้ขายคืนหน่วยลงทุนจะลดลงร้อยละ 1 หรือ 1% แม้จะดูเป็นการลดลงของมูลค่าหน่วยลงทุนที่เล็กน้อย แต่การลดลงที่เล็กน้อยนี้เมื่อสะสมตลอดระยะเวลาการลงทุนของผู้ลงทุน จะเป็นการลดทอนผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนควรจะได้รับอย่างมีนัยสำคัญ และหากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมลดลงด้วยเหตุข้างต้นอย่างต่อเนื่องย่อมไม่เป็นการดีต่อการบริหารจัดการกองทุนรวมของ บลจ. เนื่องจากการลดลงดังกล่าวสามารถที่จะฉุดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในระยะยาวได้อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ การเร่งเทขายทรัพย์สินของกองทุนรวมเป็นจุดเริ่มต้นของการขาดสภาพคล่องของกองทุนรวม ซึ่งนอกจากจะส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนในกองทุนรวมโดยตรงแล้วยังอาจส่งผลกระทบต่อลูกค้าไปยังระบบการเงินในวงกว้างได้

(2) การถุกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนจากการซื้อหน่วยลงทุน

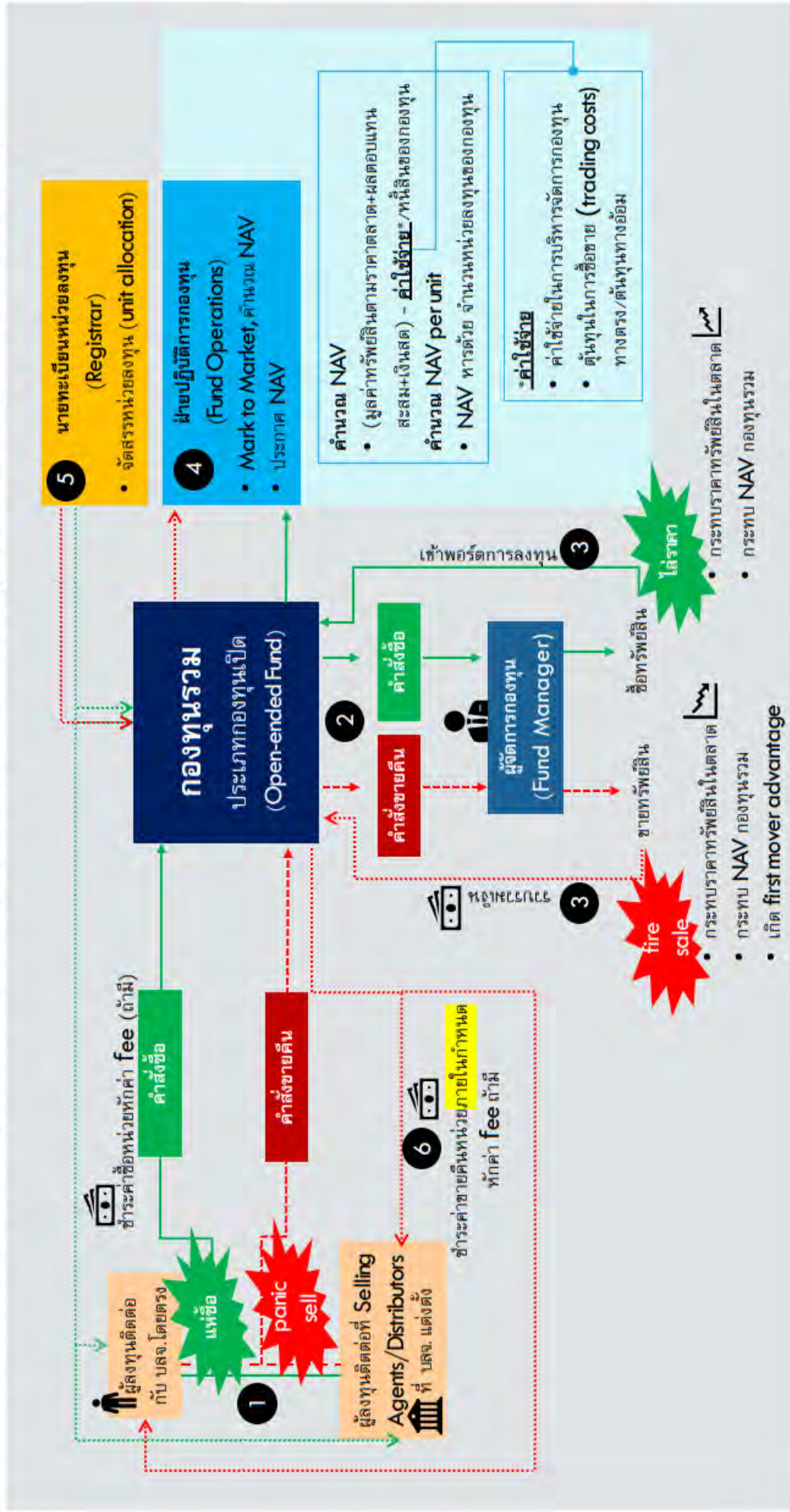
ในทางกลับกัน การซื้อหน่วยลงทุนในปริมาณมากของผู้ลงทุนก็อาจส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนในกองทุนรวมได้เช่นกัน เมื่อกองทุนรวมได้รับคำสั่งซื้อและเงินค่าซื้อหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุน กองทุนรวมก็มีหน้าที่ที่จะต้องออกและจัดสรรหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนรายดังกล่าว และผู้จัดการกองทุนก็จะนำเงินที่ได้จากผู้ลงทุนไปซื้อทรัพย์สินเพิ่ม การที่กองทุนรวมจะต้องซื้อทรัพย์สินเพิ่มในปริมาณมาก หากต้องกระทำภายในระยะเวลาจำกัด ก็อาจทำให้กองทุนรวมต้องซื้อทรัพย์สินในราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็นได้เช่นกัน เมื่อราคาตลาดของทรัพย์สินที่กองทุนรวมซื้อมีราคาสูงขึ้น กองทุนรวมจึงยังต้องใช้เงินจำนวนมากขึ้น การซื้อทรัพย์สินข้างต้นของกองทุนรวมสามารถส่งผลกระทบต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมได้ กองทุนรวมจะซื้อทรัพย์สินได้ในจำนวนที่น้อยลงเนื่องจากทรัพย์สินมีราคาแพงกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งจะสะท้อนไปยังมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมที่จะมีน้อยลงไปโดยปริยาย และส่งผลกระทบต่อมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมด้วยเช่นกัน

อนึ่ง การซื้อทรัพย์สินเพื่อการลงทุนเพิ่มของกองทุนรวมอันเนื่องมาจากการได้รับคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนในปริมาณมาก แม้ไม่มีข้อจำกัดตามกฎหมายในเรื่องเวลาที่กำหนดให้กองทุนรวมต้องดำเนินการเช่นกรณีการขายทรัพย์สินของกองทุนรวมเพื่อรวบรวมเงินมาชำระให้ผู้ลงทุนซึ่ง บลจ. ต้องดำเนินการภายในเวลาที่กำหนดไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวม ดังนั้น ผู้จัดการกองทุนจึงสามารถบริหารจัดการลงทุนได้ตามดุลยพินิจ อย่างไรก็ตาม หากผู้จัดการกองทุนไม่นำเงินที่ได้จากผู้ลงทุนไปซื้อทรัพย์สินเพื่อลงทุนเพิ่มเป็นระยะเวลานานเกินไป ก็มีความเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในระยะยาวได้ (cash drag)

จะเห็นได้ว่า การดำเนินการของกองทุนรวมเพื่อรองรับการซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนในปริมาณมากและภายในเวลาจำกัด ย่อมเกิดต้นทุนในการทำธุรกรรมซื้อขายของกองทุนรวมมากขึ้นไปด้วย โดยต้นทุนนี้จะถูกนำไปหักออกจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) ซึ่งหากถือเป็นค่าใช้จ่ายและต้นทุนของกองทุนรวมที่ผู้ลงทุนทุกราย ซึ่งรวมถึงผู้ลงทุนที่ไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนในกองทุนรวม (non-transacting investors) ที่จะต้องมีส่วนรับภาระค่าใช้จ่ายและต้นทุนในส่วนนี้ที่ตนเองไม่ได้ก่อ ย่อมไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุนดังกล่าว

ด้วยหน้าที่ความรับผิดชอบของกองทุนรวมที่จะต้องชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนให้ผู้ถือหน่วยลงทุนภายในเวลาที่กำหนด และความคาดหวังของผู้ลงทุนในการได้รับเงินจากการขายคืนหน่วยลงทุนประกอบกับการบริหารจัดการความเสี่ยงเพื่อลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม (liquidity risk) จึงเป็นหนึ่งในภารกิจที่สำคัญของการจัดการกองทุนรวม

กลไกในการซื้อขายหน่วยลงทุนทำให้เกิดการถดถอยมูลค่าหน่วยลงทุน



รูปภาพ 5 : กลไกการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนที่ทำให้เกิดการถดถอยมูลค่าหน่วยลงทุน (Dilution) ที่มา : เรียบเรียงเอง

2.2.2.3 ต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม (transaction costs)¹⁸

บทความ “ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง (active stocks) และหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องน้อย (inactive stocks) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ของคุณณัฐฉา ใจนวิทยาโรจน์ ได้กล่าวถึงการเกิดขึ้นของต้นทุนของการซื้อขาย (trading cost) หรือต้นทุนของการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยน (transaction cost) ในทางเศรษฐศาสตร์ว่า ต้นทุนดังกล่าวจะเกิดขึ้นเมื่อมีการแลกเปลี่ยน ในทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งในโลกของตลาดเงินและตลาดทุน ต้นทุนการซื้อขายหรือการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยน จะเกิดขึ้นเมื่อผู้ลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ดังนั้น ผู้เขียนจึงเห็นว่า ในฐานะที่กองทุนรวมเป็นผู้ลงทุนสถาบัน ต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมจึงเกิดขึ้นเมื่อกองทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ เช่นกัน

นอกจากนี้ บทความดังกล่าวยังได้แบ่งต้นทุนของการซื้อขายหรือการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนออกเป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ทางตรง และต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ทางอ้อม¹⁹ โดยได้อธิบายลักษณะของต้นทุนทั้ง 2 ประเภทไว้ดังนี้

ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ทางตรง (explicit trading cost) เป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นโดยตรง (direct cost) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน เช่น ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ (commission fee) ที่ผู้ลงทุนจะต้องจ่ายให้กับบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (broker) ภาษีที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น ภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) รวมทั้งต้นทุนต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการซื้อขายหลักทรัพย์ เช่น ค่าธรรมเนียมที่ผู้ลงทุนจะต้องจ่ายให้กับตลาดหรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์ (exchange fees) ค่าธรรมเนียมการชำระราคาและการส่งมอบหลักทรัพย์ ค่าธรรมเนียมการรับฝากทรัพย์สินของกองทุนรวม เป็นต้น โดยลักษณะที่สำคัญของต้นทุนการซื้อขายทางตรงคือ เป็นต้นทุนที่สามารถระบุและวัดขนาดได้ชัดเจน และไม่ขึ้นอยู่กับกลยุทธ์การซื้อขายของผู้ลงทุน

ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ทางอ้อม (implicit trading cost) เป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นโดยอ้อม (indirect cost) จากการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน ลักษณะที่สำคัญของต้นทุนประเภทนี้คือ เป็นต้นทุนที่เห็นไม่ชัดและไม่สามารถประมาณการณได้ชัดเจนล่วงหน้าเช่นต้นทุนการซื้อขายทางตรง ต้นทุนการซื้อขายทางอ้อมนี้ มักจะรวมอยู่ในราคาหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนซื้อขายได้ ซึ่งมักขึ้นอยู่กับกลยุทธ์การซื้อขายของผู้ลงทุนเป็นหลัก นอกจากนี้ ยังขึ้นอยู่กับปริมาณของการซื้อขายหลักทรัพย์ ลักษณะของคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงสภาพคล่องของตลาดและทิศทางของราคาหลักทรัพย์ในตลาดประกอบกันด้วย ต้นทุนการซื้อขายทางอ้อมที่บทความได้กล่าวถึงมีดังนี้ ส่วนต่างของราคาซื้อขายหลักทรัพย์ (Bid Offer

¹⁸ ณัฐฉา ใจนวิทยาโรจน์ CFA, “ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง (active stocks) และหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องน้อย (inactive stocks) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”, วารสารเศรษฐศาสตร์ประยุกต์ ปีที่ 25 ฉบับที่ 1 (มิถุนายน 2561): ศูนย์วิจัยเศรษฐศาสตร์ประยุกต์

¹⁹ เรื่องเดียวกัน, หน้า 102.

Spread หรือ Bid Ask Spread)²⁰ ผลกระทบต่อราคา (Market Impact หรือ Price Impact)²¹ และค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost)²² เป็นต้น

²⁰ เรื่องเดียวกัน, หน้า 102. ต้นทุนส่วนต่างของราคาซื้อขายหลักทรัพย์ (Bid Ask Spread Cost หรือ Bid Offer Spread Cost) เป็นต้นทุนที่เกิดจากความต้องการในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ๆ ในทันที เช่น การซื้อหุ้นที่ราคาเสนอขาย (offer price) ที่ดีที่สุด และทำการขายหุ้นที่ราคาเสนอซื้อ (bid price) ที่ดีที่สุดในทันที การซื้อขายในลักษณะดังกล่าวจะเกิดต้นทุนส่วนต่างของราคาซื้อขายนี้

²¹ เรื่องเดียวกัน, หน้า 102. ต้นทุนผลกระทบต่อราคา (Market Impact Cost หรือ Price Impact Cost) เป็นต้นทุนของการซื้อขายที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ โดยเป็นราคาที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงจากการซื้อหรือขายในปริมาณมาก เช่น ความต้องการซื้อหุ้นในจำนวนที่มากกว่าจำนวนหุ้นที่เสนอขายที่มีอยู่ที่ราคาเสนอขายที่ดีที่สุด หรือในทางกลับกัน ความต้องการขายหุ้นในจำนวนที่มากกว่าจำนวนหุ้นที่เสนอซื้อที่มีอยู่ที่ราคาเสนอซื้อที่ดีที่สุด

²² เรื่องเดียวกัน, หน้า 102. ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) คือ ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ส่วนที่ซื้อขายไม่สำเร็จ (unexecuted portion) ซึ่งมักจะเกิดจากการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงออกไปจากราคาที่จะซื้อ หรือ จะขาย (adverse price change) หลักทรัพย์นั้น

บทที่ 3

มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน และการบังคับใช้ในต่างประเทศ

ในบทนี้จะอธิบายถึงแนวความคิดของมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) และหลักการและรูปแบบของมาตรการดังกล่าว ซึ่งอ้างอิงจาก Final Reports ของ The Board of International Organization of Securities Commissions Organizations (IOSCO)²³ และอธิบายถึงหลักเกณฑ์ของการบังคับใช้มาตรการดังกล่าวในสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร

3.1 รูปแบบของมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

ในปี 2018 (2561) หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนโลก หรือ IOSCO ได้ออกรายงาน Final Report ภายใต้ชื่อ Recommendation for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes²⁴ และ Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration²⁵ ซึ่งเป็นแนวทางในการใช้เครื่องมือที่หลากหลายในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิด การออกแนวทางดังกล่าวของ IOSCO นับเป็นการริเริ่มส่งเสริมอย่างเป็นทางการให้กองทุนรวมประเภทกองทุนเปิดควรจัดให้มีเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม ซึ่งรวมถึงเครื่องมือในการบรรเทาผลกระทบที่เกิดขึ้นกับผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ด้วย ทั้งนี้ IOSCO มีความคาดหวังให้หน่วยงานกำกับดูแลของประเทศที่เป็นสมาชิกนำเอาแนวทางดังกล่าวไปปรับใช้กับการกำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจในประเทศของตน ซึ่งทำให้หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนหลายประเทศตื่นตัวและมีการศึกษาถึงควมมีประสิทธิภาพของการนำเอาเครื่องมือหรือมาตรการดังกล่าวมาใช้

²³ 3 พันธกิจหลักของ IOSCO คือ การปกป้องคุ้มครองผู้ลงทุน รวมทั้งทำให้มั่นใจว่าการทำธุรกรรมในตลาดการเงินเป็นไปด้วยความเท่าเทียม ยุติธรรมและมีประสิทธิภาพ และลดความเสี่ยงต่อระบบการเงินโดยรวม (systemic risk)

²⁴ The Board of International Organization of Securities Commissions Organizations, Final Report of Recommendation for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, February 2018, Available from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf>

²⁵ The Board of International Organization of Securities Commissions Organizations, Final Report of Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, February 2018, Available from <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>

มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ตามรายงาน Final Report ของ ISOCO มีด้วยกัน 2 รูปแบบ ได้แก่ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing) และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียม Anti Dilution Levies เพิ่มเติมจากผู้ลงทุนโดยตรง

3.1.1 การปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing)

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing เป็นมาตรการที่ บลจ. กองทุนจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมขึ้นหรือลงเพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมซื้อขายของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน (transacting investors) ซึ่งเป็นผู้ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนดังกล่าว ทั้งนี้ เพื่อเป็นการชดเชยให้กับผู้ลงทุนที่ไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน (non-transacting investors) ที่ยังลงทุนอยู่ในกองทุนรวม

3.1.1.1 แนวคิดของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing)

มาตรการ Swing Pricing มาจากแนวคิดในการส่งต่อต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ทำให้เกิดต้นทุนดังกล่าว (Pass on Transaction Costs) โดยมีความมุ่งหมายในการคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุนที่ลงทุนอยู่ในกองทุนรวม โดยทำให้เกิดความเป็นธรรมขึ้นระหว่างผู้ลงทุนในกองทุนรวมด้วยกัน

การส่งต่อต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ทำให้เกิดต้นทุนดังกล่าว มาจากแนวคิดกระแสเงินทุน (fund flow) ของผู้ลงทุนในปริมาณมาก ทั้งกระแสเงินทุนไหลเข้า (inflow) จากการซื้อหน่วยลงทุน (subscription) หรือกระแสเงินทุนไหลออก (outflow) จากการขายคืนหน่วยลงทุน (redemption) สามารถส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนโดยรวมในกองทุนได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ถือหน่วยลงทุนในปริมาณมาก การทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในปริมาณมาก ไม่ว่าจะจากการที่มีผู้ลงทุนรายใหญ่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนหรือการที่มีผู้ลงทุนหลายรายของกองทุนรวมรวมกันทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนในปริมาณมากจนถึงระดับที่มีนัยสำคัญที่อาจทำให้เกิดการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมได้

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนขึ้นหรือลงนั้นจะขึ้นอยู่กับกรณีที่กองทุนรวมมีคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนสุทธิ (มูลค่าการซื้อหน่วยลงทุนมากกว่ามูลค่าการขายคืนหน่วยลงทุน) หรือคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนสุทธิ (มูลค่าการขายคืนหน่วยลงทุนมากกว่ามูลค่าการซื้อหน่วยลงทุน) โดยเมื่อกองทุนรวมมีคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนสุทธิ (net subscription) บลจ. จะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนขึ้น และเมื่อกองทุนรวมมีคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนสุทธิ (net redemption) บลจ. ก็จะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนลง ทั้งนี้ เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน (transacting investor)

