

บทที่ 2

แนวคิดทฤษฎีและการตรวจเอกสาร

ทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาความสามารถในการสร้างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ต่อการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจได้ประยุกต์ใช้ทฤษฎีและแนวคิดต่างๆ ที่เกี่ยวข้องและสามารถนำมาใช้ในการศึกษา ดังนี้

1. Arbitrage Pricing Theory: APT (การลงทุน) (TSI, 2546 และ จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2547: 255-258)
2. แนวคิดเกี่ยวกับช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินของเคนส์ (Mishkin, 2004: 617 อ้างถึงใน ศรีญพร, 2547: 19-21)
3. แนวคิดอัตราดอกเบี้ยกับการบริโภคต่อระดับรายได้ประชาชาติ (มหเศรษฐศาสตร์เบื้องต้น) (รัตนา สายคณิต, 2537)
4. แบบจำลอง IS-LM (เอกสารคำสอนวิชาเศรษฐศาสตร์การจัดการ 2) (สันติยา เอกอัคร, 2543: 8-8 ถึง 8-15)
5. ทฤษฎีอุปสงค์ต่อเงิน (เอกสารคำสอนวิชาเศรษฐศาสตร์การจัดการ 2) (สันติยา เอกอัคร, 2543: 13-3 ถึง 13-9)
6. ความสัมพันธ์ของตราสารหนี้กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน และเส้นอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ (Yield Curve) [สถาบันพัฒนาบุคลากรธุรกิจหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (TSI), 2546: 79-83. เอกสารประกอบการสอนเรื่อง Interest Rates in the Economy: วิไลลักษณ์ ไทย-อุตสาห์, 2547. และสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC), 2548: 52-53]
7. การคำนวณมูลค่าการลงทุนของกองทุนรวม (AIMC, 2548: 112-113)

8. ประเภทของกองทุนรวมในประเทศไทย (AIMC, 2548: 101-108)

9. วัฏจักรเศรษฐกิจ (Business Cycle) (AIMC, 2545 และ TSI, 2546)

ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

Arbitrage Pricing Theory (APT)

Arbitrage คือ การแสวงหาโอกาสทำกำไร ซึ่งการทำ Arbitrage ในความหมายอย่างง่าย หมายถึง การทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงโดยการซื้อหลักทรัพย์หนึ่งพร้อมกับขายหลักทรัพย์นั้นในราคาที่แตกต่างกันในตลาดสองตลาดด้วยมูลค่าการลงทุนเท่ากับศูนย์ โอกาสในการทำ Arbitrage อาจเกิดขึ้นในสถานการณ์ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์หนึ่งให้ผลลัพธ์ (Payoff) จากการลงทุนเท่ากับอีกหลักทรัพย์หนึ่งโดยการลงทุนทั้งสองมีราคาแตกต่างกัน

ภายใต้ “กฎการมีราคาเดียว” (Law of One Price) ซึ่งระบุว่าหลักทรัพย์สองชนิดที่มีลักษณะเหมือนกันทุกประการจะต้องขายในราคาที่เท่ากัน ดังนั้นเมื่อมีการค้นพบสถานการณ์ซึ่งราคาของหลักทรัพย์สองชนิดที่ให้ผลลัพธ์ในการลงทุนเท่ากันเกิดมีราคาแตกต่างกัน ผู้ลงทุนที่มีเหตุผลจะเข้าซื้อขายหลักทรัพย์เหล่านั้นจนราคาผู้ดุลยภาพกลไกของตลาดในลักษณะที่เป็นรากฐานของแนวคิด

Arbitrage Pricing Theory (APT)

APT มีข้อสมมติว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับดัชนีต่างๆ กลุ่มหนึ่ง โดยแต่ละดัชนีเป็นตัวแทนปัจจัยแต่ละปัจจัยซึ่งมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ภายใต้กฎการมีราคาเดียวผู้ลงทุนในตลาดจะซื้อและขายหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ต่างๆ ที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยหนึ่งในลักษณะที่เหมือนกัน ควรจะให้อัตราผลตอบแทนที่คาดไว้เท่ากัน การซื้อและขายเพื่อทำกำไรจากราคาที่แตกต่างกันในแต่ละตลาดจนกระทั่งราคาหลักทรัพย์เท่ากันเป็นกระบวนการที่ก่อให้เกิดการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ข้อสมมติฐานของ APT ได้แก่

1. ตลาดมีลักษณะสมบูรณ์
2. ผู้ลงทุนมีความคาดหวังเหมือนกัน
3. ในภาวะที่แน่นอน ผู้ลงทุนไม่ชอบความเสี่ยงและต้องการอัตราประโยชน์สูงสุด

4. อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เกิดจาก Factor Model

ทั้งนี้ APT มิได้มีข้อสมมติฐานในประเด็นที่ว่า ผู้ลงทุนพิจารณากลุ่มหลักทรัพย์โดยดูจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนใน 1 ช่วงเวลาลงทุน และมีได้กล่าวถึงประเด็นการกู้และให้กู้ในอัตราดอกเบี้ยเท่ากับอัตราดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยง

Factor Model เป็นตัวแบบที่บ่งพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ โดยระบุปัจจัยความเสี่ยงต่างๆ ในเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์จำนวนมาก ปัจจัยความเสี่ยงเหล่านี้เป็นตัวแทนของภาพรวมเศรษฐกิจและไม่ใช้ลักษณะเฉพาะของบริษัท

ปัจจัยความเสี่ยงต่างๆ ดังกล่าว ต้องมีลักษณะ 3 ประการ ดังนี้

1. ปัจจัยความเสี่ยงแต่ละปัจจัยจะต้องมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่างๆ อย่างกว้างขวาง (เป็นปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค) ความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อเฉพาะบริษัทไม่ถือว่าเป็นปัจจัยความเสี่ยงของ APT
2. ปัจจัยความเสี่ยงเหล่านี้จะต้องมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังซึ่งหมายความว่า เป็นปัจจัยที่มีราคาไม่เท่ากับศูนย์
3. ณ จุดเริ่มต้นของแต่ละช่วงเวลา จะไม่สามารถพยากรณ์ค่าปัจจัยความเสี่ยงของตลาดโดยรวมได้ เช่น อัตราเงินเฟ้อที่พยากรณ์ได้ มิใช่ปัจจัยความเสี่ยงตาม APT แต่อัตราเงินเฟ้อที่มีได้อยู่ในความคาดหมายเป็นปัจจัยความเสี่ยงตาม APT

ตัวแบบ APT สมมติว่าผู้ลงทุนเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ถูกกำหนดในเชิงสุ่มจาก Factor Model ที่มี n ปัจจัย แต่ละปัจจัยมีค่าที่คาดหวังเป็น $E(F_1)$, $E(F_2)$, ..., $E(F_n)$ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i จะเท่ากับ

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}f_1 + b_{i2}f_2 + \dots + b_{in}f_n + \varepsilon_i \quad (2.1)$$

โดย R_i คืออัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในเชิงสุ่มของหลักทรัพย์ i ในงวดที่ t

$E(R_i)$ คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i

f คือส่วนเบี่ยงเบนจากค่าที่คาดไว้ของปัจจัย F

b_i คือค่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เนื่องจากปัจจัยหนึ่ง

ϵ_i คือค่าความผิดพลาดเชิงสุ่ม อันเป็นลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์ i

ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่า

ค่าที่คาดไว้ของแต่ละปัจจัยเท่ากับศูนย์ ดังนั้นค่า f ในสมการเป็นมาตรวัดส่วนเบี่ยงเบนของแต่ละปัจจัยจากค่าที่คาดไว้ของมัน

จากสมการที่ (2.1) อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์หนึ่งในช่วงเวลาหนึ่งจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ ถ้าปัจจัยต่างๆ มีค่าเท่ากับค่าที่คาดไว้ของปัจจัยนั้นๆ (หรือส่วนเบี่ยงเบนของปัจจัยจากค่าที่คาดไว้มีค่าเท่ากับศูนย์) และถ้าค่าส่วนผิดพลาดมีค่าเท่ากับศูนย์

