

การออกกองทุน ETF ในไทย: โอกาส และ ข้อจำกัด

กองทุนรวม Equity ETF คือกองทุนเปิดที่จดทะเบียนและซื้อขายในตลาด. เสมือนเป็นหุ้นหุ้นหนึ่ง ซึ่งมีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนที่คล้ายกับ index fund แต่มีคุณสมบัติพิเศษที่ส่งเสริมการทำ market making และ arbitrage ส่งผลให้ราคาซื้อขายของหน่วยลงทุนมักจะเท่ากับมูลค่าต่อหน่วย ไม่มี discount เหมือนกับกองทุนจดทะเบียนอื่น ๆ จากการศึกษาพบว่า การออกกองทุน Equity ETF ในประเทศไทย จะมีประโยชน์ต่อทุกหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงผู้ลงทุนทั้งรายย่อยและสถาบัน โดยกองทุน ETF สามารถช่วย

- เพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาด ซึ่งรวมไปถึงกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง และตราสารอนุพันธ์ที่ใช้ดัชนีอ้างอิงตัวเดียวกัน
- ขยายฐานผู้ลงทุนโดยสามารถตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนรายย่อยและสถาบัน ทั้งในและต่างประเทศ โดยเฉพาะผู้ลงทุนหน้าใหม่ที่ต้องการบริหารจัดการสินทรัพย์ของตนเองแต่ไม่กล้าที่จะรับความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นโดยตรง
- เพิ่มผลิตภัณฑ์ให้กับตลาดหุ้นไทยและสร้างโอกาสทางธุรกิจให้กับบล. และบล.
- กองทุน ETF ไม่ส่งผลกระทบต่อทางลบในด้านที่กระจายส่วนแบ่งทางการตลาดจากกองทุนรวมประเภท index fund จากการศึกษาผลกระทบดังกล่าวที่ประเทศสหรัฐอเมริกาพบว่า index fund ไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากการขยายตัวของกองทุน ETF โดยมูลค่าสินทรัพย์ของ index fund ยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นในช่วงเวลาก่อนหรือหลังการมีกองทุน ETF

อย่างไรก็ตาม ไม่ใช่เรื่องง่ายที่จะทำให้กองทุน Equity ETF ประสบความสำเร็จในไทย เนื่องจาก

- วัฒนธรรมการลงทุนในไทยที่การลงทุนในกองทุนรวมยังไม่ได้รับความนิยมเมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ โดยตรง และกลุ่มผู้ลงทุนในกองทุนรวมส่วนใหญ่มักเลือกลงทุนในกองทุนที่มีนโยบายแบบ active management แทนที่จะลงทุนในกองทุนประเภท index fund โดยปัจจุบันมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิเป็นเพียงร้อยละ 2 หรือประมาณ 7,000 ล้านบาท ของมูลค่ามูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุนทั้งหมด
- ตลาดหุ้นไทยไม่จูงใจให้มีคนเข้ามาทำหน้าที่เป็น market maker
- มี distribution channel ที่ค่อนข้างจำกัด เช่นไม่มีบริการ fee-based advisory ต้องซื้อขายผ่านบล.เท่านั้น เป็นต้น

ดังนั้น เพื่อผลักดันให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จดังกล่าวข้างต้น ผู้ที่เกี่ยวข้องจำเป็นต้องดำเนินการดังต่อไปนี้

1. ทำ market consultation เพื่อสามารถจัดตั้งกองทุน ETF ที่มีคุณสมบัติต่าง ๆ ที่ตอบสนองความต้องการของกลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมายซึ่งเป็นการผสมอย่างสมดุลระหว่างผู้ลงทุนรายย่อยและผู้ลงทุนสถาบัน
2. ทำการตลาดและให้ความรู้แก่ผู้ลงทุนอย่างเหมาะสม เพื่อสร้าง demand และเพื่อสร้างวัฒนธรรมการลงทุนในกองทุน เช่น ส่งเสริมให้บริการประเภท fee-based advisory ร่วมมือกับธนาคารพาณิชย์ให้ทำหน้าที่เป็น distribution channel
3. พัฒนากลไก และปรับเกณฑ์ต่าง ๆ เพื่อส่งเสริมการทำ arbitrage และการทำ market making ของกองทุน ETF ทั้งนี้รวมถึง (i) การมี futures contract ที่อ้างอิงดัชนีเดียวกัน และ (ii) การอนุญาตให้ทำการขายชอร์ต (short sale) หน่วยลงทุน ETF และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง
4. บริหารจัดการให้ทุกหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้รับผลประโยชน์ไม่มากก็น้อย (incentive alignment) เพื่อจูงใจให้แต่ละหน่วยงานทำหน้าที่ของตน เช่น market maker ตกลงรับผิดชอบ (commit) ในการดูแลสภาพคล่อง

ทั้งนี้ เนื่องจากกองทุน Equity ETF นี้จะเป็นกองแรกในไทย การดำเนินการดังกล่าวจำเป็นต้องใช้เวลาและต้องการความร่วมมือจากทุกหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จให้มากที่สุดที่พึงทำได้

จัดทำโดย

เมธินี ลีวราภากุล

Email: research@set.or.th

Disclaimer

ข้อความที่ปรากฏในการศึกษาฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

จุดประสงค์ของการศึกษา

เนื่องจากในปัจจุบัน กองทุนรวม Exchange Traded Fund เป็นที่นิยมอย่างกว้างขวางในวงการตลาดทุนโดยเฉพาะจากผู้ลงทุนทั้งรายย่อยและสถาบัน โดยมีอัตราการเติบโตแบบสะสม (Compound Annual Growth Rate) ของมูลค่าทรัพย์สินที่กองทุนจัดการอยู่ (asset under management) ของทุกกองทุน ETF ทั่วโลกรวมกัน ประมาณร้อยละ 70 หรือเกือบเท่าตัวทุกทุกปีตั้งแต่ปี 2536 ทั้งนี้ ณ พฤษภาคมปี 2549 มีมูลค่า asset under management ของทุกกองทุน ETF ทั่วโลกรวมกันกว่า 18 ล้านล้านบาท ยิ่งไปกว่านั้นเกือบทุกตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชียไม่ว่าจะเป็นตลาดเกาหลี ตลาดไต้หวัน ตลาดสิงคโปร์ ตลาดมาเลเซีย หรือแม้กระทั่งตลาดใหม่อย่างตลาดจีน ได้มีการจัดตั้งและซื้อขายกองทุน ETF แล้ว

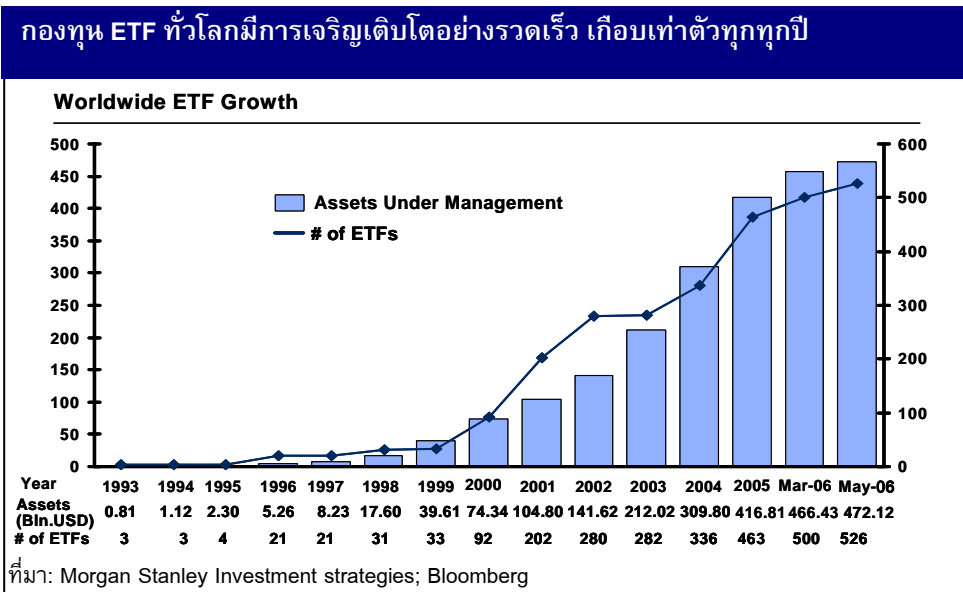
การศึกษานี้จึงถูกจัดทำขึ้นเพื่อเป็นข้อมูลเบื้องต้นที่แสดงให้เห็นถึงการทำงานของกองทุน Equity ETF โอกาสและข้อจำกัดในการออกกองทุน ETF ในประเทศไทย และบทเรียนจากประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก โดยไม่ได้มุ่งหวังให้ยึดเป็นบรรทัดฐานในการออกกองทุน ETF และเป็นแนวทางที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะดำเนินการต่อไป ทั้งนี้ ผู้จัดทำขอขอบคุณคณะทำงานส่งเสริมธุรกิจกองทุนรวมอีทีเอฟตราสารทุนเป็นอย่างสูงไว้ ณ ที่นี้ ในการให้ความเห็นเพิ่มเติมทำให้การศึกษานี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น หากมีข้อสงสัยหรือคำถามเพิ่มเติม โปรดติดต่อ research@set.or.th

NAVIGATOR – คำถามมีคำตอบ

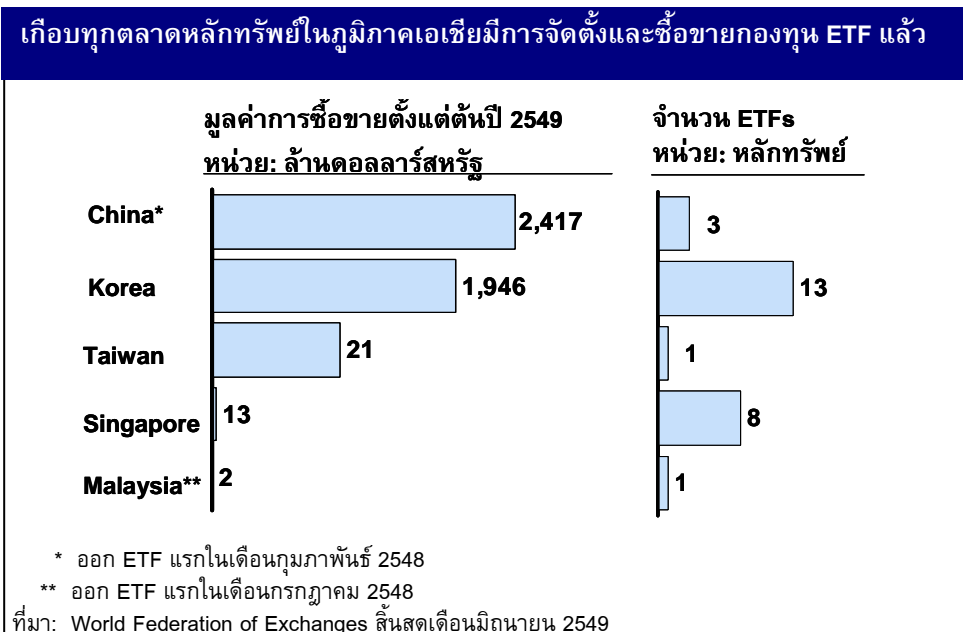
| คำถาม | คำตอบ (หน้า) |
|---|--------------|
| จริงหรือที่กองทุน ETF เป็นที่นิยมมากในต่างประเทศ | 4 |
| กองทุน ETF คืออะไร | 6 |
| สรุปแล้ว ETF คือหุ้นหรือกองทุน | 6 |
| Tracking error คืออะไร | 7 |
| NAV/unit คืออะไร | 8 |
| กองทุน ETF ต่างกับกองทุนอื่น ๆ อย่างไร โดยเฉพาะกองทุนแบบ index fund | 8 |
| ใครเกี่ยวข้องบ้างในกองทุน ETF | 10 |
| Participating dealer คือใคร | 10 |
| กองทุน ETF ทำงานอย่างไร | 11 |
| จะซื้อขายหน่วยลงทุนได้อย่างไรบ้าง | 11 |
| จริงหรือที่ว่าหน่วยลงทุน ETF มี 2 ราคา | 13 |
| จะทำ arbitrage ได้อย่างไร | 14 |
| กองทุน ETF คืออย่างไร สำหรับตลาดทุนโดยรวม | 16 |
| กองทุน ETF คืออย่างไร สำหรับบลจ. และบล. | 17 |
| กองทุน ETF คืออย่างไร สำหรับผู้ลงทุนรายย่อยและสถาบันทั้งในและต่างประเทศ | 18 |
| อะไรคือตัวชี้วัดความสำเร็จของกองทุน ETF | 23 |
| อะไรคือปัจจัยที่จะทำให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จ | 24 |
| อะไรคือข้อจำกัดในการออกกองทุน ETF ให้มีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องที่สูง | 25 |
| ดังนั้น ถ้าอยากเห็นกองทุน ETF สำเร็จดังที่กล่าวมา หน่วยงานที่เกี่ยวข้องจำเป็นต้องทำอย่างไร | 26 |
| ในเมื่อประเทศไทยมีกองทุน ETF กองหนึ่งอยู่แล้วซึ่งก็คือ กองทุน ABF (Asian Bond Fund) แล้วทำไมไม่ใช้ระบบและเกณฑ์ที่มีอยู่แล้ว | 30 |
| แล้วต่างประเทศในภูมิภาคนี้ เขากำหนดอย่างไร | 31 |
| สำหรับผู้จัดการกองทุนต่างชาติชั้นนำ อะไรคือสิ่งที่ช่วยให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จ | 34 |

ในปัจจุบัน กองทุนรวม Exchange Traded Fund หรือที่เรียกกันสั้น ๆ ว่า กองทุน ETF เป็นที่นิยมอย่างกว้างขวางในวงการตลาดทุน โดยเฉพาะจากผู้ลงทุนทั้งรายย่อยและสถาบัน ซึ่งดูได้จากการขยายตัวของมูลค่าทรัพย์สินที่กองทุนจัดการอยู่ (asset under management) ของทุกกองทุน ETF ทั่วโลกรวมกัน โดยมีอัตราการเติบโตแบบสะสม (Compound Annual Growth Rate) ประมาณร้อยละ 70 หรือเกือบเท่าตัวทุกทุกปีตั้งแต่ปี 2536 ทั้งนี้ ณ พฤษภาคมปี 2549 มีมูลค่า asset under management ของทุกกองทุน ETF ทั่วโลกรวมกันกว่า 18 ล้านล้านบาท ยิ่งไปกว่านั้นเกือบทุกตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชียไม่ว่าจะเป็นตลาดเกาหลี ตลาดไต้หวัน ตลาดสิงคโปร์ ตลาดมาเลเซีย หรือแม้กระทั่งตลาดใหม่อย่างตลาดจีน ได้มีการจัดตั้งและซื้อขายกองทุน ETF แล้ว (ภาคผนวก 1)

ภาพที่ 1: จำนวนกองทุน ETF และมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุน ETF ทั่วโลก



ภาพที่ 2: มูลค่าการซื้อขายและจำนวน ETF ของบางประเทศในภูมิภาคเอเชีย



ตารางที่ 1: ตัวอย่างกองทุน Equity ETF ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในเอเชียแปซิฟิก (ภาคผนวก 1)

| ประเทศ | ETF | ตลาดหลักทรัพย์ |
|-----------------|---|---|
| ออสเตรเลีย | streetTRACKS S&P/ASX 200 streetTRACKS S&P/ASX 50 | Australian Stock Exchange (ASX) Australian Stock Exchange (ASX) |
| จีน (รวมฮ่องกง) | China 50 ETF Tracker Fund of Hong Kong iShares FTSE/Xinhua China 25 | Shanghai Stock Exchange Hong Kong Exchanges Shanghai Stock Exchange |
| เกาหลี | Kodex 200 iShares MSCI South Korea Index Fund | Korea Exchange New York Stock Exchange |
| สิงคโปร์ | StreetTracks Straits Times Index iShares MSCI Singapore Index Fund | Singapore Exchange New York Stock Exchange |
| ไต้หวัน | iShares MSCI Taiwan Index Fund Polaris Taiwan 50 | New York Stock Exchange Taiwan Stock Exchange Corporation |
| มาเลเซีย | iShares MSCI Malaysia Index Fund | New York Stock Exchange |

กองทุน ETF คืออะไร ?