การที่มาตรการ Swing Pricing ใช้คำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิของกองทุนรวม (net subscription/redemption) เป็นตัวกำหนดว่ากองทุนรวมจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนขึ้นหรือลงนั้น มาจากเหตุผลว่าคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิสามารถบอกในเบื้องต้นได้ว่าในวันทำการซื้อขาย ผู้จัดการกองทุนจะต้องบริหารจัดการเงินทุนอย่างไร เช่น ในกรณีที่มีคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนสุทธิ (net subscription) ผู้จัดการกองทุนจะต้องเตรียมดำเนินการซื้อสินทรัพย์เพื่อการลงทุนเพิ่ม หรือในกรณีที่มีคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนสุทธิ (net redemption) ผู้จัดการกองทุนจะต้องเตรียมดำเนินการขายสินทรัพย์ที่กองทุนถืออยู่ เพื่อรวบรวมเงินมาชำระให้ผู้ลงทุน

นอกจากนี้ ในสากลยังยอมรับให้มาตรการ Swing Pricing เป็นเครื่องมือการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (liquidity risk management tools) ของกองทุนรวม ซึ่งในทางทฤษฎี นักวิชาการเชื่อว่า การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนขึ้นหรือลงด้วยวิธีการ Swing Pricing จะสามารถช่วยลดแรงจูงใจของผู้ลงทุนในการขายคืนหน่วยลงทุนได้ ด้วยสมมติฐานที่ว่า หากผู้ลงทุนทราบว่าตนจะได้รับเงินจากการขายคืนหน่วยลงทุนน้อยลง (เนื่องจากมูลค่าหน่วยลงทุนถูกปรับลง) อาจทำให้ผู้ลงทุนตัดสินใจไม่ขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมได้ ซึ่งจะทำให้กองทุนรวมมีการบริหารจัดการสภาพคล่องที่ดีขึ้น อันเป็นการช่วยบรรเทาปัญหาที่จะเกิดขึ้นต่อไปหากกองทุนรวมประสบปัญหา การขาดสภาพคล่องในระดับร้ายแรงขึ้น

อย่างไรก็ดี ผู้เขียนเห็นว่า ในสถานการณ์ปกติ ผู้ลงทุนจะไม่สามารถทราบในระหว่างวันทำการได้เลยว่า มูลค่าหน่วยลงทุนจะถูกปรับหรือไม่ และอย่างไร เนื่องจากจะรับทราบมูลค่าหน่วยลงทุนเมื่อสิ้นวันทำการซื้อขายหลังจาก บลจ. ได้คำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) และมูลค่าหน่วยลงทุน (NAV per unit) และประกาศมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม และมูลค่าหน่วยลงทุนแล้วเท่านั้น

3.1.1.2 รูปแบบของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ที่ใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวม ปัจจุบันมีด้วยกัน 2 รูปแบบ ได้แก่ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนแบบ Full Swing Pricing และการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนแบบ Partial Swing Pricing

(1) **Full Swing Pricing** เป็นการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนในทุกวันทำการซื้อขายหน่วยลงทุนตามมูลค่าซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิ (net subscription/redemption)

(2) **Partial Swing Pricing** เป็นการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนขึ้นหรือลงเฉพาะในวันทำการที่กองทุนรวมมีคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิเกินกว่าระดับที่กองทุนกำหนด (Swing Threshold) ซึ่งเป็นระดับที่กองทุนรวมคำนวณอย่างสมเหตุสมผลแล้วว่าคำสั่งซื้อขายสุทธิดังกล่าว มีนัยสำคัญต่อสภาพคล่องของกองทุนรวมที่จะเกิดทำให้เกิดการถุกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนในกองทุนรวม

เนื่องด้วย การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนในแบบ Partial Swing Pricing จะเป็นที่ยอมรับมากกว่าแบบ Full Swing Pricing ในปัจจุบัน จึงขออธิบายถึงองค์ประกอบเพิ่มเติมและยกตัวอย่างประกอบในส่วน Partial Swing Pricing

3.1.1.3 องค์ประกอบของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing จะมีวิธีการในการดำเนินการดังนี้

3.1.1.3.1 การกำหนดระดับคำสั่งซื้อขายสุทธิของกองทุนรวม (Swing Threshold)

กองทุนรวมในต่างประเทศนิยมใช้การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Partial Swing Pricing ซึ่งเป็นการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนขึ้นหรือลงเมื่อกองทุนรวมมีมูลค่าซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิถึงระดับที่กำหนด ระดับคำสั่งซื้อขายสุทธิของกองทุนรวมเรียกว่า ‘Swing Threshold’

Swing Threshold จะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม และแม้จะเป็นกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของ บลจ. เดียวกัน Swing Threshold ของกองทุนรวมแต่ละกองย่อมไม่เหมือนกัน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับกระแสเงินทุนไหลเข้าหรือไหลออกของกองทุนแต่ละกองทุนที่ บลจ. คำนวณได้

ปัจจัยหลักที่กองทุนรวมควรใช้ในการพิจารณากำหนด Swing Threshold มีดังนี้

ประการแรกคือ การประเมินขนาดของกองทุน และความผันผวนของคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิของกองทุนตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน ทั้งในช่วงเวลาที่กองทุนอยู่ในสถานการณ์ปกติและในสถานการณ์วิกฤต เช่น กรณีกองทุนรวมขนาดกลางที่มีผู้ถือหน่วยลงทุนรายใหญ่ถือหน่วยลงทุนเกินกว่าร้อยละ 50 ของหน่วยลงทุนที่กำหนดแล้วทั้งหมดของกองทุน ซึ่งอาจได้รับการไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนไม่บ่อยนัก แต่การไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนในแต่ละครั้งที่ผ่านมาเป็นปริมาณที่มีนัยสำคัญต่อสภาพคล่องของกองทุน เมื่อเทียบกับกองทุนรวมขนาดใหญ่ที่มีผู้ถือหน่วยลงทุนจำนวนมาก ซึ่งอาจมีการซื้อขายหน่วยลงทุนบ่อยครั้งแต่ในปริมาณที่ไม่มีนัยสำคัญต่อสภาพคล่องของกองทุน เป็นต้น

ประการที่สองคือ กลยุทธ์ในการลงทุนของกองทุนรวมและสภาพคล่องของทรัพย์สินที่ กองทุนรวมถืออยู่ ประเภทของทรัพย์สินจะมีความสัมพันธ์โดยตรงกับสภาพคล่องของกองทุนรวม เช่น ตราสารทางการเงินประเภทตราสารอนุพันธ์ (Derivatives)²⁶ ที่โดยสภาพแล้วจะมีสภาพคล่องน้อยกว่าตราสารทุน หรือหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ (large cap) ที่โดยสภาพจะมีสภาพคล่อง

²⁶ ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) คือ สินทรัพย์ทางการเงินชนิดหนึ่งที่มีมูลค่าของสินทรัพย์ดังกล่าวขึ้นอยู่กับสินทรัพย์อ้างอิง (underlying asset) ตราสารอนุพันธ์มีหลายรูปแบบ เช่น สัญญาซื้อขายล่วงหน้าซึ่งมีหลายประเภท แต่ประเภทที่มักซื้อขายอยู่ในตลาดตราสารอนุพันธ์ ได้แก่ Futures และ Options

มากกว่าหุ้นของบริษัทขนาดเล็ก (small cap) หรือกรณีของตราสารหนี้ที่เมื่อเปรียบเทียบระหว่างตราสารหนี้ระยะสั้นและตราสารหนี้ระยะยาว ตราสารหนี้ระยะสั้นจะมีสภาพคล่องสูงกว่าตราสารหนี้ระยะยาว และตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในอันดับที่สามารถลงทุนได้ (investment grade) จะมีสภาพคล่องสูงกว่าตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่าอันดับที่สามารถลงทุนได้ (non-investment grade) และตราสารหนี้ที่ไม่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (unrated) เลย

ดังนั้น กองทุนรวมที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง อาจกำหนด Swing Threshold ในระดับที่สูงขึ้นได้ เนื่องจากมีความสามารถในการรองรับการไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุนในขณะที่ยังสามารถรักษาสภาพคล่องของกองทุนโดยรวมได้

ปัจจัยประการต่อมาคือ ต้นทุนในการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม เนื่องจากทรัพย์สินแต่ละประเภทจะมีต้นทุนของการทำธุรกรรมที่แตกต่างกัน สภาพคล่องและการมีอยู่ของทรัพย์สินในตลาด (availability) จะส่งผลต่อความผันผวนของราคาของทรัพย์สิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่กองทุนรวมต้องซื้อขายทรัพย์สินในปริมาณมาก

ปัจจัยประการที่สี่คือ ปริมาณการถือเงินสดหรือการสำรองเงินสดและความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนอื่น ๆ ของกองทุนรวม เช่น การพิจารณาว่ากองทุนรวมจะต้องถือหรือสำรองเงินสดหรือสินทรัพย์เทียบเท่าเงินสดในปริมาณเท่าใดเพื่อรองรับการไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน นอกจากนี้ กองทุนรวมยังอาจกู้ยืมเงินได้จากสถาบันการเงินเพื่อมารองรับการไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนดังกล่าว การถือหรือสำรองเงินสดและความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนทำให้กองทุนรวมสามารถที่จะระดมการขายทรัพย์สินที่กองทุนถืออยู่ในราคาและ ณ ช่วงเวลาที่เหมาะสมได้ ซึ่งจะสามารถช่วยบรรเทาความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการที่กองทุนรวมจะต้องเร่งขายขายสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำในราคาตลาด ณ ช่วงเวลาและในราคาที่ถูกลงกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อรวบรวมเงินมาชำระให้ผู้ลงทุน

3.1.1.3.2 การกำหนดอัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม (Swing Factor)

องค์ประกอบของมาตรการ Swing Pricing อีกประการหนึ่งคือการกำหนดอัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม หรือเรียกว่า Swing Factor

กองทุนรวมจะต้องกำหนด Swing Factor ในอัตราร้อยละของมูลค่าหน่วยลงทุน (NAV per unit) โดยคำนวณจากต้นทุนระยะใกล้ (near-term costs) ที่กองทุนรวมคำนวณว่าจะเกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวมในวันทำการที่กองทุนรวมจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุน ทั้งนี้ การกำหนด Swing Factor ของกองทุนรวมจะต้องสมเหตุสมผลกับต้นทุนการทำธุรกรรม

ของกองทุนรวม ซึ่งหลักเกณฑ์ในต่างประเทศส่วนใหญ่จะมีการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายไว้ (statutory limit)²⁷ เพื่อป้องกันการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมสูงเกินกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นจริง

3.1.1.4 ตัวอย่างการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing

เพื่อให้สามารถเห็นภาพการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ชัดเจนมากขึ้น จึงยกตัวอย่างการใช้มาตรการ Swing Pricing ของ บลจ. ใน 3 กรณี ดังต่อไปนี้

กองทุนรวม AAA กำหนดมาตรการ Swing Pricing ไว้ดังนี้

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV)	100 ล้านบาท
มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV per unit)	10 บาท
Swing Threshold	ร้อยละ 3 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (เท่ากับ 3 ล้านบาท)
Swing Factor	ร้อยละ 0.25 ของมูลค่าหน่วยลงทุน

หมายเหตุ กองทุนรวม AAAA ยกเว้นค่าธรรมเนียมการขายและค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน

กรณีที่ 1 การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนกรณีมีคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิน้อยกว่าระดับที่กองทุนกำหนด

ในวันทำการซื้อขายวันหนึ่ง กองทุนรวม AAA มีคำสั่งซื้อและคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุน ดังนี้

- คำสั่งซื้อหน่วยลงทุน (subscription) จำนวน 6 ล้านบาท
- คำสั่งขายคืนหน่วยลงทุน (redemption) จำนวน 4 ล้านบาท

จากกรณีข้างต้น คำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม AAA เป็นคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนสุทธิ (net subscription) จำนวนเท่ากับ 2 ล้านบาท ซึ่งน้อยกว่า Swing Threshold ที่กองทุนกำหนดไว้ บลจ. จึงยังไม่ปรับมูลค่าหน่วยลงทุน มูลค่าหน่วยลงทุนจึงเท่ากับ 10 บาทต่อหน่วยลงทุน

กรณีที่ 2 การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนกรณีมีคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนสุทธิถึงระดับที่กองทุนกำหนด

ในวันทำการซื้อขายวันหนึ่ง กองทุนรวม AAA มีคำสั่งซื้อและคำสั่งขายหน่วยลงทุน ดังนี้

- คำสั่งซื้อหน่วยลงทุน (subscription) จำนวน 10 ล้านบาท
- คำสั่งขายหน่วยลงทุน (redemption) จำนวน 3 ล้านบาท

²⁷ ในทางปฏิบัติของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศลักเซมเบิร์ก จะมีการกำหนดเพดานสูงสุดในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน ทั้งนี้ ไม่เกินร้อยละ 2.00 ของมูลค่าหน่วยลงทุน

จากกรณีข้างต้น คำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม AAA เป็นคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนสุทธิ (net subscription) จำนวนเท่ากับ 7 ล้านบาท ซึ่งเกินกว่า Swing Threshold ที่กองทุนกำหนดไว้ บลจ. ต้องปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วย Swing Factor ในอัตราร้อยละ 0.25 จึงส่งผลให้มูลค่าหน่วยลงทุนปรับขึ้นเป็น 10.025 บาท ($10 \times 0.25\%$) เมื่อผู้ลงทุนซื้อหรือขายหน่วยลงทุน มูลค่าหน่วยลงทุนจะมีการปรับขึ้นก่อนนำมาคำนวณเป็นราคาขายหน่วยลงทุน (offer price) หรือราคารับซื้อคืนหน่วยลงทุน (bid price)

ในวันดังกล่าว หากมีผู้ลงทุนซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวมจำนวน 10,000 บาท ผู้ลงทุนจะได้รับการจัดสรรหน่วยลงทุนจำนวน 997.5062 หน่วย ($10,000/10.025$) ซึ่งจะน้อยกว่ากรณีไม่มีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน เพื่อเป็นการชดเชยค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมให้ผู้ลงทุนซึ่งไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนที่จะได้รับผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

ในกรณีกลับกัน หากมีผู้ลงทุนขายคืนหน่วยลงทุนในวันดังกล่าวจำนวน 1,000 หน่วย ผู้ลงทุนจะได้รับเงินจากการขายคืนหน่วยลงทุนจำนวน 10,025 บาท ซึ่งจะมากกว่ากรณีที่ไม่มีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน อันเป็นผลข้างเคียงของมาตรการ Swing Pricing²⁸

กรณีที่ 3 การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนกรณีมีคำสั่งขายหน่วยลงทุนสุทธิถึงระดับที่กองทุนกำหนด

ในวันทำการซื้อขายหน่วยลงทุนวันหนึ่ง กองทุนรวม AAA มีคำสั่งซื้อและคำสั่งขายหน่วยลงทุน ดังนี้

- คำสั่งซื้อหน่วยลงทุน (subscription) จำนวน 8 ล้านบาท
- คำสั่งขายหน่วยลงทุน (redemption) จำนวน 12 ล้านบาท

จากกรณีข้างต้น คำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม AAA เป็นคำสั่งขายหน่วยลงทุนสุทธิ (net redemption) จำนวนเท่ากับ 4 ล้านบาท ซึ่งเกินกว่า Swing Threshold ที่กองทุนกำหนดไว้ บลจ. ต้องปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วย Swing Factor ในอัตราร้อยละ 0.25 จึงส่งผลให้มูลค่าหน่วยลงทุนปรับลงเป็น 9.75 บาท ($10 \times (-0.25\%)$) เมื่อผู้ลงทุนซื้อหรือขายหน่วยลงทุน มูลค่าหน่วยลงทุนจะมีการปรับลงก่อนนำมาคำนวณเป็นราคาเสนอขายหน่วยลงทุน (offer price) หรือราคารับซื้อคืนหน่วยลงทุน (bid price)

ในวันดังกล่าว หากมีผู้ลงทุนขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมจำนวน 1,000 หน่วย หรือ 10,000 บาท แล้วแต่กรณี ผู้ลงทุนจะได้รับเงินจากการขายคืนหน่วยลงทุนจำนวน 9,750 บาท ซึ่งเป็นจำนวนเงินน้อยกว่ากรณีไม่มีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน หรือต้องขายคืนหน่วยลงทุนจำนวน 1,025.6410 หน่วย เพื่อให้ได้รับเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนในจำนวน 10,000 บาท ซึ่งจะต้องขายคืนหน่วยลงทุนในจำนวนที่มากกว่ากรณีไม่มีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน ทั้งนี้ เพื่อเป็นการชดเชยค่าใช้จ่ายหรือต้นทุน

²⁸ The Investment Association, Technical Consultation, Enhanced Disclosure of Charges and Transaction Costs, (March 2017), p. 31. Available from <https://www.theia.org/sites/default/files/press-releases/document/IA%2520code%2520FINAL%2520270317.pdf>

ในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมให้ผู้ลงทุนซึ่งไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนที่จะได้รับผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

ในกรณีกลับกัน หากผู้ลงทุนซื้อหน่วยลงทุนในวันดังกล่าวจำนวน 10,000 บาท ผู้ลงทุนจะได้รับการจัดสรรหน่วยลงทุนจำนวน 1,025.6410 หน่วย ซึ่งจะมากกว่ากรณีไม่มีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนอันเป็นผลข้างเคียงของมาตรการ Swing Pricing

3.1.2 การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Anti-Dilution Levies)

3.1.2.1 แนวคิดของมาตรการ Anti-Dilution Levies

นอกจากการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตราการ Swing Pricing กองทุนรวมในต่างประเทศยังยอมรับให้มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนเพื่อสะท้อนต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม เพื่อวัตถุประสงค์ในการบรรเทาการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution)

ค่าธรรมเนียมในลักษณะดังกล่าวในต่างประเทศเรียกว่า Anti-Dilution Levies การเก็บค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies จากผู้ลงทุนจะต้องเป็นการเรียกเก็บเพื่อสะท้อนต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม ไม่ใช่เพื่อสร้างผลการดำเนินงานหรือผลกำไรให้แก่กองทุนรวม หรือหลีกเลี่ยงการขาดทุนของกองทุนรวม ที่สำคัญเมื่อเรียกเก็บแล้ว จะต้องนำส่งเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทุนรวมเท่านั้น เนื่องจากการชดเชยให้ผู้ลงทุนซึ่งไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนที่จะได้รับผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน ซึ่งจะต่างจากกรณีค่าธรรมเนียมการขายหรือรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่ บลจ. จะเรียกเก็บเข้าเป็นรายได้ของ บลจ. เอง

การเรียกเก็บค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies นี้ จะเรียกเก็บจากผู้ลงทุนที่มีการทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนเกินปริมาณหรือจำนวนที่กองทุนรวมกำหนด ดังนั้น หากมีการซื้อขายไม่เกินปริมาณหรือจำนวนที่กองทุนกำหนดแล้ว ผู้ลงทุนก็ไม่ต้องชำระค่าธรรมเนียมดังกล่าว ทั้งนี้ ค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมตามมาตราการ Anti-Dilution Levies จะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของมูลค่าหน่วยลงทุนซึ่งจะมีอัตราที่แตกต่างกันไปในแต่ละกองทุนรวม

3.1.2.2 ตัวอย่างการใช้มาตรการ Anti-Dilution Levies²⁹

การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนตามมาตราการ Anti-Dilution Levies จะมีหลักการเดียวกันกับมาตรการ Swing Pricing กล่าวคือ กองทุนรวมจะต้องมีการกำหนดระดับคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิที่มีนัยสำคัญต่อการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม และอัตราค่าธรรมเนียมที่จะเรียกเก็บจากผู้ลงทุน (คล้ายคลึงกับการกำหนด Swing Threshold และ Swing Factor ของมาตรการ Swing Pricing) ทั้งนี้ การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะเป็นการหักจากเงินค่าซื้อหน่วยลงทุนหรือเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนที่กองทุนรวมต้องชำระให้ผู้ลงทุน

อย่างไรก็ดี เพื่อให้สามารถเห็นภาพการเก็บค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies จึงยกตัวอย่างโดยเทียบเคียงจาก Final Reports ของ IOSCO³⁰

กองทุนรวม AAA มีการคำนวณค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies ไว้ดังนี้

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม	110 ล้านบาท
มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย	10.00 บาท
จำนวนหน่วยลงทุน	11 ล้านหน่วย
จำนวนผู้ถือหน่วยลงทุน	100 คน (ผู้ถือหน่วยลงทุนถือหน่วยลงทุนคนละ 1.1 ล้านบาท)
อัตรา Anti-Dilution Levies	ร้อยละ 0.5 ³¹

ในวันทำการซื้อขายวันหนึ่ง ผู้ลงทุนรายใหม่ นาย ก. ได้ซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม AAA จำนวน 1,100,000 บาท ค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies ที่ บลจ. จะเรียกเก็บจากนาย ก. จึงเท่ากับ 5,500 บาท ซึ่งจะถูกหักออกจากเงินค่าซื้อหน่วยลงทุนของนาย ก. ดังนั้น จึงเท่ากับว่า นาย ก. ซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม A เพียงจำนวน 1,094,500 บาท

²⁹ The Board of International Organization of Securities Commissions Organizations, Final Report of Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, February 2018.