Factor Model ไม่ได้กล่าวถึงภาวะดุลยภาพ ถ้าแปลงสมการที่ (2.1) ให้อยู่ในรูปของตัวแบบดุลยภาพ จะเป็นตัวแบบซึ่งบ่งถึงอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ของหลักทรัพย์ต่างๆ APT เป็นทฤษฎีดุลยภาพของอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ซึ่งใช้ Factor Model อธิบาย ดังสมการที่ (2.2)

$$E(R_i) = a_0 + b_{i1}\overline{F}_1 + b_{i2}\overline{F}_2 + b_{i3}\overline{F}_3 + \dots + b_{in}\overline{F}_n \quad (2.2)$$

โดย $E(R_i)$ คืออัตราผลตอบแทนที่คาดไว้จากหลักทรัพย์ i

a_0 คืออัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ของหลักทรัพย์หนึ่งที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่ากับศูนย์

$\overline{F}_n$ คือส่วนชดเชยความเสี่ยงของปัจจัยหนึ่ง เช่น ส่วนชดเชยความเสี่ยงของ F_1 เท่ากับ $[E(F_1) - a_0]$

ตาม APT นั้น คำจำกัดความของความเสี่ยง คือ ค่าความไหวตัวของหลักทรัพย์อันเกิดจากปัจจัยต่างๆทางเศรษฐกิจ โดยอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้มีความเชื่อมโยงโดยตรงกับความไหวตัวนี้ ถ้าความเสี่ยงสูงขึ้น อัตราผลตอบแทนที่คาดไว้จะสูงขึ้น

แนวคิดเกี่ยวกับช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงิน

ช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินของเคนส์ สามารถแสดงผลกระทบของนโยบายการเงินแบบขยายตัวได้ดังนี้

$$M \uparrow \longrightarrow r \downarrow \longrightarrow I \uparrow \longrightarrow Y \uparrow \quad (2.3)$$

เมื่อใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวโดยการเพิ่มปริมาณเงิน (M) จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (r) ซึ่งทำให้ต้นทุนของทุนลดต่ำลง และทำให้มีการขยายตัวในการใช้จ่ายเพื่อการลงทุน (I) มากขึ้น ดังนั้น จึงนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของอุปสงค์มวลรวมและผลผลิต (Y)

แต่เดิมเคนส์เห็นว่าช่องทางนี้เป็นช่องทางในการดำเนินนโยบายการเงินผ่านการตัดสินใจของธุรกิจเกี่ยวกับการใช้จ่ายเพื่อการลงทุน แต่จากการศึกษากลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินสมัยใหม่ การตัดสินใจเกี่ยวกับที่อยู่อาศัยและการใช้จ่ายในสินค้าคงทนนับเป็นการตัดสินใจเพื่อการลงทุนเช่นกัน ดังนั้น การส่งผ่านนโยบายการเงินโดยช่องทางอัตราดอกเบี้ยในสมการที่ (2.3) จะเท่ากับค่าใช้จ่ายในการซื้อที่อยู่อาศัยและสินค้าคงทนของผู้บริโภค

สิ่งสำคัญในกลไกการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ย คือ เน้นไปที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมากกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน และเป็นอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในระยะยาวมากกว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะสั้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในระยะสั้นถูกชี้นำโดยผลของการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของพันธบัตรทั้งระยะสั้นและระยะยาวของธนาคารกลาง จากข้อสรุปของเคนส์ในเรื่องราคามีความหนืด คือ ราคามีการปรับตัวอย่างช้าๆ นั่นคือ ภายใต้นโยบายการเงินแบบขยายตัว ซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในระยะสั้นลดลง จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะสั้นลดลงเช่นกัน จากสมมติฐานการคาดการณ์ อัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะเท่ากับค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่คาดการณ์สรุปได้ว่า การลดลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะสั้นจะนำไปสู่การลดลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในระยะยาว ซึ่งจะทำให้การลงทุนของธุรกิจ การลงทุนในที่อยู่อาศัย การลงทุนในสินค้าคงคลัง และการใช้จ่ายในสินค้าคงทนของผู้บริโภคเพิ่มสูงขึ้นนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของผลผลิต

แนวคิดอัตราดอกเบี้ยกับการบริโภคต่อระดับรายได้ประชาชาติ

อัตราดอกเบี้ยเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการบริโภคของประชาชน การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยอาจจะมีผลทำให้การบริโภคเปลี่ยนแปลงไปได้ ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

$$r \uparrow \longrightarrow c \downarrow \longrightarrow s \uparrow \quad (2.4)$$

ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ย (r) สูงขึ้น ผู้บริโภคที่ต้องซื้อสินค้าด้วยเงินผ่อนจะต้องจ่ายค่าซื้อสินค้าราคาแพงขึ้น (เพราะเป็นราคาที่รวมดอกเบี้ยเข้าไว้ด้วย) ซึ่งจะทำให้เขาเลิกล้มความตั้งใจที่จะซื้อสินค้าเงินผ่อน ดังนั้นการที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นจะทำให้การบริโภค (C) ลดลง ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราดอกเบี้ย (r) ลดลง จะเป็นการกระตุ้นการบริโภคของภาคครัวเรือน อัตราดอกเบี้ยและการบริโภคจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนี้การที่อัตราดอกเบี้ย (r) สูงขึ้นจะกระตุ้นผู้บริโภคให้มีการออม (S) เพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้ามอัตราดอกเบี้ย (r) ที่ต่ำ จะกระตุ้นให้ผู้บริโภคออม (S) ลดลงถ้าปัจจัยอื่นๆ คงที่

โดยเหตุที่การบริโภคเป็นองค์ประกอบหนึ่งของรายจ่าย (รายได้) ประชาชาติ การเพิ่มการใช้จ่ายบริโภคจึงส่งผลให้ระดับรายได้ประชาชาติสูงขึ้น ทั้งนี้เพราะเมื่อประชาชนมีการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าอุปโภคบริโภค จะทำให้รายได้ยังคงหมุนเวียนอยู่ในกระแสรายได้-รายจ่ายของระบบ ซึ่งจะกระตุ้นให้ผู้ผลิตผลิตสินค้าและบริการออกมาสนองความต้องการของผู้บริโภค จึงทำให้ระดับรายได้ประชาชาติสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามการชะลอหรือการลดการบริโภคของประชาชนจะส่งผลให้ระดับรายได้ประชาชาติลดลงด้วยและเนื่องจากการที่ประชาชนเปลี่ยนแปลงระดับการบริโภคจะส่งผลให้การออมเปลี่ยนแปลงไปด้วยในทิศทางตรงกันข้าม ดังนี้

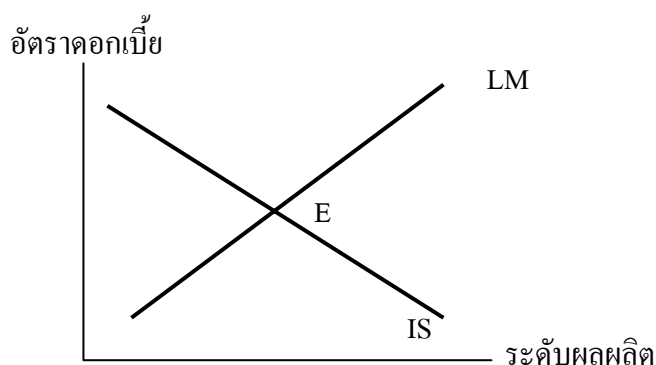
$$c \uparrow \longrightarrow s \downarrow \longrightarrow y \uparrow \quad (2.5)$$

ดังนั้น สามารถสรุปได้ว่า การบริโภค (C) เพิ่มขึ้น หรือลดการออม (S) จะส่งผลให้ระดับรายได้ประชาชาติ (Y) เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น แต่การลดการบริโภค (C) หรือเพิ่มการออม (S) จะส่งผลให้รายได้ประชาชาติ (Y) เปลี่ยนแปลงลดลง

แบบจำลอง IS-LM

แบบจำลอง IS-LM เป็นแบบจำลองแสดงดุลยภาพในตลาดสินค้าและตลาดเงินตรา ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้ เส้น IS หมายถึง อัตราดอกเบี้ยและระดับรายได้คู่ต่างๆ ที่ทำให้ตลาดสินค้าอยู่ในภาวะดุลยภาพ โดยเส้น IS จะมีความชันเป็นลบ เนื่องจากเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง จะส่งผลกระตุ้นให้ค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มขึ้น อุปสงค์รวมขยายตัว และส่งผลให้ระดับรายได้ดุลยภาพเพิ่มสูงขึ้น โดยความชันของเส้น IS ขึ้นอยู่กับค่าตัวทวีและขนาดของการสนองตอบของการลงทุนต่ออัตราดอกเบี้ย การเปลี่ยนแปลงในค่าใช้จ่ายอิสระจะเป็นปัจจัยที่ทำให้เส้น IS เคลื่อนย้าย ส่วนเส้น LM หมายถึง เส้นแสดงความสัมพันธ์

ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและระดับรายได้คู่ต่างๆ ที่ทำให้ตลาดเงินตราอยู่ในภาวะดุลยภาพ โดยเส้น LM จะมีความชันเป็นบวก เมื่อกำหนดอุปทานเงินตรามาให้ ถ้าระดับรายได้เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะเพิ่มปริมาณอุปสงค์ต่อเงิน จะทำให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นเพื่อลดอุปสงค์ต่อเงิน และรักษาสถานการณ์เงินตราให้อยู่ในภาวะดุลยภาพ เส้น LM จะเคลื่อนย้ายเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอุปทานเงินตราที่แท้จริงเป็นการเพิ่มขึ้นของอุปทานเงินตราที่แท้จริงจะทำให้ เส้น LM เคลื่อนย้ายไปทางขวา



ภาพที่ 2.1 ดุลยภาพในตลาดผลผลิตและตลาดเงินตรา

ที่มา: สันติยา (2543)

จากภาพแสดงให้เห็นถึงอัตราดอกเบี้ยและระดับรายได้ที่ทำให้ทั้งตลาดผลผลิตและตลาดเงินตราเกิดดุลยภาพอย่างต่อเนื่อง โดยจุด E ยังอยู่ภายใต้ข้อสมมติที่ว่า ระดับราคาคงที่นั่นหมายความว่า ธุรกิจยินดีที่จะทำการผลิตเพิ่มอย่างไม่จำกัดจำนวน ณ ระดับราคาที่กำหนดให้

ทฤษฎีอุปสงค์ต่อเงิน

ตามแนวคิดของเคนส์นั้น การตัดสินใจถือเงินตราของบุคคลว่ามีเหตุผล 3 ประการ คือ

1. อุปสงค์ต่อเงินเพื่อประกอบธุรกรรม (Transaction Demand for money) เป็นความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย
2. อุปสงค์ต่อเงินเพื่อเก็งกำไร (Speculative Demand for Money) เป็นความต้องการถือเงินเนื่องจากความไม่แน่ใจเกี่ยวกับมูลค่าในรูปของตัวเงินของสินทรัพย์อื่นๆ ที่บุคคลสามารถจะถือได้

3. อุปสงค์ต่อเงินเพื่อเหตุฉุกเฉิน (Precaution Demand for Money) เป็นความต้องการถือเงินเพื่อใช้จ่าย ในรายการใช้จ่ายที่ไม่ได้คาดการณ์ไว้ล่วงหน้า

ในที่นี้จะกล่าวถึงอุปสงค์ต่อเงินเพื่อเก็งกำไรตามแนวคิดของเคนส์ ซึ่งเคนส์เชื่อว่าความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย โดยผ่านกลไกในตลาดทุน โดยเคนส์ชี้ให้เห็นว่า ตลาดจะมีอัตราดอกเบี้ยในระดับปกติ ประชาชนจะคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลงในอนาคต ดังนั้น ผู้ถือหุ้นและพันธมิตรจะทำการคาดการณ์ต่อไปว่า ตนจะได้กำไรส่วนทุน (Capital Gains) เพราะราคาหุ้นและพันธมิตรจะสูงขึ้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง อุปสงค์เงินตราเพื่อการเก็งกำไรจะต่ำประชาชนจะไปถือพันธมิตรหรือหุ้นแทนการถือเงินตรา ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่ำกว่าระดับปกติ ประชาชนจะคาดการณ์ว่า อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในอนาคต ราคาพันธมิตรและหุ้นจะลดลง ผู้ถือหุ้นและพันธมิตรจะขาดทุนส่วนทุน (Capital Gain Loss) ประชาชนจะหลีกเลี่ยงการขาดทุนโดยขายหุ้นและพันธมิตรและไปถือเงินสดแทน ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรจะสูง

ความสัมพันธ์ของตราสารหนี้กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน และเส้นอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ (Yield Curve)

ความสัมพันธ์ของตราสารหนี้กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน

หุ้นกู้เป็นตราสารการลงทุนที่สร้างรายได้ในรูปแบบดอกเบี้ยซึ่งมีการกำหนดไว้เป็นการจ่ายล่วงหน้าจนถึงวันครบกำหนด ถ้านักลงทุนต้องการขายหุ้นกู้ในตลาดรองก่อนครบกำหนดชำระหนี้ ของหุ้นกุนั้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินในขณะนั้นเพิ่มสูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยตอนที่หุ้นกู้ถูกจำหน่ายในตอนแรก นักลงทุนก็จะขายหุ้นกุนั้นได้เงินต้นคืนมาในมูลค่าที่น้อยกว่าที่ตนเองคาดหวังไว้ เนื่องจากเมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นมูลค่าของหุ้นกุนั้นก็จะลดลง ในทางตรงกันข้าม อัตราผลตอบแทนก็ลดลงกว่าที่เคยคาดหวังไว้เดิม หรืออาจเกิดเป็นผลขาดทุนหากอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดต่ำลงกว่าอัตราดอกเบี้ยในขณะที่ยกหุ้นกุนั้น นักลงทุนก็สามารถทำกำไรจากการขายหุ้นกู้ที่ได้ลงทุนไว้ก่อนที่หุ้นกู้จะครบกำหนด

สภาพของตลาดตราสารหนี้ อาจมีความผันผวนตามภาวะของอัตราดอกเบี้ย เช่น เมื่อมีแนวโน้มว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินจะสูงขึ้น อันเนื่องมาจากปัญหาเงินเฟ้อที่สูงขึ้น หรืออัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศขยับตัวสูงขึ้น มาตรการอันดับแรก คือ การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ คือ การขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยให้กู้ยืมแก่ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินขยับตัวสูงขึ้น และอัตราผลตอบแทน (Yield) ของตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดรองก็จะขยับตัวสูงตามไป

ด้วยเช่นกัน ถ้าผู้ลงทุนได้ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลหรือตราสารแห่งอื่นๆ ไว้ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวสูงขึ้น (Coupon Rate ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน) และหากผู้ลงทุนมีความจำเป็นที่จะต้องใช้เงิน โดยขายพันธบัตรหรือตราสารหนี้ที่ถือไว้ในตลาดรอง ผู้ลงทุนต้องยอมขายพันธบัตรหรือตราสารหนี้ในราคาขายลดเพื่อให้ผู้ซื้อได้รับอัตราผลตอบแทน (Yield) เท่ากับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันที่เขาควรได้รับ ราคาของพันธบัตรหรือตราสารหนี้จะต่ำกว่าราคาแรกซื้อและเป็นที่มาของการขาดทุนในการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในทางตรงกันข้าม เมื่อมีแนวโน้มว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินจะลดต่ำลง อันเนื่องมาจากสภาพคล่องส่วนเกินในตลาดเงิน อัตราผลตอบแทน (Yield) ของตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดรองก็จะขยับตัวเช่นกัน เมื่อผู้ลงทุนได้ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลหรือตราสารหนี้ไว้ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวลดลง (Coupon Rate สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน) และหากผู้ลงทุนมีความจำเป็นที่จะต้องใช้เงิน โดยขายพันธบัตรหรือตราสารหนี้ที่ถือครองไว้นั้นในตลาดรอง ผู้ลงทุนสามารถจะขายพันธบัตรหรือตราสารหนี้ในราคาที่ทำให้อัตราผลตอบแทน (Yield) แก่ผู้ซื้อเท่ากับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันที่เขาควรได้รับ ฉะนั้นราคาของพันธบัตรหรือตราสารหนี้ที่จะขายสูงกว่าจากราคาแรกซื้อและเป็นที่มาของกำไรในการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลนั่นเอง

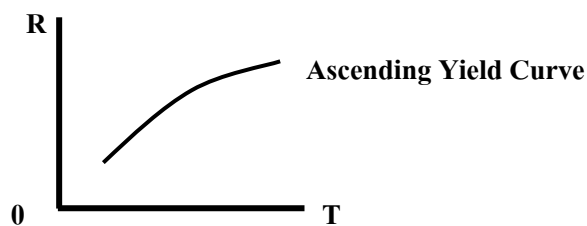
เส้นอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ (Yield Curve)