กองทุนรวม Exchange Traded Fund (ETF) พูดง่าย ๆ ก็คือกองทุนเปิดที่จดทะเบียนและซื้อขายในตลาด.เปรียบเสมือนเป็นหลักทรัพย์หนึ่ง ซึ่งมีนโยบายการลงทุนโดยมุ่งเน้นให้ได้อัตราผลตอบแทนเทียบเท่าดัชนีที่ใช้อ้างอิง ทั้งนี้รวมถึงดัชนีราคาหลักทรัพย์ ดัชนีราคาตราสารหนี้ ดัชนีราคาทองคำ

สำหรับการศึกษาจะมุ่งเน้นไปที่กองทุน ETF ที่อ้างอิงดัชนีราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ กองทุนเปิดที่จดทะเบียนและซื้อขายในตลาด.เปรียบเสมือนเป็นหลักทรัพย์หนึ่ง ซึ่งมีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนที่คล้ายกับ index fund แต่มีคุณสมบัติพิเศษที่ส่งเสริมการทำ market making และ arbitrage ส่งผลให้ราคาซื้อขายของหน่วยลงทุนมักจะเท่ากับมูลค่าต่อหน่วย ไม่มี discount เหมือนกับกองทุนจดทะเบียนกองอื่น ๆ

ตารางที่ 2: เปรียบเทียบกองทุนปิด กองทุนเปิด หุ้น และกองทุน ETF

| หัวข้อ | กองทุนปิด | กองทุนเปิด | หุ้น | กองทุน ETF |
|-------------------------|---|--|-----------------------------|---|
| 1. จำนวนหน่วยลงทุน | - คงที่ ไม่เพิ่ม ไม่ลด | - เพิ่ม หรือลดลงก็ได้ | - เพิ่ม หรือลดลงก็ได้ | - เพิ่ม หรือลดลงก็ได้ |
| 2. อายุโครงการ | - มีกำหนดที่แน่นอน | - ไม่มีกำหนด (evergreen) | - ไม่มีกำหนด (evergreen) | - ไม่มีกำหนด (evergreen) |
| 3. การซื้อขายหน่วยลงทุน | - เปิดให้จองซื้อครั้งเดียวเมื่อเริ่มต้นโครงการ - บลจ. ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนจนกว่าจะครบอายุโครงการ - แต่สามารถซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มเติม หรือขายคืนได้ เฉพาะกรณีที่บลจ. นำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาด. หรือมีการแต่งตั้งตัวแทนจัดการซื้อขาย | - สามารถซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มเติม หรือขายคืนให้กับบลจ. โดยตรงหรืออาจติดต่อผ่านตัวแทนสนับสนุนการขายก็ได้ (ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน) | - ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่าน บล. | - ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่าน บล. - บลจ. จะไม่รับซื้อหรือขายหน่วยลงทุนโดยตรง |
| 4. การจดทะเบียนซื้อขาย | - ทำได้แต่ไม่บังคับส่วนใหญ่นิยมจดทะเบียนหน่วยลงทุนในตลาด. เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับผู้ลงทุน | - ทำได้แต่ไม่บังคับส่วนใหญ่ไม่นิยมจดทะเบียนหน่วยลงทุนในตลาด. เพราะมีสภาพคล่องอยู่แล้ว | - จดทะเบียนในตลาด. | - จดทะเบียนในตลาด. |

| หัวข้อ | กองทุนปิด | กองทุนเปิด | หุ้น | กองทุน ETF |
|----------------------------------|--|---|--------------------------------------|--|
| 5. ราคาซื้อขาย | ในกรณีที่มีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาด. - เป็นไปตามกลไกของตลาด (real time) - มี discount ของราคาเมื่อเทียบกับมูลค่าต่อหน่วยซึ่งผู้ลงทุนสามารถติดต่อขอซื้อหน่วยลงทุนได้โดยตรงกับบลจ. ¹ | - ตามมูลค่าต่อหน่วยบวกหรือลบค่าธรรมเนียม (ถ้ามี) ณ สิ้นวัน หรือวันถัดมา ขึ้นอยู่กับเวลาการซื้อขาย | - เป็นไปตามกลไกของตลาด (real time) | - เป็นไปตามกลไกของตลาด (real time) - ไม่มี discount ของราคา เนื่องจากกองทุน ETF จะมี market maker ² เข้ามาทำราคาและมีคุณสมบัติที่ส่งเสริมให้มีการทำ arbitrage ³ ซึ่งส่งผลให้ราคาซื้อขายมักมีมูลค่าเท่ากับมูลค่าต่อหน่วย |
| 6. การประกาศมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ | - ประกาศให้ผู้ถือหน่วยลงทุนทราบทุกวันสุดท้ายของสัปดาห์ | - ประกาศทุกวันทำการที่มีการซื้อขายหน่วยลงทุน | - ไม่เกี่ยวข้อง | - ประกาศทุกวันทำการที่มีการซื้อขายหน่วยลงทุน |
| 7. ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง | - สามารถกระจายความเสี่ยงขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุนของกองทุน | - สามารถกระจายความเสี่ยงขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุนของกองทุน | - มีความเสี่ยงเฉพาะตัวจาก บจ. นั้น ๆ | - สามารถกระจายความเสี่ยงขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุนของกองทุน |

กองทุน ETF จะบริหารจัดการกองทุนแบบ passive ซึ่งมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนในอัตราที่เท่า ๆ กับดัชนีที่ใช้อ้างอิง (underlying index) เช่น SET 50 Index โดยเลือกกระจายการลงทุนในลักษณะเดียวกับสัดส่วนหรือน้ำหนัก (weight) ของดัชนีดังกล่าว เพื่อให้การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าต่อหน่วยลงทุน (Net Asset Value per unit – NAV per unit) ของกองทุนไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอ้างอิงให้มากที่สุด หรือที่เรียกว่าทำให้เกิด **tracking error** ให้น้อยที่สุด ตัวอย่างเช่น กองทุน ETF ที่อ้างอิง SET 50 Index จะลงทุนใน 50 หลักทรัพย์ที่ถูกนำไปรวมคำนวณค่าดัชนีหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ในบางกรณี กองทุน ETF จะลงทุนในตราสารอนุพันธ์เพื่อบริหารกองทุนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

¹ ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายกองทุนปิดที่จดทะเบียนในตลาด. ได้ 2 ช่องทางด้วยกัน คือ (1) ซื้อขายผ่านตลาด. เหมือนหลักทรัพย์ตัวหนึ่ง และ (2) ซื้อขายโดยตรงกับบลจ. ที่เป็นผู้บริหารกองทุนนั้น ๆ แต่สำหรับกองทุน ETF ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้เพียงช่องทางเดียว คือ ซื้อขายผ่านตลาด. เหมือนหลักทรัพย์ตัวหนึ่ง ไม่สามารถซื้อขายโดยตรงได้กับบลจ.

² กองทุน ETF ทุกกองจะต้องมี market maker อย่างน้อย 1 รายเพื่อทำหน้าที่ดูแลสภาพคล่องของหน่วยลงทุน ETF นั้น ๆ

³ โปรดดูรายละเอียดเรื่องการทำ arbitrage ได้จากส่วน “กองทุน ETF ทำงานอย่างไร”

ข้อสังเกต

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนต่อหน่วย คือมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดที่กองทุนถือครองอยู่ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง โดยต้องทำการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิทุกวันทำการ และต้องได้รับการตรวจสอบและเห็นชอบโดยผู้ดูแลผลประโยชน์ ที่ถูกนำมาหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนที่ออกจำหน่ายทั้งหมดของกองทุนรวมนั้น

$$\text{มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV/unit)} = \frac{\text{มูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาด} + \text{ผลตอบแทนสะสม} + \text{เงินสด} - \text{ค่าใช้จ่าย และหนี้สินของกองทุน}}{\text{จำนวนหน่วยลงทุน}}$$

มูลค่าต่อหน่วยลงทุนนี้เองที่จะแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนซึ่งผู้ถือหน่วยลงทุนพึงจะได้รับ และใช้เข้ามาเปรียบเทียบกับดัชนีอ้างอิง กล่าวคือ ถ้ามูลค่าต่อหน่วยน้อยกว่าราคาที่ลงทุนเริ่มแรก ผู้ลงทุนอยู่ในฐานะขาดทุน แต่ถ้ามูลค่าต่อหน่วยมากกว่าราคาที่ลงทุนเริ่มแรก ผู้ลงทุนอยู่ในฐานะกำไร

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่ากองทุน ETF จะมีความคล้ายคลึงกับกองทุนเปิดแบบ index fund แต่กองทุน ETF ก็มีคุณสมบัติบางอย่างที่แตกต่างออกไปเพื่อส่งเสริมสภาพคล่องและสร้างเสถียรภาพทางราคา

ตารางที่ 3: เปรียบเทียบระหว่างกองทุน ETF และกองทุนเปิดแบบ Index Fund

| หัวข้อ | กองทุน ETF | กองทุนเปิดแบบ Index Fund |
|--|---|---|
| 1. นโยบายการลงทุน | <ul style="list-style-type: none"> - กำหนดสัดส่วนการลงทุนที่แน่นอนตรงตามน้ำหนักของหลักทรัพย์ที่รวมคำนวณในดัชนีที่ใช้อ้างอิง โดยจะมีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ถือครองทุกวัน - ปรับปรุงรายชื่อหากมีการเปลี่ยนแปลงในหลักทรัพย์ที่ใช้รวมคำนวณในดัชนีดังกล่าว | โดยทั่วไปจะกำหนดสัดส่วนในภาพรวมว่าลงทุนตราสารประเภทใดในสัดส่วนเท่าใด แต่ไม่ได้รับुरายชื่อหลักทรัพย์อย่างชัดเจน |
| 2. การเพิ่มหรือลดจำนวนหน่วยลงทุน (การออกหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุน) | <ul style="list-style-type: none"> - มีเพียงผู้ร่วมคำนวณหน่วยลงทุนที่ถูกแต่งตั้งโดย บลจ. (หรือที่เรียกว่า dealer) เท่านั้นที่สามารถขอออกหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนกับ บลจ. - เป็นธุรกรรมแบบแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่รวมคำนวณในดัชนีอ้างอิงและหน่วยลงทุน (in-kind transaction) | <ul style="list-style-type: none"> - ซื้อขายโดยตรงที่ บลจ. หรือผ่าน agent ที่ธนาคารพาณิชย์ - เป็นธุรกรรมที่แลกเปลี่ยนระหว่างเงินสดและหน่วยลงทุน (in-cash transaction) |
| 3. การซื้อขายหน่วยที่มีอยู่ในตลาด. | ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบล. เปรียบเสมือนเป็นหลักทรัพย์หนึ่ง | <ul style="list-style-type: none"> - สามารถซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มเติม หรือขายคืนให้กับบลจ. โดยตรงหรืออาจติดต่อผ่านตัวแทนสนับสนุนการขายก็ได้ (ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน) ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบล. เปรียบเสมือนเป็นหลักทรัพย์หนึ่ง ในกรณีที่บลจ. นำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาด. |

| หัวข้อ | กองทุน ETF | กองทุนเปิดแบบ Index Fund |
|--|--|--|
| 4. ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการลงทุน ⁴ | <ul style="list-style-type: none"> - ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนแต่ไม่ได้เรียกเก็บจากนักลงทุนโดยตรง (expense ratio): เฉลี่ยประมาณ 0.5% เนื่องจากเป็นการลงทุนแบบ passive มากกว่า (ภาคผนวก 1) - ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อ หรือผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง: จะมีแต่ค่า brokerage fee ประมาณ 0.25% (ภาคผนวก 1) | <ul style="list-style-type: none"> - ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนแต่ไม่ได้เรียกเก็บจากนักลงทุนโดยตรง (expense ratio): เฉลี่ยกว่า 0.8% เนื่องจากเป็นการลงทุนแบบ passive มากกว่า (ภาคผนวก 2) - ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อ หรือผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง (ภาคผนวก 2): <ul style="list-style-type: none"> • ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุนและการรับซื้อคืน เฉลี่ยกว่า 0.5% • ค่าใช้จ่ายตามที่จ่ายจริง เช่น ค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุน ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ • ค่า brokerage fee ประมาณ 0.25% ในกรณีที่บลจ. นำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาด. |

⁴ ข้อมูลของกองทุน ETF เป็นข้อมูลเฉลี่ยจากกองทุน ETF หลัก ๆ ซึ่งจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์หลักในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก และข้อมูลของกองทุนเปิดแบบ index fund เป็นข้อมูลเฉลี่ยจากกองทุนประเภท index fund ทั้งหมดในประเทศไทย ณ เมษายน 2549 นอกจากนี้ หากต้องการดูข้อมูลเปรียบเทียบของค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากกองทุนระหว่างกองทุน ETF และ index fund ในอเมริกาและยุโรป โปรดดูได้จากภาคผนวก 3

ใคร คือ ใคร ในกองทุน ETF ?

หน่วยงานและ/หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองทุน ETF หลัก ๆ มีดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.)
 - ตลาดรองที่อำนวยความสะดวกในการซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ลงทุน
2. บลจ./ ผู้จัดการกองทุน/ ที่ปรึกษากองทุน (fund management company/ fund manager/ fund advisor)
 - บริหารจัดการกองทุนโดยนำเงินไปลงทุนตามนโยบายการลงทุนที่กำหนดไว้
 - คำนวณและเปิดเผยสัดส่วนของกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงและมูลค่าทรัพย์สินสุทธิทุกวันที่ทำการซื้อขาย
 - บางกองทุน อาจแต่งตั้งที่ปรึกษากองทุน หรือที่เรียกว่า technical fund/ sub fund manager เพื่อให้คำปรึกษาในเชิงเทคนิคและช่วยทำการตลาด
3. ผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustee) คือ สถาบันการเงินที่มีคุณสมบัติตามที่ก.ล.ต. กำหนด
 - ทำหน้าที่ในการดูแลบริษัทหลักทรัพย์ให้ปฏิบัติตามโครงการ การเก็บรักษาทรัพย์สิน และทำบัญชีการรับจ่ายทรัพย์สิน เป็นต้น ซึ่งเป็นหน้าที่ตามมาตรา 127 แห่ง พรบ.หลักทรัพย์ฯ
 - เป็นตัวแทนของผู้ถือหน่วยลงทุนในการดำเนินคดีฟ้องร้องกรณีที่บลจ. ปฏิบัติงานโดยมิชอบ
4. ผู้ออกดัชนีราคาหลักทรัพย์ (index vendor)
 - ปัจจุบัน ตลท. เป็นผู้ออกและเป็นเจ้าของดัชนีทุกดัชนีในประเทศไทย
 - คำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์ real time
 - ส่งผ่านข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนในการคำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์ให้กับผู้จัดการกองทุน/ที่ปรึกษากองทุนเพื่อกำหนดสัดส่วนการออก/ไถ่ถอนหน่วยลงทุน ETF ในวันซื้อขายวันต่อไป
5. ผู้ร่วมค้าหน่วยลงทุนที่ถูกแต่งตั้งโดยบลจ. (participating dealers)
 - จะเป็นหน่วยงานใดก็ได้ที่ได้รับใบอนุญาตการเป็นนายหน้าจากก.ล.ต. เช่น บริษัทหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ และถูกแต่งตั้งให้ทำหน้าที่เป็น participating dealer จากบลจ. อย่างไรก็ตาม โดยปกติผู้ที่เข้ามาขอสมัครเป็น participating dealer นี้ มักจะเป็นบล. เนื่องจากมีความสามารถในการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์และหน่วยลงทุน ETF ในตลท. ได้เลย
 - สามารถขอให้ออก (create) และขอไถ่ถอน (redeem) หน่วยลงทุน ETF ทั้งในนามของลูกค้าและของตนเอง เพื่อเพิ่มหรือลดจำนวนหน่วยลงทุนให้ตอบสนองต่อความต้องการของตลาดและเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคาระหว่างราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF และ NAV ต่อหน่วยได้
 - Participating dealer อย่างน้อย 1 รายจะต้องทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่องในตลาดรอง (market makers) ทำหน้าที่ดูแลสภาพคล่องของการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนในตลท. ซึ่งมีหน้าที่รวมถึงการเสนอราคารับซื้อและการเสนอราคาขาย และหน้าที่อื่นใดที่กำหนดในสัญญาการเป็นผู้ดูแลสภาพคล่องในตลท.

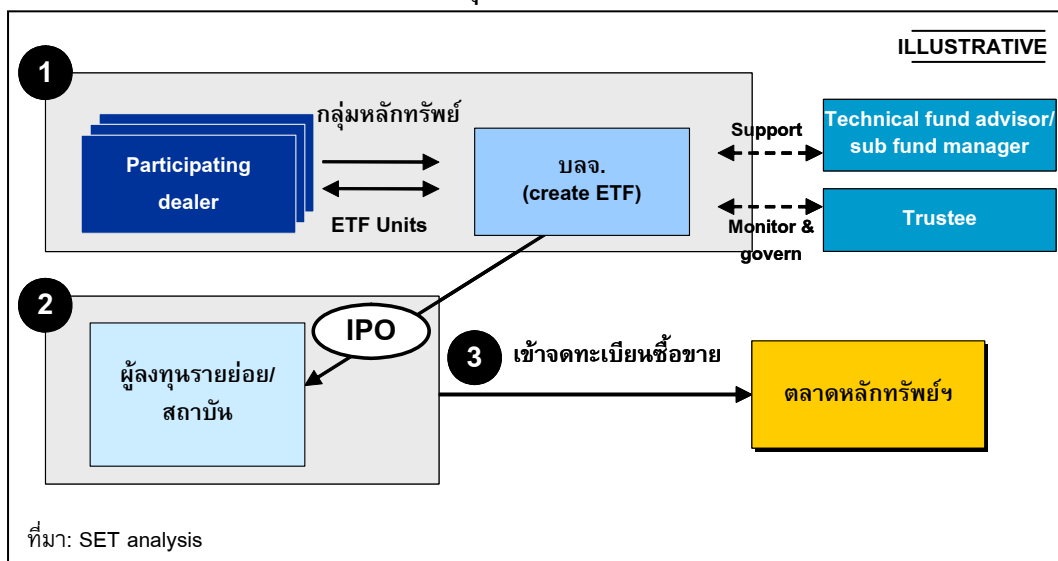
กองทุน ETF ทำงานอย่างไร ?

โครงสร้างและการทำงานหลักของกองทุน ETF มีดังนี้

1. การจัดตั้ง ETF ซึ่งรวมถึงการทำ IPO:

- บลจ. และ participating dealers นำหลักทรัพย์ที่มีอยู่มารวมจัดตั้งกองทุน ETF ที่อ้างอิงดัชนีราคาหลักทรัพย์ และนำหน่วยลงทุนเข้าจดทะเบียนในตลาด. เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้ง่ายขึ้น
- โดยปกติแล้ว ราคาซื้อขายของ ETF มักจะสอดคล้องกับระดับดัชนีที่กองทุนนั้นใช้อ้างอิง เช่น 1 หน่วย ETF จะมีมูลค่าประมาณ 1/10 ของระดับดัชนีที่ใช้อ้างอิง ทั้งนี้สัดส่วนดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับขนาดของกองทุนเทียบกับมูลค่าตามราคาตลาดของดัชนีที่ใช้อ้างอิง

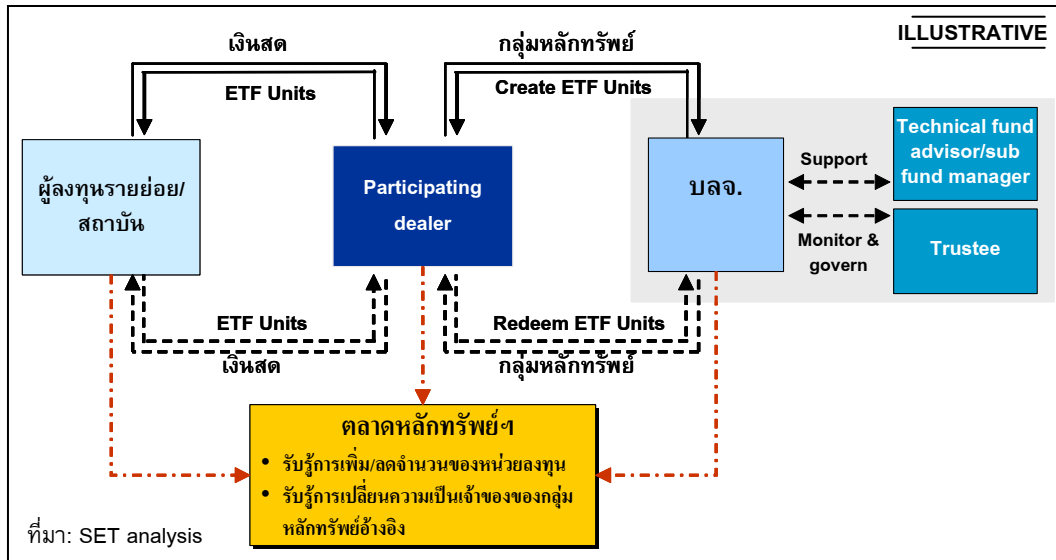
ภาพที่ 3: กระบวนการในการจัดตั้งกองทุน ETF