³⁰ Ibid., p. 28.

³¹ จากตัวอย่าง ต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม AAA ในอัตราร้อยละ 0.5 มาจากการคำนวณโดยกำหนดให้มูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมยังเป็นเท่าเดิม แม้จะมีการทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุน แต่มูลค่าหน่วยลงทุนจะไม่ได้รับผลกระทบจากการซื้อขาย และกองทุนรวม A ยกเว้นค่าธรรมเนียมการขายและค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน

ดังนั้น การถือหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในของกองทุนรวม AAA ภายหลังจากการซื้อหน่วยลงทุนของนาย ก. จึงเป็นไปตามตารางด้านล่าง

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม	111,094,500 บาท
มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย	10 บาท
จำนวนหน่วยลงทุน	11,109,450 หน่วย
จำนวนผู้ถือหน่วยลงทุน	101 คน (ผู้ถือหน่วยลงทุนยกเว้นนาย ก. ถือหน่วยลงทุนคนละ 1.1 ล้านบาท ส่วนนาย ก. ถือหน่วยลงทุน 1,094,500 บาท)
อัตรา Anti-Dilution Levies	ร้อยละ 0.5

ในวันทำการซื้อขายถัดมา นาย ก. ขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม AAA ทั้งหมด จำนวน 109,450 หน่วย ค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies ที่จะเรียกเก็บจากนาย ก. จึงเท่ากับ 5,472.50 บาท ซึ่งจะถูกหักออกจากเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนที่จะต้องชำระให้นาย ก. จำนวน 1,094,500 บาท ดังนั้น นาย ก. จะได้รับเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวม A เพียงจำนวน 1,089,027.50 บาท

3.2 มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา และการบังคับใช้

สหรัฐอเมริกานับเป็นประเทศที่อุตสาหกรรมการจัดการลงทุนใหญ่เป็นอันดับหนึ่งของโลก โดยในปี 2019 ประเทศสหรัฐอเมริกามีมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการกองทุนรวมโดยประมาณ 21.29 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ³² คิดเป็นเกือบร้อยละ 40 ของมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการของกองทุนรวมทั่วโลก³³

นอกจากนี้ สหรัฐอเมริกายังเป็นแหล่งของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่มีชื่อเสียงและเป็นที่ยอมรับทั่วโลก เช่น กองทุนรวมของ Black Rock³⁴ กองทุนรวมของ Vanguard³⁵ กองทุนรวมของ Fidelity³⁶

³² Total net assets of US-registered mutual funds worldwide from 1998 to 2019, Available from <https://www.statista.com/statistics/255518/mutual-fund-assets-held-by-investment-companies-in-the-united-states/>

³³ ในปี 2019 มีมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการกองทุนรวมทั่วโลกโดยประมาณ 54.93 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก <https://www.alliedmarketresearch.com/mutual-fund-assets-market-A06932>

³⁴ BlackRock, Inc. มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ ณ เดือนมกราคม 2564 ประมาณ 8.676 ล้านล้าน USD [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก <https://en.wikipedia.org/wiki/BlackRock>

³⁵ Vanguard Group, Inc. มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ ณ เดือนมกราคม 2564 ประมาณ 7.2 ล้านล้าน USD [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก https://en.wikipedia.org/wiki/The_Vanguard_Group#cite_note-3

³⁶ Fidelity Investments มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ ณ เดือนมิถุนายน 2563 ประมาณ 4.9 ล้านล้าน USD, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก https://en.wikipedia.org/wiki/Fidelity_Investments

กองทุนรวมของ JPMorgan³⁷ กองทุนรวมของ Invesco³⁸ กองทุนรวมของ Franklin Templeton³⁹ หรือกองทุนรวมของ PIMCO⁴⁰ ซึ่งบริษัทดังกล่าวยังได้รับความนิยมจาก บลจ. ในประเทศไทยในการระดมเงินจากผู้ลงทุนไทยนำไปลงทุนในกองทุนรวมต่างประเทศซึ่งบริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเหล่านั้น

การยอมรับเอามาตรการ Swing Pricing มาใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกา มีที่มาจากหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นความนิยมของคนอเมริกันที่จะออมเงินเพื่อการเกษียณโดยการลงทุนผ่านกองทุนรวม ประกอบกับการที่เศรษฐกิจโลกอยู่ในภาวะตกต่ำเป็นระยะเวลานานที่สร้างความกดดันให้ผู้ลงทุน ซึ่งรวมถึงกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกา ให้ต้องเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนจากเดิมที่เน้นลงทุนในสินทรัพย์ดั้งเดิม (traditional asset class) ที่มีสภาพคล่องสูงหรือความเสี่ยงต่ำ ไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำหรือสินทรัพย์ทางเลือก (alternative asset class) มากขึ้น เพื่อแสวงหาผลตอบแทนการลงทุนที่สูงขึ้น (search for yield)

การลงทุนผ่านกองทุนรวมเพื่อการเกษียณของคนอเมริกันได้รับความนิยมอย่างมาก ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนด้วยความสมัครใจของตนเอง หรือการลงทุนผ่านแผนการสะสมเงินออมระยะยาวเพื่อการเกษียณที่ได้รับการสนับสนุนจากนายจ้าง (employer-sponsored plans) การลงทุนผ่านกองทุนรวมเพื่อการเกษียณนี้มีส่วนช่วยทำให้อุตสาหกรรมกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกาเติบโตขึ้นอย่างมาก โดยในปี 2016 มีมูลค่าสินทรัพย์ของการลงทุนผ่านการลงทุนเพื่อการเกษียณสูงถึง 18.9 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ⁴¹

ในการลงทุนผ่านกองทุนรวมเพื่อการเกษียณ ผู้ลงทุนจะต้องกำหนดแผนการลงทุนตั้งต้น โดยจะต้องกำหนดสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ (asset allocation) ตามความเสี่ยงที่ยอมรับได้

อย่างไรก็ดี ผู้ลงทุนส่วนใหญ่กลับไม่สนใจที่จะปรับสัดส่วนการลงทุนเมื่อเวลาผ่านไป โดยข้อมูลในปี 2016 รายงานว่า มีผู้ลงทุนเพียงจำนวนร้อยละ 5 ของผู้ลงทุนเพื่อการเกษียณทั้งหมดที่มีการปรับสัดส่วนการลงทุนหรือปรับแผนการลงทุนระหว่างทาง⁴² นั่นหมายความว่า ยังมีผู้ลงทุนอีกร้อยละ 95

³⁷ J.P. Morgan Asset Management มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ ณ เดือนธันวาคม 2563 ประมาณ 296 พันล้าน USD, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก <https://am.jpmorgan.com/it/en/asset-management/institutional/about-us/>

³⁸ Invesco Ltd. มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ ณ เดือนธันวาคม 2563 ประมาณ 1,349.9 พันล้าน USD, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก <https://investors.franklinresources.com/investor-relations/investor-home/default.aspx>

³⁹ Franklin Resources, Inc. มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ ณ เดือนมีนาคม 2564 ประมาณ 1,498.9 พันล้าน USD, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก <https://investors.franklinresources.com/investor-relations/investor-home/default.aspx>

⁴⁰ PIMCO (Pacific Investment Management Company, LLC) มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ ณ เดือนธันวาคม 2563 ประมาณ 2.21 ล้านล้าน USD [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก <https://www.pimco.com/en-us/our-firm>

⁴¹ Anne M. Tucker & Holly van den Toorn, "Will Swing Pricing Save Sedentary Shareholders", *Legal Studies Research Paper of Georgia Sate University College of Law*, No. 2018-28, p. 132.

⁴² เรื่องเดียวกัน, 133.

ที่ไม่ได้มีการปรับสัดส่วนหรือแผนการลงทุนที่ได้เลือกไว้ตั้งแต่ตั้งต้น จึงทำให้ผู้ลงทุนประเภทหลังได้รับการขนานนามว่าเป็น “ผู้ลงทุนประจำ” (sedentary investor)

อนึ่ง การที่ผู้ลงทุนไม่ได้ปรับสัดส่วนหรือแผนการลงทุนเลยย่อมเกิดต้นทุนแฝงจากการไม่ดำเนินการดังกล่าว ผู้ลงทุนขาประจำซึ่งลงทุนในกองทุนรวมระยะยาวอาจต้องรับภาระจากการทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนรายอื่นด้วย ถึงแม้ว่าหากคิดเป็นจำนวนเงินที่ผู้ลงทุนประจำจะต้องรับภาระจะมีจำนวนน้อยหรือเป็นเพียงเศษของต้นทุน อย่างไรก็ตาม ข้อมูลรายงานว่า เศษของต้นทุนดังกล่าวที่อยู่ในระบบการลงทุนเพื่อการเกษียณเมื่อรวมกันเป็นระยะเวลากว่า 30 ปี กลับมีมูลค่าโดยประมาณสูงถึง 10–17 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี⁴³ ดังนั้น การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ที่ออกโดย US SEC จึงมีเป้าหมายในการบรรเทาผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนที่เกิดขึ้นกับผู้ลงทุนประจำ

นอกจากนี้ ยังพบว่ากองทุนรวมในสหรัฐอเมริกาที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ (asset class) ที่มีสภาพคล่องต่ำเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศและตราสารทุนต่างประเทศเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 11 เป็นร้อยละ 17.4 ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของอุตสาหกรรมกองทุนรวม⁴⁴ และยังมีการลงทุนในสินทรัพย์ประเภททางเลือก (alternative asset class) เพิ่มขึ้น โดยมูลค่าการลงทุนเพิ่มขึ้นจาก 365 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2005 เป็น 334 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2014⁴⁵ ซึ่งเป็นอัตราเติบโตที่เร็วกว่าการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่น อนึ่ง กองทุนรวมที่ลงทุนในสินทรัพย์ทางเลือกจะมีความผันผวนมากกว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในสินทรัพย์ดั้งเดิม (traditional asset class) ซึ่งสะท้อนถึงสภาพคล่องที่น้อยของกองทุนรวมที่ลงทุนในสินทรัพย์ทางเลือก

การเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องของสินทรัพย์ภายใต้อุตสาหกรรมกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกาแสดงให้เห็นถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนในการลงทุนผ่านกองทุนเพื่อตอบสนองความต้องการทางการเงิน และด้วยความสำคัญของกองทุนรวมต่อบริบทของสังคมและเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกาที่คนวัยทำงานนิยมลงทุนผ่านกองทุนรวมสำหรับออมเงินเพื่อการเกษียณ ประกอบกับปัญหาความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมที่อาจเพิ่มขึ้นจากการมีกองทุนรวมประเภทใหม่ ๆ ที่ลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่องต่ำมากขึ้น จึงเป็นที่มาให้ US SEC เสนอหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม ซึ่งรวมถึงการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ด้วย

⁴³ เรื่องเดียวกัน, 133.

⁴⁴ เรื่องเดียวกัน, 137.

⁴⁵ เรื่องเดียวกัน, 138.

3.2.1 หลักเกณฑ์การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ในสหรัฐอเมริกา

ในเดือนตุลาคม ปี 2016 (2559) The US Securities and Exchange Commission (“US SEC”) ได้ออกหลักเกณฑ์การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing โดยเปิดให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (investment company) ที่มีการบริหารจัดการกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิด (open-ended fund) ยกเว้นกองทุนรวมตลาดเงิน (money market fund) และกองทุนรวมอีทีเอฟ (exchange-traded fund (ETF)) สามารถเลือกใช้มาตรการ Swing Pricing กับกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการได้ (Opt-In Approach) มาตรการดังกล่าวได้มีผลบังคับใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมไปแล้วตั้งแต่วันที่ 19 พฤศจิกายน 2018 (2561) โดย US SEC ได้ขยายเวลาให้หลักเกณฑ์ดังกล่าวมีผลบังคับใช้ภายหลังที่ออกหลักเกณฑ์ดังกล่าวแล้วถึง 2 ปี เพื่อให้ผู้ประกอบการธุรกิจในอุตสาหกรรมได้มีเวลาเตรียมความพร้อมในส่วนของระบบงาน

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ในสหรัฐอเมริกามีจุดมุ่งหมายเพื่อส่งเสริมให้เกิดความเป็นธรรมในการลงทุนในกองทุนรวม โดยคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน อีกทั้งลดแรงจูงใจในการขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในช่วงเวลาที่กองทุนรวมจะเริ่มประสบปัญหาการบริหารจัดการด้านสภาพคล่อง ทั้งนี้ หลักเกณฑ์ของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ได้กำหนดไว้ในหลักเกณฑ์ Final Rules Investment Company Swing Pricing (“Final Rules”) ซึ่งสามารถสรุปหลักเกณฑ์ได้ดังนี้

3.2.1.1 มาตรการ Swing Pricing เป็นมาตรการทางเลือก

US SEC กำหนดให้การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing เป็นมาตรการทางเลือก (optional) สำหรับกองทุนเปิดในสหรัฐอเมริกา ซึ่งหมายความว่ากองทุนรวมสามารถเลือกที่จะใช้หรือไม่ก็ได้ ทั้งนี้ หากกองทุนรวมใดเลือกที่จะใช้มาตรการ ดังกล่าว คณะกรรมการของกองทุนรวม (Fund’s Board of Directors) นั้น จะต้องยอมรับเสียก่อน และจะต้องมีการกำหนดนโยบายและขั้นตอนในการใช้มาตรการดังกล่าวด้วย

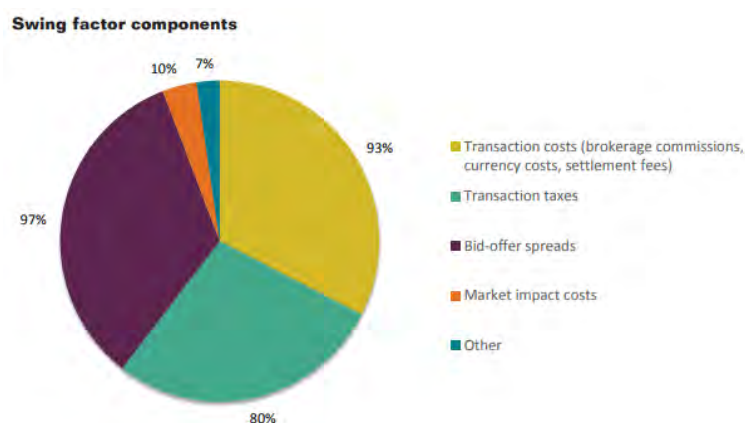
3.2.1.2 การกำหนด Swing Threshold ของกองทุนรวม

ตามที่ได้กล่าวถึงองค์ประกอบของมาตรการ Swing Pricing แล้ว กองทุนรวมจะต้องมีการกำหนดระดับของคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิ (net subscription/net redemption) ที่จะให้กองทุนรวมมีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Threshold) ทั้งนี้ Swing Threshold ของกองทุนรวมจะกำหนดเป็นร้อยละของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวม ซึ่งเป็นระดับของคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิที่กองทุนรวมคำนวณว่ากองทุนรวมจะเริ่มประสบปัญหาสภาพคล่องและได้รับ

ผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน และ Final Rules ได้กำหนดให้ Swing Threshold จะต้องมียุทธศาสตร์มากกว่าร้อยละ 0 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม⁴⁶

3.2.1.3 การกำหนด Swing Factor ของกองทุนรวม

Final Rules ไม่ได้กำหนดสูตรในการคำนวณ Swing Factor ในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม และไม่ได้กำหนดให้กองทุนรวมจะต้องคำนึงถึงต้นทุนผลกระทบต่อราคา (market impact cost) เป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมด้วย เนื่องจาก US SEC อ้างอิงจากรายงานการสำรวจการใช้มาตรการ Swing Pricing ของ Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI)⁴⁷ ซึ่งแสดงข้อมูลว่า กองทุนรวมส่วนใหญ่ที่เข้าร่วมการสำรวจจะไม่เอาต้นทุนผลกระทบต่อราคาซึ่งเป็นต้นทุนการซื้อขายทางอ้อม (implicit trading costs) มารวมคำนวณ Swing Factor⁴⁸ เนื่องจากเห็นว่าอาจเป็นการลดความถูกต้องในการใช้มาตรการ Swing Pricing ได้⁴⁹



รูปภาพ 5 : กราฟวงกลมแสดงปัจจัยที่ใช้ในการคำนวณ Swing Factor ของกองทุนรวม

ที่มา : Association of the Luxembourg Fund Industry Survey, “Swing Pricing Update 2015”, หน้า 10.

นอกจากนี้ Swing Factor ของกองทุนรวมจะต้องมีการทบทวนอย่างสม่ำเสมอ และจะต้องเป็นอัตราที่สมเหตุสมผลและสัมพันธ์กับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมของกองทุนรวม

⁴⁶ Anne M. Tucker & Holly van den Toorn, p. 132.