เส้นอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ (Yield Curve) คือ เส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน (Yield) กับอายุคงเหลือ (Time to Maturity) ของตราสารหนี้ โดยทุกๆ จุดบน Yield Curve จะแสดงอัตราผลตอบแทนตามอายุคงเหลือของตราสารหนี้

โดยปกติ เราจะนำเอาพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุคงเหลือต่างๆ มาใช้ในการสร้าง Yield Curve และพันธบัตรรัฐบาลเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในเรื่องการผิดชำระหนี้ Yield Curve ที่สร้างขึ้นจึงเป็นเส้นอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงของการผิดชำระหนี้ (Default Risk Free Yield Curve)

Yield Curve จะเป็นเส้นสำหรับแต่ละจุดเวลา เมื่อเวลาเปลี่ยนไปรูปร่างของ Yield Curve ก็จะเปลี่ยนรูปและระดับไปได้ โดยลักษณะของเส้นอัตราผลตอบแทนประกอบด้วย 5 ลักษณะ ดังนี้

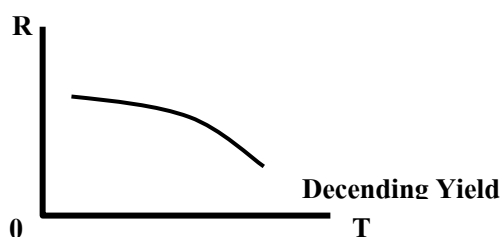
1. Ascending Yield Curve เป็นเส้นที่แสดงว่า ขณะนั้นอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะยาวกว่ามีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะสั้นกว่า



ภาพที่ 2.2 เส้นอัตราผลตอบแทน Ascending Yield Curve

ที่มา: วิไลลักษณ์ (2547)

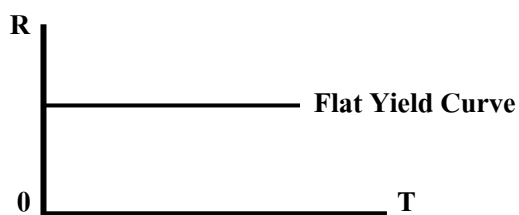
2. Descending Yield Curve เป็นเส้นที่แสดงว่า ขณะนั้นอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะสั้นกว่ามีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะยาวกว่า



ภาพที่ 2.3 เส้นอัตราผลตอบแทน Descending Yield Curve

ที่มา: วิไลลักษณ์ (2547)

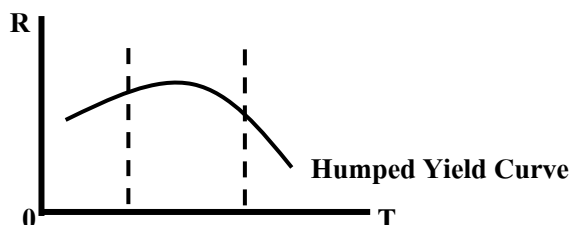
3. Flat Yield Curve เป็นเส้นที่แสดงว่า ขณะนั้นอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะสั้นกว่ามีอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะยาวกว่า



ภาพที่ 2.4 เส้นอัตราผลตอบแทน Flat Yield Curve

ที่มา: วิไลลักษณ์ (2547)

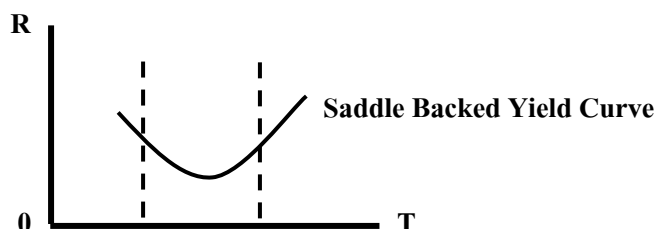
4. Humped Yield Curve เป็นเส้นที่แสดงว่า ขณะนั้นอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะปานกลางสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของเครดิตทั้งระยะยาวกว่าและระยะสั้นกว่า



ภาพที่ 2.5 เส้นอัตราผลตอบแทน Humped Yield Curve

ที่มา: วิไลลักษณ์ (2547)

5. Saddle Backed Yield Curve เป็นเส้นที่แสดงว่า ขณะนั้นอัตราผลตอบแทนของเครดิตระยะปานกลางต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของเครดิตทั้งระยะยาวกว่าและระยะสั้นกว่า



ภาพที่ 2.6 เส้นอัตราผลตอบแทน Saddle Backed Yield Curve

ที่มา: วิไลลักษณ์ (2547)

ประโยชน์ของ Yield Curve

1. ใช้ในการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนในช่วงอายุต่างๆ ของตราสารแห่งหนึ่ง ทำให้ผู้ลงทุนสามารถนำไปใช้วางแผนในการลงทุน และสามารถจัดสรรเงินลงทุนอย่างเหมาะสมทั้งระยะสั้น ปานกลางและระยะยาว

2. ใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงและเป็นฐานในการคำนวณราคาตราสารแห่งหนึ่ง ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง ในตลาดแรกหากบริษัทใดประสงค์ที่จะออกตราสารแห่งหนึ่งหรือนักลงทุนที่ประสงค์ที่จะลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งก็สามารถเทียบเคียงอัตราผลตอบแทนตราสารหนึ่งนั้นกับอัตราผลตอบแทนที่ปรากฏบน Yield Curve ได้ว่ามีความเหมาะสมมากน้อยเพียงใด

3. ใช้เป็นอัตราผลตอบแทนอ้างอิงเพื่อเทียบเคียงกับการบันทึกมูลค่าทางบัญชีของตราสารหนี้ (Mark to Market) เนื่องจากตราสารหนี้หลายประเภทไม่ได้มีการซื้อขายหรือมีราคาตลาดทุกวัน

4. ใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุนและวางกลยุทธ์ในการลงทุน เช่น พิจารณาจากความลาดชันของ Yield Curve หรือการเคลื่อนไหวขึ้นลงของ Yield Curve เป็นต้น

การคำนวณมูลค่าการลงทุนของกองทุนรวม

กองทุนรวม ต้องคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนทุกวันทำการตามมูลค่าของหลักทรัพย์และทรัพย์สินที่กองทุนรวมลงทุนไว้ ในการคำนวณ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ และมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย บริษัทจัดการต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขและหลักเกณฑ์ตามที่กฎหมายกำหนดดังนี้

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) คำนวณได้โดยการตีมูลค่าหลักทรัพย์ และทรัพย์สินที่กองทุนรวมลงทุนไว้ตามหลักการ Mark to Market กล่าวคือ ต้องตีมูลค่าจากราคาปิดหรือราคาปิดครั้งสุดท้าย หรือราคายุติธรรม (ถ้าหลักทรัพย์นั้นไม่มีการซื้อขายในวันนั้น) บวกกับ เงินสดและรายได้ค้างรับทั้งหมดที่มีหักด้วย หนี้สิน (ที่ยังไม่ได้ชำระราคา)

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ} &= \text{มูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาด} + \text{รายได้ค้างรับ} \\ &+ \text{เงินสด} - \text{หนี้สิน} \end{aligned} \quad (2.6)$$

มูลค่าต่อหน่วย (NAV per Unit) คำนวณได้โดยการนำเอา มูลค่าทรัพย์สินสุทธิมาหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของกองทุน

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าทรัพย์สินต่อหน่วย} &= (\text{มูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาด} + \text{รายได้ค้างรับ} \\ &+ \text{เงินสด} - \text{หนี้สิน}) / \text{จำนวนหน่วยลงทุน} \end{aligned} \quad (2.7)$$

ประเภทของกองทุนรวมในประเทศไทย

ในที่นี้จะกล่าวถึงประเภทของกองทุนรวมในประเทศไทยโดยแบ่งตามนโยบายการลงทุน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