2. การเพิ่มหรือลดจำนวนหน่วยลงทุน หรือที่เรียกว่าการซื้อขายแบบ primary

- มีเพียง participating dealers ที่สามารถขอให้ออก (create) และขอไถ่ถอน (redeem) หน่วยลงทุน ETF ทั้งในนามของลูกค้าและของตนเอง เพื่อเพิ่มหรือลดจำนวนหน่วยลงทุนให้ตอบสนองต่อความต้องการของตลาดและเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคาระหว่างราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF และ NAV ต่อหน่วยได้ โดยกระบวนการนี้สามารถทำได้ตลอดเวลาการซื้อขาย จึงทำให้ขนาดของกองทุนมีการปรับเปลี่ยนได้ตลอดเวลา
- อย่างไรก็ตาม การ create หรือ redeem จะต้องทำในรูปแบบ in-kind เท่านั้น กล่าวคือ ในการ create จะต้องนำกลุ่มหลักทรัพย์ที่รวมคำนวณในดัชนีอ้างอิง (โดยสัดส่วนของแต่ละหลักทรัพย์มักจะสอดคล้องกับสัดส่วนหรือน้ำหนักในการคำนวณดัชนี ซึ่งจะถูกกำหนดให้ชัดเจนโดยบลจ. - โปรดดูตัวอย่างการคำนวณสัดส่วนของหน่วยลงทุน ETF เพื่อรองรับการซื้อขายแบบ primary จากตัวอย่างที่ 1) ส่งมอบให้กับบลจ. เพื่อรับ ETF ในขณะที่การ redeem ETF นั้น ก็จะได้รับเป็นหลักทรัพย์ทุกตัวตามสัดส่วนดังกล่าว โดยจะไม่ได้รับเป็นเงินสดดังเช่นกรณีของ index fund
- นอกจากนั้น การ create หรือ redeem จะสามารถกระทำได้ในปริมาณที่สูงตามที่ได้มีการกำหนดไว้ก่อนหน้า เช่น กำหนดให้เป็นจำนวนขั้นต่ำ 100,000 หน่วย หรือจำนวนเท่าของ 100,000 หน่วยเท่านั้น

ภาพที่ 4: กระบวนการในการเพิ่มหรือลดจำนวนหน่วยลงทุน (ซื้อขายแบบ primary)



ตัวอย่างที่ 1: การคำนวณสัดส่วนของหน่วยลงทุน ETF เพื่อรองรับการซื้อขายแบบ primary

สมมติฐานพื้นฐาน

- กองทุน ETF นี้อ้างอิงดัชนี SET 3 Index
- SET 3 Index ประกอบไปด้วย 3 หลักทรัพย์ ได้แก่ หลักทรัพย์ A หลักทรัพย์ B และหลักทรัพย์ C
- ณ สิ้นวันของวันทำการซื้อขาย สมมติว่าเป็นวันพุธ โดยปกติ ตลท. จะสรุปจำนวนหุ้นของแต่ละหลักทรัพย์เพื่อนำไปใช้คำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์ในวันซื้อขายวันต่อไป
- ตลท. จะต้องส่งข้อมูลนี้พร้อมกับราคาปิดไปให้บลจ.
- บลจ. จะนำข้อมูลนี้ไปประกอบการตัดสินใจในการกำหนดสัดส่วนและน้ำหนักของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้อ้างอิงสำหรับหน่วยลงทุน ETF ทั้งนี้อาจไม่เท่ากับสัดส่วนและน้ำหนักที่ใช้ในการคำนวณดัชนีก็ได้
- เพื่อให้เข้าใจง่าย จากตารางข้างล่าง สมมติว่า บลจ. กำหนดสัดส่วนและน้ำหนักเท่ากับของดัชนี และหน่วยลงทุน ETF มีราคาปิดที่ 1,000 บาทต่อหน่วย จะสามารถสรุปได้ว่า ในการขอ create หรือ redeem 1 หน่วยลงทุน ETF จะมีค่าเท่ากับ 23 หุ้น A 18 หุ้น B และ 18 หุ้น C
- ข้อมูลของสัดส่วนข้างต้นจะถูกใช้ในการขอ create หรือ redeem ในวันซื้อขายวันถัดไปตลอดเวลาการซื้อขาย หรือวันหยุดห้วงสัปดาห์ในกรณีตัวอย่างนี้ โดยมาคำนวณว่าราคาซื้อขายของหลักทรัพย์ในวันนั้นจะเปลี่ยนเป็นเท่าไรบ้าง
- นอกจากนั้นข้อมูลของสัดส่วนข้างต้นนี้จะถูกส่งกลับมาให้ตลท. เพื่อใช้คำนวณมูลค่าต่อหน่วยในวันซื้อขายวันถัดไป ทั้งนี้อาจแสดงข้อมูลเป็นรอบเวลาก็ได้ เช่น ทุก ๆ 15 นาที

| Index File: Sent by SET to fund manager | | | | | Index Basket File: Calculated and sent by fund manager to SET | | |
|--|------|---------|-------------|------------------|--|------------------|--|
| บจ. | P | Index Q | Value (THB) | Weight (%) (THB) | P | Basket Q / 1 ETF | |
| A | 20 x | 100 | = 2,000 | 46% | 460 ÷ 20 = | 23 | |
| B | 10 x | 80 | = 800 | 18% | 180 ÷ 10 = | 18 | |
| C | 20 x | 80 | = 1,600 | 36% | 360 ÷ 20 = | 18 | |
| | | | | 4,400 | 1,000 | | |

ข้อสังเกต

ณ เวลาหนึ่ง หน่วยลงทุน ETF จะแสดงข้อมูลทางราคา 2 ประเภทด้วยกันคือ

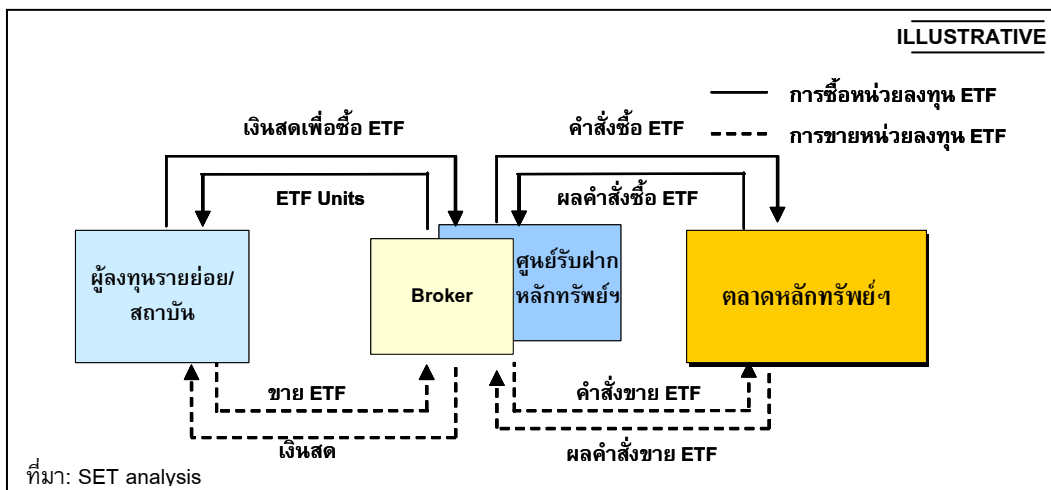
- **ราคาซื้อขาย (trading price)** คือราคาที่ซื้อขายในตลาด. จะเปลี่ยนแปลงตามกลไกของตลาด
- **มูลค่าต่อหน่วย (NAV per unit)** คือมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนต่อหน่วย ซึ่งคำนวณจากราคาซื้อขายของกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง มูลค่าต่อหน่วยนี้เองคือมูลค่าที่ participating dealers พึงจะได้รับหรือเสีย หากมีการขอ redeem หรือ create หน่วยลงทุน ETF

เนื่องจากมีเพียง participating dealers เท่านั้นที่สามารถขอ create หรือ redeem หน่วยลงทุนได้ โอกาสที่จะเกิดส่วนต่างทางราคาระหว่างราคาซื้อขายและมูลค่าต่อหน่วยจึงมีค่อนข้างสูง ซึ่งเป็นช่องทางให้ participating dealer เข้าทำกำไรและทำให้ส่วนต่างทางราคานี้หมดไป (โปรดดูรายละเอียดเกี่ยวกับการทำ arbitrage ในส่วนต่อไป)

3. การซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาด. (ตลาดรอง)

- ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุน ETF ได้เสมือนหุ้น 1 ตัว นั่นคือจะต้องซื้อขายผ่านบล. และสามารถรู้ราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF นั้น real time

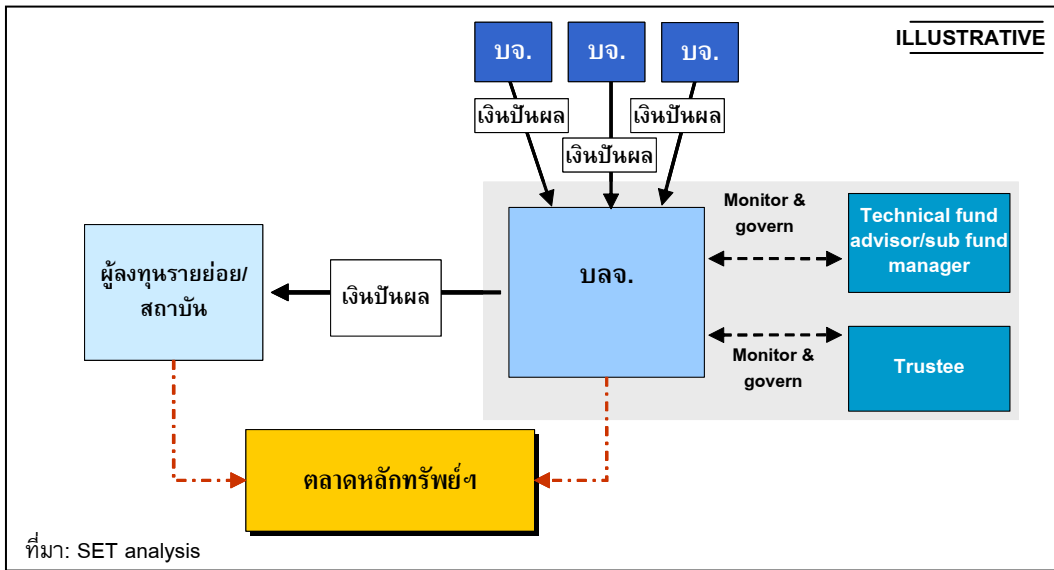
ภาพที่ 5: กระบวนการในการซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาด.



4. การจ่ายเงินปันผลและสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ

- บลจ. จะเป็นผู้ถือครองสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ เช่น voting right เงินปันผล ที่ได้รับจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่นำมารวมคำนวณในดัชนีอ้างอิง
- ทั้งนี้ บลจ. มีสิทธิ์ที่จะจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหน่วยหรือไม่จ่ายก็ได้ เหมือนกองทุนรวมอื่นๆ โดยจะต้องระบุรายละเอียดดังกล่าวไว้ในหนังสือชี้ชวน

ภาพที่ 6: กระบวนการในการรับและจ่ายเงินปันผลของกองทุน ETF



5. การทำ arbitrage

- อีกคุณสมบัติหนึ่งของกองทุน ETF ที่ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับกองทุน ETF และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง ซึ่งเป็นผลมาจากการที่กองทุน ETF มีการซื้อขายแบบ primary และการซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาด.
- การทำ arbitrage จะเกิดขึ้นเมื่อมีความแตกต่างระหว่างราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF ในตลาด. และมูลค่าต่อหน่วย (โปรดดูรายละเอียดจากตัวอย่างที่ 2)
- ในที่สุด การทำ arbitrage จะส่งผลทำให้ความแตกต่างระหว่างราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF ในตลาด. และมูลค่าต่อหน่วยหมดไป หรือไม่เกิด discount ของราคาซื้อขายเหมือนกองทุนจดทะเบียนกองอื่น ๆ

ตัวอย่างที่ 2: การทำ arbitrage ระหว่างราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF ในตลาด. และมูลค่าต่อหน่วย

สมมติฐานพื้นฐาน

- กองทุน ETF นี้อ้างอิงดัชนี SET 3 Index
- SET 3 Index ประกอบไปด้วย 3 หลักทรัพย์ได้แก่ หลักทรัพย์ A หลักทรัพย์ B และหลักทรัพย์ C
- ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ และการขอ create / redeem หน่วยลงทุน ETF

กรณีที่ 1: หุ่นถูก หน่วยลงทุน ETF แพง

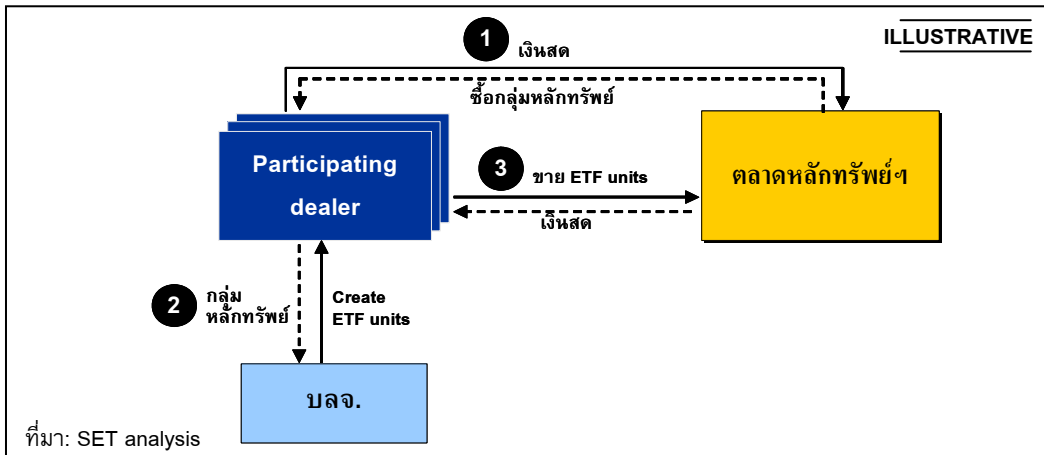
ณ เวลาหนึ่ง ราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF อยู่ที่ระดับ 12 บาทต่อหน่วยลงทุน ในขณะที่มูลค่าต่อหน่วยอยู่ที่ 10 บาท ดังนั้นถ้าจะทำ arbitrage จะต้องทำโดย

- ผู้ที่ทำ arbitrage ซื้อกลุ่มหลักทรัพย์จากตลาด. (ในกรณีนี้ประกอบไปด้วย 3 หลักทรัพย์ ได้แก่ หลักทรัพย์ A หลักทรัพย์ B และหลักทรัพย์ C) ด้วยต้นทุน 10 บาท เพื่อที่จะนำไปขอ create หน่วยลงทุน ETF
- นำกลุ่มหลักทรัพย์นี้ไปขอ create หน่วยลงทุน ETF กับบลจ.
- นำหน่วยลงทุน ETF ที่ได้มาไปขายในตลาด. ทันทีในราคา 12 บาทต่อหน่วย
- จากรูขุมทรัพย์ทั้งหมด ผู้ที่ทำ arbitrage จะได้กำไรจากส่วนต่างทางราคาประมาณ 2 บาทต่อหน่วยลงทุน

ต่อหน้าต่อไป

ตัวอย่างที่ 2 (ต่อ): การทำ arbitrage ระหว่างราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF ในตลาด. และมูลค่าต่อหน่วย

ภาพที่ 7: กระบวนการในการทำ arbitrage กรณีหุ้นถูก หน่วยลงทุน ETF แพง

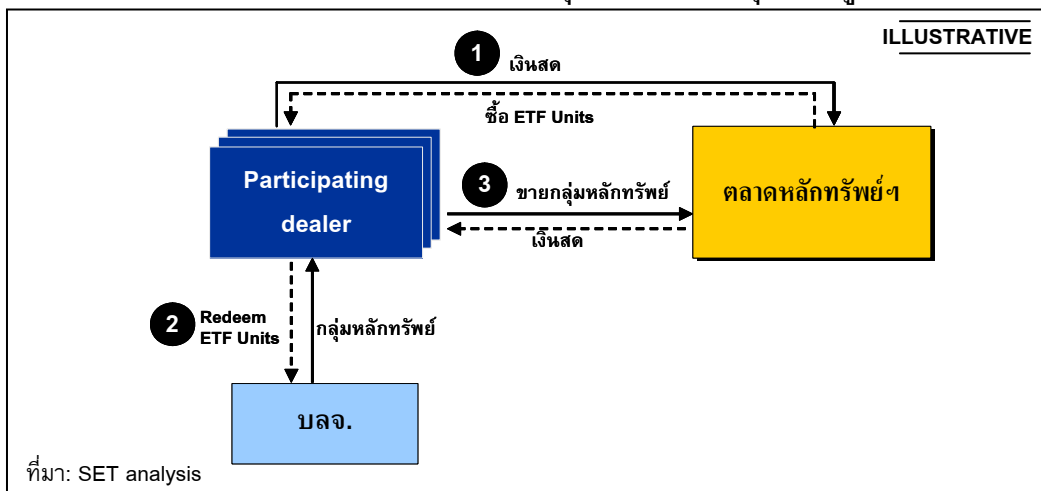


กรณีที่ 2: หุ้นแพง หน่วยลงทุน ETF ถูก

ตรงกันข้ามกับกรณีที่ 1 ณ เวลาหนึ่ง ราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF อยู่ที่ระดับ 10 บาทต่อหน่วยลงทุน ในขณะที่มูลค่าต่อหน่วยอยู่ที่ 12 บาท ดังนั้นถ้าจะทำ arbitrage จะต้องทำโดย

- ผู้ที่ทำ arbitrage ซื้อหน่วยลงทุน ETF ณ ราคาซื้อขาย 10 บาทต่อหน่วย
- นำหน่วยลงทุน ETF นี้ ไปขอ redeem กับบลจ. เพื่อที่จะได้รับกลุ่มหลักทรัพย์กลับมา (ในกรณีนี้ประกอบไปด้วย 3 หลักทรัพย์ ได้แก่ หลักทรัพย์ A หลักทรัพย์ B และหลักทรัพย์ C)
- นำกลุ่มหลักทรัพย์นี้ไปขายในตลาด. ทันทีในราคาตลาด ด้วยราคาทั้งหมด 12 บาท หรือประมาณเท่ากับมูลค่าต่อหน่วยของหน่วยลงทุน ETF
- จากธุรกรรมทั้งหมด ผู้ที่ทำ arbitrage จะได้กำไรจากส่วนต่างทางราคาประมาณ 2 บาทต่อหน่วยลงทุน

ภาพที่ 8: กระบวนการในการทำ arbitrage กรณีหุ้นแพง หน่วยลงทุน ETF ถูก



ข้อสังเกต

ถึงแม้ว่าในทางทฤษฎีใคร ๆ ก็สามารถทำ arbitrage ได้ แต่ในทางปฏิบัติ ผู้ที่ทำ arbitrage หรือผู้ที่สามารถจกฉวยโอกาสนั้นไว้ทัน มักจะเป็น participating dealer ที่เป็นบล.ด้วย เนื่องจากเป็นผู้ที่สามารถส่งคำสั่งซื้อขายได้ทันทีและสามารถขอ create/ redeem ได้โดยตรงกับบลจ.

กองทุน ETF คืออย่างไร ?

ผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยโดยรวม

กองทุน ETF สามารถช่วยพัฒนาตลาดหุ้นไทยโดยรวมด้วยการเพิ่มสภาพคล่องให้กับทั้งตลาดซึ่งรวมไปถึง (i) สภาพคล่องที่จะเกิดขึ้นจากการซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF เอง (ii) สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นของกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง และ (iii) สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นของตราสารอนุพันธ์ที่ชัดเจนนี้อ้างอิงตัวเดียวกันกับกองทุน ETF นั้น ๆ เช่น SET 50 Index Futures กับ กองทุน ETF ที่อ้างอิง SET 50 Index

- (i) เหมือนหลักทรัพย์อื่น ๆ ทั่วไป หากกองทุน ETF เป็นที่นิยมในหมู่ผู้ลงทุนทั้งรายย่อยและสถาบันสูงมากเท่าไร จะส่งผลทำให้มูลค่าการซื้อขายและสภาพคล่องของกองทุน ETF นั้น ๆ สูงมากตามไปด้วย นอกจากนี้คุณลักษณะของ ETF ที่เปิดโอกาสให้สามารถเก็งกำไร (ทำ arbitrage) จะส่งเสริมให้มูลค่าการซื้อขายและสภาพคล่องของกองทุน ETF ยิ่งสูงขึ้นไปอีก
- (ii) จากงานศึกษาของ Hegde และ McDermott (2002) เกี่ยวกับสภาพคล่องของ Diamonds ETF⁵ QQQQ ETF⁶ และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงของมัน (ในกรณีนี้ได้แก่ 30 หลักทรัพย์จากดัชนี DJIA และ 100 หลักทรัพย์จากดัชนี Nasdaq-100) พบว่า การซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF ส่งผลทำให้สภาพคล่องของกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงเพิ่มขึ้นเนื่องจาก
 - ด้วยความไม่เท่ากันของข้อมูลและความสามารถในการเข้าถึงตลาด (market access) ราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF และราคาซื้อขายของกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงไม่จำเป็นต้องเท่ากันซึ่งแสดงให้เห็นจากมูลค่าต่อหน่วย (ตามที่ได้อธิบายไว้แล้วในส่วน “กองทุน ETF ทำงานอย่างไร”) ทั้งนี้ราคาซื้อขายจะเป็นไปตามกลไกของตลาด กล่าวคือขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานของ ETF และหลักทรัพย์อ้างอิงนั้น ๆ
 - เมื่อเกิดส่วนต่างทางราคากระหว่างราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ETF และมูลค่าต่อหน่วย (arbitrage opportunity) จะมีการทำ arbitrage ส่งผลให้มีการ create และ redeem หน่วยลงทุน ETF ซึ่งโดยปกติการ create หรือ redeem จะกำหนดจำนวนขั้นต่ำ เช่น 100,000 หน่วยเป็นอย่างต่ำ และส่งผลให้มีการซื้อขายหุ้นแบบกระจาย ด้วยเหตุนี้เอง ทำให้สภาพคล่องของกองทุน ETF และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงเพิ่มขึ้น (โดยปรากฏการณ์ทั้งหมดนี้ถูกเรียกว่า arbitrage hypothesis)
 - อีกทั้ง การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องของทั้งกองทุน ETF และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จะกระตุ้นและดึงดูดให้ผู้ลงทุนรายย่อยหันมาลงทุนในกองทุน ETF และหลักทรัพย์อ้างอิงมากขึ้นด้วย
- (iii) นอกจากนี้ งานศึกษายังพบอีกว่า การทำ arbitrage ของหน่วยลงทุน ETF จะส่งผลทำให้สภาพคล่องของตราสารอนุพันธ์ที่ชัดเจนนี้อ้างอิงตัวเดียวกันกับกองทุน ETF นั้น ๆ เพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากว่า ผู้ที่จะทำ arbitrage มักจะทำการซื้อตราสารอนุพันธ์เพื่อช่วยในการบริหารกองทุนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

กองทุน ETF สามารถช่วยขยายฐานผู้ลงทุนโดยเฉพาะผู้ลงทุนสถาบันทั้งในและต่างประเทศ และผู้ลงทุนรายย่อยในปัจจุบันและผู้ลงทุนหน้าใหม่ที่ไม่อยากลงทุนในหุ้นโดยตรงเพราะกลัวความเสี่ยงที่สูง ซึ่งจะทำให้ความสนใจลงทุนในกองทุน ETF เนื่องจากสิทธิประโยชน์และคุณสมบัติต่าง ๆ ของกองทุน ETF (โปรดดูรายละเอียดจากส่วน “ประโยชน์ต่อผู้ลงทุน”)

นอกจากนั้น การจัดตั้งกองทุน ETF จะช่วยกระตุ้นให้มีการพัฒนาตราสารทางการเงินใหม่ ๆ เนื่องจากการจัดตั้งกองทุน ETF เป็นการเพิ่มทางเลือกในการลงทุนแก่ผู้ที่สนใจลงทุนและก่อให้เกิดการแข่งขันในตลาดหุ้น ส่งผลทำให้บริษัททางการเงินต่าง ๆ ต้องหาทางพัฒนาตราสารทางการเงินประเภทใหม่ ๆ ที่มีคุณภาพและตรงกับความต้องการของผู้ลงทุนให้มากที่สุด

⁵ กองทุน ETF ที่ชื่อ Diamonds ซึ่งอ้างอิงและลงทุนตามดัชนี Dow Jones Industrial Average (DJIA) และจดทะเบียนและซื้อขายที่ NYSE

⁶ กองทุน ETF ที่ชื่อ QQQQ ซึ่งอ้างอิงและลงทุนตามดัชนี Nasdaq-100 และจดทะเบียนและซื้อขายที่ AMEX

ผลกระทบต่อผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุน (market participants): บลจ. และบล.

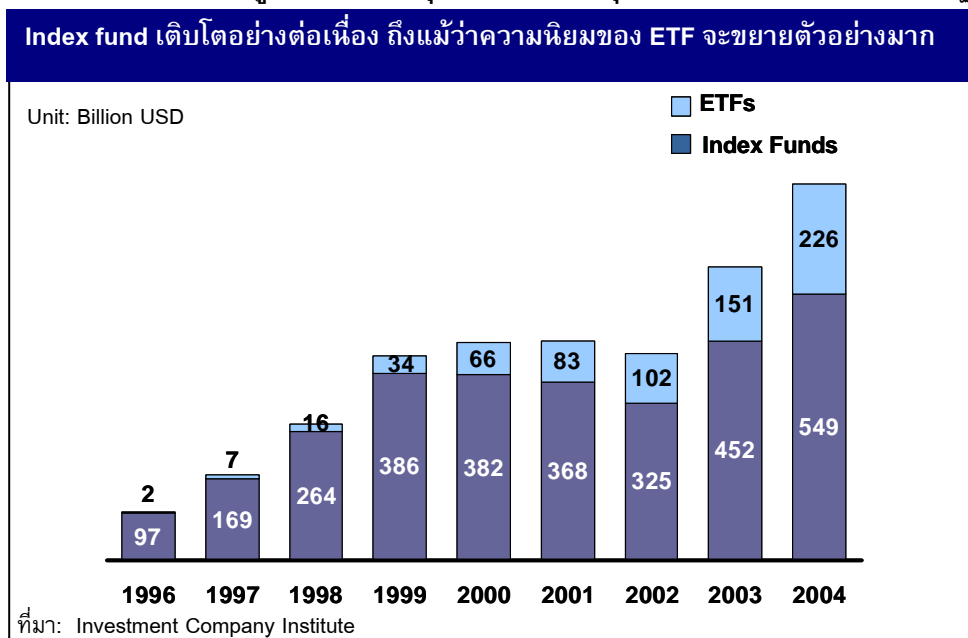
กองทุน ETF สร้างโอกาสทางธุรกิจให้แก่ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน (market participants) ซึ่งหลัก ๆ ประกอบด้วย (1) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) และ (2) บริษัทหลักทรัพย์ (บล.)

(1) บลจ.

การอนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุน ETF เป็นการเปิดโอกาสให้สามารถคิดค้นและออกตราสารประเภทใหม่ ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าในปัจจุบัน และเพื่อดึงดูดลูกค้าใหม่ ๆ โดยอาจมีการจัดตั้งกองทุน ETF ที่เลือกใช้ดัชนีอ้างอิงให้เหมาะสมกับความต้องการของผู้ลงทุน เช่น Blue Chip Index หรือดัชนีรายอุตสาหกรรม เป็นต้น

ถึงแม้ว่ากองทุน ETF อาจถูกมองว่าเป็นตราสารที่จะมาแบ่งส่วนแบ่งทางการตลาดจากกองทุนรวมประเภท index fund แต่เมื่อทำการศึกษาผลกระทบดังกล่าวที่ประเทศสหรัฐอเมริกาพบว่า index fund ไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากการขยายตัวของกองทุน ETF โดยมูลค่าสินทรัพย์ของ index fund ยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นในช่วงเวลาก่อนหรือหลังการมีกองทุน ETF

ภาพที่ 9: เปรียบเทียบมูลค่าสินทรัพย์สุทธิระหว่างกองทุน index fund และ ETF ในสหรัฐอเมริกา



(2) บล.

สำหรับบล.แล้ว การจัดตั้งกองทุน ETF นั้นเปรียบเสมือนการมีหลักทรัพย์อีกหลักทรัพย์หนึ่งเพิ่มขึ้นเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนในปัจจุบันและผู้ลงทุนหน้าใหม่ เพราะถ้าผู้ลงทุนต้องการที่จะซื้อขายหน่วยลงทุน ETF ผู้ลงทุนจำเป็นต้องกระทำผ่านบล.เท่านั้น หรือพูดง่าย ๆ ก็คือ ยิ่งกองทุน ETF มีมูลค่าการซื้อขายมากเท่าไร บล.ก็จะได้ค่า brokerage fee เป็นสัดส่วนมากเท่านั้น นอกจากนี้กองทุน ETF ยังเปิดโอกาสให้บล.ที่ได้รับแต่งตั้งให้เป็น participating dealers สามารถทำ arbitrage จากส่วนต่างทางราคาตั้งที่ได้อธิบายไว้แล้วในส่วน “กองทุน ETF ทำงานอย่างไร” ในหัวข้อที่ 5 ว่าด้วยเรื่องการทำ arbitrage เนื่องจากบล.เป็นผู้ที่สามารถส่งคำสั่งซื้อขายได้ทันทีและสามารถขอ create/ redeem ได้โดยตรงกับบลจ.

ผลกระทบต่อผู้ลงทุน

ด้วยความต้องการที่แตกต่าง ผู้ลงทุนสามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ๆ ได้แก่ (1) ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ (2) ผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศ และ (3) ผู้ลงทุนรายย่อย

(1) **ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ** ซึ่งรวมถึงธนาคารพาณิชย์ กองทุนต่าง ๆ บริษัทประกัน เป็นต้น โดยมีเป้าหมายในการลงทุนที่ไม่เหมือนกันและมองเห็นประโยชน์ของกองทุน ETF ที่แตกต่างกันออกไป อย่างไรก็ตาม เนื่องจากยังไม่ได้มีการทำ market consultation เพื่อศึกษาความต้องการที่แท้จริงของผู้ลงทุนสถาบันแต่ละประเภท การศึกษานี้จะขอล่าถึงประโยชน์หลัก ๆ จากการลงทุนในกองทุน ETF ของผู้ลงทุนสถาบันในประเทศโดยรวม ดังต่อไปนี้

- ใช้เป็นเครื่องมือช่วยผู้ลงทุนสถาบันในประเทศในการบริหารทรัพย์สินให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ไม่ใช่ว่าผู้ลงทุนสถาบันในประเทศทุกสถาบันจะเลือกใช้กลยุทธ์แบบ passive หรือมุ่งเน้นที่จะลงทุนในตราสารทุนเพียงอย่างเดียว ดังนั้นสำหรับผู้ลงทุนสถาบันเหล่านั้น กองทุน ETF ที่มีอัตราผลตอบแทนเทียบเท่ากับดัชนีที่ใช้อ้างอิงและสามารถซื้อขายได้ real time ในตลาด. จะเป็นเครื่องมือทางการเงินอีกประเภทหนึ่งที่เสริมให้สามารถบริหารทรัพย์สินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุนสถาบัน ก. ลงทุนในตราสารต่าง ๆ ไปแล้วถึงร้อยละ 90 ของทรัพย์สินทั้งหมด คงเหลืออีกร้อยละ 10 ซึ่งอยากจะลงทุนในตราสารทุนที่มีความเสี่ยงไม่สูงมากนัก ผู้ลงทุนสถาบัน ก. ก็สามารถลงทุนในหน่วยลงทุน ETF ได้เลย แทนที่จะต้องเลือกว่าจะลงทุนในหลักทรัพย์ใดบ้างและหาซื้อหลักทรัพย์นั้น ๆ ตามที่ต้องการ หรือลงทุนในหน่วยลงทุน ETF ไปก่อนแล้วค่อยหาซื้อหลักทรัพย์ที่ต้องการในภายหลัง
- ลดค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการทรัพย์สินที่ถือครองอยู่ โดยปกติแล้ว ถ้าผู้ลงทุนสถาบันในประเทศที่เลือกลงทุนในตราสารทุนในประเทศ ก็มักจะลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ถูกลำไปใช้ในการคำนวณดัชนี เช่น SET 50 Index เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยง และมักใช้กลยุทธ์ในการลงทุนแบบ passive ดังนั้นถ้าผู้ลงทุนสถาบันแปลงสภาพหลักทรัพย์ที่ถือครองอยู่มาอยู่ในรูปหน่วยลงทุน ETF ที่มีผู้จัดการกองทุนมืออาชีพช่วยบริหารจัดการกองทุนอยู่แล้ว จะช่วยลดค่าใช้จ่ายในการบริหารทรัพย์สินด้วยตนเองในขณะที่ยังเป็นการลงทุนที่ตรงกับวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ด้วย หรือพูดง่าย ๆ ก็คือ ณ เวลาหนึ่ง แทนที่ผู้ลงทุนสถาบันจะถือครองหลักทรัพย์กว่า 30 หลักทรัพย์ ก็สามารถแปลงสภาพมาถือครองหน่วยลงทุน ETF เพียงอย่างเดียวได้
- สำหรับผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ ที่ได้รับแต่งตั้งให้เป็น **participating dealer** สามารถทำกำไรจากการทำ **arbitrage** ของส่วนต่างทางราคาระหว่างราคาซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาด. และมูลค่าต่อหน่วย ดังที่ได้อธิบายไว้แล้วในส่วน “กองทุน ETF ทำงานอย่างไร” ในหัวข้อที่ 5 ว่าด้วยเรื่องการทำ arbitrage

(2) **ผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศ** ซึ่งรวมถึงธนาคารพาณิชย์ กองทุนต่าง ๆ บริษัทประกัน เป็นต้น โดยมีเป้าหมายในการลงทุนที่ไม่เหมือนกันและมองเห็นประโยชน์ของกองทุน ETF ที่แตกต่างกันออกไป อย่างไรก็ตาม เนื่องจากยังไม่ได้มีการทำ market consultation เพื่อศึกษาความต้องการที่แท้จริงของผู้ลงทุนสถาบันแต่ละประเภท การศึกษานี้จะขอล่าถึงประโยชน์หลัก ๆ จากการลงทุนในกองทุน ETF ของผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศโดยรวม ดังต่อไปนี้

- เป็นอีกช่องทางหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศที่ต้องการลงทุนในประเทศไทยและต้องการเพียงสิทธิประโยชน์ทางการเงิน (**financial benefits**) เพื่อช่วยลดปัญหาเกี่ยวกับกฎข้อบังคับต่าง ๆ ในการลงทุนในประเทศไทย เช่น เรื่องเพดานการถือครองหลักทรัพย์ของชาวต่างชาติ (**foreign limit**) ทำให้การลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์อย่างอิสระเป็นไปได้ยาก เนื่องจาก voting right และสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ จะถือครองโดยผู้จัดการกองทุน
- ใช้เป็นเครื่องมือช่วยผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศในการบริหารทรัพย์สินให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น เหมือนกับผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ ไม่ใช่ว่าผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศทุกสถาบันจะเลือกใช้กลยุทธ์แบบ passive หรือ

มุ่งเน้นที่จะลงทุนในตราสารทุนเพียงอย่างเดียว ดังนั้นสำหรับผู้ลงทุนสถาบันเหล่านั้น กองทุน ETF ที่มีอัตราผลตอบแทนเทียบเท่ากับดัชนีที่ใช้อ้างอิงและสามารถซื้อขายได้ real time ในตลาด. จะเป็นเครื่องมือทางการเงินอีกประเภทหนึ่งที่สามารถบริหารทรัพย์สินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ตัวอย่างเช่น ผู้ลงทุนสถาบัน ก. ลงทุนในตราสารต่าง ๆ ไปแล้วถึงร้อยละ 90 ของทรัพย์สินทั้งหมด คงเหลืออีกร้อยละ 10 ซึ่งอยากที่จะลงทุนในตราสารทุนที่มีความเสี่ยงไม่สูงมากนัก ผู้ลงทุนสถาบัน ก. ก็สามารถลงทุนในหน่วยลงทุน ETF ได้เลย แทนที่จะต้องเลือกว่าจะลงทุนในหลักทรัพย์ใดบ้างและหาซื้อหลักทรัพย์นั้น ๆ ตามที่ต้องการ หรือลงทุนในหน่วยลงทุน ETF ไปก่อนแล้วค่อยหาซื้อหลักทรัพย์ที่ต้องการในภายหลัง

(3) ผู้ลงทุนรายย่อย จะได้ประโยชน์หลัก ๆ จากการลงทุนในกองทุน ETF ดังต่อไปนี้

เมื่อเทียบกับหุ้น:

- **ช่วยกระจายความเสี่ยง** โดยปกติแล้ว ผู้ลงทุนรายย่อยจะมีเงินทุนที่ค่อนข้างจำกัด ทำให้สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ได้เพียงไม่กี่ตัวเท่านั้น ผลกระทบที่เกิดจากการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดจึงค่อนข้างที่จะรุนแรง แต่เมื่อผู้ลงทุนรายย่อยนำเงินมาลงทุนในกองทุน ETF ซึ่งมีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนทั้งหมดแบบ passive โดยมุ่งเน้นให้มีอัตราผลตอบแทนเทียบเท่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ใช้อ้างอิง กล่าวคือการลงทุนในหน่วยลงทุน ETF 1 หน่วยเปรียบเสมือนการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง ทำให้ผู้ลงทุนสามารถกระจายการลงทุนได้มากขึ้น ผลกระทบจากการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์จึงไม่รุนแรงเท่ากับการลงทุนด้วยตัวเอง
- **มีมืออาชีพดูแล และตัดสินใจลงทุนให้** การลงทุนผ่านกองทุน ETF ที่มีผู้จัดการกองทุนซึ่งเป็นผู้ที่มีความรู้และประสบการณ์ในการลงทุนคอยบริหารจัดการการลงทุนให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุนที่ได้กำหนดไว้อย่างเป็นระบบ นอกจากนี้ยังมีเครื่องมือ รวมถึงข้อมูลข่าวสารที่เทียบพร้อมกว่าการลงทุนด้วยตัวเองอีกด้วย
- **มีกลไกปกป้องผู้ถือหน่วยลงทุน** ผ่านทางสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแล และกำหนดกฎเกณฑ์สำหรับธุรกิจจัดการลงทุน รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นต่อการตัดสินใจลงทุนให้แก่ผู้ลงทุน