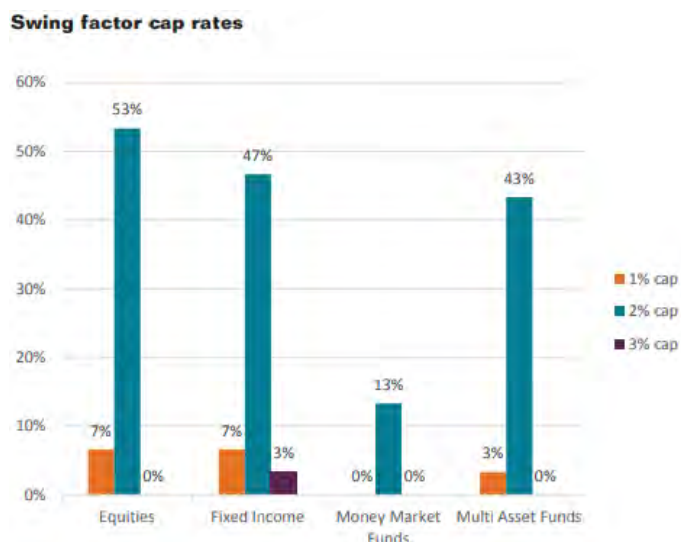
⁴⁷ The Association of the Luxembourg Fund Industry Survey, “Swing Pricing Update 2015” (December, 2015), [ALFI Swing Pricing Survey 2015], Available from https://www.alfi.lu/getattachment/ce27581a-128f-4bab-9ab3-dbf50f33bcb9/alfi-alfi-swing-pricing-survey-2015-final_0.pdf ซึ่งมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเข้าร่วมการสำรวจจครั้งนี้ทั้งหมด 45 จาก 65 บริษัท

⁴⁸ ALFI Swing Pricing Survey 2015, p. 10, ซึ่งมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเพียงร้อยละ 10 ของบริษัททั้งหมดที่เข้าร่วมการสำรวจของ ALFI รวมต้นทุนผลกระทบต่อราคาเข้ามาคำนวณเพื่อหา Swing Factor ของกองทุน

⁴⁹ Investment Company Swing Pricing Final Rules, p. 74.

คณะกรรมการของกองทุนรวมจะต้องเปิดเผยเพดานในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (upper swing limit) ซึ่งจะต้องไม่เกินอัตราสูงสุดตามกฎหมาย (statutory limit) ซึ่งกำหนดไว้ที่ร้อยละ 2 ของมูลค่าหน่วยลงทุน ซึ่งจะทำให้เกิดความผันผวนและกระทบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนได้

การกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายของ US SEC มาจากแนวปฏิบัติของผู้ประกอบธุรกิจที่เข้าร่วมสำรวจ Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI)⁵⁰ สะท้อนให้เห็นว่า US SEC มีพยายามที่จะหาสมดุลระหว่างการให้ บลจ. มีดุลพินิจในการกำหนด Swing Factor และความคุ้มครองคุ้มครองผู้ลงทุนของ US SEC เพื่อป้องกันผู้ลงทุนจากการปฏิบัติที่ไม่เป็นธรรมและไม่เหมาะสมที่อาจจะเกิดขึ้นจากการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนในจำนวนที่สูงเกินกว่าอัตราที่สมเหตุสมผลหรือมากเกินไปจนความจำเป็น ซึ่งจะเป็นการทำร้ายผู้ลงทุนทางอ้อมมากกว่าการบรรเทาผลกระทบของผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน ซึ่งอาจเป็นการห้ามหรือขัดขวางผู้ลงทุนในทางข้อเท็จจริงให้ไม่สามารถขายคืนหน่วยลงทุนได้⁵¹ ซึ่งจะเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุนมากกว่าการไม่กำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายไว้เลย



รูปภาพ 6 : กราฟแท่งแสดงการจำกัดอัตราของ Swing Factor ของกองทุนรวม

ที่มา : Association of the Luxembourg Fund Industry Survey, “Swing Pricing Update 2015”, หน้า 11.

3.2.2 การกำกับดูแลการใช้มาตรการ Swing Pricing

US SEC กำหนดชัดเจนให้การใช้มาตรการ Swing Pricing ของกองทุนรวมเป็นความรับผิดชอบ (accountability) ของคณะกรรมการของกองทุนรวม ซึ่งสาระสำคัญได้ 3 ประการ ดังนี้

⁵⁰ ALFI Swing Pricing Survey 2015,

⁵¹ Ibid., p. 78-79.

(1) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการของกองทุนรวม (Fund's Board of Directors Accountability)

การใช้มาตรการ Swing Pricing ของกองทุนรวมจะอยู่ภายใต้ความรับผิดชอบของคณะกรรมการของกองทุนรวม (Fund's Board of Directors) ตามหลัก Fiduciary Duty โดยคณะกรรมการของกองทุนรวมจะต้องกำหนดนโยบายและขั้นตอนการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing ซึ่งรวมถึงการกำหนดระดับคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิ (Swing Threshold) และอัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Factor) ของกองทุนรวม ทั้งนี้ จะต้องได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการอิสระของกองทุนรวม (Fund's Independent Directors) ด้วย

นอกจากนี้ คณะกรรมการของกองทุนยังมีหน้าที่ที่จะต้องตรวจสอบรายงานการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing และขั้นตอนในการดำเนินการของกองทุนรวมดังกล่าวอย่างน้อยปีละครั้งด้วย

(2) ความรับผิดชอบด้านการปฏิบัติงาน

กองทุนรวมต้องแยกหน้าที่ในการปฏิบัติงานและบังคับใช้มาตรการ Swing Pricing ออกจากหน้าที่ในการบริหารจัดการลงทุนของกองทุนรวม โดยคณะกรรมการของกองทุนรวมสามารถที่จะแต่งตั้งคณะกรรมการหรือคณะทำงานซึ่งรับผิดชอบการปฏิบัติงานและบังคับใช้มาตรการ Swing Pricing ของกองทุนรวมขึ้นได้ ทั้งนี้ Final Rules กำหนดให้คณะกรรมการหรือคณะทำงานดังกล่าวจะต้องจัดทำรายงาน ซึ่งจะต้องมีการทบทวนความเพียงพอของนโยบายและขั้นตอนการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน รวมถึงความมีประสิทธิภาพในการดำเนินการตามนโยบายและขั้นตอนดังกล่าว และความสัมฤทธิ์ผลในการบรรเทาผลกระทบจากการถดถอยมูลค่าหน่วยลงทุน เพื่อนำเสนอคณะกรรมการของกองทุนรวมพิจารณา

นอกจากนี้ คณะกรรมการหรือคณะทำงานข้างต้นจะต้องรายงานด้วยว่ากองทุนรวมได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในการกำหนดระดับคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิ (Swing Threshold) และอัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Factor) ของกองทุนรวมตามที่ US SEC กำหนดหรือไม่

US SEC กำหนดให้คณะกรรมการหรือคณะทำงานซึ่งรับผิดชอบจะต้องจัดเก็บข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing โดยกำหนดให้กองทุนรวมต้องจัดเก็บข้อมูลเป็นเวลาไม่น้อยกว่า 6 ปีนับตั้งแต่วันที่กองทุนรวมมีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing โดยภายในเวลา 2 ปีแรกต้องจัดเก็บในลักษณะที่พร้อมให้เรียกดูหรือตรวจสอบได้ทันที⁵²

⁵² Ibid., p. 97.

(3) การเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุนต่อผู้ลงทุน

US SEC กำหนดให้กองทุนเปิดจะต้องรายงานการใช้มาตรการ Swing Pricing ไว้ในงบการเงินของกองทุนรวม โดยในหมายเหตุประกอบงบการเงินจะต้องเปิดเผยข้อมูลการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาบัญชี รวมถึงหลักการในกำหนดระดับคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิ (Swing Threshold) และอัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Factor) ของกองทุนรวมด้วย เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถตรวจสอบการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing ของกองทุนรวมได้

นอกจากนี้ US SEC ได้ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลเพดานการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (upper swing limit) ของกองทุนรวม จึงกำหนดให้กองทุนรวมต้องเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว เนื่องจากจะทำให้ผู้ลงทุนรับทราบถึงสิ่งที่อาจจะเกิดขึ้นกับการลงทุนในกองทุนรวม อีกทั้งยังเป็นการสร้างความโปร่งใสในการใช้มาตรการ Swing Pricing ของกองทุนรวมมากขึ้น

อย่างไรก็ดี เพื่อป้องกันการจับจังหวะการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน (market timers) ซึ่งมีลักษณะเป็น gaming behavior กองทุนรวมจึงไม่จำเป็นต้องเปิดเผยระดับคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิ (Swing Threshold) และอัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Factor) ของกองทุนรวมไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุน แต่หากกองทุนรวมจะเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวก็สามารถทำได้หากพิจารณาแล้วว่าการเปิดเผยข้อมูลนั้นจะเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของกองทุนรวม และจะต้องเปิดเผยกับผู้ลงทุนทุกรายของกองทุน ไม่เลือกเปิดเผยให้ผู้ลงทุนเฉพาะรายหรือเฉพาะกลุ่มเท่านั้น

3.3 มาตรการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนในสหราชอาณาจักร และการบังคับใช้

หน่วยงาน FCA ซึ่งทำหน้าที่ในการกำกับดูแลตลาดการเงินรวมถึงตลาดทุนแห่งสหราชอาณาจักร ได้กำหนดหลักเกณฑ์การจัดการกับการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (Dilution) ไว้ใน Handbook ของ Collective Investment Schemes (COLL)⁵³ โดยกำหนดหลักเกณฑ์อนุญาตให้ บลจ. (authorised fund manager) สามารถเลือกที่จะใช้นโยบายการจัดการกับการลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนกับกองทุนรวมที่ตนบริหารจัดการหรือไม่ก็ได้⁵⁴ และจะเลือกใช้นโยบายการจัดการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Dilution Levy) หรือการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Dilution Adjustments) ก็ได้

FCA ยังได้กำหนดกรอบการจัดการกับการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) โดยกำหนดให้ บลจ. ต้องดำเนินการอย่างเป็นธรรม และเพื่อวัตถุประสงค์ในการบรรเทาผลกระทบของผู้ลงทุนจากการ

⁵³ Handbook Collective Investment Schemes หรือ COLL เป็นคู่มือการประกอบธุรกิจของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนในสหราชอาณาจักร

⁵⁴ COLL Handbook Chapter 6 : Operating duties and responsibilities, Section 6.3 Valuation and Pricing, 6.3.8R Dilution (1)

ถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนเท่านั้น⁵⁵ จะดำเนินการเพื่อวัตถุประสงค์อย่างอื่น เช่น การสร้างผลกำไรหรือหลีกเลี่ยงการขาดทุนจากการลงทุนให้กับผู้ลงทุนไม่ได้⁵⁶

สำหรับการเรียกค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ถือหน่วยลงทุนตามนโยบาย Dilution Levy หลังจากที่บลจ. ได้รับค่าธรรมเนียมดังกล่าวจากผู้ถือหน่วยลงทุนแล้ว บลจ. จะต้องนำส่งค่าธรรมเนียมดังกล่าวให้กับ Depository ซึ่งทำหน้าที่เป็นทั้งผู้ดูแลผลประโยชน์และผู้รับฝากทรัพย์สินของกองทุนรวม โดยเร็วที่สุดเท่าที่จะสามารถดำเนินการได้⁵⁷

สำหรับการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามนโยบาย Dilution Adjustments บลจ. สามารถดำเนินการตามนโยบายดังกล่าวได้ โดยถือเป็นส่วนหนึ่งของวิธีการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิและมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพื่อบรรเทาผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนเท่านั้น ซึ่งเป็นการชดเชยค่าใช้จ่ายใด ๆ ที่กองทุนรวมได้ชำระไปแล้วหรือกองทุนรวมคาดอย่างสมเหตุสมผลว่าจะต้องชำระในอนาคตอันเนื่องมาจากการจัดสรรหน่วยลงทุนจากการซื้อขายของผู้ลงทุน⁵⁸

ภายหลังจากที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนได้ปรับใช้นโยบายการจัดการลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนแล้ว บลจ. จะต้องนำส่งข้อมูลและหลักฐานการปรับใช้มาตรการดังกล่าว ซึ่งรวมถึงอัตราค่าธรรมเนียมตามนโยบาย Dilution Levy และอัตราการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามนโยบาย Dilution Adjustments ให้ Depository ของกองทุนรวมโดยเร็วที่สุดเท่าที่จะสามารถดำเนินการได้ เพื่อให้ Depository ตรวจสอบการปรับใช้นโยบายดังกล่าวของกองทุนรวม⁵⁹

นอกจากนี้ บลจ. จะต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายการจัดการกับการลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุน โดยจะต้องมีความหมายของการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนรวมถึงข้อความดังต่อไปนี้ด้วย

(1) ข้อความซึ่งอธิบายว่า เป็นไปไม่ได้เลยที่ บลจ. จะสามารถที่คาดการณ์ได้ถูกต้องว่าการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นหรือไม่⁶⁰ และ

⁵⁵ Ibid., Section 6.3.8R Dilution (2)

⁵⁶ Ibid., Section 6.3.8R Dilution (5)

⁵⁷ Ibid., Section 6.3.8R Dilution (3)

⁵⁸ Ibid., Section 6.3.8R Dilution (4)

⁵⁹ Ibid., Section 6.3.8R Dilution (6)

⁶⁰ COLL Handbook Chapter 4 : Investor Relations, Section 4.2 Pre-sale notifications, 4.2.5R Table contents of the prospectus, Dilution 18(a)(i)

(2) ข้อความซึ่งอธิบายว่า บลจ. จะเลือกใช้นโยบายการจัดการกับการลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนหรือไม่ และหากเลือกใช้จะใช้รูปแบบใด พร้อมกับคำอธิบายว่าการเลือกใช้นโยบายดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่ออัตราเติบโตของกองทุนรวมในอนาคตอย่างไร⁶¹

บลจ. จะต้องเปิดเผยว่ากองทุนรวมจะใช้นโยบายการเรียกเก็บค่าธรรมเนียม dilution levy หรือการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนเมื่อใดไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุน⁶² และต้องให้คำจำกัดความของคำว่า “การซื้อขายหน่วยลงทุนจำนวนมาก” (large deals)⁶³ รวมถึงอัตราโดยประมาณในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหรือปรับมูลค่าหน่วยลงทุน โดยอัตราดังกล่าวจะคำนวณจากข้อมูลในอดีตของกองทุนรวม (historical data) หรือจะมาจากการคาดการณ์ในอนาคต (future projections)⁶⁴ ก็ได้

นอกจากนี้ บลจ. ยังจะต้องเปิดเผยความเป็นไปได้ที่ บลจ. อาจกำหนดให้มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหรือการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน และที่มาของการประเมินความเป็นไปได้ของการใช้นโยบายดังกล่าวของกองทุนรวม⁶⁵

อย่างไรก็ดี หลักเกณฑ์การจัดการกับการลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนไม่ได้กำหนดอัตราขั้นสูงตามกฎหมายในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหรือการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนไว้เช่นหลักเกณฑ์ Final Rules ของ US SEC แต่กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนจะต้องเปิดเผยอัตราโดยประมาณในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหรือการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนไว้ในหนังสือชี้ชวนหน่วยลงทุนของกองทุนรวม

ทั้งนี้ จากรายงานการสำรวจการใช้มาตรการ Swing Pricing ของ Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI)⁶⁶ พบว่า บลจ. ที่เข้าร่วมสำรวจเกินกว่าครึ่งมีการกำหนดเพดานในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน โดยขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุนของกองทุนรวม อย่างไรก็ตาม กองทุนรวมไม่ว่าจะเป็นกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุน (equities) ตราสารหนี้ (fixed income) หรือกองทุนรวมตลาดเงิน (money market fund) หรือกองทุนที่ลงทุนในสินทรัพย์หลากหลายประเภท (multi asset fund) ส่วนใหญ่จะกำหนดเพดานในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนไว้ไม่เกินร้อยละ 2 ของมูลค่าหน่วยลงทุน⁶⁷

⁶¹ Ibid., Section 4.2.5R Table contents of the prospectus, Dilution 18(a)(ii)

⁶² Ibid., Section 4.2.5R Table contents of the prospectus, Dilution 18(b)(ii)

⁶³ Ibid., Section 4.2.5R Table contents of the prospectus, Dilution 18(b)(i)

⁶⁴ Ibid., Section 4.2.5R Table contents of the prospectus, Dilution 18(b)(ii)

⁶⁵ Ibid., Section 4.2.5R Table contents of the prospectus, Dilution 18(b)(iii)

⁶⁶ ALFI Swing Pricing Survey 2015, p. 10.

⁶⁷ Ibid., 11.

นอกจากนี้ The Investment Association (IA) ซึ่งเป็นสมาคมบริษัทจัดการลงทุนของสหราชอาณาจักรยังได้ออกแนวปฏิบัติการเปิดเผยค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม⁶⁸ เพื่อส่งเสริมให้ผู้ประกอบธุรกิจมีการเปิดเผยค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมอย่างเพียงพอ โดยให้ผู้ประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมใช้ภาษาในการสื่อสารและมีวิธีการ (methodology) สอดคล้องกัน และเป็นไปในแนวทางเดียวกัน

ตัวอย่างการเปิดเผยค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของกองทุนที่สมาคมบริษัทจัดการลงทุนร่างขึ้นมา เพื่อเป็นแนวทางให้ บลจ. ซึ่งเป็นสมาชิกนำไปใช้สื่อสารกับผู้ลงทุน

ตัวอย่างการเปิดเผยนโยบายการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swinging Price)⁶⁹

“บริษัทจัดการจะใช้วิธีการกำหนดราคาหน่วยลงทุนแบบ *single pricing* สำหรับกองทุนรวมนี้ และบริษัทจัดการขอสงวนสิทธิในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพื่อป้องกันการลงทุนของผู้ลงทุนจากค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนเพื่อรองรับการซื้อหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนรายอื่น อัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมจะคำนวณโดยอ้างอิงจากต้นทุนโดยประมาณในการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม ซึ่งรวมถึงส่วนต่างราคาซื้อขายทรัพย์สิน (*Spread*) ค่าธรรมเนียมนายหน้าการซื้อขายหลักทรัพย์ (*commission fee*) [และ [ภาษีที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม] [อากรแสตมป์]] โดยทั่วไป บริษัทจัดการจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุน**ทุกครั้ง** โดยจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนเพิ่มขึ้น []% ในกรณีที่กองทุนมีเงินลงทุนเข้าสู่สุทธิ หรือปรับมูลค่าหน่วยลงทุนลดลง []% ในกรณีที่กองทุนมีเงินลงทุนออกสุทธิ

[บริษัทจัดการจะดำเนินการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมมากที่สุดเท่าที่จะสามารถทำได้เมื่อใดก็ตามที่กองทุนมีการซื้อหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนสุทธิเกิดขึ้น ซึ่งหมายความว่า การลงทุนของผู้ลงทุนจะได้รับการคุ้มครองจากค่าใช้จ่ายของกองทุนซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม; หรือ

[โดยปกติ บริษัทจัดการจะดำเนินการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอย่าง**สม่ำเสมอ**มากที่สุดเท่าที่จะสามารถทำได้เมื่อใดก็ตามที่กองทุนมีการซื้อหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนสุทธิเกิดขึ้น ซึ่งหมายความว่า การลงทุน

⁶⁸ The Investment Association, Technical Consultation, Enhanced Disclosure of Charges and Transaction Costs, (March 2017), p. 37. Available from <https://www.theia.org/sites/default/files/press-releases/document/IA%2520code%2520FINAL%2520270317.pdf>