กองทุนรวมทั่วไป ประกอบด้วย

1. กองทุนรวมตราสารทุน (Equity Fund) นโยบายการลงทุนจะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนโดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน
2. กองทุนรวมตราสารหนี้ (Fixed Income Fund) นโยบายการลงทุนจะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งเงินฝาก ตราสารแห่งหนี้ หรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นหรือการหาผลตอบแทนโดยวิธีอื่นตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กำหนด
3. กองทุนรวมผสม (Balanced Fund) นโยบายการลงทุนจะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหลักทรัพย์หรือทรัพย์สิน ทั้งที่เป็นตราสารแห่งทุนและตราสารแห่งหนี้ตลอดจนการหาผลตอบแทนโดยวิธีอื่นตามที่ ก.ล.ต. กำหนด

กองทุนรวมพิเศษ ประกอบด้วย

1. กองทุนรวมหน่วยลงทุน (Fund of Funds) นโยบายการลงทุนจะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งหน่วยลงทุนและใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม
2. กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund) นโยบายการลงทุนจะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งเงินฝาก ตราสารแห่งหนี้ หรือตราสารการเงินอื่นใดที่มีกำหนดชำระคืนเมื่อทวงถาม หรือจะครบกำหนดชำระคืนหรือมีอายุสัญญาไม่เกิน 1 ปี นับแต่วันที่ลงทุนหรือเข้าทำสัญญา
3. กองทุนรวมมีประกัน (Guaranteed Fund) นโยบายการลงทุนจะลงทุนในตราสารแห่งทุน ตราสารแห่งหนี้ หรือลงทุนผสมผสานกันระหว่างตราสารแห่งทุนและตราสารแห่งหนี้ก็ได้

4. กองทุนรวมคุ้มครองเงินต้น (Capital Protected Fund) จะมึนโยบายการลงทุนในตราสาร
 แห่งทุน ตราสารแห่งหนี้หรือลงทุนผสมผสานกันระหว่างตราสารแห่งทุนและตราสารแห่งหนี้ก็ได้

5. กองทุนรวมดัชนี (Index Fund) นโยบายการลงทุนจะลงทุนในหลักทรัพย์ ที่ใช้เป็นฐานใน
 การคำนวณดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ได้รับจากการยอมรับของสำนักงาน ก.ล.ต.

6. กองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาค่าเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์

7. กองทุนรวมที่กระจายการลงทุนน้อยกว่าเกณฑ์มาตรฐาน (Specific Fund) นโยบายการลงทุน
 จะกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์และทรัพย์สินในอัตราส่วนที่น้อยกว่ามาตรฐาน การกระจายการ
 ลงทุนที่ สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดสำหรับกองทุนรวมทั่วไป

8. กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ (Foreign Investment Fund) นโยบายการลงทุนอาจเป็น
 แบบใดแบบหนึ่งในมาตรฐาน 10 แบบ ของสำนักงาน ก.ล.ต.

9. กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Funds) เพื่อส่งเสริมการออมระยะยาว

10. กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund) เพื่อส่งเสริมการลงทุนระยะยาวใน
 หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

11. กองทุนรวมวายุภักษ์ เป็นกองทุนที่จัดตั้งขึ้นเฉพาะกิจ

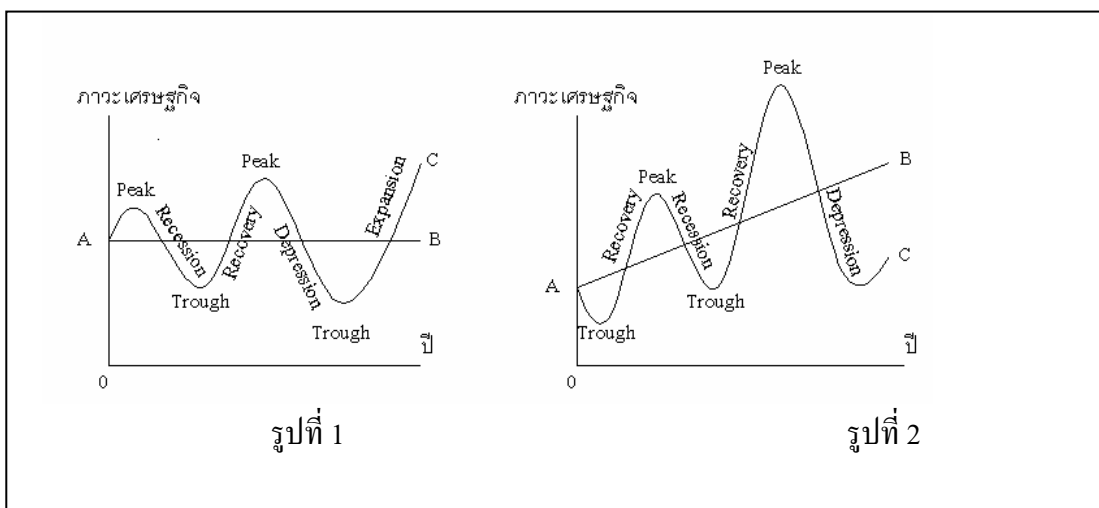
12. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) จะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ อาคาร
 สำนักงาน อาคารพักอาศัย คลังสินค้า โรงแรม

13. กองทุนรวมที่มีเงินลงทุนมาจากต่างประเทศ (Country Fund/ Onshore Fund) นโยบาย
 การลงทุนอาจมีหลากหลายตามมาตรฐานของสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อเป็นทางเลือกของผู้ลงทุน

14. กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนชาวต่างประเทศ (Thai Trust Fund) เป็นการระดมทุนจากชาว
 ต่างประเทศ และนำมาลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
 ประเทศไทย

วัฏจักรเศรษฐกิจและปัจจัยทางเศรษฐกิจ

วัฏจักรเศรษฐกิจ



ภาพที่ 2.7 วัฏจักรธุรกิจ

หมายเหตุ: รูปที่ 1 เศรษฐกิจไม่เจริญเติบโต, รูปที่ 2 เศรษฐกิจเจริญเติบโต

ที่มา: ประพันธ์ (2541)

ธุรกิจที่ดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจอันเป็นการสร้างรายได้ประชาชาติของประเทศนั้น มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวแบ่งเป็น 2 ประเภทด้วยกัน คือ การเปลี่ยนแปลงในระยะยาวเรียกว่า ความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (Economic Growth) ได้แก่ เส้น AB ในภาพที่ 2.7 ส่วนการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้น เรียกว่า วัฏจักรธุรกิจ (Business Cycle) ได้แก่ เส้น AC ซึ่งในรูปที่ 1 แสดงว่า เศรษฐกิจไม่เจริญเติบโต และในรูปที่ 2 แสดงว่าความเจริญเติบโตมีแนวโน้มสูงขึ้น ซึ่งความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาวประกอบด้วยวัฏจักรธุรกิจหลายๆ วัฏจักรประกอบกัน

วัฏจักรธุรกิจ (Business Cycle) คือ คลื่นของภาวะเศรษฐกิจและการเงินโดยรวมที่ผกผันขึ้นลงไปตามกาลเวลา ประกอบด้วยช่วงขยายตัว (Expansion) ซึ่งเป็นช่วงที่มีการขยายตัวทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น และช่วงหดตัว (Recession) ซึ่งเป็นช่วงที่การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจลดลงวัฏจักรธุรกิจแบ่งเป็น 4 ช่วงคือ

1. ช่วงขยายตัว (Expansion) เป็นช่วงที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมขยายตัว วัฏจักรในช่วงนี้แบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงระยะของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ (Recovery) คือ ระยะที่พ้นจากช่วงเศรษฐกิจตกต่ำสุดขึ้นมา แต่เศรษฐกิจยังขยายตัวไม่เต็มที่ และหลังจากนั้นจะเกิดการลงทุนใหม่เพิ่มขึ้น ประชาชนเริ่มจับจ่ายใช้สอยเพิ่มขึ้น ให้ธุรกิจมีการซื้อขายได้มาก เกิดผลกำไรูงใจให้ลงทุนต่อเนื่อง ระบบเศรษฐกิจจึงขยายตัวอย่างรวดเร็ว และช่วงนี้จะสิ้นสุดลงเมื่อขยายตัวถึงจุดรุ่งเรืองสูงสุด ในช่วงนี้มีทั้งด้านดีและด้านที่ไม่ดี ในด้านดี คือ เศรษฐกิจมีการขยายตัว ระบบเศรษฐกิจผลิตสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น ประชาชนมีรายได้เพิ่มขึ้น การว่างงานลดลง ธุรกิจมีกำไรมากขึ้น อย่างไรก็ตามจะมีด้านที่ไม่ดีเกิดขึ้นตามมา โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัญหาสำคัญ คือ ปัญหาเงินเฟ้อ หรือระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีความต้องการซื้อผลผลิตเพิ่มเร็วกว่าทรัพยากรที่ระบบเศรษฐกิจมีอยู่จะสามารถผลิตให้ได้