เมื่อเทียบกับการลงทุนในทรัพย์สินประเภทอื่น ๆ เช่น พันธบัตรรัฐบาล:

- **ให้อัตราผลตอบแทนที่สูง** SET Note 5/2006 เรื่อง “30 ปี ลงทุนสินทรัพย์ไทย ประเภทใดให้ผลตอบแทนสูงสุด” ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนเปรียบเทียบจากการถือสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ของประเทศไทยตั้งแต่ พ.ศ. 2518-2548 พบว่าหากผู้ลงทุนถือสินทรัพย์ในระยะยาวแล้วหุ้นจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดกว่าร้อยละ 2,900 โดยผลตอบแทนที่ได้เป็นตัวเงินจากการถือหุ้นมากกว่าที่ได้จากการถือเงินฝากกว่า 3 เท่าและมากกว่าการถือครองพันธบัตรกว่า 1.5 เท่า โดยการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาที่เกิดขึ้นในประเทศอื่น ๆ ทั้งสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร และญี่ปุ่น ที่หุ้นเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในระยะยาวสูงสุดเช่นกัน ดังนั้นการลงทุนในกองทุน ETF ที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนเกือบทั้งหมด เป็นอีกทางเลือกให้กับผู้ที่สนใจลงทุนในตราสารทุน

เมื่อเทียบกับกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ :

- **มีสภาพคล่องสูง** เนื่องจากกองทุน ETF เป็นกองทุนเปิดที่จดทะเบียนและสามารถซื้อขายได้ในตลาด. ผู้ลงทุนสามารถทำการซื้อขายหน่วยลงทุนนั้นผ่านทางบล.ได้ทุกวันทำการและทราบราคาซื้อขายแบบ real time
- **เสียค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการต่ำกว่าการลงทุนในกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ** เนื่องจากกองทุน ETF มีกลยุทธ์การลงทุนแบบ passive ทำให้ค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการทรัพย์สินของกองทุน (expense ratio) ค่อนข้างต่ำ (ภาคผนวก 1 และ 2)

อย่างไรก็ตาม การลงทุนในกองทุน ETF ก็มีข้อเสียบ้างเช่นกัน กล่าวคือ ผู้ลงทุนไม่สามารถเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการการลงทุนได้ ทำได้แค่เพียงคอยตรวจตราดูแลการบริหารจัดการลงทุนให้ตรงกับวัตถุประสงค์ และนโยบายการลงทุนที่กำหนดไว้ ซึ่งเป็นปกติทั่วไปของการลงทุนในกองทุนรวมต่าง ๆ

ตารางที่ 4: สิทธิประโยชน์ของผู้ลงทุนแต่ละประเภท

| ประเภทของผู้ลงทุน ในกองทุนรวม | เงินปันผล | เงินได้จากการขายหน่วยลงทุน |
|---|--|--|
| บุคคลธรรมดา | เมื่อหักภาษี ณ ที่จ่ายร้อยละ 10 แล้ว ก็ไม่ต้องนำเงินปันผลที่ได้ไปคำนวณรวมกับรายได้อื่น ๆ เพื่อเสียภาษีตอนปลายปีอีก | ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้ |
| นิติบุคคล 1. บริษัทจดทะเบียน 2. บริษัทจำกัด | ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้* นำเงินปันผลมารวมคำนวณเป็นเงินได้เพียงครั้งหนึ่งของจำนวนเงินที่ได้รับ | รวมเป็นรายได้เพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล |

* กรณีถือหน่วยลงทุนไว้ 3 เดือนก่อน และหลังได้รับเงินปันผล

ตารางที่ 5: สรุปข้อดีและข้อเสีย ของแต่ละ key stakeholders

| ผู้ที่เกี่ยวข้องหลัก | ข้อดี | ข้อเสีย |
|--|--|--|
| 1. ตลาดหุ้นไทย โดยรวม | <ul style="list-style-type: none"> เพิ่มสภาพคล่องให้กับทั้งตลาด โดยเพิ่มสภาพคล่องให้กับหน่วยลงทุน ETF กลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้อ้างอิง และตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงดัชนีตัวเดียวกัน ขยายฐานผู้ลงทุน กระตุ้นให้มีการพัฒนาตราสารทางการเงินใหม่ ๆ | <ul style="list-style-type: none"> ยังไม่พบ |
| 2. บริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุนรวม | <ul style="list-style-type: none"> เปิดโอกาสให้สามารถคิดค้นและออกตราสารประเภทใหม่ ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าปัจจุบันและหน้าใหม่ให้ดียิ่งขึ้น | <ul style="list-style-type: none"> อาจถูกมองว่าจะมาแบ่งส่วนแบ่งทางการตลาดจากกองทุนรวมประเภท index fund อย่างไรก็ดีตามเมื่อดูประสบการณ์หลังมีการจัดตั้งกองทุน ETF ในประเทศอเมริกาพบว่ากองทุนรวมประเภท index fund ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากฐานผู้ลงทุนต่างกัน |
| 3. บริษัทหลักทรัพย์ | <ul style="list-style-type: none"> เพิ่มรายได้ (brokerage fee) จากการมีสินค้าใหม่ ๆ ให้ผู้ลงทุนที่สนใจซื้อขาย เนื่องจากการซื้อขายหน่วยลงทุน ETF ในตลาดรองจะต้องทำผ่านบล. เท่านั้น สำหรับบล. ที่ได้รับแต่งตั้งให้เป็น participating dealer สามารถทำกำไรจากการทำ arbitrage ของส่วนต่างทางราคาระหว่างราคาซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาด. และมูลค่าต่อหน่วย | <ul style="list-style-type: none"> ยังไม่พบ |

| ผู้ที่เกี่ยวข้องหลัก | ข้อดี | ข้อเสีย |
|--|---|--|
| 4. ผู้ลงทุนสถาบันในประเทศโดยรวม ⁷ | <ul style="list-style-type: none"> - ใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารทรัพย์สินให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น - ลดค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการทรัพย์สินที่ถือครองอยู่ โดยการแปลงสภาพจากถือครองและดูแลกลุ่มหลักทรัพย์ มาเป็นหน่วยลงทุน ETF - สำหรับผู้ลงทุนสถาบันในประเทศ ที่ได้รับแต่งตั้งให้เป็น participating dealer สามารถทำกำไรจากการทำ arbitrage ของส่วนต่างทางราคาระหว่างราคาซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาด. และมูลค่าต่อหน่วย | - ยังไม่พบ |
| 5. ผู้ลงทุนสถาบันต่างประเทศโดยรวม ⁸ | <ul style="list-style-type: none"> - เป็นอีกช่องทางของการลงทุนในประเทศไทย เพื่อช่วยลดปัญหาเกี่ยวกับกฎเกณฑ์ข้อบังคับต่าง ๆ เช่น foreign limit - ใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารทรัพย์สินให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น | - ยังไม่พบ |
| 6. ผู้ลงทุนรายย่อย | <p>เมื่อเทียบกับหุ้น:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ช่วยกระจายความเสี่ยงจากผลกระทบจากการปรับตัวลดลงของราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการลงทุนในกองทุน ETF 1 หน่วย จะเปรียบเสมือนการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงทั้งหมด - มีมืออาชีพดูแล และตัดสินใจลงทุนให้ เนื่องจากกองทุน ETF มีผู้จัดการกองทุนซึ่งเป็นผู้ที่มีความรู้และประสบการณ์ในการลงทุนคอยบริหารจัดการลงทุนให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุนที่ได้กำหนดไว้ - มีกลไกปกป้องผู้ถือหน่วยลงทุน ผ่านทางสำนักงานก.ล.ต. ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแล และกำหนดกฎเกณฑ์สำหรับธุรกิจจัดการลงทุน รวมถึงการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นต่อการตัดสินใจลงทุนให้แก่ผู้ลงทุน <p>เมื่อเทียบกับการลงทุนในทรัพย์สินประเภทอื่น ๆ เช่นพันธบัตรรัฐบาล:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงเมื่อเทียบกับการลงทุนในเงินฝากประจำ และพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจาก | - ไม่สามารถเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการกองทุนได้ ซึ่งเป็นปกติทั่วไปของการลงทุนในกองทุนรวมต่าง ๆ |

⁷ ผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งรวมถึงธนาคารพาณิชย์ กองทุนต่าง ๆ บริษัทประกัน เป็นต้น โดยมีเป้าหมายในการลงทุนที่ไม่เหมือนกันและมองเห็นประโยชน์ของกองทุน ETF ที่แตกต่างกันออกไป อย่างไรก็ตาม เนื่องจากยังไม่ได้มีการทำ market consultation เพื่อศึกษาความต้องการที่แท้จริงของผู้ลงทุนสถาบันแต่ละประเภท การศึกษานี้จะขอลงถึงประโยชน์หลัก ๆ จากการลงทุนในกองทุน ETF ของผู้ลงทุนสถาบันโดยรวม

⁸ เหมือนกัน

| ผู้ที่เกี่ยวข้องหลัก | ข้อดี | ข้อเสีย |
|----------------------|--|---------|
| | <p>กองทุน ETF มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนเกือบทั้งหมด</p> <p>เมื่อเทียบกับกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ :</p> <ul style="list-style-type: none"> - มีสภาพคล่องสูง เนื่องจากกองทุน ETF เป็นกองทุนเปิดที่จดทะเบียนและสามารถซื้อขายได้ในตลาด. ผู้ลงทุนสามารถทำการซื้อขายหน่วยลงทุนนั้นผ่านทางบล.ได้ทุกวันทำการ - เสียค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการต่ำกว่าการลงทุนในกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ เนื่องจากกองทุน ETF มีกลยุทธ์การลงทุนแบบ passive | |

จะทราบได้อย่างไรว่ากองทุน ETF ประสบความสำเร็จ ?

กองทุน ETF ก็เหมือนกองทุนอื่น ๆ ที่สามารถมีมากกว่าหนึ่งกองทุนขึ้นอยู่กับความต้องการของผู้ลงทุน กล่าวคือ ณ เวลาหนึ่งสามารถมีกองทุน ETF ได้มากกว่า 1 กองซึ่งอาจใช้ดัชนีอ้างอิงตัวเดียวกันโดยมีผู้บริหารกองทุนต่างกันไป หรือใช้ดัชนีอ้างอิงที่ต่างกันไปแต่บริหารโดยบล.เดียวกันได้ ดังนั้นจึงไม่จำเป็นว่ากองทุน ETF ทุกกองทุนจะประสบความสำเร็จเหมือนกันเสมอไป อย่างไรก็ตามด้วยความต้องการที่แตกต่าง ผู้เกี่ยวข้องแต่ละท่านจะวัดความสำเร็จของกองทุน ETF ไม่เหมือนกัน ตามรายละเอียดที่แสดงในตารางที่ 6

ตารางที่ 6: ตัวชี้วัดความสำเร็จของกองทุน ETF สำหรับผู้เกี่ยวข้องแต่ละท่าน

| ตัวชี้วัดความสำเร็จ | ผู้เกี่ยวข้อง | เหตุผล |
|---|------------------------------|--|
| 1. มูลค่าการซื้อขาย (Daily Average Volume) และมูลค่าการซื้อขายต่อขนาดของกองทุน (Daily Avg Vol/ AUM) | ตลท. และ ก.ล.ต. | ในการพัฒนาตลาดหุ้นไทย ตลท. มุ่งเน้นที่จะเพิ่มสภาพคล่องเพื่อลดปัญหาการขาดสมดุลทางสภาพคล่องและเสถียรภาพทางราคา |
| | Participating dealer และ บล. | รายได้หลักของ Participating dealer และ บล. จะมาจากค่าธรรมเนียมจากการ create/redeem หน่วยลงทุน และการซื้อขาย กล่าวคือยิ่งกองทุนมีมูลค่าการซื้อขายมากเท่าไร รายได้ที่จะได้รับจะมากตามไปด้วย |
| 2. ขนาดของกองทุน (Asset Under Management – AUM) | ผู้บริหารกองทุน | รายได้หลักของผู้บริหารกองทุนจะมาจากค่าบริหารจัดการกองทุน (management fee) ซึ่งจะเป็นสัดส่วนกับขนาดของกองทุน กล่าวคือยิ่งกองทุนมีขนาดใหญ่เท่าไร รายได้ของผู้บริหารกองทุนจาก management fee จะมากตามไปด้วย |
| 3. Net return (อัตราผลตอบแทนของดัชนี – ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ) | ผู้ลงทุน | เหมือนการลงทุนอื่น ๆ ผู้ลงทุนหวังที่จะได้รับผลตอบแทนสุทธิสูงที่สุด (หรือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ) จากกองทุนรวมทั้งอ้างอิงดัชนี |

อะไรคือปัจจัยที่จะทำให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จ ?

จากประสบการณ์ของผู้จัดการกองทุน ETF ชั้นนำระดับโลก อาทิเช่น Barclays Global Investors (BGI) State Street Global Advisors (SSgA) (ภาคผนวก 4) ปัจจัยหลักที่ทำให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ประกอบไปด้วย

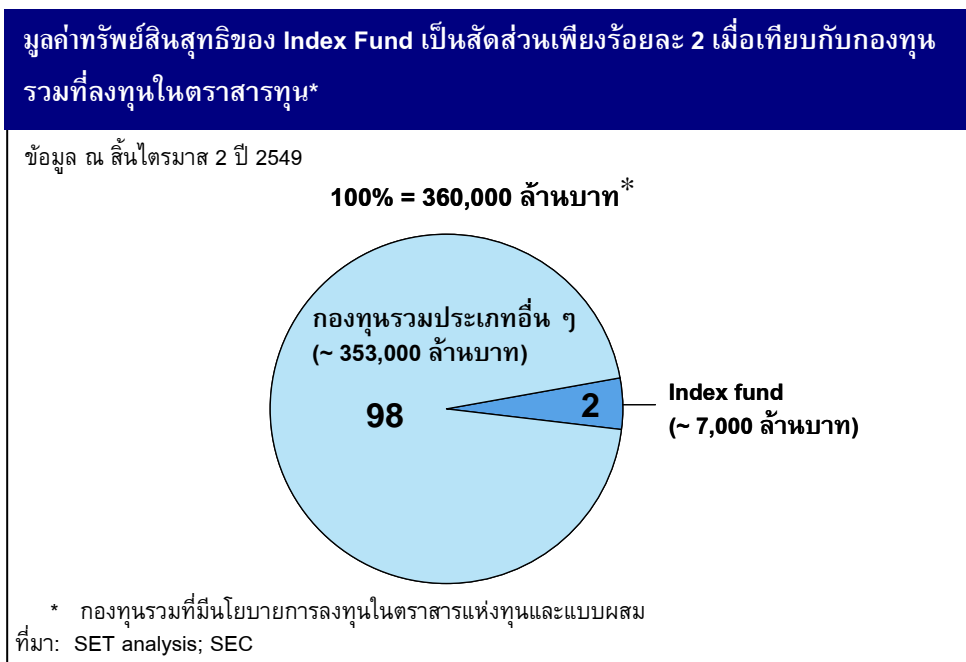
1. มี demand ที่เพียงพอจากผู้ลงทุนทั้งรายย่อยและสถาบันทั้งในและต่างประเทศ
2. อ่างอิงดัชนีที่มีสภาพคล่องสูงพอสมควรเนื่องจากสภาพคล่องของกองทุน ETF จะถูกจำกัดตามสภาพคล่องของกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงที่ถูกรวมคำนวณในดัชนี และเอื้อให้สามารถทำ market making ได้
3. มีเครื่องมือทางการเงิน ระบบ กลไก และเกณฑ์มารองรับการทำงานของกองทุน ETF โดยเฉพาะการทำ arbitrage และการทำ market making เนื่องจากการทำ arbitrage จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับทั้งตลาดหุ้น (โปรดดูรายละเอียดจากส่วน “กองทุน ETF คืออย่างไร”) และการทำ market making จะช่วยรักษาสภาพคล่องให้กับหน่วยลงทุน ETF ทั้งนี้รวมถึง
 - การมี futures contract ที่อ้างอิงดัชนีเดียวกันเพื่อช่วยบดจ.ในการบริหารกองทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และ participating dealer ในการประกันความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาตลาด (market risk)
 - การอนุญาตให้ทำการขายชอร์ต (short sale) หน่วยลงทุน ETF และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงเพื่อช่วยให้สามารถทำ arbitrage ได้อย่างคล่องตัวมากขึ้น

จะอย่างไรให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จ ?