⁶⁹ The Investment Association, Technical Consultation, Enhanced Disclosure of Charges and Transaction Costs, (March 2017), p. 37. Available from <https://www.theia.org/sites/default/files/press-releases/document/IA%2520code%2520FINAL%2520270317.pdf>

ของผู้ลงทุนจะได้รับการคุ้มครองจากค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม]; หรือ

[โดยปกติ บริษัทจัดการจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมของกองทุนรวมอย่างสม่ำเสมอมากที่สุดเท่าที่จะสามารถทำได้เมื่อกองทุนรวมมีมูลค่าการซื้อหน่วยลงทุนหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนสุทธิเกิดขึ้นในระดับที่มีนัยสำคัญ ซึ่งจะช่วยปกป้องการลงทุนของผู้ลงทุนจากค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม]; หรือ

[โดยปกติ บริษัทจัดการจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเมื่อใดก็ตามที่กองทุนมีการซื้อหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนสุทธิ ซึ่งจะช่วยปกป้องการลงทุนของผู้ลงทุนจากค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม]; หรือ

[โดยปกติ บริษัทจัดการจะปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเมื่อกองทุนมีมูลค่าการซื้อหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนสุทธิในระดับที่มีนัยสำคัญ ซึ่งจะช่วยปกป้องการลงทุนของผู้ลงทุนจากค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม]”

ตัวอย่างการเปิดเผยนโยบายการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติม (Dilution Levy)⁷⁰

“บริษัทจัดการจะใช้วิธีการกำหนดราคาหน่วยลงทุนแบบ *single pricing* สำหรับกองทุนรวมนี้ และบริษัทจัดการขอสงวนสิทธิในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมเพื่อชดเชยการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนจากการทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนเพื่อเป็นการปกป้องการลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากค่าใช้จ่ายในการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวมเพื่อรองรับการซื้อหน่วยลงทุนในปริมาณมากของผู้ลงทุน อัตราค่าธรรมเนียมที่บริษัทจัดการจะเรียกเก็บนี้จะคำนวณโดยอ้างอิงต้นทุนโดยประมาณในการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม ซึ่งรวมถึงส่วนต่างราคาซื้อขายทรัพย์สิน (*Spread*) ค่าธรรมเนียมหน้าการซื้อขายหลักทรัพย์ (*commission fee*) [และ [ภาษีที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม] [อากรแสตมป์]] [ผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อหน่วยลงทุนอาจถูกเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในอัตราที่สูงถึง []% ของจำนวนเงินลงทุนที่ผู้ลงทุนซื้อหน่วยลงทุน] [ผู้ลงทุนที่ทำรายการไถ่ถอนหน่วยลงทุนอาจถูกเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในอัตราที่สูงถึง []% ของจำนวนเงินที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการไถ่ถอนหน่วยลงทุน] เมื่อบริษัทจัดการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนเฉพาะรายหรือเฉพาะกลุ่มแล้ว ค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะจ่ายให้กับกองทุนเพื่อช่วยปกป้องการลงทุนของผู้ลงทุนจากค่าใช้จ่ายซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นที่เกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม”

⁷⁰ Ibid., p. 37.

บทที่ 4

การนำเอามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนในประเทศไทย

บลจ. เป็นผู้รับบริหารจัดการเงินซึ่งเป็นทรัพย์สินของผู้ลงทุน โดยการนำเอาเงินนั้นไปลงทุน การดำเนินการใด ๆ จึงต้องอยู่ภายใต้หลัก Fiduciary Duty ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ทางกฎหมายที่เกิดขึ้นเมื่อบุคคลหนึ่งได้รับอำนาจและได้รับความไว้วางใจจากบุคคลอีกคนหนึ่ง⁷¹ ดังนั้น บลจ. จึงต้องคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ลงทุนด้วย

เนื่องด้วยสภาวะการณ์ของตลาดการเงินปัจจุบันที่มีความผันผวนสูง และผู้ลงทุนอาจมีการไถ่ถอนหรือขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอย่างฉับพลันและในปริมาณมาก การบริหารจัดการสภาพคล่องของกองทุนรวมเพื่อรองรับการซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน โดยเฉพาะการขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน จึงเป็นหน้าที่และความรับผิดชอบที่สำคัญของ บลจ. ในการลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม (liquidity risk) ที่อาจส่งผลกระทบต่อระบบการเงินในวงกว้าง (systemic risk)

ปัจจุบันเครื่องมือในการบริหารจัดการสภาพคล่องของกองทุนรวมล้วนมีแต่กลุ่มเครื่องมือประเภทที่จำกัดคำสั่งรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (restrict access to investor capital) ที่มีวัตถุประสงค์เพื่อชะลอการซื้อหรือการขายคืนหน่วยลงทุนจำนวนมากของผู้ลงทุนที่อาจทำให้กองทุนรวมต้องเร่งขายทรัพย์สินที่ลงทุนของกองทุนรวม (fire sale) จนเหลือแต่ทรัพย์สินที่มีคุณภาพและสภาพคล่องต่ำให้ผู้ลงทุนที่ยังลงทุนกับกองทุนรวม เช่น การหยุดรับคำสั่งซื้อหรือคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนเป็นการชั่วคราว (suspension of dealings) ซึ่งสำนักงาน ก.ล.ต. ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ในการให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนนำไปบังคับใช้แล้ว

อย่างไรก็ดี ยังไม่มีกลุ่มเครื่องมือประเภทการส่งผ่านภาระค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนให้ผู้ลงทุน (pass on transaction costs) ที่ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุน ที่นอกจากจะช่วยบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมในขั้นต้นได้ โดยการช่วยลดแรงจูงใจในการขายคืนหน่วยลงทุนของผู้ลงทุน ยังมีวัตถุประสงค์เพื่อทำให้เกิดความเป็นธรรมแก่ผู้ลงทุนในกองทุนรวมด้วย โดยให้ผู้ลงทุนที่ยังลงทุนกับ กองทุนรวม ได้รับการบรรเทาความเสียหายจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution)

สิ่งสำคัญที่สุดที่ขาดไม่ได้ คือ กองทุนรวม โดย บลจ. ในฐานะผู้มีส่วนร่วมในตลาดทุน (participant) และในฐานะผู้ลงทุนสถาบัน (institutional investor) ซึ่งมีบทบาทอย่างยิ่งในระบบการเงินและเศรษฐกิจ

⁷¹ ความสัมพันธ์ของผู้ที่อยู่ในฐานะได้รับความไว้วางใจ ซึ่งเป็นหลักการของความเป็นธรรมตาม equity law ที่กำหนดให้บุคคลที่อยู่ในฐานะได้รับความไว้วางใจจะต้องมีหน้าที่ที่จะไม่แสวงหาประโยชน์จากความสัมพันธ์นั้น หรือมิใช่อำนาจหรืออิทธิพลใดที่จะครอบงำบุคคลผู้มอบความไว้วางใจให้ในฐานะที่ตนเองมีสถานะที่ดีกว่าหรือได้รับความไว้วางใจ ซึ่งหน้าที่หลักของผู้ที่อยู่ในฐานะได้รับความไว้วางใจ คือ หน้าที่ในการใช้ความซื่อสัตย์สุจริต (Duty of Royalty) และหน้าที่ในการระมัดระวัง (Duty of Care)

ของประเทศ อีกทั้งยังมีอิทธิพลต่อการกำหนดทิศทางและการผลักดันการกำกับดูแลกิจการที่ดี (corporate governance) ควรจะต้องทำให้ผู้ลงทุนในตลาดทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย (retail investor) ซึ่งเป็นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุนรวมมั่นใจได้ว่าตนจะได้รับการคุ้มครอง (investor protection) และได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม (treating customers fairly) ในการเข้ามามีส่วนร่วมในตลาดทุน

ดังนั้น เพื่อให้ผู้ลงทุนในกองทุนรวมได้รับการคุ้มครองจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ซึ่งถือเป็นหน้าที่หนึ่งของ บลจ. ในฐานะผู้ได้รับความไว้วางใจจากผู้ลงทุนในการบริหารจัดการลงทุนเงินของผู้ลงทุน จะต้องไม่ละเลยผลกระทบของผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนดังกล่าว จึงต้องจัดให้มีมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

ในบทนี้ จะอธิบายถึงปัญหาและอุปสรรคในการนำเอามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) มาบังคับใช้ในประเทศไทย ซึ่งเป็นปัญหาและอุปสรรคก่อนที่ สำนักงาน ก.ล.ต. จะนำเสนอร่างกฎหมายบังคับใช้มาตรการดังกล่าว และภายหลังจากที่สำนักงาน ก.ล.ต. เสนอร่างกฎหมายแล้ว และจะวิเคราะห์ถึงข้อดีข้อเสียในการจะนำเอามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนมาใช้ในประเทศไทย ซึ่งจะเสนอเป็นแนวทางในการพัฒนากฎหมายต่อไป

4.1 ปัญหาและอุปสรรคก่อนการเสนอร่างกฎหมาย

4.1.1 ข้อจำกัดในทางปฏิบัติของมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในปัจจุบัน

โดยทั่วไปเมื่อผู้ถือหน่วยลงทุนขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมที่ตนถืออยู่ กองทุนรวมก็มีหน้าที่ที่จะต้องชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนตามราคารับซื้อคืนหน่วยลงทุนเป็น “เงิน” ให้ผู้ลงทุน

อย่างไรก็ดี อาจมีบางกรณีที่กองทุนรวมไม่สามารถจะชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นเงินให้ผู้ลงทุนได้ สำนักงาน ก.ล.ต. จึงอนุญาตให้ บลจ. สามารถชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็น หลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้ (Pay In-Kind)

วิธีการ Pay In-Kind มีกำหนดหลักเกณฑ์ไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทน. 11/2564 เรื่อง หลักเกณฑ์การจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีใช้รายย่อย กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2564 (“ประกาศการจัดการกองทุนรวม”) ดังนี้

“ข้อ 20 ให้บริษัทจัดการกองทุนจะชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้ต่อเมื่อบริษัทจัดการกองทุนรวมได้กำหนดกรณีที่เป็นเงื่อนไข

การชำระและขั้นตอนการดำเนินการไว้อย่างชัดเจนในข้อผูกพัน⁷² โดยขั้นตอนที่กำหนดดังกล่าวต้องสามารถปฏิบัติได้จริง และเป็นธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเปิดนั้นทุกราย ทั้งนี้กรณีที่เป็นเงื่อนไขได้เฉพาะกรณีใดกรณีหนึ่งหรือหลายกรณี ดังต่อไปนี้

- (1) กองทุนรวมเปิดกำหนดวิธีการชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนให้สามารถชำระเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินไว้เป็นการทั่วไป
- (2) การชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ถือหน่วยลงทุนนำหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นนั้นไปชำระเป็นค่าซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอื่นที่บริษัทจัดการกองทุนรวมเดียวกันเป็นผู้รับผิดชอบดำเนินการ
- (3) บริษัทจัดการกองทุนรวมไม่สามารถชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นเงิน
- (4) ผู้ถือหน่วยลงทุนตกลงรับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงิน และบริษัทจัดการกองทุนรวมได้รับมติพิเศษให้ชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้”

วิธีการ Pay in Kind นี้ เป็นมาตรการที่ยืดหยุ่นให้ บลจ. สามารถทำความตกลงกับผู้ถือหน่วยลงทุนเพื่อชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นอย่างอื่นที่ไม่ใช่เงินได้ ซึ่งสอดคล้องกับการยอมรับการชำระหนี้เป็นอย่างอื่นตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ของไทย⁷³

แม้วิธีการ Pay In Kind จะไม่ได้มีเจตนารมณ์เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ได้โดยตรง แต่วิธีการดังกล่าวเป็นมาตรการที่มีอยู่ในปัจจุบันเพียงมาตรการเดียวที่พอจะสามารถช่วยบรรเทาผลกระทบของผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้ เนื่องจากวิธีการ Pay In-Kind ทำให้กองทุนรวมไม่ต้องเร่งหรือเทขายทรัพย์สินของทุนภายในระยะเวลาจำกัดเพื่อรวมเงินมาชำระให้ผู้ขายคืนหน่วยลงทุน แต่กองทุนรวมสามารถชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นของกองทุนรวมได้ เช่น หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ หน่วยลงทุนที่มีอยู่ในพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมแทนเงินให้ลงทุนได้

⁷² “ข้อผูกพัน” หมายความว่า ข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุนกับบริษัทจัดการกองทุนรวมตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุนกับบริษัทจัดการกองทุนรวม (ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทน. 11/2564 เรื่อง หลักเกณฑ์การจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีไชรายย่อย กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2564)

⁷³ มาตรา 321 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กำหนดว่า “ถ้าเจ้าหนี้ยอมรับการชำระหนี้เป็นอย่างอื่นแทนการชำระหนี้ที่ได้ตกลงกันได้ ท่านว่าหนี้นั้นก็อันระงับสิ้นไป...”

วิธีการ Pay In-Kind นี้ แม้หลักเกณฑ์จะเปิดให้ บลจ. สามารถใช้กับผู้ลงทุนได้ทุกประเภท ซึ่งไม่จำกัดเฉพาะผู้ลงทุนที่เป็นผู้ลงทุนสถาบัน⁷⁴ (institutional investor) ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ⁷⁵ (ultra-high net worth investor) หรือผู้ลงทุนรายใหญ่⁷⁶ (high net worth investor) เท่านั้น แต่ยังเปิดให้ บลจ. สามารถใช้วิธีการดังกล่าวกับผู้ลงทุนรายย่อย (retail investor) ซึ่งเป็นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุนรวมได้ด้วย

อย่างไรก็ดี วิธีการ Pay In-Kind แม้จะสามารถช่วยบรรเทาการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวมได้ แต่วิธีการดังกล่าวยังไม่เหมาะสมในทางปฏิบัติที่จะใช้กับผู้ลงทุนรายย่อย เนื่องจากผู้ลงทุนรายย่อยมีข้อจำกัดในการเข้าถึงช่องทางการขายหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น เช่น กรณี บลจ. ชำระหนี้ค่าขายคืนหน่วยลงทุนด้วยหุ้นสามัญที่มีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แทนเงิน จึงไม่ใช่ผู้ลงทุนรายย่อยทุกรายจะมีบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงไม่ใช่ผู้ลงทุนรายย่อยทุกรายจะมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับหุ้นที่กองทุนรวมลงทุน ดังนั้น จึงมีความเป็นไปได้สูงที่ผู้ลงทุนรายย่อยจะไม่ตกลงรับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนหรือทรัพย์สินอื่นแทนเงิน ซึ่งต่างจากผู้ลงทุนสถาบันที่มีความพร้อมและความสามารถในการเข้าถึงช่องทางการขายหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่นได้ง่ายและด้วยต้นทุนที่ถูกกว่าผู้ลงทุนรายย่อย เนื่องจากผู้ลงทุนสถาบันมักจะมีบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อการลงทุนของตนเองอยู่แล้ว จึงทำให้เป็นการง่ายที่จะรับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้

ดังนั้น ในทางปฏิบัติ บลจ. จึงนิยมใช้วิธีการ Pay In-Kind กับผู้ลงทุนสถาบันมากกว่าผู้ลงทุนรายย่อย ทั้งนี้ บลจ. จะต้องกำหนดวิธีการชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนว่าให้สามารถชำระเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินไว้เป็นการทั่วไปในโครงการจัดการกองทุนรวม หรือในกรณีที่ไม่ได้มีการกำหนดไว้เป็นการทั่วไป ผู้ลงทุนสถาบันซึ่งเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนจะต้องตกลงรับชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงิน และ บลจ. จะต้องได้รับมติพิเศษจากผู้ถือหน่วยลงทุนให้ชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้ด้วย

4.1.2 ข้อจำกัดตามตัวบทกฎหมายในการบังคับใช้มาตรการ Swing Pricing

เพื่อให้ผู้ลงทุนทราบมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) มูลค่าหน่วยลงทุน (NAV per unit) รวมถึงราคาเสนอขายหน่วยลงทุน (offer price) และราคารับซื้อคืนหน่วยลงทุน (bid price) ของกองทุนรวม สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดให้ บลจ. จะต้องมีการคำนวณและประกาศมูลค่า

⁷⁴ ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ กจ. 4/2560 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบัน ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ และผู้ลงทุนรายใหญ่ ลงวันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2560, บทนิยาม “ผู้ลงทุนสถาบัน”, ข้อ 4.

⁷⁵ เรื่องเดียวกัน, ข้อ 5, บทนิยาม “ผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ”.

⁷⁶ เรื่องเดียวกัน, ข้อ 6, บทนิยาม “ผู้ลงทุนรายใหญ่”.

ทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิด มูลค่าหน่วยลงทุน รวมถึงราคาขายหน่วยลงทุน และราคาปรับซื้อคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ทุกสิ้นวันทำการซื้อขายหน่วยลงทุน⁷⁷

นอกจากนี้ ประกาศการจัดการจัดการกองทุนรวมยังได้กำหนดคำจำกัดความของคำว่า “มูลค่าหน่วยลงทุน” ไว้ว่า

“มูลค่าหน่วยลงทุน หมายความว่า มูลค่าทรัพย์สินสุทธิตหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดเมื่อสิ้นวันทำการที่คำนวณนั้น”⁷⁸

คำจำกัดความของคำว่า “มูลค่าหน่วยลงทุน” ข้างต้น ยังไม่รองรับให้ บลจ. สามารถปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ได้ เนื่องจาก บลจ. จะต้องมีการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมและมูลค่าหน่วยลงทุนให้เสร็จสิ้นก่อน แล้วจึงจะดำเนินการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนขึ้นหรือลงอีกครั้งหนึ่ง ทั้งนี้ ในการดำเนินการดังกล่าว บลจ. จะต้องรวบรวมคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุนรวมภายในวันทำการหนึ่ง ๆ เพื่อให้ทราบว่ากองทุนรวมมีคำสั่งซื้อหน่วยลงทุนสุทธิ (net subscription) หรือคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนสุทธิ (net redemption) และคำสั่งซื้อขายสุทธิดังกล่าวถึงระดับที่กองทุนกำหนดไว้ (Swing Threshold) หรือไม่ หลังจากนั้นจึงดำเนินการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing แล้วจึงนำไปคำนวณราคาเสนอขายหน่วยลงทุน (offer price) และราคาปรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (bid price) ต่อไป

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนเพื่อสะท้อนต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม ถือเป็น ส่วนหนึ่งของการได้มาซึ่งมูลค่าหน่วยลงทุน ดังนั้น คำจำกัดความของคำว่า “มูลค่าหน่วยลงทุน” ตามหลักเกณฑ์ข้างต้นจึงยังไม่รองรับให้ บลจ. สามารถดำเนินการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing จึงเป็นข้อจำกัดตามตัวบทกฎหมายของการนำเอามาตรการ Swing Pricing มาบังคับใช้ในประเทศไทย

4.1.3 ข้อจำกัดในทางปฏิบัติในการบังคับใช้มาตรการ Anti-Dilution Levies

เพื่อให้ผู้ลงทุนได้ทราบถึงอัตราค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายใด ๆ ที่ บลจ. จะเรียกเก็บจากผู้ลงทุน (ผู้ซื้อหน่วยลงทุนหรือผู้ขายหน่วยลงทุน) โดยตรง หรือเรียกเก็บจากกองทุนรวม สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดให้การที่ บลจ. จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายใด ๆ ได้นั้น จะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศการจัดการจัดการกองทุนรวม ดังนี้

⁷⁷ ทั้งนี้ ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. 11/2564 ข้อ 37 ประกอบกับประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 87/2558 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีไชรายย่อย กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 17 ธันวาคม พ.ศ. 2558 ข้อ 10.