2. ช่วงรุ่งเรืองสูงสุด (Peak) เป็นช่วงหลังจากที่เศรษฐกิจอยู่ในช่วงขยายตัวมาจนถึงขีดสุดและหลังจากจุดนี้จะเกิดการวกกลับที่ (Turning Point) เข้าสู่ช่วงถดถอย ในช่วงนี้ระดับของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจะมีความรุ่งเรืองสูงสุด ลักษณะสำคัญคือ มีการจ้างงานใกล้ระดับการจ้างงานเต็มที่ (Full Employment) อัตราการใช้กำลังการผลิตเต็มที่ (Full Capacity) ทำให้ปัจจัยบางอย่างเริ่มขาดแคลน เช่น ขาดแคลนแรงงาน ทำให้เกิดการเรียกร้องค่าจ้างและวัตถุดิบซึ่งเป็นปัจจัยการผลิตต่างๆสูงขึ้น ระดับราคาสินค้าจึงต้องสูงขึ้นตามไปด้วย อย่างไรก็ตามธุรกิจส่วนใหญ่ยังคงมีกำไร เพราะราคาเพิ่มสูงกว่าต้นทุนการผลิต และประชาชนมีรายได้จับจ่ายใช้สอยในระดับสูง

3. ช่วงหดตัว (Contraction) หรือช่วงถดถอย (Recession) ระบบเศรษฐกิจสามารถอยู่ในช่วงรุ่งเรืองสูงสุดได้เพียงระยะหนึ่งเท่านั้น และหลังจากนั้นระบบเศรษฐกิจจะเข้าสู่ช่วงถดถอยแสดงให้เห็นถึงการบริโภคที่เริ่มลดลงเนื่องจากการว่างงานมากขึ้น ธุรกิจมีความไม่มั่นใจในกำไรที่จะได้รับ ส่งผลต่อระดับการลงทุนที่ลดลง การค้าขายฝืดเคืองขึ้น เศรษฐกิจในช่วงนี้จะแบ่งเป็น 2 ช่วงตามระยะเวลาเช่นกัน คือ ช่วงถดถอยลง (Recession) เกิดหลังจากพ้นช่วงรุ่งเรืองสูงสุดมาแล้ว และช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ (Depression) ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดปัญหาผลผลิตโดยรวมของระบบเศรษฐกิจลดลง อันเนื่องจากรายได้ของประชาชนลดลง การว่างงานเพิ่มสูงขึ้น ธุรกิจใช้ทรัพยากรหรือปัจจัยการผลิตไม่เต็มกำลัง การลงทุนใหม่ไม่เกิดขึ้น ธุรกิจบางรายประสบการขาดทุนและเลิกกิจการไปในที่สุด อย่างไรก็ตามในช่วงนี้ระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปจะลดลงเรื่อยๆ อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ

4. ช่วงต่ำสุด (Trough) หลังจากระบบเศรษฐกิจตกต่ำลงเรื่อยๆจนถึงจุดต่ำสุด เตรียมที่จะวกกลับ ในช่วงตกต่ำที่สุดนี้การค้าขายจะฝืดเคือง สินค้าขายไม่ออก กำลังซื้อของผู้บริโภคลดลง การว่างงานอยู่ในระดับสูง การลงทุนใหม่ๆไม่เกิด เป็นช่วงระยะเวลาแห่งการรอคอย บางครั้งอาจเรียกว่า

เป็นระยะทรงตัวทางเศรษฐกิจ

โดยสรุปวัฏจักรธุรกิจหนึ่งๆ จะประกอบไปด้วยช่วงที่ขยายตัวจนถึงจุดสูงสุด และวกกลับเป็นช่วงถดถอยจนถึงจุดต่ำสุด และพร้อมที่จะวกกลับเป็นขยายตัวอีกครั้ง ซึ่งการวัดวัฏจักรธุรกิจ มักมีตัวแปรทางเศรษฐกิจที่เป็นตัวบ่งชี้สำคัญหลายประการ อาทิ รายได้ประชาชาติที่แท้จริง อัตราเงินเฟ้อ อัตราการว่างงาน เป็นต้น

หลังจากที่ประเทศไทยประสบภาวะเศรษฐกิจรุนแรงเมื่อปี พ.ศ. 2540 ได้ตระหนักถึงการนำวัฏจักรธุรกิจมาใช้ประโยชน์ในการเป็นสัญญาณเตือนภัยทางเศรษฐกิจ โดยศึกษาการเคลื่อนไหวของวัฏจักร หากพบว่าอยู่ในช่วงขาขึ้น หรือขยายตัวเร็วเกินไปจนเกิดปัญหาเงินเฟ้อ รัฐบาลจะได้ออกมาตรการชะลอการขยายตัวไม่ให้สูงเกินไป ในทางตรงข้ามหากเศรษฐกิจอยู่ในช่วงชะลอตัวหรือถดถอย ก็จะใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านต่างๆ เพื่อให้ภาวะการถดถอยเป็นไปอย่างช้าๆ ไม่รุนแรงจนกระทบต่อธุรกิจและประชาชนโดยทั่วไปมากนัก ซึ่งปัจจุบันทางการไทยนำโดยธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงพาณิชย์ ได้จัดทำดัชนีชี้วัดวัฏจักรธุรกิจหรือวัฏจักรเศรษฐกิจ 3 ตัว คือ ดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจ (Leading Indicator), ดัชนีพ้องภาวะเศรษฐกิจ (Coincident Indicator) และดัชนีตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Lagging Indicator) โดยจุดมุ่งหมายสำคัญของการจัดทำดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจก็เพื่อใช้เป็นเครื่องมือคาดการณ์แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในระยะต่อไป สำหรับประเทศไทยดัชนีส่งสัญญาณได้ล่วงหน้าประมาณ 3-4 เดือน โดยทั่วไป องค์ประกอบในการจัดทำดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจมีหลายประการซึ่งมักจะเกิดล่วงหน้าหรือเกิดก่อนที่ภาวะเศรษฐกิจจะตกต่ำหรือขยายตัวสูงเกินไป เช่น ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ปริมาณเงิน ความเชื่อมั่นของผู้บริโภค เป็นต้น

ปัจจัยทางเศรษฐกิจ

ปัจจัยทางเศรษฐกิจ (Economic Factors) ที่มีอิทธิพลต่อสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาค แบ่งเป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศ

ปัจจัยทางเศรษฐกิจภายในประเทศ ได้แก่ ภาวะการผลิต การใช้จ่าย การลงทุน ภาวะตลาดเงิน ตลาดทุน และอัตราดอกเบี้ย นโยบายของรัฐทางด้านภาษีและ การใช้จ่าย ขนาดของงบประมาณและประเภทของงบประมาณ นโยบายการเงิน อัตราแลกเปลี่ยน ดอลลาร์ค่า ดอลลาร์ซีดีเงินสะพัดและดุลการชำระเงิน เป็นต้น การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่างๆ ข้างต้น จะส่งผลให้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคเปลี่ยนแปลงไป

ปัจจัยทางเศรษฐกิจภายนอก ได้แก่ อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก อัตราการขยายตัวของการค้าโลก อัตราการขยายตัวของประเทศคู่ค้ารายสำคัญๆ อัตราเงินเฟ้อในต่างประเทศ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก นโยบายการค้าของต่างประเทศ การรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจและนโยบายของกลุ่มเศรษฐกิจเหล่านั้น เช่น การรวมเป็นยุโรปตลาดเดียว การเปลี่ยนแปลงเหล่านี้อาจส่งผลในทางบวกหรือในทางลบต่อสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคเปลี่ยนแปลงไป