อย่างไรก็ตาม ด้วยปัจจัยดังกล่าวประกอบกับวัฒนธรรมการลงทุนในไทย คงไม่ใช่เรื่องง่ายที่จะจัดตั้งกองทุน ETF ในไทยให้มีขนาดใหญ่และมีมูลค่าการซื้อขายที่สูงมาก เนื่องจาก

- คล้ายกับประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคเอเชีย การลงทุนในกองทุนรวมยังไม่ได้รับความนิยมเมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ โดยตรง ยิ่งไปกว่านั้นกลุ่มผู้ลงทุนในกองทุนรวมส่วนใหญ่มักเลือกลงทุนในกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก (active management) แทนที่จะลงทุนในกองทุนประเภท index fund โปรดดูรายละเอียดจากภาพที่ 10
- เหมือนประเทศที่กำลังพัฒนาอื่น ๆ ตลาดหุ้นไทยไม่จูงใจให้มีคนเข้ามาทำหน้าที่เป็น market maker ถึงแม้ว่าจะมีเกณฑ์ออกมารองรับการเป็น market maker นานแล้วก็ตาม

ภาพที่ 10: เปรียบเทียบมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุนระหว่าง Index Fund และกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ



นอกจากนี้ ประโยคที่ว่าคงไม่ใช่เรื่องง่ายที่จะจัดตั้งกองทุน ETF ในไทยให้มีขนาดใหญ่และมีมูลค่าการซื้อขายที่สูงมาก ยังถูกยืนยันจากการศึกษาประสบการณ์การจัดตั้งกองทุน ETF ของประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก (ได้แก่ ออสเตรเลีย จีน ฮ่องกง เกาหลี สิงคโปร์ ไต้หวัน และมาเลเซีย) โดยพบว่ามีเพียง 2 ประเทศเท่านั้น (ได้แก่ จีน ฮ่องกง และเกาหลี) ที่สามารถจัดตั้งกองทุน ETF ให้ประสบความสำเร็จตาม 3 ดัชนีชี้วัดข้างต้นได้ (ภาคผนวก 1) ด้วยเหตุผลหลักดังนี้

- สำหรับประเทศจีน กองทุน ETF มี demand ที่มากพอจากผู้ลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากข้อจำกัดการลงทุนของชาวต่างชาติในประเทศจีน (หรือที่เรียกว่า QFII) ทำให้กองทุน ETF ถือเป็นช่องทางสำคัญช่องทางหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนต่างประเทศให้สามารถลงทุนในจีนได้
- สำหรับประเทศเกาหลี ผู้ลงทุนส่วนใหญ่มีความคุ้นเคยกับการลงทุนในกองทุนรวมอยู่แล้ว ดังนั้นจึงไม่แปลกอะไรที่ชาวเกาหลีจะให้ความสนใจกับกองทุน ETF ที่มีนโยบายการลงทุนคล้าย index fund แต่มีค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าอย่างเห็นได้ชัด

หรือแม้กระทั่ง กองทุน ABF ที่ใช้ iBoxx ABFTH Index เป็นดัชนีอ้างอิง ซึ่งถือได้ว่าเป็นกองทุน ETF กองแรกของไทย ก็มีการซื้อขายที่ค่อนข้างจำกัดนับตั้งแต่จัดตั้งมา กองทุน ABF เข้าจดทะเบียนและทำการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ (BEX) ณ วันที่ 27 เมษายน 2549 โดย ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม 2549 กองทุน ABF มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิประมาณ 5,500 ล้านบาท และมีมูลค่าการซื้อขายสะสมตั้งแต่จดทะเบียน อยู่เพียง 1 ล้านบาท

ดังนั้น ถ้าอยากเห็นกองทุน ETF สำเร็จดังที่กล่าวมา ผู้ที่เกี่ยวข้องจำเป็นจะต้องดำเนินการดังต่อไปนี้

1. ทำ **market consultation** เพื่อสามารถจัดตั้งกองทุน ETF ที่มีคุณสมบัติต่าง ๆ (**product specification**) ที่ตอบสนองความต้องการของกลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมายซึ่งเป็นการผสมอย่างสมดุลระหว่างผู้ลงทุนรายย่อยและผู้ลงทุนสถาบัน กล่าวคือเพื่อให้กองทุน ETF มีสภาพคล่องจากการซื้อขายของผู้ลงทุนรายย่อยหรือผู้ลงทุนสถาบันที่ต้องการลงทุนเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคา ในขณะที่มีเสถียรภาพพอสมควรจากการถือครองของผู้ลงทุนสถาบันที่ต้องการถือแบบระยะยาว ทั้งนี้รวมถึงการเลือกใช้ดัชนีอ้างอิงให้เหมาะสมที่ตอบสนองต่อความต้องการของกลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมายมากที่สุดและที่เอื้อต่อการทำ **market making** เพื่อรักษาสภาพคล่อง
2. ทำการตลาดและให้ความรู้แก่ผู้ลงทุนอย่างเหมาะสม เพื่อสร้าง **demand** และเพื่อสร้างวัฒนธรรมการลงทุนในกองทุน แทนที่จะเป็นการลงทุนในหุ้นโดยตรง (**stock picking**) เช่น
 - ส่งเสริมให้มีบริการประเภท **fee-based advisory** กล่าวคือบริษัทที่ปรึกษาจะได้รับเงินโดยตรงจากผู้ลงทุน แทนที่จะเป็น **brokerage fee** ซึ่งจะเป็นแรงจูงใจทำให้บริษัทที่ปรึกษาแนะนำตราสารประเภทต่าง ๆ ให้เหมาะสมกับนโยบายการลงทุนของผู้ลงทุนนั้น ๆ แทนที่จะพยายามขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้น
 - ร่วมมือกับธนาคารพาณิชย์ให้ทำหน้าที่เป็น **distribution channel** เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มีสาขาอยู่อย่างกว้างขวางทั่วประเทศ สามารถเข้าถึงผู้ลงทุนหน้าใหม่ได้อย่างทั่วถึง

ข้อสังเกต

จากการสัมภาษณ์ผู้จัดการกองทุน ETF ต่างชาติชั้นนำ พบว่าปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่ทำให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จเป็นอย่างมากในประเทศสหรัฐอเมริกา คือการมีบริการประเภท **fee-based advisory** ให้กับผู้ลงทุน

เนื่องจาก **broker** ส่วนใหญ่มักไม่นิยมขายหน่วยลงทุน ETF ถึงแม้ว่าจะได้ค่าคอมมิชชันจาก **brokerage fee** เหมือนกัน ด้วยสาเหตุหลักที่ว่า หลักรัพย์ประเภทบริษัทจดทะเบียนมักมีบริวารหรือหลักทรัพย์ต่าง ๆ และปัจจัยหรือหวัดต่าง ๆ เป็นเครื่องมือช่วยในการขาย ต่างกับหน่วยลงทุน ETF ซึ่งเป็นกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนโดยมุ่งเน้นให้มีผลตอบแทนเทียบเท่ากับดัชนีที่อ้างอิง

ดังนั้นการที่มีบริการประเภท **fee-based advisory** ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินจะได้รับเงินจากผู้ลงทุนโดยตรง ไม่ใช่ค่าคอมมิชชันจาก **brokerage fee** จะมีแรงจูงใจทำให้ที่ปรึกษาแนะนำตราสารประเภทต่าง ๆ ให้เหมาะสมกับนโยบายการลงทุนของผู้ลงทุนนั้น ๆ แทนที่จะพยายามขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้น

3. พัฒนาระบบ กลไก และแก้ไข/เพิ่มเติมเกณฑ์ต่าง ๆ เพื่อรองรับการทำงานและการทำ **arbitrage** และการทำ **market making** ของกองทุน ETF (โปรดดูรายละเอียดจากตารางที่ 7) เช่น
 - เกณฑ์เพื่อรองรับการจัดตั้งและทำ IPO ของกองทุน ETF
 - ระบบและเกณฑ์ด้านการซื้อขายเพื่อรองรับการ **create** และ **redeem** หน่วยลงทุน ETF
 - ระบบและเกณฑ์ด้านการชำระราคาและรับฝากเพื่อรองรับการ **create** และ **redeem** หน่วยลงทุน ETF

- ระบบและเกณฑ์ในการอนุญาตให้ทำการขายชอร์ต⁹ (short sale) หน่วยลงทุน ETF และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงเพื่อช่วยให้สามารถทำ arbitrage และ market making ได้อย่างคล่องตัวมากขึ้น
- นอกจากการพัฒนากระบวนการรับ create และ redeem หน่วยลงทุน ETF แล้ว จำเป็นจะต้องอนุญาตให้ market maker และ/หรือ PDs สามารถทำชอร์ตหน่วยลงทุน ETF โดยที่มีการ create หน่วยลงทุน มารองรับ แทนที่จะเป็นการยืมหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุนอื่น เพื่อเป็นการ simulate การ create และ redeem แบบ real time เนื่องจากระบบที่รองรับการ create และ redeem แบบ real time มีต้นทุนการพัฒนาที่สูงมากสำหรับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย ดังนั้นการ simulate ระบบนี้จึงเป็นทางเลือกที่ช่วยแก้ปัญหาต้นทุนสูงได้

4. บริหารจัดการให้ทุกหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้รับผลประโยชน์ไม่มากก็น้อย (incentive alignment) เพื่อจูงใจให้แต่ละหน่วยงานทำหน้าที่ของตน เช่น

- Market maker ตกลงรับผิดชอบ (commit) ในการดูแลสภาพคล่อง ทั้งนี้สำหรับบางกรณีที่ไม่สามารถหาสิทธิประโยชน์ให้กับ market maker ได้ บลจ. ก็ยอมจ่ายเงินจ้าง market maker เพื่อให้มาทำหน้าที่นั้น
- จูงใจบล. ให้มีการแนะนำให้ผู้ลงทุนลงทุนในหน่วยลงทุน ETF

ตารางที่ 7: ระบบ กลไก และเกณฑ์ต่าง ๆ ที่จำเป็นจะต้องพัฒนา และแก้ไข/เพิ่มเพื่อรองรับการทำงานของกองทุน ETF โดยแบ่งตามโครงสร้างและการทำงานหลัก ๆ ของกองทุน ETF

| ขั้นตอนหลัก | กิจกรรมหลัก | ส่วนที่จำเป็นจะต้องพัฒนาเพิ่มเติม | ผู้ที่เกี่ยวข้อง |
|---------------------------------------|--|--|---------------------------------------|
| 1. การจัดตั้ง ETF ซึ่งรวมถึงการทำ IPO | - สรุป product specification ซึ่งรวมไปถึงการเลือกดัชนีเพื่อมาเป็น underlying index | - ดัชนีที่มีสภาพคล่องสูงซึ่งเป็นที่ต้องการของกลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมายและที่เอื้อต่อการทำ market making | - ตลท. |
| | - โครงสร้างเพื่อการจัดตั้ง ทั้งนี้รวมถึงการจัดหาหุ้นสำหรับเป็น seed money | - โครงสร้างที่เหมาะสม - Seed money ในการจัดตั้ง | - ก.ล.ต. - ตลท. - บลจ. - บล. |
| | - จัดตั้งกองทุน ETF ทำ IPO และจดทะเบียนในตลท. | - เกณฑ์ที่รองรับการจัดตั้งและการทำ IPO รวมทั้งการเข้ามาจดทะเบียนเป็นหลักทรัพย์และการทำ in-kind transaction ระหว่างบลจ. และบล. - เกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล | - ก.ล.ต. - ตลท. |
| | - การแต่งตั้ง technical fund advisor ซึ่งเป็นบริษัทต่างชาติ | - เกณฑ์แต่งตั้ง technical fund advisor หรือ sub fund manager ซึ่งเป็นชาวต่างชาติเพื่อรองรับโครงสร้างที่จะมีบลจ. ต่างชาติมาช่วยให้คำแนะนำในเชิงเทคนิค ระบบ และทำการตลาด | - ก.ล.ต. |
| | - การแต่งตั้ง Trustee | - มีเกณฑ์รองรับอยู่แล้ว | |
| | - การเข้าขอเป็น participating dealers | - เกณฑ์เพื่อรองรับการมี participating dealers ซึ่งอาจเพิ่มเติมจากเกณฑ์ dealer ที่มีอยู่แล้ว | - ก.ล.ต. - ตลท. |

⁹ อย่างไรก็ตามปัจจุบันได้มีการอนุญาตให้ชอร์ตหลักทรัพย์ 50 หลักทรัพย์ที่ถูกรวมคำนวณใน SET 50 Index

| ขั้นตอนหลัก | กิจกรรมหลัก | ส่วนที่จำเป็นจะต้องพัฒนาเพิ่มเติม | ผู้ที่เกี่ยวข้อง |
|----------------------------|--|--|---------------------------|
| | – การเข้าขอเป็น market makers | – เกณฑ์เพื่อรองรับการมี market maker ทั้งนี้ ตลท. จะเป็นผู้กำหนด spread commitment ของ market maker ซึ่งอาจไม่เท่ากันทุกกองทุน ETF ขึ้นอยู่กับหลักทรัพย์อ้างอิง | – ตลท. |
| 2. การซื้อขายแบบ primary | – Create และ redeem ETF Units โดยใช้วิธีแบบ in-kind และสามารถ simulate ให้เสมือนว่าสามารถการ create และ redeem แบบ real time ¹⁰ | – ระบบทางด้านทะเบียนและรับฝากหลักทรัพย์ที่จะมารองรับการ create และ redeem หน่วยลงทุน ETF แบบ real time และเกณฑ์ที่จะมารองรับ | – ตลท. – บลจ. – บล. |
| | | – เกณฑ์การชอร์ตที่อนุญาตให้ market maker และ/หรือ PDs สามารถทำชอร์ตหน่วยลงทุน ETF โดยที่มีการ create หน่วยลงทุน มารองรับ แทนที่จะเป็นการยืมหน่วยลงทุนจากผู้ลงทุนอื่น เพื่อเป็นการ simulate การ create และ redeem แบบ real time ¹¹ | – ก.ล.ต. – ตลท. |
| | | – เกณฑ์การเพิ่มและลดจำนวนหน่วยลงทุน ETF ซึ่งเป็นผลจากการอนุญาตให้ create และ redeem ได้ real time | – ก.ล.ต. |
| | – การส่งผ่านข้อมูลของดัชนี เพื่อให้ผู้บริหารกองทุนสามารถ rebalance portfolio ได้ทุกวัน | – ระบบรองรับการส่งผ่านข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์ โดยความถี่ของการส่งจะขึ้นอยู่กับความถี่ของการเปลี่ยนแปลงจำนวนหุ้นในการคำนวณดัชนี (index shares) และสัญญาที่จะมารองรับ | – ตลท. – บลจ. |
| | – ระบบซื้อขาย ซึ่งรวมไปถึง basket order เพื่อรองรับการซื้อหุ้นหลายตัวในการสั่งซื้อเดียว | – สามารถใช้ระบบที่มีอยู่ได้ | |
| | – แสดงมูลค่า NAV แบบ real time ตลอดเวลาซื้อขาย (IIV - Intraday Indicative Value) โดยปกติจะแสดงข้อมูลทุกช่วงเวลา 20 นาที (ทางเลือก) | – ระบบเพื่อคำนวณและแสดงข้อมูลนี้ | – ตลท. |
| 3. การซื้อขายแบบ secondary | – ซื้อขายหน่วยลงทุน ETF เสมือนเป็นหลักทรัพย์ชนิดหนึ่ง | – ระบบรองรับการซื้อขายหน่วยลงทุน ซึ่งอาจแค่เพียงเพิ่มเติมจากระบบเดิมก็ได้ และเกณฑ์ที่จะมารองรับ ส่วนด้านชำระและรับฝากสามารถใช้ระบบเดิมมารองรับได้ | – ตลท. |

¹⁰ เนื่องจากระบบที่รองรับการ create และ redeem แบบ real time มีต้นทุนการพัฒนาที่สูงมากสำหรับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย ดังนั้นการ simulate ระบบนี้จึงเป็นทางเลือกที่ช่วยแก้ปัญหาต้นทุนสูงได้

¹¹ เนื่องจากระบบที่รองรับการ create และ redeem แบบ real time มีต้นทุนการพัฒนาที่สูงมากสำหรับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย ดังนั้นการ simulate ระบบนี้จึงเป็นทางเลือกที่ช่วยแก้ปัญหาต้นทุนสูงได้

| ขั้นตอนหลัก | กิจกรรมหลัก | ส่วนที่จำเป็นจะต้องพัฒนาเพิ่มเติม | ผู้ที่เกี่ยวข้อง |
|---------------------|--|---|--------------------|
| | - แสดงราคา trading price ของ ETF สำหรับนักลงทุนที่ต้องการซื้อขายหน่วยลงทุนในตลาดรอง | - ระบบเพื่อคำนวณและแสดงราคาหลักทรัพย์ของ ETF ซึ่งอาจแค่เพียงเพิ่มเติมจากระบบเดิมก็ได้ | - ตลท. |
| 4. การจ่าย dividend | - มีการรับ dividend จากกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง | - สามารถใช้ระบบและเกณฑ์ที่มีอยู่ได้ | |
| | - มีการจ่าย dividend ขึ้นอยู่กับนโยบายของกองทุน | - ระบบรองรับการจ่าย dividend ซึ่งอาจใช้ระบบที่มีอยู่แล้ว และเกณฑ์ที่จะมารองรับ | - ตลท. |
| 5. การทำ arbitrage | - การ short ของหน่วยลงทุน และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง | - ระบบด้านการซื้อขายและเกณฑ์เพื่อรองรับการทำ short sale | - ก.ล.ต. - ตลท. |
| | - การทำ clearing ซึ่งรวมทั้งการโอนและฝาก หุ้นและ ETF Units ในการ create และ redeem หน่วยลงทุนเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างทางราคาระหว่างหน่วยลงทุนและ underlying stocks | - ตามข้อ 2 และ 3 | |

ในเมื่อประเทศไทยมีกองทุน ETF กองหนึ่งอยู่แล้วซึ่งก็คือ กองทุน ABF (Asian Bond Fund) แล้วทำไมไม่ใช้ระบบและเกณฑ์ที่มีอยู่แล้ว ?

กองทุน ABF หรือกองทุนพันธบัตรเอเชีย ถูกตั้งขึ้นเพื่อส่งเสริมการพัฒนาตลาดพันธบัตรสกุลเงินท้องถิ่นในภูมิภาคตามโครงการจัดตั้งกองทุนพันธบัตรเอเชียระยะที่ 2 (Asian Bond Fund 2) โดยริเริ่มจากความร่วมมือระหว่างธนาคารกลางในภูมิภาคในเอเชียตะวันออกเฉียงและแปซิฟิก 11 แห่ง¹² และสำหรับประเทศไทยได้มีการจัดตั้งกองทุนเปิดดัชนีพันธบัตรไทยเอบีเอฟขึ้น

กองทุน ABF ถือเป็นกองทุน ETF ประเภทหนึ่ง โดยใช้ iBoxx ABFTH Index เป็นดัชนีอ้างอิง และมีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะสร้างผลตอบแทนให้ใกล้เคียงผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินที่เป็นส่วนประกอบของดัชนีอ้างอิง กองทุน ABF เข้าจดทะเบียนและทำการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ (BEX) ณ วันที่ 27 เมษายน 2549 โดย ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม 2549 กองทุน ABF มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิประมาณ 5,500 ล้านบาท และมีมูลค่าการซื้อขายสะสมตั้งแต่จดทะเบียน อยู่เพียง 1 ล้านบาท

ดังนั้น มักจะมีข้อสังเกตว่า เนื่องจากกองทุน ABF ได้มีการซื้อขายแล้ว การที่จะจัดตั้งกองทุน ETF กองต่อ ๆ ไปไม่น่าจะเป็นเรื่องยากโดยสามารถปรับใช้เกณฑ์และระบบที่รองรับกองทุน ABF อยู่แล้วได้เลย อย่างไรก็ตาม เมื่อศึกษาในรายละเอียดของระบบและเกณฑ์ที่รองรับกองทุน ABF พบว่า ด้วยความแตกต่างของสภาพคล่องของทรัพย์สินที่อ้างอิง

- เกณฑ์บางเกณฑ์ยกเว้นให้เฉพาะกองทุน ABF เช่น ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สน. 20/ 2548 เรื่อง การจัดตั้งกองทุนรวมและการเข้าทำสัญญาบริหารจัดการกองทุนส่วนบุคคล (ฉบับที่ 4) หมวด 9 ข้อ 42/4 ข้อความว่า

ในการขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอีทีเอฟให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนที่เป็นผู้ลงทุนรายใหญ่ บริษัทจัดการกองทุนรวมจะรับชำระค่าซื้อหน่วยลงทุนเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นแทนเงินได้ ต่อเมื่อได้ระบุกรณีดังกล่าวและขั้นตอนการดำเนินการอย่างชัดเจนในโครงการจัดการกองทุนรวม โดยให้กระทำได้ในการขายหน่วยลงทุนดังต่อไปนี้

- (1) ในกรณีของกองทุนรวมอีทีเอฟทั่วไป ให้กระทำได้ภายหลังจากการขายหน่วยลงทุนครั้งแรก
- (2) ในกรณีของกองทุนรวมอีทีเอฟที่ตั้งขึ้นเพื่อส่งเสริมการพัฒนาตลาดพันธบัตรสกุลเงินท้องถิ่นในภูมิภาคตามโครงการจัดตั้งกองทุนพันธบัตรเอเชียระยะที่ 2 (Asian Bond Fund 2) ตามมติของที่ประชุมกลุ่มธนาคารกลางสมาชิก Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks (EMEAP) ให้กระทำได้ตั้งแต่การขายหน่วยลงทุนครั้งแรก