⁷⁸ คำนิยาม “มูลค่าหน่วยลงทุน” ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. 11/2564 เรื่อง หลักเกณฑ์การจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีไชรายย่อย กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2564

“ข้อ 12 บริษัทหลักทรัพย์จัดการจะเรียกเก็บค่าธรรมเนียม เงินตอบแทนอื่นใดหรือค่าใช้จ่ายที่จำเป็นและสมควร จากผู้ซื้อหน่วยลงทุน ผู้ถือหน่วยลงทุน ผู้ขายคืนหน่วยลงทุน หรือกองทุนรวมได้ต่อเมื่อมีการกำหนดอัตราและวิธีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียม เงินตอบแทนอื่นใด หรือค่าใช้จ่ายดังกล่าวไว้ในโครงการและหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนอย่างชัดเจน...”

ดังนั้น ในการที่ บลจ. จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายจากผู้ลงทุนโดยตรงหรือจากกองทุนรวมได้นั้น จะต้องมีการเปิดเผยให้ผู้ลงทุนทราบเป็นการทั่วไป โดยผ่านหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ทั้งนี้ หากในหนังสือชี้ชวนไม่ได้กำหนดในเรื่องการเก็บค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายประเภทหรือเพื่อการใดไว้ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนก็ไม่สามารถจะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายดังกล่าวได้ การเปิดเผยข้อมูล เช่น ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับจัดการกองทุนรวมไว้ในโครงการจัดการกองทุนหรือหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมสามารถช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถทราบข้อมูลที่สำคัญซึ่งอาจมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนได้

หลักเกณฑ์ข้างต้นไม่ได้กำหนดประเภทหรือรายการของค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายที่ บลจ. จะสามารถจัดเก็บจากกองทุนรวมหรือผู้ลงทุนไว้เป็นรายการที่แน่นอนตายตัว (positive list) เพียงแต่กำหนดว่าจะต้องเป็นค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่าย “ที่จำเป็นและสมควร” เท่านั้น ซึ่งแม้จะไม่ได้เป็นการจำกัดให้ บลจ. ไม่สามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมตามมาตรการ Anti-Dilution Levies ได้

อย่างไรก็ดี วิธีปฏิบัติส่วนใหญ่ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ลงทุนโดยตรงเฉพาะค่าธรรมเนียมการซื้อหน่วยลงทุน (front-ended fee) ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (back-ended fee) ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนเข้าหรือสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนออก (switching in fee/switching out fee) ค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุน (transfer fee) และค่าธรรมเนียมการขายคืนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดระยะเวลา (redemption fee หรือ exit fee) เท่านั้น ซึ่งไม่ใช่เป็นค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายเพื่อวัตถุประสงค์ในการบรรเทาการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม

ดังนั้น การจะนำเอามาตรา Anti-Dilution Levies ซึ่งเป็นการเรียกเก็บค่าใช้จ่ายเพื่อสะท้อนต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมมาบังคับใช้ในประเทศไทย จึงเป็นข้อจำกัดในทางปฏิบัติประการหนึ่ง

4.2 ร่างกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน

เมื่อวันที่ 12 มีนาคม 2564 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) ได้เผยแพร่เอกสารรับฟังความคิดเห็น เลขที่ อนุจ. 11/2564 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม ซึ่งประกอบด้วยหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนมาตรการ Swing Pricing และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมตามมาตรการ Anti-Dilution Levies จำนวน 2 ฉบับ ได้แก่

- (1) ร่างประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. /2564 เรื่อง หลักเกณฑ์การจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีใช้รายย่อยกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล (“ร่างประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. /2564”)
- (2) ร่างประกาศแนวปฏิบัติ ที่ นป. /2564 เรื่อง แนวทางปฏิบัติในการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องสำหรับบริษัทจัดการกองทุนรวม (“ร่างประกาศแนวปฏิบัติ ที่ นป. /2564”)

โดยร่างประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. /2564 ข้างต้น ได้กำหนดหลักเกณฑ์การบังคับใช้มาตรการ Swing Pricing และมาตรการ Anti-Dilution Levies ไว้ดังนี้

“ข้อ 25/1 บริษัทจัดการกองทุนรวมต้องจัดให้มีเครื่องมือการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมตามแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับเครื่องมือดังกล่าวที่สมาคมกำหนดโดยได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ทั้งนี้ เครื่องมือการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องที่บริษัทจัดการกองทุนรวมเลือกใช้ต้องเป็นไปตามข้อ 25/2 และเป็นไปตามหลักการที่ต้องครอบคลุมอย่างน้อยในเรื่องดังต่อไปนี้

(1) มีการกำหนดให้ผู้ที่ทำรายการซื้อหรือขายหน่วยลงทุนในวันที่มีปริมาณการซื้อหรือขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมถึงระดับมีนัยสำคัญ หรือมีการซื้อหรือขายหน่วยลงทุนเกินจำนวนหรือก่อนครบระยะเวลาที่กำหนด เป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการทำธุรกรรมของกองทุนรวม เพื่อรองรับการซื้อหรือขายหน่วยลงทุนนั้นได้...”

“ข้อ 25/2 เครื่องมือการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมตามข้อ 25/1 ต้องเป็นไปตามวิธีการเฉพาะดังต่อไปนี้

- (1) การกำหนดให้ผู้ลงทุนเป็นผู้รับภาระภาระค่าใช้จ่าย ได้แก่

...

(ข) การปรับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิด้วยสูตรการคำนวณที่สะท้อนต้นทุนในการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม (swing pricing)

(ค) การเพิ่มค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนที่สะท้อนต้นทุนในการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม (anti-dilution levies – ADL)...”

ประการแรก จากร่างประกาศข้างต้น สำนักงาน ก.ล.ต. มีความมุ่งหมายกำหนดเป็น “ภาคบังคับ” ให้ บลจ. ต้องจัดให้มีมาตรการ Swing Pricing หรือมาตรการ Anti-Dilution Levies สำหรับกองทุนรวม ภายใต้การบริหารจัดการ ประกอบกับร่างประกาศดังกล่าวยังกำหนดในเรื่องดังนี้

“ข้อ 25/3 ในการจัดให้มีเครื่องมือการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม ตามประกาศนี้ หากปรากฏว่าการดำเนินการตามเครื่องมือดังกล่าวจะขัดหรือแย้งกับการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์อย่างหนึ่งอย่างใดดังต่อไปนี้ ให้บริษัทจัดการกองทุนรวมได้รับยกเว้นการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ ในส่วนที่ขัดหรือแย้งนั้น

(1) กรณีที่เป็นเครื่องมือการจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องตามข้อ 25/2(1) ได้แก่หลักเกณฑ์ เกี่ยวกับการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิและมูลค่าหน่วยลงทุน และการเก็บค่าธรรมเนียมในเรื่องดังกล่าว ที่ออกตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์...”

ประการต่อมา จากร่างประกาศข้างต้น สำนักงาน ก.ล.ต. ได้ออกประกาศยกเว้นให้ บลจ. ที่ใช้ มาตรการ Swing Pricing หรือมาตรการ Anti-Dilution Levies ได้รับยกเว้นไม่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ ทั่วไปในเรื่องการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิและมูลค่าหน่วยลงทุนและหลักเกณฑ์ในเรื่องการเก็บ ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายจากผู้ลงทุน แล้วแต่กรณี ร่างประกาศที่ออกมานั้นเป็นการรองรับการปรับใช้ มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนข้างต้น ล้วนแต่เป็นการแก้ไข ข้อจำกัดในทางกฎหมายและในทางปฏิบัติอันเป็นอุปสรรคต่อการนำเอามาตรการ Swing Pricing และ มาตรการ Anti-Dilution Levies มาบังคับใช้ในประเทศไทยทั้งสิ้น

นอกจากนี้ ร่างประกาศแนวปฏิบัติ ที่ นป. /2564 ซึ่งออกมาพร้อมกันกับร่างประกาศคณะกรรมการ กำกับตลาดทุน ที่ ทน. /2564 ยังได้จัดให้มาตรการ Swing Pricing และมาตรการ Anti-Dilution Levies เป็นหนึ่งในเครื่องมือบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม โดยจัดให้อยู่ในกลุ่ม เครื่องมือ post-event measures ซึ่งเป็นเครื่องมือที่นำมาใช้เมื่อเกิดเหตุการณ์ที่มีนัยสำคัญหรือ ที่กำหนดไว้ล่วงหน้าแล้ว โดยกำหนดให้ บลจ. ต้องมีการใช้และการกำกับดูแลการใช้เครื่องมือบริหารและ จัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม ซึ่งสรุปหลักการได้ 4 ข้อ ดังนี้

(1) บลจ. ต้อง “มีการกำกับดูแล” เกี่ยวกับเครื่องมือบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ของกองทุนรวมที่เหมาะสมและสอดคล้องกับลักษณะความเสี่ยงของกองทุนรวม ด้วยความระมัดระวังและ เป็นไปเพื่อรักษาผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหน่วยลงทุน รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุน ต้องใช้ ความรู้ความสามารถเพียงพอของผู้ประกอบวิชาชีพ และการเลือกใช้เครื่องมือบริหารสภาพคล่อง ควรสะท้อน ค่าใช้จ่ายที่แท้จริงของกองทุน

(2) บลจ. ต้อง “จัดทำแผนการใช้เครื่องมือ” บริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม โดยแผนการใช้เครื่องมือควรมีการประเมินสถานการณ์ที่เหมาะสมในการใช้เครื่องมือแต่ละประเภท และ ควรมีการประเมินความหนักเบาของเครื่องมือ และกำหนดลำดับในการใช้เครื่องมือไว้ล่วงหน้า

(3) บลจ. ต้อง **“มีการสื่อสารกับผู้ลงทุน”** ถึงแนวทางการใช้เครื่องมือให้ผู้ลงทุนทราบและตระหนักถึงความจำเป็นในการมีเครื่องมือบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมเพื่อให้ผู้ลงทุนเข้าใจและไม่ตื่นตระหนกเมื่อมีการใช้เครื่องมือเหล่านี้

(4) การใช้เครื่องมือบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมของ บลจ. ต้องเป็น **การใช้ “เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหน่วยลงทุน”** และ **“สร้างความเป็นธรรมกับผู้ถือหน่วยลงทุนทุกรายในกองทุนรวม”** รวมถึงเพื่อชะลอและลดความเสี่ยงจากการเร่งขายสินทรัพย์ในราคาต่ำ (fire sale) ที่อาจส่งผลกระทบต่อภาวะตลาดในภาพรวม

ทั้งนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ได้กำหนดแนวทางในดำเนินการสำหรับการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนมาตรการ Swing Pricing และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ลงทุนตามมาตรการ Anti-Dilution Levies ไว้โดยสังเขป ดังนี้

(1) กรณีการปรับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิด้วยสูตรการคำนวณที่สะท้อนต้นทุนในการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม (Swing Pricing)

ร่างประกาศแนวปฏิบัติ ที่ นป. /2564 กำหนดให้บริษัทจัดการสามารถปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (NAV per unit) เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายจากการซื้อขายสินทรัพย์ (transaction costs) ของกองทุนรวม เมื่อ “ผู้ซื้อ หรือ ผู้ขาย” หน่วยลงทุนมีคำสั่งซื้อหรือขายหน่วยลงทุนรวมกัน (net subscription/redemption) เกินระดับที่ บริษัทจัดการกำหนด (swing threshold) และกำหนดให้การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนต้องคำนึงถึงปัจจัยอ้างอิง (swing factor) และต้องกำหนดเพดานการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (upper limit) ด้วย

(2) กรณีการเพิ่มค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนที่สะท้อนต้นทุนในการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม (Anti-dilution levies-ADL)

ร่างประกาศแนวปฏิบัติ ที่ นป. /2564 กำหนดให้โดยให้บริษัทจัดการสามารถเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ซื้อหรือผู้ขายหน่วยลงทุนที่มีมูลค่าการซื้อหรือขายรวมกันเกินปริมาณที่บริษัทจัดการกำหนด โดยค่าธรรมเนียมนี้เป็นการเก็บเข้ากองทุนรวม และต้องสะท้อนค่าใช้จ่ายจากการซื้อขายสินทรัพย์ของกองทุนรวม ทั้งนี้ อัตราค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะต้องไม่เกินระดับสูงสุดที่กำหนดในประกาศสมาคมบริษัทจัดการลงทุน

นอกจากนี้ สำนักงาน ก.ล.ต. ยังกำหนดให้การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนมาตรการ Swing Pricing และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ลงทุนตามมาตรการ Anti-Dilution Levies ใช้กับกองทุนเปิดเท่านั้น แต่ไม่รวมถึงกองทุนเปิดประเภทกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่เป็นกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวมเพื่อการออม ทั้งนี้ ไม่รวมถึงกองทุนรวมที่มีการแบ่งชนิดของหน่วยลงทุนตามกรณีสิทธิประโยชน์ทางภาษีเพื่อส่งเสริมการออมระยะยาวของผู้ลงทุน กองทุนรวมที่กำหนดระยะเวลาการรับ

ซื้อคืนหน่วยลงทุนไว้แน่นอนเป็นการล่วงหน้า (auto redemption) กองทุนรวมที่กำหนดระยะเวลาเปิดรับซื้อคืนหน่วยลงทุนเกินกว่า 14 วัน กองทุนรวมอีทีเอฟ และกองทุนรวมมีประกัน⁷⁹

อย่างไรก็ดี ร่างประกาศและแนวปฏิบัติที่สำนักงาน ก.ล.ต. เปิดรับฟังความคิดเห็นเป็นเพียงการกำหนดให้ บลจ. ต้องจัดให้มีมาตรการ Swing Pricing และ Anti-Dilution Levies ซึ่งยังขาดหลักการและรายละเอียดของหลักเกณฑ์ในบางประเด็น ซึ่งจะขอเสนอเป็นข้อเสนอแนะในการพัฒนามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนต่อไป

4.3 แนวทางในการพัฒนามาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนในประเทศไทย

อุตสาหกรรมกองทุนรวมได้ยังไม่มีมาตรการที่สามารถคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ได้อย่างแท้จริง เนื่องจากมาตรการปัจจุบันที่ให้กองทุนรวมสามารถชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงิน (Pay in Kind) ไม่สามารถช่วยคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย (retail investor) ซึ่งเป็นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุนรวมจากปัญหาการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้ ซึ่ง IOSCO ได้มีข้อเสนอแนะให้หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนที่เป็นสมาชิกของ IOSCO นำเอาหลักการส่งต่อต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่มีนัยสำคัญไปยังผู้ลงทุนที่เป็นต้นเหตุทำให้เกิดต้นทุนดังกล่าว (pass on transaction costs) ไปพัฒนาต่อยอดและบังคับใช้ในประเทศของตน ซึ่งนอกจากจะช่วยบรรเทาการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้แล้ว ยังเป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวมในเบื้องต้นได้ด้วย

ประเทศไทยก็ได้เล็งเห็นถึงความจำเป็นในการแก้ไขปัญหาดังกล่าว สำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้เสนอให้มีการนำเอามาตรการ Swing Pricing และมาตรการ Anti-Dilution Levies มาใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย โดยให้ บลจ. สามารถปรับมูลค่าหน่วยลงทุนหรือเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนเพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมได้

อย่างไรก็ดี การนำมาตรการ Swing Pricing และมาตรการ Anti-Dilution Levies มาใช้ในประเทศไทยมีข้อดีและผลกระทบที่ต้องพิจารณา ดังต่อไปนี้

4.3.1 ข้อดีและข้อควรพิจารณาในการนำมาตรการ Swing Pricing มาบังคับใช้

แม้การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing นับเป็นมาตรการสากลที่ช่วยบรรเทาผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ให้ผู้ลงทุนในกองทุนรวมได้ และยังช่วยลดการได้เปรียบเสียเปรียบของผู้ลงทุน (first mover advantage) โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่กองทุนรวม

⁷⁹ กองทุนรวมมีประกันคือ กองทุนรวมที่บริษัทจัดการจัดให้มีสถาบันการเงินเป็นผู้ประกันต่อผู้ถือหน่วยลงทุนว่าจะจ่ายเงินลงทุนหรือเงินลงทุนและผลตอบแทนตามจำนวนเงินที่ประกันไว้บางส่วนหรือทั้งหมดให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน เมื่อถือหน่วยลงทุนครบอายุตามระยะเวลาประกันที่กำหนด

ได้รับคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนในปริมาณมาก อีกทั้งมาตรการดังกล่าวยังช่วยคุ้มครองไม่ให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (fund performance) ถูกกดลงในระยะยาว ซึ่งส่งผลไปยังผู้ลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมระยะยาวด้วย นอกจากนี้ ในสหรัฐอเมริกายังเห็นว่า มาตรการ Swing Pricing ในหลักการจะสามารถช่วยยับยั้งการซื้อขายในลักษณะซื้อ ๆ ขาย ๆ หน่วยลงทุน (frequent trading) ของผู้ลงทุน หรือการซื้อขายหน่วยลงทุนแบบจับจิ้งหะตลาด (market timing) โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่กองทุนรวมมีคำสั่งขายคืนหน่วยลงทุนในปริมาณมาก ซึ่งเป็นสถานการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของกองทุนรวม

อย่างไรก็ดี มาตรการ Swing Pricing ยังมีข้อควรพิจารณาในการนำมาบังคับใช้ด้วย กล่าวคือ

(1) มาตรการ Swing Pricing เป็นการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนเพื่อสะท้อนต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนในระดับกองทุนรวม

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing จะเป็นการพิจารณาภาพรวมของการทำซื้อขายหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนทั้งหมดในกองทุนรวม โดยจะไม่พิจารณาแยกว่าผู้ลงทุนรายใดซื้อขายหน่วยลงทุนในปริมาณมากหรือน้อยกว่ากันเพียงใด จึงอาจเกิดกรณีที่มีผู้ลงทุนรายหนึ่งซื้อขายหน่วยลงทุนในปริมาณมากจนทำให้กองทุนรวมต้องปรับใช้มาตรการ Swing Pricing ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนรายอื่น ๆ ที่ทำซื้อขายหน่วยลงทุนในปริมาณที่น้อยกว่าผู้ลงทุนรายแรกที่จะต้องถูกปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วย