การตรวจสอบเอกสาร

จากการตรวจสอบเอกสารงานวิจัยและแนวคิด ที่เกี่ยวข้องกับวัตถุประสงค์ที่ทำการศึกษานี้ แบ่งออกเป็น งานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศ บทความวารสารและนิตยสาร ด้านงานวิจัยนี้มีผู้ศึกษาในเรื่องที่คล้ายคลึงกันในรอบ 5 ปีที่ผ่านมาพบว่า วัตถุประสงค์ที่ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาไว้ในประเทศส่วนใหญ่จะเป็นการเปรียบเทียบหรือวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนในแต่ละนโยบายโดยส่วนใหญ่จะศึกษาในกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ที่อยู่ในประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย 1. มานพ มาตังคสมบัติ 2. สุพรรณิ เดือนวันเพ็ญสว่าง 3. สรศักดิ์ วียา 4. กรณ์ อังคนาพร มีเพียง จักรณัฏเทพ กรินชัย ที่ทำการศึกษากองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ และกองทุนรวมตราสารผสม ส่วนงานวิจัยต่างประเทศจะมีวัตถุประสงค์ ในการศึกษาเรื่องของกลยุทธ์กองทุนรวม การวัดผลการดำเนินงาน การประเมินความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย 1. Wang Zhi 2. Guoqiang Wing มีเพียง Richard Roll and Stephen A.-Ross ที่ทำการศึกษาเชิงประจักษ์ในเรื่องของการลงทุนตามทฤษฎี APT ด้านบทความวารสารและนิตยสารนั้น มีบทความอิเล็กทรอนิกส์เกี่ยวกับเรื่องวัฏจักรธุรกิจ วารสารของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC) เกี่ยวกับเกณฑ์อ้างอิงที่สมาคมบริษัทจัดการลงทุนกำหนดในการวัดผลการดำเนินงานกองทุนประเภทกองทุนรวมตราสารหนี้และนิตยสาร Money & Wealth นิตยสารเพื่อการบริหารการเงินส่วนบุคคล (M&W)

งานวิจัยในประเทศ และต่างประเทศ

ด้านขอบเขตของการศึกษา งานวิจัยส่วนใหญ่จะทำการศึกษากองทุนรวมที่ลงทุนภายในประเทศ ซึ่งมีทั้งกองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยมีทั้งประเภทที่ใช้ข้อมูลเป็นข้อมูลรายวัน รายสัปดาห์ และรายเดือน โดยช่วงระยะเวลาที่ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาคือช่วงระยะเวลาที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำหรือภาวะเศรษฐกิจเกิดความผันผวน งานวิจัยแต่ละงานจะใช้ข้อมูลในการศึกษานานประมาณ 1-2 ปี และกองทุนที่เลือกขึ้นมาเพื่อใช้เป็นตัวแทนในงานวิจัยโดยส่วนใหญ่จะใช้เกณฑ์การเลือกที่เหมือนกัน โดยเลือกจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงสุด ซึ่งข้อมูลก็นำมาใช้ในการวิจัย

ทุกผลงานวิจัยจะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งประกอบไปด้วย มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมแต่ละกองทุน ราคาปิดหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในระยะสั้นและระยะยาว อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย อัตราเงินฝากประจำ 12 เดือน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ ระดับอัตราเงินเฟ้อ ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้บริษัทคุณภาพปานกลาง ตลอดจนเอกสาร วารสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง

ด้านวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลของงานวิจัยที่ได้ศึกษามาพบว่า ผลงานวิจัยทั้งหมดมีวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล โดยการใช้วิธีเชิงพรรณนา ซึ่งจะเป็นการอธิบายความสัมพันธ์ต่างๆ ของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนการอธิบายถึงวิวัฒนาการต่างๆ ของกองทุนรวม และการใช้วิธีเชิงปริมาณ ซึ่งจะเป็นการคำนวณค่าอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง ผลการดำเนินงาน และตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาวิจัย ตลอดจนการใช้สมการหาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ในระดับมหภาค

ด้านเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา ส่วนใหญ่จะใช้เครื่องมือที่ไม่แตกต่างกัน ซึ่งสามารถสรุปเครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาได้ดังนี้

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยอาศัยตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตามตัวแบบดัชนีของ Jansen และ Treynor ซึ่งตัวแบบการดำเนินงานนี้เหมาะกับกองทุนรวมที่มีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนได้เป็นอย่างดี จนทำให้ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบหมดไป ด้านตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานของ Sharpe ซึ่งเป็นตัวแบบวัดผลการดำเนินงานของกองทุนที่เหมาะสมกับกองทุนที่เป็นกลุ่มหลักทรัพย์เดียวซึ่งไม่ได้มีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากค่าที่ได้จะคิดจากความเสี่ยงรวมของกองทุนเป็นตัวปรับค่าอัตราผลตอบแทน นอกจากนี้ ยังมีตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานของ Treynor-Black ที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมซึ่งจักรณีเทพ (2544) นำตัวแบบ Treynor-Black นี้มาใช้ในการศึกษาวิจัยด้วยซึ่งตัวแบบดัชนีของ Treynor-Black นี้เหมาะสมกับการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่เป็นกองทุนแบบ Active Portfolio และมีกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดเป็นส่วนผสมในกองทุน ซึ่งตัวแบบนี้จะมีความเสี่ยงส่วนที่ไม่เป็นระบบเป็นตัวเปรียบเทียบ นอกจากนี้ตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานที่กล่าวมาแล้วข้างต้น Wang Zhi ใช้สมการ OLS-Regression ปรับอัตราผลตอบแทนของกองทุนด้วยปัจจัย 3 ประการ ซึ่งต้องมีการถ่วงน้ำหนักในการประมาณการผลการดำเนินงาน

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยส่วนใหญ่จะอาศัยตัวแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) เป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของ

กองทุนรวม โดยการหาอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value: NAV) หรือราคาปิดของหน่วยลงทุนเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

การวิเคราะห์ความเสี่ยงของกองทุนรวม เครื่องมือที่ใช้วัดความเสี่ยงที่งานวิจัยใช้ในการศึกษา คือ การวัดความเสี่ยงของกองทุนรวม โดยการหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (σ_p) นอกจากนี้ มีการหาความเสี่ยงที่เป็นระบบทั้งของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและกองทุนรวมและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบโดยใช้สมการ Characteristic Line หรือ Market Model ในการหาค่าเบต้า (β) เพื่อหาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีการเบี่ยงเบนต่างไปในทิศทางใด และขนาดเท่าใด อีกทั้งยังมีการวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน (Coefficient of Variance: CV) ที่บอกค่าความเสี่ยงต่อผลตอบแทน 1 หน่วย การวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อดูค่าความสัมพันธ์ความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาจะเป็นการเก็บข้อมูลทางสถิติและใช้สมการมาหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ เพื่อดูความสัมพันธ์ว่ามีปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคตัวใดบ้างที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และเป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาด

ช่วงมกราคม ปี พ.ศ. 2540-เมษายน ปี พ.ศ. 2543 ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำหรือช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจ จักรณัฎเทพ (2544) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและผลการดำเนินงานของแต่ละกองทุนจำแนกตามนโยบายการลงทุนโดยใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมเป็นรายสัปดาห์ จำนวนกองทุน 18 กองทุน แบ่งออกเป็น 3 ประเภทๆ ละ 6 กองทุน ผลงานวิจัยพบว่า ถ้าเปรียบเทียบแต่ละกองทุนภายใต้นโยบายการลงทุนเหมือนกัน อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจะติดลบทั้งหมดและค่าติดลบมีค่าใกล้เคียงกันทั้งกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารผสม ในด้านอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารหนี้มีอัตราผลตอบแทนดีกว่ากองทุนรวมอื่นๆ คือมีค่าเป็นบวกในบางกองทุน และบางกองทุนมีค่าติดลบน้อยกว่าและถ้าเปรียบเทียบระหว่างนโยบายการลงทุนพบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้ให้ผลตอบแทนสูงสุด รองลงมาคือกองทุนรวมตราสารผสม และกองทุนรวมตราสารทุน ถ้าเปรียบเทียบความเสี่ยงในแต่ละกองทุนรวม การลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้จะมีความเสี่ยงต่ำสุด แต่ก็ไม่ใช่ไปทุกกองทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้มีความเสี่ยงสูงที่สุด แต่ก็ไม่ใช่ไปทุกกองทุนเช่นกัน แต่สำหรับการเปรียบเทียบความเสี่ยงของกองทุนรวมระหว่างนโยบายการลงทุนพบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้มีความเสี่ยงต่ำสุด