- ระบบที่รองรับปัจจุบันยังไม่ค่อยเป็นแบบอัตโนมัติ และไม่รองรับการ create/redeem หน่วยลงทุนแบบ real time กล่าวคือไม่ส่งเสริมการทำ arbitrage และการทำงานของ market maker (ซึ่งจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องของหน่วยลงทุน) ได้ดีเท่าที่ควร (โปรดดูรายละเอียดเรื่องการทำ arbitrage สามารถช่วยเพิ่มสภาพคล่อง ได้จากส่วน “กองทุน ETF คืออย่างไร” หัวข้อผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยโดยรวม)

¹² ได้แก่ ธนาคารกลางออสเตรเลีย ธนาคารกลางสาธารณรัฐประชาชนจีน ธนาคารกลางฮ่องกง ธนาคารกลางอินโดนีเซีย ธนาคารกลางญี่ปุ่น ธนาคารกลางเกาหลี ธนาคารกลางมาเลเซีย ธนาคารกลางนิวซีแลนด์ ธนาคารกลางฟิลิปปินส์ ธนาคารกลางสิงคโปร์ และธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งรวมเรียกว่า EMEAP

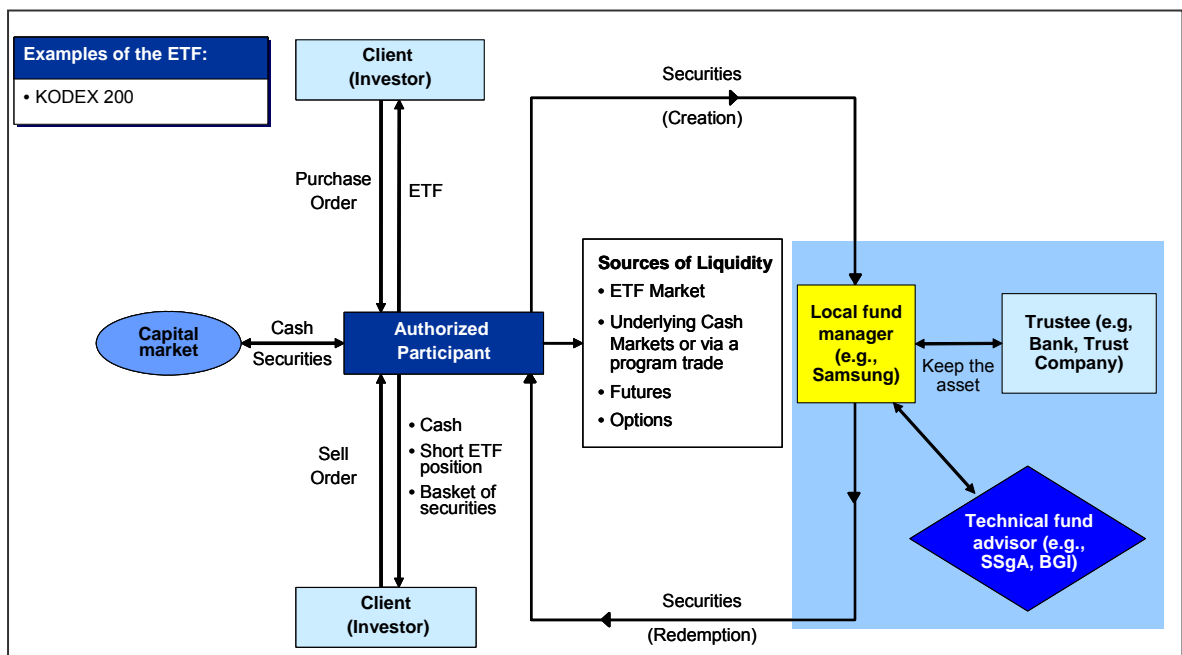
ประเทศอื่น ๆ ทำกันอย่างไร ?

(ข้อมูล ณ วันที่ 4 สิงหาคม 2549)

กรณีศึกษาของกองทุน ETF ที่ประเทศเกาหลี (กองทุน KODEX 200)

- เกาหลี (Samsung Investment Trust) ทำหน้าที่เป็นผู้บริหารกองทุน โดยมีที่ปรึกษากองทุนเป็นบริษัทชั้นนำต่างชาติ (BGI) และจัดตั้งโดยร่วมมือกับบล. (วิธีปกติทั่วไป)
- กองทุน KODEX 200 ถือเป็นกองทุน ETF ที่จดทะเบียนและซื้อขายในตลาดรองในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งประสบความสำเร็จมากในภูมิภาค โดยมีขนาดของ AUM อยู่ที่ประมาณ 330 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมี daily average volume/AUM ซึ่งเป็นตัวชี้วัดสภาพคล่องของกองทุน อยู่ที่ประมาณร้อยละ 3.5 (ภาคผนวก 1)
- ในปีนี้ได้มีการจัดตั้งกองทุน ETF ไปแล้วอีก 7 กองซึ่งอ้างอิงดัชนีหมวดอุตสาหกรรม (sectoral indices)
- ปัจจัยหลักที่ทำให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จมากในเกาหลี คือผู้ลงทุนส่วนใหญ่มีความคุ้นเคยกับการลงทุนในกองทุนรวมอยู่แล้ว ดังนั้นจึงไม่แปลกอะไรที่ชาวเกาหลีจะให้ความสนใจกับกองทุน ETF ที่มีนโยบายการลงทุนคล้าย index fund แต่มีค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่าอย่างเห็นได้ชัด

ภาพที่ 11: รูปแบบการจัดตั้งกองทุน KODEX 200 ที่ประเทศเกาหลี

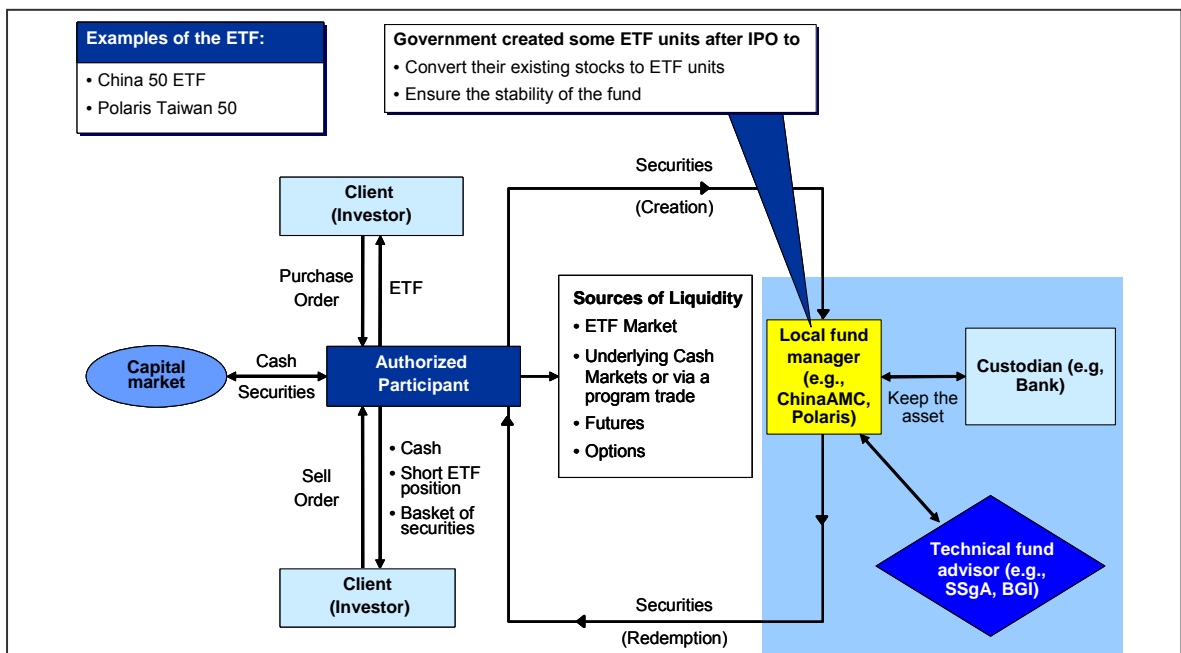


กรณีศึกษาของกองทุน ETF ที่ประเทศจีนและประเทศไต้หวัน (กองทุน China 50 ETF และกองทุน Polaris Taiwan 50)

- บลจ. ในประเทศทำหน้าที่เป็นผู้บริหารกองทุน โดยมีที่ปรึกษากองทุนเป็นบริษัทชั้นนำต่างชาติ และจัดตั้งโดยร่วมมือกับบล. (วิธีปกติทั่วไป)
- อย่างไรก็ตาม หลังจากจัดตั้งแล้ว รัฐบาลได้เข้ามาช่วยเหลือเพื่อสร้างเสถียรภาพให้กับกองทุน ETF นี้ ด้วยการขอ create หน่วยลงทุน ETF โดยแลกกับกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงที่รัฐบาลถือครองอยู่

- กองทุน **China 50 ETF** ถือเป็นอีกหนึ่งกองทุน ETF ที่จดทะเบียนและซื้อขายในตลาดรองในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งประสบความสำเร็จมากในภูมิภาค โดยมีขนาดของ AUM อยู่ที่กว่า 500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมี daily average volume/ AUM อยู่ที่ประมาณร้อยละ 2.5 (ภาคผนวก 1)
- สำหรับกองทุน **Polaris Taiwan 50** ถึงแม้ว่าจะเริ่มต้นด้วยขนาดที่ค่อนข้างใหญ่ ประมาณ 120 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และปัจจุบันมีขนาด AUM อยู่ที่ประมาณ 1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ไม่มีสภาพคล่องมากเท่าที่ควร โดยมี daily average volume/ AUM อยู่เพียงร้อยละ 0.8 (ภาคผนวก 1) สาเหตุหลักที่ทำให้กองทุนมีขนาด AUM ใหญ่ คือรัฐบาลได้เข้ามาช่วยโดยแปลงสภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยถืออยู่มาเป็นหน่วยลงทุน ETF ยิ่งไปกว่านั้นที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน รัฐบาลยังคงเข้ามาช่วยเพื่อให้เกิดสภาพคล่อง โดยการขอ create/ redeem หน่วยลงทุน ETF เป็นระยะ ๆ

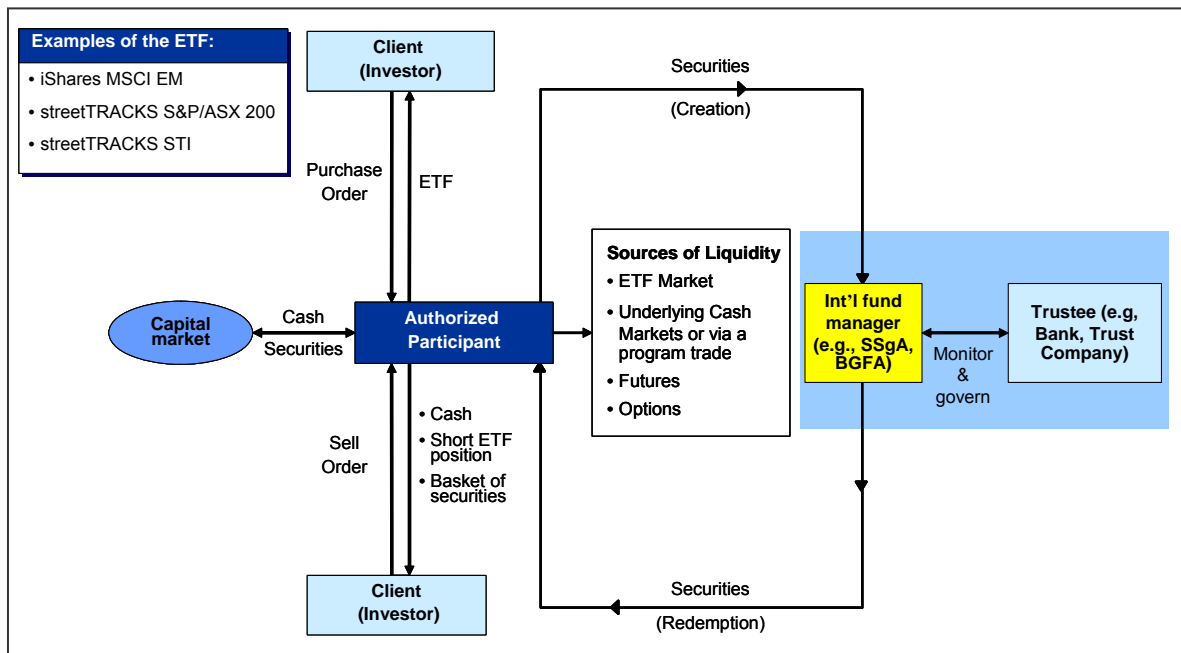
ภาพที่ 12: รูปแบบการจัดตั้งกองทุน China 50 ETF และ Polaris Taiwan 50 ที่ประเทศจีนและไต้หวัน



กรณีศึกษาของกองทุน ETF ที่ประเทศออสเตรเลียและสิงคโปร์ (กองทุน streetTRACKS S&P/ ASX 200 และกองทุน streetTRACKS STI)

- บลจ. ชั้นนำต่างชาติ (SSgA) ทำหน้าที่เป็นผู้บริหารกองทุน และจัดตั้งโดยร่วมมือกับบล. (วิธีปกติทั่วไป)
- เมื่อดูจากตัวชี้วัดความสำเร็จที่ได้กล่าวไว้แล้ว พบว่าทั้ง 2 กองทุนนี้ไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร โดย
 - กองทุน **streetTRACKS S&P/ ASX 200** มีขนาด AUM อยู่ที่ประมาณ 620 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมี daily average volume/ AUM อยู่เพียงร้อยละ 0.56 (ภาคผนวก 1)
 - ในขณะที่ กองทุน **streetTRACKS STI** มีขนาด AUM อยู่ที่ประมาณ 350 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมี daily average volume/ AUM อยู่เพียงร้อยละ 0.03 (ภาคผนวก 1)

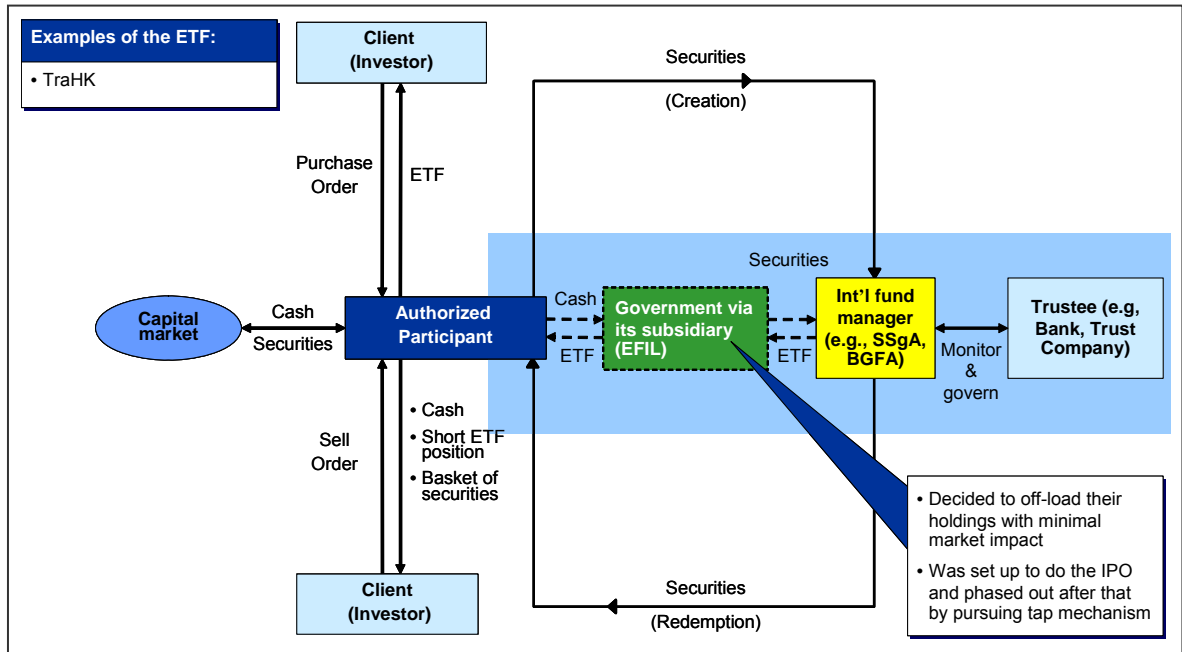
ภาพที่ 13: รูปแบบการจัดตั้งกองทุน streetTRACKS S&P/ ASX 200 และ streetTRACKS STI ที่ประเทศออสเตรเลียและสิงคโปร์



กรณีศึกษาของกองทุน ETF ที่ประเทศฮ่องกง (กองทุน TraHK หรือที่เรียกกันว่า Tracker Fund)

- จุดประสงค์หลักในการจัดตั้งกองทุนนี้ แตกต่างไปจากกองทุนอื่น ๆ กล่าวคือจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นช่องทางสำหรับรัฐบาลในการปล่อยหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่ถือครองอยู่ให้กลับคืนสู่ตลาดรอง เนื่องจากรัฐบาลได้เข้ามาถือครองหลักทรัพย์ต่าง ๆ ไว้เป็นจำนวนมากเพื่อช่วยแก้ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจ (ช่วงปี 2540 – 2541) ซึ่งก่อให้เกิดปัญหาสภาพคล่องของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในตลาดรองในช่วงเวลาต่อมา
- ดังนั้นกองทุนนี้ได้ถูกจัดตั้งขึ้นโดยบจ.ของรัฐบาลด้วยการนำเอากลุ่มหลักทรัพย์ส่วนหนึ่งที่รัฐบาลได้ถือครองอยู่จากช่วงวิกฤตมาเปลี่ยนสภาพให้เป็นหน่วยลงทุน ETF ซึ่งจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และกระจายขายหน่วยลงทุนจดทะเบียนนี้ให้กับผู้ลงทุนรายย่อยและสถาบันด้วยแผนการตลาดที่ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีกับผู้ถือหน่วย
- เพื่อไม่ให้ตลาดได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากการปล่อยหลักทรัพย์ที่รัฐบาลเคยถือครองกลับสู่ตลาดรอง เมื่อกระจายขายหน่วยลงทุนส่วนแรกจนหมด รัฐบาลจึงค่อย ๆ นำเอากลุ่มหลักทรัพย์ส่วนที่เหลือออกมาแปลงสภาพให้เป็นหน่วยลงทุน ETF อีก และทำการกระจายขายหน่วยลงทุนจดทะเบียนนี้ให้กับผู้ลงทุนรายย่อยและสถาบันด้วยแผนการตลาดที่ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีกับผู้ถือหน่วย เป็นระยะ ๆ อย่างต่อเนื่อง (Tap mechanism)
- ภายหลังจากการปล่อยหลักทรัพย์ที่รัฐบาลเคยถือครองกลับสู่ตลาดรองตามที่ได้วางแผนไว้ ได้ให้บจ.ชั้นนำต่างชาติ (SSgA) เข้ามาเป็นผู้ดูแลกองทุนนี้แทน
- ปัจจุบัน กองทุน TraHK มีขนาด AUM ที่ใหญ่มากอยู่ที่ประมาณ 3,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่มี daily average volume/ AUM อยู่เพียงร้อยละ 0.21 (ภาคผนวก 1) สาเหตุหลักที่ทำให้กองทุน TraHK มีสภาพคล่องต่ำ คือ
 - เป็นกองทุน ETF เดียวที่ไม่มี market maker คอยดูแลสภาพคล่อง
 - ด้วยแผนการตลาดแบบให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี เป็นแรงจูงใจทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนส่วนใหญ่ถือครองหน่วยลงทุนในระยะยาว ไม่นิยมซื้อขายเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างทางราคา