นอกจากนี้ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ยังมีผลข้างเคียง (side effect) กล่าวคือ ในวันที่กองทุนรวมมีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนเนื่องจากกรณีกองทุนรวมมีคำสั่งขายคืนสุทธิ (net redemption) ผู้ลงทุนที่ซื้อหน่วยลงทุนในวันดังกล่าวจะได้รับประโยชน์จากการได้ซื้อหน่วยลงทุนในราคาที่ถูกลง เนื่องจากมูลค่าหน่วยลงทุนจะมีการปรับลง หรือในกรณีกลับกัน กรณีกองทุนรวมมีคำสั่งซื้อสุทธิ (net subscription) ผู้ลงทุนที่ขายคืนหน่วยลงทุนในวันที่กองทุนรวมมีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนจะได้รับประโยชน์จากการได้ขายหน่วยลงทุนในราคาที่สูงขึ้น เนื่องจากมูลค่าหน่วยลงทุนจะมีการปรับขึ้น อย่างไรก็ตาม การได้รับประโยชน์จากผลข้างเคียงดังกล่าวจะไม่ส่งผลกระทบต่อกองทุนรวม เนื่องจากกองทุนรวมจะได้รับการชดเชยจากผู้ลงทุนที่ทำการซื้อขายหน่วยลงทุน (transacting investors) แล้ว

(2) การกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน

ในหลายประเทศที่มีการนำเอามาตรการ Swing Pricing ไปใช้บังคับ จะมีการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย (statutory limit) ที่สามารถให้ บลจ. ทำการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมได้ หรือให้ บลจ. ต้องกำหนดเพดานขั้นสูง (swing upper limit) และเปิดเผยข้อมูลไว้ในเอกสารหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมให้ผู้ลงทุนทราบ

อย่างไรก็ดี ด้วยการจำกัดอัตราสูงสุดอาจทำให้ในบางกรณีที่เมื่อคำนวณต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมแล้ว ต้นทุนดังกล่าวอาจมีจำนวนมากกว่าอัตราสูงสุดตามกฎหมาย จึงทำให้

กองทุนรวมไม่สามารถที่จะสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนที่มีจำนวนมากกว่าอัตราหรือเพดานตามกฎหมายหรือที่กองทุนกำหนดไปยังผู้ลงทุนที่เป็นต้นเหตุให้เกิดค่าใช้จ่ายดังกล่าวได้ทั้งหมด ถึงกระนั้นแล้ว หน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนในหลายประเทศก็ยังเลือกที่จะกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย (สหรัฐอเมริกา) หรือกำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนต้องกำหนดเพดานขั้นสูงในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนนั้น (สหราชอาณาจักร) ต่อไป เนื่องจากเห็นว่า การกำหนดอัตราหรือเพดานดังกล่าวจะเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุนมากกว่าการไม่กำหนดไว้เลย

นอกจากนี้ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ยังมีการถกกันถึงการคิดคำนวณหาต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวม ซึ่งยังรวมถึงต้นทุนทางอ้อมที่ไม่สามารถเห็นได้ชัดเจนและยังระบุจำนวนได้ค่อนข้างยากแล้ว โดยเฉพาะต้นทุนผลกระทบต่อราคา (market impact costs) ที่ผู้ประกอบการธุรกิจในสหรัฐอเมริกาต่างให้ความเห็นว่า การคำนวณหาประมาณการต้นทุนดังกล่าวนี้มีความยากและมีการใช้ดุลยพินิจในการประเมินสูง ซึ่งมีความไม่แน่นอนที่ บลจ. ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมจะคิดคำนวณต้นทุนดังกล่าวบนแนวทางหรือมาตรฐานเดียวกันทั้งอุตสาหกรรม

ดังนั้น เพื่อป้องกันการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing ของ บลจ. ที่อาจมากเกินไปจนความจำเป็นหรือเกินกว่าอัตราที่สมเหตุสมผล ซึ่งเป็นการไม่เหมาะสม เพื่อวัตถุประสงค์อย่างอื่นที่ไม่ใช่เพื่อชดเชยการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม การกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายย่อมดีกว่าการเปิดเสรีให้ บลจ. กำหนดอัตราการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนได้เอง ซึ่งจะเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุน และป้องกันปัญหาข้างต้นที่อาจเกิดขึ้นได้

(3) การเปิดเผยข้อมูลการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing

ในสหรัฐอเมริกามีการถกกันถึงการเปิดเผยข้อมูลของมาตรการ Swing Pricing ของกองทุนรวมว่าควรเปิดเผยเพียงใด เนื่องจากมาตรการดังกล่าวซึ่งเป็นวิธีการดำเนินการภายในของแต่ละบลจ. การเปิดเผยข้อมูลที่แน่นอน โดยเฉพาะระดับคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิของกองทุนรวม (Swing Threshold) อัตราในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Factor) ของกองทุนรวม จะทำให้ผู้ลงทุนนำเอาข้อมูลดังกล่าวไปใช้แสวงหาประโยชน์จากการซื้อขายหน่วยลงทุนได้ ซึ่งไม่เป็นผลดีกับ บลจ. และผู้ถือหน่วยลงทุนรายอื่น ๆ ในกองทุนรวม

ดังนั้น US SEC และ FCA แห่งสหราชอาณาจักร จึงไม่ได้กำหนดให้ บลจ. ต้องเปิดเผยข้อมูลที่แน่นอน แต่ให้เปิดเผยข้อมูลโดยการสื่อสารให้ผู้ลงทุนทราบและสร้างความเข้าใจให้ผู้ลงทุนถึงหลักการของการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนว่า การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนคืออะไรและเพื่อวัตถุประสงค์ใด นอกจากนี้ ในส่วนของข้อมูลอัตราการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน หรือ Swing Factor หลักเกณฑ์ในประเทศดังกล่าวก็กำหนดให้ บลจ. เปิดเผยเพียงเพดานขั้นสูงที่คาดการณ์ว่าจะมีปรับมูลค่าหน่วยลงทุนเท่านั้น

การเปิดเผยข้อมูลในหลักการเรื่องที่สำคัญมากกว่าการเปิดเผยข้อมูลในตัวเลขจำพวก Swing Threshold และ Swing Factor ของกองทุนรวม เนื่องจากข้อมูลประเภทหลังเป็นข้อมูลทางเทคนิคที่ต้องอาศัยผู้ที่มีทักษะความรู้และความเชี่ยวชาญชำนาญเฉพาะทางในการทำความเข้าใจ ซึ่งแม้จะมีการเปิดเผยเป็นการทั่วไป การเปิดเผยดังกล่าวก็ไม่ได้ช่วยส่งเสริมความรู้ความเข้าใจของผู้ลงทุนในกองทุนรวม โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อยได้ แต่การเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวอาจเป็นการเปิดช่องให้ผู้ลงทุนบางประเภท เช่น ผู้ลงทุนสถาบันที่มีความรู้ความเข้าใจและมีทรัพยากรในการลงทุนที่มากกว่าผู้ลงทุนรายย่อย นำเอาข้อมูลดังกล่าวไปแสวงหาประโยชน์จากการซื้อขายหน่วยลงทุนได้

อย่างไรก็ดี ผู้ลงทุนที่ได้รับผลกระทบจากการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนเกิดความสงสัยและไม่เชื่อมั่นในการดำเนินการดังกล่าวของ บลจ. ก็ยังสามารถร้องเรียนไปยังหน่วยงานกำกับดูแลของ บลจ. ได้ การร้องเรียนไปยังหน่วยงานดังกล่าวกลับเป็นผลดีต่อผู้ลงทุนทั่วไปในกองทุนรวม เนื่องจากเป็นช่องทางให้หน่วยงานกำกับดูแลสามารถเข้ามาตรวจสอบการดำเนินการของ บลจ. ได้ ซึ่งเป็นการดีต่อผู้ลงทุนมากกว่าการกำหนดให้ บลจ. ต้องเปิดเผยข้อมูลในที่ผู้ลงทุนมีข้อจำกัดในการทำความเข้าใจอยู่แล้ว ซึ่งอาจไม่จำเป็นที่ให้ผู้ลงทุนบางประเภทนำข้อมูลดังกล่าวไปแสวงหาประโยชน์ได้

Table 1: Pros and Cons of Swing Pricing

<i>Advantages</i>	<i>Disadvantages</i>
<i>A straightforward, well-established and cost effective anti-dilution technique to apply to single-priced funds.</i>	<i>As swing pricing is mostly applied on net capital activity at the level of the fund, it does not address the specific circumstances of each individual investor transaction. For example, if the swing price mechanism is activated by a large redemption from a redeeming investor, any other investors looking to redeem shares/units may be disadvantaged.</i>
<i>Protects against dilution at the fund level.</i>	<i>As currently implemented, can only contain part of the costs of redeeming investors. The percentage value of the "swing" price is generally capped in many jurisdictions and therefore may not pass on all transaction costs. There may well be a material residual cost that will be borne by remaining investors in stressed conditions.</i>
<i>Reduces the drag on performance from capital activity and therefore protects existing investor.</i>	<i>Ordinarily increases performance volatility in short term as expressed in the accounting NAV calculation.</i>
<i>Can act as a deterrent against frequent trading and market timing activity; as well as to a certain extent against potential large redemptions when liquidity cost increases.</i>	<i>There can be some operational hurdles that need to be addressed before it can be implemented in some jurisdictions.</i>
<i>By protecting remaining investors from dilutive impact of other investors' redemptions, mitigates first-mover advantage.</i>	<i>The calculation of the swing price is not as transparent as the other mechanisms that aim to pass the cost of trading onto the redeeming investor.</i>

รูปภาพ 7 : ข้อได้เปรียบและข้อเสียเปรียบของมาตรการ Swing Pricing

ที่มา : Final Report “Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration” of the Board of IOSCO, February 2018, p. 25.

4.3.2 ข้อดีและข้อควรพิจารณาในการนำเอามาตรการ Anti-Dilution Levies มาบังคับใช้

แม้การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ลงทุนเพิ่มเติมตามมาตรการ Anti-Dilution Levies จะมีวิธีการดำเนินการที่แตกต่างจากการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing แต่ก็มีหลักการเป็นอย่างเดียวกัน กล่าวคือ เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่มีนัยสำคัญในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนที่เป็นต้นเหตุทำให้เกิดการทำธุรกรรมดังกล่าว

การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมตามมาตรการ Anti-Dilution Levies จะไม่เกิดผลข้างเคียง เช่นกรณีการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing เนื่องจากเป็นการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมไปยังผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อหรือขายหน่วยลงทุนโดยตรงในวันที่กองทุนรวมมีคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิ

อย่างไรก็ดี มาตรการ Anti-Dilution Levies มีข้อควรพิจารณาในการนำมาบังคับใช้ด้วย กล่าวคือ การกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายในเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากผู้ลงทุน ซึ่งอาจทำให้กองทุนรวมไม่สามารถที่จะสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนที่มีจำนวนมากกว่าอัตราสูงสุดตามกฎหมายไปยังผู้ลงทุนที่เป็นต้นเหตุให้เกิดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนดังกล่าวได้ทั้งหมด ถึงกระนั้นแล้วหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนในหลายสหรัฐอเมริกาก็ยังเลือกที่จะกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายสำหรับการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนตามมาตรการ Anti-Dilution Levies เพื่อป้องกัน บลจ. เรียกเก็บค่าธรรมเนียมในอัตราที่อาจมากเกินไปหรือเกินกว่าอัตราที่สมเหตุสมผล ซึ่งเป็นการไม่เหมาะสม เพื่อวัตถุประสงค์อย่างอื่นที่ไม่ใช่เพื่อชดเชยการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม การกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายย่อมดีกว่าการเปิดเสรีให้ บลจ. กำหนดอัตราการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมได้เอง ซึ่งจะเป็นการคุ้มครองผู้ลงทุน และป้องกันปัญหาข้างต้นที่อาจเกิดขึ้นได้

สำหรับการเปิดเผยค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ลงทุนเพิ่มเติมตามมาตรการ Anti-Dilution Levies สำนักงาน ก.ล.ต. ยังกำหนดให้การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่บังคับใช้ในปัจจุบันในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลค่าธรรมเนียมไว้ในโครงการจัดการกองทุนรวม และหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม มิฉะนั้นแล้ว บลจ. ก็ไม่สามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าวได้ ซึ่งสอดคล้องกับหลักการเปิดเผยข้อมูลสำคัญซึ่งอาจมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนให้ผู้ลงทุนทราบ

Table 2: Pros and Cons of Anti-dilution levies

Advantages	Disadvantages
Only applies to individual investor posing large subscription or redemption that trigger(s) the anti-dilution levies but not to other investors transacting in the fund at the same time.	Some practical issues in implementation - There can be some operational hurdles that need to be addressed before it can be implemented in some jurisdictions.
Protects against dilution at the fund level.	The fund may still have a liquidity problem if investors are willing to pay the levy to exit.
Reduces the drag on performance from capital activity and therefore protects existing investor.	The levy can be arbitrarily applied (as mentioned in example) and thus not in all circumstances; this unsystematic application can lead to disadvantages/ advantages for certain investors
Can act as a deterrent against frequent trading and market timing activity; as well as to a certain extent against potential large redemptions when liquidity cost increases.	Transparency might make "gaming" of the system by investors possible (with known limits before application of levy).
No adjustments in the NAV of the fund.	The fund manager may be reluctant to impose a levy in all cases where it is entitled to, e.g. because doing so might generate complaints from investors.

รูปภาพ 8 : ข้อได้เปรียบและข้อเสียเปรียบของมาตรการ Anti-Dilution Levies

ที่มา : Final Report “Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration” of the Board of IOSCO, February 2018, p. 27.

4.3.3 วิเคราะห์การนำมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนมาใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย

(1) ผลกระทบจากการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย (statutory limit)

ในกรณีที่ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่เกิดขึ้นจริงมีจำนวนสูงกว่าหรือมากกว่าอัตราสูงสุดตามที่กฎหมายกำหนด ซึ่งมีผลทำให้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนดังกล่าวไม่สามารถถูกส่งต่อไปยังผู้ลงทุนที่เป็นต้นเหตุหรือผู้ก่อได้หมดนั้น เพื่อลดผลกระทบจากการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing หรือการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Anti-Dilution Levies) ข้างต้น ผู้เขียนเสนอให้ การกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย ควรจะต้องมีการสำรวจกองทุนรวมในอุตสาหกรรมก่อนเพื่อหาค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมทั้งหมดในอุตสาหกรรมให้ใกล้เคียงกับค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่เกิดขึ้นแล้วมากที่สุด เพื่อไม่ให้เกิดการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายมีความแตกต่างจากค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่ได้เกิดขึ้นจริงมากเกินไป ประกอบกับการสำรวจจะเป็นผลดีต่อการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย ซึ่งอาจทำให้ไม่เกิดกรณีที่ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมจะไม่สามารถถูกส่งต่อไปยังผู้ลงทุนที่เป็นต้นเหตุหรือผู้ก่อได้หมดได้

อนึ่ง ในประเด็นข้างต้น อาจมีความเห็นว่า เพื่อให้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนดังกล่าวไม่สามารถถูกส่งต่อไปยังผู้ลงทุนที่เป็นต้นเหตุหรือผู้ก่อได้ทั้งหมด จึงไม่ควรกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย

ผู้เขียนมีความเห็นต่อประเด็นนี้ว่า การไม่กำหนดอัตราขึ้นสูงตามกฎหมายจะมีผลร้ายต่อผู้ลงทุนมากกว่าผลดีเนื่องจากการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing หรือการกำหนดอัตราในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Anti-Dilution Levies) เป็นการดำเนินการที่เป็นเรื่องการบริหารจัดการภายในของ บลจ. บลจ. จึงมีข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการดังกล่าวไว้ทั้งหมด ประกอบการการคำนวณอัตรา การปรับมูลค่าหน่วยลงทุน หรือการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน จะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละ บลจ. ซึ่งอาจไม่มีมาตรฐานเป็นอย่างเดียวกัน จึงมีความเป็นไปได้ว่า อาจมี บลจ. ใช้มาตรการดังกล่าวเป็นเครื่องมือในการเอาเปรียบผู้ลงทุนได้หากไม่มีการกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมายไว้เลย

(2) การพิจารณาการเลือกใช้มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในแต่ละรูปแบบ

การเลือกใช้มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนระหว่างการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing หรือการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุน (Anti-Dilution Levies) นั้น มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนแต่ละแบบต่างมีข้อดีและผลข้างเคียงที่เกิดขึ้นจากการใช้มาตรการที่ต่างกัน

การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing จะมีผลกับผู้ลงทุนทุกรายที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนในวันทำการที่กองทุนรวมมีปรับมูลค่าหน่วยลงทุน ทั้งผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อหน่วยลงทุนและผู้ลงทุนที่ทำรายการขายคืนหน่วยลงทุนด้วย มาตรการดังกล่าวจึงมีผลข้างเคียงตามที่ได้ อธิบายแล้วในตัวอย่างการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing บทก่อนหน้า

ในขณะที่การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุนโดยตรง (Anti-Dilution Levies) จะไม่เกี่ยวข้องกับการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ดังนั้น จึงมีผลกับผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อหน่วยลงทุนหรือผู้ลงทุนที่ขายคืนหน่วยลงทุนเมื่อกองทุนรวมมีคำสั่งซื้อขายหน่วยลงทุนสุทธิถึงระดับที่กองทุนรวมกำหนดแล้วเท่านั้น ซึ่งแม้มาตรการดังกล่าวจะดูตรงไปตรงมา ไม่ซับซ้อนเท่าการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing แต่ก็มี บลจ. หรือกองทุนรวมในต่างประเทศหลายประเทศเลือกที่จะไม่ใช้มาตรการดังกล่าว เนื่องจากมีความกังวลและเกรงว่าผู้ลงทุนจะเกิดความไม่พอใจและร้องเรียนการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมนี้ และอาจนำไปสู่การตัดสินใจที่จะไม่ลงทุนในกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของ บลจ. อีกต่อไป ถึงแม้การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมนั้นจะเป็นการเรียกเก็บและนำส่งเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทุนรวม ซึ่งไม่ได้เรียกเก็บเป็นรายได้ของ บลจ. ก็ตาม

ผู้เขียนเห็นว่า ทั้งสองมาตรการให้ผลลัพธ์อย่างเดียวกัน กล่าวคือ เป็นการให้ผู้ลงทุนที่ทำรายการขายคืนหน่วยลงทุนชดเชยค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมแก่กองทุนรวมเอง ซึ่งมีผลเป็นการชดเชยให้ผู้ลงทุนรายอื่น ๆ ที่ยังลงทุนอยู่ในกองทุนรวมด้วย เพียงแต่มาตรการทั้งสองมีกลไกในการคุ้มครองผู้ลงทุนที่แตกต่างกัน หากไม่กำหนดให้ บลจ. สามารถเลือกใช้มาตรการใดมาตรการหนึ่งได้แต่เพียงมาตรการเดียว อาจเกิดความซ้ำซ้อนในการใช้มาตรการดังกล่าวของ บลจ. กับผู้ลงทุน ดังนั้น

การกำหนดให้ บลจ. ต้องเลือกใช้มาตรการใดมาตรการหนึ่งนั้น โดยคำนึงถึงความพร้อมด้านระบบงานของ บลจ. เอง จะช่วยคุ้มครองผู้ลงทุนจากการใช้มาตรการของ บลจ. ที่มากเกินไปจนความจำเป็น

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

การถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ของผู้ลงทุนในกองทุนรวมนับเป็นปัญหาที่ยังไม่เคยถูกกล่าวถึงในประเทศไทย จึงทำให้การจัดการกับปัญหาดังกล่าวเป็นเรื่องใหม่ของอุตสาหกรรมกองทุนรวม อย่างไรก็ตาม แม้การถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนจะยังไม่เคยถูกกล่าวถึง แต่ไม่ได้หมายความว่า จะไม่มีปัญหาดังกล่าว และไม่มีผลกระทบต่อผู้ลงทุนในกองทุนรวม

จากเหตุการณ์ที่ผู้ลงทุนเทขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอย่างต่อเนื่องและในจำนวนมากจน บลจ. ต้องตัดสินใจประกาศเลิกกองทุนรวมและดำเนินการชำระบัญชีกองทุน ย่อมมีผู้ถือหน่วยลงทุนที่ได้ขายคืนหน่วยลงทุนและรับเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนก่อนผู้ถือหน่วยลงทุนรายอื่น และมีผู้ถือหน่วยลงทุนที่ไม่สามารถขายคืนหน่วยลงทุนได้ทันก่อนการประกาศเลิกกองทุนรวม ซึ่งเป็นการได้เปรียบเสียเปรียบในระหว่างผู้ลงทุนด้วยกัน (first mover advantage) ประกอบกับการที่กองทุนรวมจะต้องเร่งขายทรัพย์สินจำนวนมากและภายในเวลาจำกัดเพื่อรวบรวมเงินมาชำระให้ผู้ลงทุน จนทำให้ราคาทรัพย์สินที่กองทุนรวมขายมีราคาถูกกว่าที่ควรจะเป็น ถือเป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมอย่างหนึ่ง และยังมีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมอื่น ๆ อีก ซึ่งจะมีผลไปยังผู้ลงทุนที่ไม่ได้ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน (non-transacting investor) ที่จะต้องมีส่วนแบกรับค่าใช้จ่ายและต้นทุนและที่ตนเองไม่ได้เป็นผู้ก่อ และได้รับผลกระทบจากการที่มูลค่าหน่วยลงทุน (NAV per unit) ของกองทุนรวมที่ตนเองถืออยู่ต้องลดลง จึงไม่เป็นธรรมต่อผู้ลงทุนรายดังกล่าว ในขณะที่ผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน (transacting investor) แบกรับเอาต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่ตนเองเป็นผู้ก่อเพียงบางส่วนเท่านั้น

จากแนวคิดและหลักการเดิมที่ว่าค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการกองทุนรวมถือเป็นค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม ซึ่ง บลจ. จะเรียกเก็บจากกองทุนรวม ผู้ลงทุนในกองทุนรวมทุกรายจึงต่างมีส่วนในการรับภาระค่าใช้จ่ายดังกล่าวตามสัดส่วนการถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวม โดยไม่คำนึงว่าค่าใช้จ่ายดังกล่าวจะมีใครเป็นผู้ก่อหรือทำให้เกิดขึ้นมากน้อยกว่ากันเพียงไร

อย่างไรก็ดี ต่อมาแนวคิดและหลักการดังกล่าวได้วิวัฒนาการเปลี่ยนแปลงไป โดย บลจ. ในภูมิภาคทวีปยุโรปเป็นผู้ริเริ่มแนวคิดและหลักการในการส่งต่อต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่มีนัยสำคัญไปยังผู้ลงทุนซึ่งเป็นต้นเหตุที่ทำให้เกิดการดำเนินการดังกล่าว (pass on transaction costs) ไปใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมก่อนหน้าที่ IOSCO จะหยิบยกเอาหลักการแนวคิดดังกล่าวมากล่าวถึงในระดับสากล

จากการศึกษาเรื่องมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนในสหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักรพบว่า หน่วยงานกำกับดูแลด้านตลาดทุนของประเทศดังกล่าวต่างก็ยอมรับเอาแนวคิดและหลักการดังกล่าวมาใช้ในการกำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจในประเทศตน และถือเป็นส่วนหนึ่งของเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม (liquidity management tools) ด้วย

อย่างไรก็ดี การกำกับดูแลในต่างประเทศจะแตกต่างจากการกำกับดูแลในประเทศไทยตรงที่ หน่วยงานกำกับดูแล US SEC หรือ FCA ของสหราชอาณาจักร ต่างเปิดให้ผู้ประกอบการธุรกิจเลือกที่จะจัดให้มีมาตรการดังกล่าวหรือไม่ก็ได้ ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความพร้อมและความสมัครใจของผู้ประกอบธุรกิจเอง ซึ่งเป็นแนวคิดของการกำกับดูแลแบบ soft power ที่ใช้ข้อดีของมาตรการดังกล่าวมาเป็นจุดเด่นเพื่อชักจูงและดึงดูดความสนใจให้ผู้ประกอบธุรกิจคล้อยตาม โดยปราศจากการบังคับว่าต้องทำตาม จนสามารถเปลี่ยนแปลงความคิดและการปฏิบัติงานของผู้ประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมได้

แม้ในต่างประเทศจะกำหนดให้การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนตามมาตรการ Anti-Dilution Levies เป็นมาตรการทางเลือก (optional) แต่หน่วยงานกำกับดูแลในต่างประเทศ โดยเฉพาะ US SEC ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ในรายละเอียดของมาตรการ Swing Pricing ที่มีความชัดเจน ซึ่งเป็นข้อดีที่ให้ผู้ประกอบธุรกิจสามารถนำหลักเกณฑ์ดังกล่าวไปปฏิบัติให้อยู่บนแนวทางและมาตรฐานเดียวกันทั้งอุตสาหกรรม การออกหลักเกณฑ์ในรายละเอียดนี้จะเป็นการส่งเสริมและสนับสนุนให้ผู้ประกอบธุรกิจสามารถนำเอามาตรการดังกล่าวไปใช้ได้โดยง่ายและโดยสะดวก

เมื่อศึกษากฎหมายหลักทรัพย์ที่กำกับดูแลมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) คือ รายงาน Final Reports ของคณะกรรมการ IOSCO Final Rules ของ US SEC และ Collective Investment Scheme Handbook ของ FCA ทำให้เห็นถึงวิวัฒนาการและที่มาในการนำเอามาตรการทั้งสองมาบังคับใช้ในประเทศดังกล่าว แม้ว่าจะมีชื่อเรียกและรายละเอียดของการบังคับใช้ที่ต่างกันออกไปบ้าง แต่ทั้งสองประเทศต่างพัฒนากฎหมายที่ล้วนแต่มีวัตถุประสงค์มุ่งต่อประโยชน์ของผู้ลงทุนในกองทุนรวมเป็นสำคัญ โดยต่างต้องการบรรเทาผลกระทบจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม (dilution) นอกจากนี้ ด้วยกลไกของมาตรการดังกล่าว ยังสามารถช่วยชะลอแรงซื้อขายหน่วยลงทุนจำนวนมากของผู้ลงทุนได้ ซึ่งช่วยบริหารจัดการความเสี่ยงสภาพคล่องของกองทุนรวมในเบื้องต้นได้ด้วย

เนื่องด้วยวิธีการปัจจุบันที่ให้ บลจ. สามารถชำระค่าขายคืนหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงิน (Pay in Kind) ไม่สามารถช่วยผู้ลงทุนรายย่อย (retail investor) ซึ่งเป็นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนได้อย่างแท้จริง จึงเห็นว่า ประเทศไทยควรจะยอมรับเอาแนวคิดและหลักการในการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน โดยการส่งต่อ

ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมของกองทุนรวมไปยังผู้ลงทุนที่ทำรายการซื้อขายหน่วยลงทุน (transacting investors) ของกองทุนรวม ซึ่งทำให้เกิดการทำธุรกรรมดังกล่าว มาใช้ในอุตสาหกรรมกองทุนรวม

สำนักงาน ก.ล.ต. ได้เห็นถึงความสำคัญของปัญหาดังกล่าว จึงได้เสนอร่างกฎหมายคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนออกมาบังคับใช้กับ บลจ. โดยกำหนดให้ บลจ. ต้องจัดให้มีมาตรการดังกล่าว ซึ่งได้แก่ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Pricing) และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติม (Anti-Dilution Levies (ADL)) เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนในการทำธุรกรรมซื้อขายทรัพย์สินของกองทุนรวม

อย่างไรก็ดี ร่างกฎหมายดังกล่าวยังขาดหลักการที่สำคัญในบางประการ จึงเสนอให้มีการปรับปรุงหลักเกณฑ์ดังกล่าว โดยการคำนึงถึงการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวม การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่จำเป็นและเหมาะสม

5.2 ข้อเสนอแนะ

เมื่อคำนึงถึงการคุ้มครองและสร้างความมั่นใจให้กับผู้ลงทุนในกองทุนรวมว่า บลจ. จะมีวิธีการบรรเทาความเสียหายที่เกิดขึ้นจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุน (dilution) ให้ผู้ลงทุนแล้ว โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่มีการขายคืนหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุนในลักษณะ panic sell ดังนั้น การนำเอามาตรการดังกล่าวมาใช้ย่อมจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนมากกว่าการปล่อยให้ปัญหาดังกล่าวไม่ได้รับการจัดการต่อไป

แม้สำนักงาน ก.ล.ต. จะออกหลักเกณฑ์กำหนดให้ บลจ. ซึ่งเป็นผู้ประกอบการภายใต้การกำกับดูแลต้องจัดให้มีมาตรการการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนของผู้ลงทุนในกองทุนรวม ได้แก่ การปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากผู้ลงทุนตามมาตรการ Anti-Dilution Levies

อย่างไรก็ดี ร่างหลักเกณฑ์ดังกล่าว ยังขาดหลักการที่สำคัญที่จะช่วยให้การใช้มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวมจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนมีโปร่งใส ปลอดภัย และรักษาประโยชน์ของผู้ลงทุนมากขึ้น จึงเสนอให้มีการปรับปรุงร่างหลักเกณฑ์โดยมีการคำนึงถึงการคุ้มครองผู้ลงทุนในกองทุนรวม การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น และการเปิดเผยข้อมูลในระดับที่จำเป็นและเหมาะสม ดังต่อไปนี้

1. การกำหนดอัตราสูงสุดตามกฎหมาย (statutory limit) ในการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมาตรการ Swing Pricing เพิ่มเติมจากการกำหนดเพียงเพดานการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (upper limit) ของกองทุนรวม และให้ บลจ. ต้องเปิดเผยข้อมูลของมาตรการ Swing Pricing หรือ Anti Dilution Levies ไว้ในโครงการจัดการกองทุนและหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมด้วยเพื่อให้

ผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับผลโดยตรงจากการใช้มาตรการดังกล่าวของ บลจ. ทราบ และสามารถคาดหมายผลที่ตนเองจะได้รับจากการลงทุนในกองทุนรวมได้

2. การกำหนดให้ บลจ. ต้องจัดให้มีหน่วยงานหรือบุคลากรที่รับผิดชอบในการใช้มาตรการ Swing Pricing และ Anti-Dilution Levies แยกต่างหากออกจากหน่วยงานหรือบุคลากรในการบริหารจัดการลงทุนของกองทุนรวม เพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการให้ผู้จัดการกองทุนซึ่งเป็นผู้บริหารจัดการการลงทุนของกองทุนรวมมีส่วนร่วมในการกำหนดอัตราการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swing Factor) หรือการเรียกเก็บค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies จากผู้ลงทุน เนื่องจากผู้จัดการกองทุนย่อมมีแรงจูงใจที่จะกำหนดอัตราดังกล่าวในลักษณะที่เอื้อต่อประโยชน์ที่ตนเองจะได้รับ เช่น ผู้จัดการกองทุนอาจกำหนด Swing Factor ของกองทุนรวม หรือค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies ในอัตราที่สูงเกินกว่าค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนการทำธุรกรรมของกองทุนรวมที่สมเหตุสมผลเพื่อทำให้กองทุนรวมที่ตนบริหารจัดการลงทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าความเป็นจริงเมื่อเทียบกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน (benchmark) ของกองทุน หรือเทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมของ บลจ. อื่น หรือหากเป็นกรณีกองทุนรวมดัชนี (Index Fund)⁸⁰ ผู้จัดการกองทุนอาจกำหนด Swing Factor ของกองทุนรวมหรืออัตราค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies ในอัตราที่ต่ำที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้เพื่อไม่ให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเบี่ยงเบนไปจากตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเอง

3. การกำหนดห้ามไม่ให้ผู้จัดการกองทุนเป็นคณะกรรมการหรือคณะทำงานซึ่งรับผิดชอบในการใช้มาตรการ Swing Pricing และ Anti-Dilution Levies ของ บลจ. ซึ่งรวมถึงการห้ามไม่ให้ผู้จัดการกองทุนมีส่วนร่วมในการกำหนดอัตรา Swing Factor ของกองทุนรวม และอัตราค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies ที่จะเรียกเก็บจากผู้ลงทุนด้วย

4. การกำหนดให้ บลจ. เลือกใช้มาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนจากการถูกลดทอนมูลค่าหน่วยลงทุนระหว่างการปรับมูลค่าหน่วยลงทุนด้วยวิธีการ Swing Pricing และการเรียกเก็บค่าธรรมเนียม Anti-Dilution Levies เพียงมาตรการเดียว เนื่องจากทั้งสองมาตรการดังกล่าว ต่างมีหลักการและวัตถุประสงค์อย่างเดียวกัน ดังนั้น เพื่อป้องกันผู้ประกอบธุรกิจใช้มาตรการที่ซ้ำซ้อนกันซึ่งจะเป็นผลร้ายแก่ผู้ลงทุนในกองทุนรวมมากกว่าผลดี จึงควรกำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจเลือกใช้เพียงมาตรการใดมาตรการหนึ่งเท่านั้น

⁸⁰กองทุนรวมดัชนี (index fund) เป็นกองทุนรวมที่มีกลยุทธ์การบริหารการลงทุนลักษณะเชิงรับ (passive management) ซึ่งมีนโยบายลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ประกอบกันเป็นดัชนี โดยพยายามเลียนแบบให้ได้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับดัชนีอ้างอิง (benchmark) ให้มากที่สุด

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. 11/2564 เรื่อง หลักเกณฑ์การจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีใช้รายย่อย กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2564

ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สน. 87/2558 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีใช้รายย่อย กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล ลงวันที่ 17 ธันวาคม พ.ศ. 2558

ประกาศสมาคมบริษัทจัดการลงทุน ที่ สจก.ร. 5/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์และวิธีการกำหนดมูลค่าของเงินลงทุนเพื่อใช้ในการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ลงวันที่ 20 มิถุนายน 2545

ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ CFA. “ต้นทุนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง (active stocks) และหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องน้อย (inactive stocks) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : ศูนย์วิจัยเศรษฐศาสตร์ประยุกต์. วารสารเศรษฐศาสตร์ประยุกต์ 25, 1 (มิถุนายน 2561).

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. เอกสารรับฟังความคิดเห็น เลขที่ อนจ. 11 /2564 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของกองทุนรวม. 2564

ร่างประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน. /2564 เรื่อง หลักเกณฑ์การจัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนที่มีใช้รายย่อย กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และกองทุนส่วนบุคคล

ร่างประกาศแนวปฏิบัติ ที่ นป. /2564 เรื่อง แนวทางปฏิบัติในการบริหารและจัดการความเสี่ยงด้านสภาพคล่องสำหรับบริษัทจัดการกองทุนรวม

ภาษาต่างประเทศ

The Board of International Organization of Securities Commissions Organizations (IOSCO). Final Report. Recommendation for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes. (February 2018).

The Board of International Organization of Securities Commissions Organizations (IOSCO). Final Report. Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration. (February 2018).

The Association of the Luxembourg Fund Industry Survey. ALFI Swing Pricing Update 2015. (December 2015).

The Association of the Luxembourg Fund Industry Guidelines. ALFI Swing Pricing Guidelines. (December 2015).

The Investment Association (IA). Technical Consultation. Enhanced Disclosure of Charges and Transaction Costs. (March 2017).

The ICMA Asset Management and Investors Council (AMIC) and European Fund and Asset Management Association (EFAMA). Managing fund liquidity risk in Europe Recent regulatory enhancements & proposals for further improvements. Jan. 6, 2020.

The U.S. Securities and Exchange Commission. Final Rules. Investment Company Swing Pricing: Nov. 19, 2018.

Financial Conduct Authority. Handbook : Collective Investment Schemes (COLL).

Anne M. Tucker & Holly van den Toorn. Will Swing Pricing Save Sedentary Shareholders. Georgia State University Legal Studies Research Paper. 2018-28.

James Oliver, Craig Roodt and James Paull. Liquidity risk management – a look at the tools available. Performance. magazine 29. (May 2019).

Dunhong Jin, Marcin Kacperczyk, Bige Kahraman and Felix Suntheim. To swing or not to swing? Alternative pricing rules and financial stability. Insight: Jun. 13, 2019.

ตัวอย่างการเปิดเผยนโยบายการปรับมูลค่าหน่วยลงทุน (Swinging Price)⁸¹

*“We operate a single pricing methodology for this fund and reserve the right to adjust the fund's price to protect your investment from the costs of buying or selling investments that result from other investors joining or leaving the fund. The amount of any such adjustment is calculated by reference to the estimated costs of dealing in the underlying investments, including any dealing spreads, broker commissions [and [transfer taxes][stamp duty]]. **Typical adjustments to this fund's price are to increase it by []% for net inflows or decrease it by []% for net outflows.** [We always adjust the price to the maximum extent possible*

⁸¹The Investment Association, Technical Consultation, Enhanced Disclosure of Charges and Transaction Costs, (March 2017), p. 37. Available from <https://www.theia.org/sites/default/files/press-releases/document/IA%2520code%2520FINAL%2520270317.pdf>

whenever net contributions or withdrawals take place, which means that your investment is fully protected from the costs of the resultant transactions]; or

*[We usually adjust the price to the maximum extent possible whenever **net contributions or withdrawals take place**, which means that your investment is usually protected from the costs of the resultant transactions]; or*

*[We usually adjust the price to the maximum extent possible when **the value of net contributions or withdrawals** is significant, which helps to protect your investment from the costs of the resultant transactions]; or*

*[We usually adjust the price whenever **net contributions or withdrawals take place**, which helps to protect your investment from the costs of the resultant transactions]; or*

*[We usually adjust the price when **the value of net contributions or withdrawals is significant**, which helps to protect your investment from the costs of the resultant transactions].”*

ตัวอย่างการเปิดเผยนโยบายการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติม (Dilution Levy)⁸²

“We operate a single pricing methodology for this fund and reserve the right to charge a dilution levy to protect your investment from the costs of buying or selling investments that result from large investors joining or leaving the fund. The amount of any such dilution levy is calculated by reference to the estimated costs of dealing in the underlying investments, including any dealing spreads, broker commissions [and [transfer taxes][stamp duty]]. [Investors joining the fund may be charged a levy of up to []% of their contribution.][Investors leaving the fund may be charged a levy of up to []% of their proceeds.] When we impose a dilution levy on a particular investor or group of investors, this is paid into the fund and helps to protect your investment from the costs of the resultant transactions.”

⁸²Ibid., p. 37.

ประวัติผู้เขียน

นางสาวณัฐศศิ ฝีมือช่าง เกิดเมื่อวันที่ 22 พฤศจิกายน 2528 จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษา
ระดับนิเทศศาสตรบัณฑิต จากคณะนิเทศศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ เมื่อปีการศึกษา 2550 เริ่มเข้าศึกษา
ต่อที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยปีการศึกษา 2560