ภาพที่ 14: รูปแบบการจัดตั้งกองทุน TraHK ที่ประเทศฮ่องกง



สรุปบทเรียนที่ทำให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จ

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารกองทุน ETF ต่างชาติชั้นนำ และ market maker ต่างชาติชั้นนำที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการจัดตั้งกองทุน ETF ในต่างประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกนี้ พบว่า

สิ่งที่ช่วยให้กองทุน ETF ประสบความสำเร็จ

- มีคุณสมบัติพิเศษ ซึ่งรวมถึงดัชนีที่ใช้อ้างอิง ที่สามารถตอบสนองความต้องการของกลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมาย เช่น กองทุน China 50 ETF มีคุณสมบัติพิเศษช่วยลดปัญหาเรื่อง QFII โดยเป็นอีกช่องทางหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนต่างชาติที่ต้องการลงทุนในประเทศจีน
- กลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมายเป็นการผสมอย่างสมดุลระหว่างผู้ลงทุนรายย่อยและผู้ลงทุนสถาบัน กล่าวคือเพื่อให้กองทุน ETF มีสภาพคล่องจากการซื้อขายของผู้ลงทุนรายย่อยหรือผู้ลงทุนสถาบันที่ต้องการลงทุนเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคา ในขณะที่มีเสถียรภาพพอสมควรจากการถือครองของผู้ลงทุนสถาบันที่ต้องการถือแบบระยะยาว (เช่น กองทุนภาครัฐ)
- บริหารจัดการให้ทุกหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้รับผลประโยชน์ไม่มากก็น้อย (incentive alignment) ซึ่งจะทำให้
 - Market maker ตกลงรับผิดชอบ (commit) ในการดูแลสภาพคล่อง ทั้งนี้สำหรับบางกรณีที่ไม่สามารถหาสิทธิประโยชน์ให้กับ market maker ได้ บลจ.ก็ยอมจ่ายเงินจ้าง market maker เพื่อให้มาทำหน้าที่นั้น
 - จูงใจให้มีการแนะนำให้ผู้ลงทุนลงทุนในหน่วยลงทุน ETF
- จัดให้มี distribution channel ที่สามารถเข้าถึงกลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมาย เช่น ผ่านธนาคารพาณิชย์ internet trading
- ส่งเสริมให้มีวัฒนธรรมการลงทุนในกองทุนที่อ้างอิงดัชนี เช่น
 - ทำการตลาดและให้ความรู้ถึงประโยชน์ของการลงทุนในกองทุนรวม
 - ส่งเสริมให้มีบริการประเภท fee-based advisory โดยที่ปรึกษาทางการเงินจะได้รับเงินจากผู้ลงทุนโดยตรง ไม่ใช่ค่าคอมมิชชันจาก brokerage fee ซึ่งจะเป็นแรงจูงใจทำให้ที่ปรึกษาแนะนำตราสารประเภทต่าง ๆ ให้เหมาะสมกับนโยบายการลงทุนของผู้ลงทุนนั้น ๆ แทนที่จะพยายามขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้น

สิ่งที่มักทำให้กองทุน ETF ไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร

- จัดตั้งกองทุน ETF เพียงเพื่ออยากจะมีบ้าง หรือเพื่อจุดประสงค์อื่น ๆ โดยไม่ได้คำนึงถึงความต้องการของผู้ลงทุน เช่น กองทุน TraHK ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นช่องทางให้กับรัฐบาลในการปล่อยหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่ถือครองอยู่ให้กลับคืนสู่ตลาดรอง
- ไม่มี **market maker** มาดูแลสภาพคล่อง ส่งผลทำให้กองทุน ETF ขาดสภาพคล่อง
- ไม่มีเครื่องมือทางการเงิน ระบบ และกฎเกณฑ์มารองรับการทำ **arbitrage** และ **market making** เช่น
 - กลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิงขาดสภาพคล่อง
 - ไม่มีตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงดัชนีเดียวกัน
 - ไม่อนุญาตให้ทำการขายชอร์ตทั้งหน่วยลงทุน ETF และกลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง

Reference

- Websites ของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย จีน ฮองกง เกาหลี สิงคโปร์ ไต้หวัน และ มาเลเซีย
- ข้อมูลสถิติของ Investment Company Institute
- ข้อมูลสถิติของ World Federation of Exchanges
- ดร. ชาญวงศ์ กิรติวานิชย์ และภัสรา ชวาลกร. หนังสือเรื่อง “รู้วิเคราะห์ เจาะเรื่อง กองทุนรวม”.
- Hegde, S. and McDermott J. (November 2002). “The Market Liquidity of Diamonds, Q’s, and their Underlying Stocks”.
- รายงานวิจัยและข้อมูลสารสนเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “30 ปี ลงทุนสินทรัพย์ไทย ประเภทใดให้ผลตอบแทนสูงสุด”. SET Note Issue 5/2006.
- หนังสือชี้ชวนของกองทุนเปิดดัชนีพันธบัตรไทยเอบีเอฟ
- การสัมภาษณ์ผู้บริหารกองทุน ETF ต่างชาติชั้นนำ และ market maker ต่างชาติชั้นนำที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการจัดตั้งกองทุน ETF ในต่างประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก

ภาคผนวก 1: Key findings of selected ETFs in Asia

| Name of ETF | Primary Exchange | # of Securities in Fund | Inception date | IPO Size* (Mil USD) | AUM (Mil USD) | Daily Avg Vol** (Mil USD) | Daily Avg Vol / AUM (%) | Mgmt fee (bp) | Expense Ratio (bp) | Mgmt Company | Fund advisor | Trustee | Custodian |
|--|------------------|-------------------------|----------------|---------------------|---------------|---------------------------|-------------------------|---------------|--------------------|-------------------------------|--------------|-------------------|---|
| Emerging Market | | | | | | | | | | | | | |
| iShares MSCI Emerging Markets Index Fund | AMEX | 258 | 7-Apr-03 | ~25 | 1,887.29 | 560.00 | 29.67 | 0.0 | 76.0 | BGFA | N/A | JPMorgan Chase | N/A |
| Australia | | | | | | | | | | | | | |
| streetTRACKS S&P / ASX 200 | ASX | 201 | 27-Aug-01 | 95 | 616.59 | 3.47 | 0.56 | 27.5 | 28.6 | SSgA | N/A | SSgA | N/A |
| streetTRACKS S&P / ASX 50 | ASX | 50 | 27-Aug-01 | 53 | 32.53 | 0.04 | 0.11 | 27.5 | 28.6 | SSgA | N/A | SSgA | N/A |
| China, incl Hong Kong | | | | | | | | | | | | | |
| China 50 ETF | Shanghai | 50 | 23-Feb-05 | 660 | 514.60 | 11.48 | 2.23 | 50.0 | 60.0 | China Asset Mgmt | SSgA & SSB | N/A | Industrial and Commercial Bank of China |
| Tracker Fund of Hong Kong (TraHK) | HKEx | 33 | 12-Nov-99 | 4300 | 3,527.85 | 7.34 | 0.21 | 5.0 | 10.0 | SSgA | N/A | SSB | N/A |
| iShares FTSE / Xinhua China 25 | NYSE | 25 | 8-Oct-04 | ~100 | 672.05 | 46.10 | 6.86 | 74.0 | 74.0 | BGFA | N/A | Multiple trustees | N/A |
| Korea | | | | | | | | | | | | | |
| Kodex 200 | KRX | 100-150 | 14-Oct-02 | 139 | 331.61 | 10.99 | 3.31 | 40.0 | 67.0 | Samsung Investment Trust | BGI | HSBC | N/A |
| iShares MSCI South Korea Index Fund | NYSE | 73 | 10-May-00 | ~30 | 326.65 | 58.03 | 17.77 | 0.0 | 74.0 | BGFA | N/A | JPMorgan Chase | N/A |
| Singapore | | | | | | | | | | | | | |
| streetTracks Straits Times Index | SGX | 48 | 17-Apr-02 | 24 | 353.72 | 0.11 | 0.03 | 0.0 | 28.0 | SSgA | N/A | DBS Trustee | N/A |
| iShares MSCI Singapore Index Fund | NYSE | 40 | 12-Mar-96 | Not disclosed | 181.12 | 7.37 | 4.07 | 0.0 | 59.0 | BGFA | N/A | JPMorgan Chase | N/A |
| Taiwan | | | | | | | | | | | | | |
| iShares MSCI Taiwan Index Fund | NYSE | 98 | 20-Jun-00 | ~80 | 1,619.45 | 41.59 | 2.57 | 0.0 | 59.0 | BGFA | N/A | JPMorgan Chase | N/A |
| Polaris Taiwan 50 | TSE | 50 | 30-Jun-03 | 115 | 1,001.38 | 7.97 | 0.80 | 32.0 | 37.0 | Polaris Securities Investment | SSgA | N/A | Chinatrust Commercial Bank |
| Malaysia | | | | | | | | | | | | | |
| iShares MSCI Malaysia Index Fund | NYSE | 74 | 12-Mar-96 | Not disclosed | 330.64 | 6.93 | 2.10 | 0.0 | 59.0 | BGFA | N/A | JPMorgan Chase | N/A |

* Information provided by BGI or SSgA

** Daily average volume for the past 6 months

Source: Bloomberg as of August 4, 2006

ภาคผนวก 2: ตารางเปรียบเทียบค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อหรือผู้ถือหน่วยลงทุนหรือกองทุนรวมแบบ index fund ในประเทศไทย

| | 1AMSET50 | FAM50BP | FAM50LTF | AJFLTF50 | AJFRMF100 | M-S50 |
|---|--|--|----------------|--------------|--------------|----------------|
| 1. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อหรือผู้ถือหน่วยลงทุน (ร้อยละของมูลค่าหน่วยลงทุน) | | | | | | |
| 1.1 ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (front-end fee) | ≤ 0.25% | - | - | 0.25 | - | - |
| 1.2 ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (back-end fee) | - | - | ≤ 0.25% | 0.5 | - | - |
| 1.3 ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน (switching fee) | - | - | ≤ 0.25% | 0.25 | - | - |
| 1.4 ค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ (เก็บเข้ากองทุน) | - | - | - | - | - | - |
| 2. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อหรือผู้ถือหน่วยลงทุน (ตามที่จ่ายจริง) | | | | | | |
| 2.1 ค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุน | - | ตามที่จ่ายจริง | - | - | 10฿/1000unit | 50฿/case |
| 2.2 ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ | < 0.3% ของมูลค่าหน่วยลงทุนที่ส่งขายคืน | - | - | - | - | ตามที่จ่ายจริง |
| 2.3 ค่าธรรมเนียมในการโอนค่าขายคืนหน่วยลงทุนเข้าบัญชีเงินฝาก | - | - | - | - | - | - |
| 2.4 ค่าธรรมเนียมการเปลี่ยนชื่อ สกุ ที่อยู่ การออกไปหน่วยลงทุน | - | ตามที่จ่ายจริง | ตามที่จ่ายจริง | - | - | - |
| 2.5 ค่าธรรมเนียมการออกสมุดบัญชีแสดงสิทธิในหน่วยลงทุนใหม่ | - | - | - | - | - | - |
| 3. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม (fund's direct expenses) (% of NAV ต่อปี) | | | | | | |
| 3.1 ค่าธรรมเนียมการจัดการ (management fee) | 0.43 | ≤ 0.45 | ≤ 1.5 | 0.50 | 0.5 | 0.42 |
| 3.2 ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustee fee) | 0.06 | ≤ 0.055 | ≤ 0.11 | 0.06 | 0.04 | 0.06 |
| 3.3 ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหน่วยลงทุน (registrar fee) | 0.11 | ≤ 0.12 | ≤ 0.14 | 0.125 | 0.125 | 0.11 |
| 3.4 ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษากองทุน | - | - | ตามที่จ่ายจริง | - | - | - |
| 3.5 ค่าจัดทำรายงานประจำปี | 0.01 | ตามที่จ่ายจริง | ตามที่จ่ายจริง | - | - | - |
| 3.6 ค่าใช้จ่ายในการสอบบัญชี | 0.01 | ตามที่จ่ายจริง | ตามที่จ่ายจริง | - | - | 0.04 |
| 3.7 ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ* | 0.02 | ตามที่จ่ายจริง | ตามที่จ่ายจริง | - | - | 0.16 |
| 4. ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา ประชาสัมพันธ์ และส่งเสริมการขายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม (% of NAV ต่อปี) | | | | | | |
| 4.1 ในช่วงเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรก | - | ตามที่จ่ายจริง แต่ไม่เกิน 0.1 (ของ FAM50LTF จะไม่เกิน 2 MB) | | - | - | - |
| 4.2 ภายหลังเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรก | - | | | - | - | - |
| 5. สัดส่วนค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม/NAV | 0.64 | | | 0.685 | 0.665 | 0.79 |

* ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เช่น ค่าไปรษณียากร, ค่าประกาศหนังสือพิมพ์, ค่าใช้จ่ายงานทะเบียนกองทุน (Registration Expenses), ค่าประกาศแจ้งความ, ค่าภาษีมูลค่าเพิ่ม เป็นต้น

Source: หนังสือชี้ชวนของกองทุน

ภาคผนวก 2: ตารางเปรียบเทียบค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อหรือผู้ถือหน่วยลงทุนหรือกองทุนรวมแบบ index fund ในประเทศไทย (ต่อ)

| | SCBSET | UOBSAS100 | TMB50DV | TMB50 | TMB50RMF |
|---|----------------|----------------|----------------|-------------|----------|
| 1. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อหรือผู้ถือหน่วยลงทุน (ร้อยละของมูลค่าหน่วยลงทุน) | | | | | |
| 1.1 ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (front-end fee) | - | 0.5 | - | - | - |
| 1.2 ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (back-end fee) | 0.1 | 0.5 | - | - | - |
| 1.3 ค่าธรรมเนียมการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน (switching fee) | ≤ 1.2 | 0.5 | - | - | - |
| 1.4 ค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ (เก็บเข้ากองทุน) | - | - | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| 2. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ซื้อหรือผู้ถือหน่วยลงทุน (ตามที่จ่ายจริง) | | | | | |
| 2.1 ค่าธรรมเนียมการโอนหน่วยลงทุน | 10฿/1000unit | 10฿/500unit | 5฿/1000unit | 5฿/1000unit | - |
| 2.2 ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ | - | - | - | - | - |
| 2.3 ค่าธรรมเนียมในการโอนค่าขายคืนหน่วยลงทุนเข้าบัญชีเงินฝาก | - | ตาม bank กำหนด | - | - | - |
| 2.4 ค่าธรรมเนียมการเปลี่ยนชื่อ สกุล ที่อยู่ การออกใบหน่วยลงทุน | - | 50฿/case | - | - | - |
| 2.5 ค่าธรรมเนียมการออกสมุดบัญชีแสดงสิทธิในหน่วยลงทุนใหม่ | - | - | - | 50฿/case | - |
| 3. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม (fund's direct expenses) (% of NAV ต่อปี) | | | | | |
| 3.1 ค่าธรรมเนียมการจัดการ (management fee) | 0.80135 | ≤ 1.7 | 0.45 | 0.42 | 0.45 |
| 3.2 ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustee fee) | 0.05342 | ≤ 0.078 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| 3.3 ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหน่วยลงทุน (registrar fee) | 0.16027 | ≤ 0.12 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| 3.4 ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษากองทุน | - | - | - | - | - |
| 3.7 ค่าจัดทำรายงานประจำปี | 0.0102 | - | - | - | - |
| 3.8 ค่าใช้จ่ายในการสอบบัญชี | 0.0178 | - | ตามที่จ่ายจริง | - | - |
| 3.12 ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ * | 0.02602 | - | ตามที่จ่ายจริง | 0.04 | - |
| 4. ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา ประชาสัมพันธ์ และส่งเสริมการขายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม (% of NAV ต่อปี) | | | | | |
| 4.1 ในช่วงเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรก | - | ≤ 0.5 | - | - | - |
| 4.2 ภายหลังเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรก | - | ≤ 0.5 | - | - | - |
| 5. สัดส่วนค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม/NAV | 1.08914 | | | 0.56 | |

* ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เช่น ค่าไปรษณียากร, ค่าประกาศหนังสือพิมพ์, ค่าใช้จ่ายงานทะเบียนกองทุน (Registration Expenses), ค่าประกาศแจ้งความ, ค่าภาษีมูลค่าเพิ่ม เป็นต้น

Source: หนังสือชี้ชวนของกองทุน

ภาคผนวก 3: ตารางแสดงการเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายระหว่างกองทุน ETFs และ Open-Ended Mutual Funds

Expenses of ETFs VS Open-ended mutual funds in the US

| ETFs | Average Expense Ratio (bps) | Open-end Mutual Funds | Average Expense Ratio (bps) |
|----------------------|-----------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| US Broad Markets | 22 | Actively Managed Domestic Equity | 155 |
| US Large Cap | 19 | Actively Managed Int'l Equity | 189 |
| US Mid Cap | 22 | Passive/Indexe d Domestic Equity | 75 |
| US Small Cap | 21 | Passive/Indexe d Int'l Equity | 95 |
| Value/Growth | 24 | Passive/Indexe d Fixed Income | 39 |
| US Sector | 43 | | |
| International Equity | 56 | | |
| All Equity | 39 | | |
| Fixed Income | 17 | | |

Source: Morgan Stanley Strategies, October 12, 2004

Expenses of ETFs VS Open-ended mutual funds in the Europe

| ETFs | Average Expense Ratio (bps) | Open-end Mutual Funds | Average Expense Ratio (bps) |
|--------------------------|-----------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| European Sector Exposure | 50 | Average Actively Fund TER | 162 |
| US Sector Exposure | 55 | Average Index Fund TER | 120 |
| Global Sector Exposure | 84 | Average Bond Fund TER | 99 |
| Country Exposure Europe | 41 | | |
| Country Exposure US | 40 | | |
| Country Exposure Japan | 70 | | |
| Style | 58 | | |
| Regional Exposure Europe | 47 | | |
| Regional Exposure Global | 48 | | |
| Fixed Income | 17 | | |
| All Equity | 46 | | |
| Average Overall ETFs | 43 | | |

Source: Morgan Stanley Strategies, October 12, 2004

ภาคผนวก 4: Profile of well-reputed ETF managers

| Manager | No. of ETFs | AUM(U\$ bn) | Market Share % |
|--|-------------|-------------|----------------|
| BGI (Barclays Global Investors) | 149 | 195 | 46.8 |
| SSgA (State Street Global Advisors) | 51 | 93 | 22.2 |
| Bank of New York | 6 | 30 | 7.2 |
| Nomura Asset Management | 5 | 16 | 3.9 |
| Lyxor International AM | 19 | 13 | 3.1 |
| Total | 226 | 347 | 83.2 |

Source: Morgan Stanley, ETFs end of year 2005 review