รองลงมาเป็นกองทุนรวมตราสารผสมและต่อมาเป็นกองทุนรวมตราสารทุนตามลำดับ ในด้านค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนจะมีอัตราผลตอบแทนไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดมากที่สุด รองลงมาเป็นกองทุนรวมตราสารผสมซึ่งแตกต่างกับกองทุนรวมตราสารหนี้จากการศึกษาพบว่าไปในทิศทางตรงกันข้ามหรือไม่ค่อยสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตลาด สำหรับการเปรียบเทียบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการลงทุนจะพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนตลาดมากที่สุด รองลงมาเป็นกองทุนรวมตราสารผสม ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนตลาดน้อยที่สุด ด้านค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน การเปรียบเทียบในแต่ละกองทุนพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันในกองทุนรวมตราสารทุนมีค่าเกาะกลุ่มกันซึ่งต่างกับกองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมตราสารผสม มีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันที่แตกต่างกันภายใต้ต้นนโยบายการลงทุนเดียวกันเป็นอย่างมาก สำหรับการเปรียบเทียบระหว่างนโยบายการลงทุนนั้นจะพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนมีค่าสัมประสิทธิ์แปรผันหรือความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทน 1 หน่วยต่ำที่สุด โดยที่กองทุนรวมตราสารผสมมีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันที่สูงกว่าและกองทุนรวมตราสารหนี้มีค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันสูงที่สุด ทางด้านการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยใช้ตัวแบบวัดผลการดำเนินงานกองทุนของ Jansen และ Treynor พบว่าจากตัวแบบของ Jansen วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารผสมพบว่า กองทุนรวมกลุ่มนี้มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง และจากตัวแบบของ Treynor พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารผสม มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าของกองทุนรวมตราสารทุน และผลการดำเนินงานของกองทุนทั้ง 2 ประเภท มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด ส่วนตัวแบบของ Sharpe ผลการศึกษาในการวัดผลการดำเนินงานกองทุนทั้ง 3 ประเภทนั้น ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทุกกองทุนดีกว่าผลการดำเนินงานของตลาด โดยกองทุนรวมตราสารหนี้มีผลการดำเนินงานดีที่สุดใน รองลงมาเป็นกองทุนรวมตราสารผสมและกองทุนรวมตราสารทุน ทางด้านตัวแบบของ Treynor-Black จะวัดผลการดำเนินงานเฉพาะกองทุนรวมตราสารผสมกับกองทุนรวมตราสารทุนซึ่งผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารผสม มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงที่สูงกว่ากองทุนรวมตราสารทุน จากผลการศึกษาดังกล่าวสรุปได้ว่า ช่วงที่เศรษฐกิจซบเซาจะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นในประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนอีก 2 ประเภท ซึ่งพบว่าในช่วงหลังปี พ.ศ. 2540 กองทุนรวมตราสารหนี้มีการเติบโตอย่างมากทั้งจำนวนกองทุนและมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ และในการเลือกลงทุนในกองทุนรวม นักลงทุนควรที่จะเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ซึ่งมีความเสี่ยงต่ำกว่าและปลอดภัยกว่าในภาวะเศรษฐกิจซบเซาลง ส่วนอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในภาวะเศรษฐกิจซบเซาลงไม่มีกองทุนใดให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติ

นอกจากนี้ มีผลงานการศึกษาที่เปรียบเทียบผลตอบแทน ความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งในช่วงมกราคม ปี พ.ศ. 2540-ธันวาคม ปี พ.ศ.

2544 โดยสุพรรณิ (2546) ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาที่เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ จากการศึกษาโดยใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของกองทุนรวมเป็นรายเดือน จำนวน 6 กองทุน แบ่งออกเป็น 2 ประเภทๆ ละ 3 กองทุน ซึ่งผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ทำการศึกษามีผลขาดทุนโดยมีผลขาดทุนเฉลี่ย 0.8% ต่อเดือน ซึ่งเป็นการขาดทุนที่สูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีผลขาดทุน 0.7% ต่อเดือน ด้านความเสี่ยงพิจารณาทางด้านความเสี่ยงรวมซึ่งวัดจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสรุปได้ว่า กองทุนที่ศึกษามีความเสี่ยงรวมเท่ากับ 8.23% ซึ่งต่ำกว่าความเสี่ยงรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเท่ากับ 13.12% พิจารณาทางด้านความเสี่ยงที่เป็นระบบเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งวัดจากค่าเบต้า (β) สรุปได้ว่า กองทุนที่ทำการศึกษามีค่าเบต้าต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ มีค่าน้อยกว่า 1 ซึ่งแสดงว่า กองทุนรวมที่ทำการศึกษามีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้านการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยใช้มาตรวัดจากดัชนีของ Sharpe สรุปได้ว่า กองทุนรวมที่ทำการศึกษาทั้งกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้มีค่าดัชนี Sharpe ต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งแสดงว่า กองทุนรวมมีผลการดำเนินงานด้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนดัชนีของ Treynor พบว่า กองทุนรวมที่ทำการศึกษามีทั้งค่าดัชนีต่ำกว่าและสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยกองทุนรวมที่มีค่าดัชนีสูงกว่า คือ กองทุนเปิดทุนวิวัฒน์ กองทุนเปิดรวงข้าวทวีผล กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ตราสารหนี้ กองทุนเปิดไทยพาณิชย์รวมทุนและกองทุนเปิดไทยพาณิชย์ธนทวี แสดงว่า กองทุนรวมดังกล่าวมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนกองทุนรวมที่มีค่าดัชนีต่ำกว่า คือ กองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ แสดงว่ากองทุนรวมนี้มีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตามรูปแบบทั้ง 2 ให้ผลการศึกษาคือแตกต่างกัน ซึ่งจากผลการศึกษาแนะนำว่า ดัชนี Sharpe ควรใช้ในกรณีที่ผู้ลงทุนลงทุนในกองทุนรวมเพียงกองทุนเดียวซึ่งผู้ลงทุนจะมีความเสี่ยงทั้งความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งดัชนี Sharpe นี้จะใช้ค่าความเสี่ยงรวมของกองทุนรวมเป็นตัวปรับอัตราผลตอบแทน ทางด้านรูปแบบดัชนีของ Treynor ควรใช้ในกรณีที่ผู้ลงทุนเลือกลงทุนในหลายกองทุนรวมถือว่า ผู้ลงทุนมีการกระจายการลงทุนเป็นอย่างดี ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนได้รับมีแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ซึ่งดัชนีนี้จะใช้ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมเป็นตัวปรับอัตราผลตอบแทน นอกจากนี้ยังเหมาะสมในการที่จะนำดัชนีนี้ไปใช้วัดความสามารถในการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุน

มานพ (2546) ได้ทำการศึกษาในลักษณะเดียวกับ สุพรรณิ (2546) โดยอาศัยข้อมูลช่วง มกราคม ปี พ.ศ. 2543-มิถุนายน ปี พ.ศ. 2545 ซึ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษาเป็นช่วงที่เศรษฐกิจปรับตัวหลังจากประสบภาวะเศรษฐกิจถดถอยซึ่งมีภาวะเศรษฐกิจมีความผันผวนประกอบกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดต่ำลง การศึกษาโดยใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ราคาปิดหน่วยลงทุนเปรียบเทียบกับดัชนีราคาหุ้น ดัชนีอัตราผลตอบแทนพันธบัตร อัตราเงินฝากประจำ โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน จำนวน 10 กองทุน แบ่งออกเป็น

กองทุนรวมตราสารทุน 6 กองทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ 4 กองทุน จากการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนทั้งที่สูงกว่าและต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ เนื่องมาจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนอยู่มากและทุกกองทุนรวมมีค่าสัมประสิทธิ์ใกล้เคียง +1 ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้วกองทุนรวมตราสารทุนจะมีทิศทางของอัตราผลตอบแทนไปในทิศทางเดียวกับตลาดทางความเสี่ยงดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีความเสี่ยงรวมสูงกว่าและความเสี่ยงที่เป็นระบบที่สูงกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด ทางด้านกองทุนรวมตราสารหนี้ ดัชนีพันธบัตรรัฐบาลมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่องในช่วงที่ทำการศึกษา ซึ่งผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้ที่ศึกษาทุกกองทุนมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก แสดงว่ามีอัตราผลตอบแทนไปในทิศทางเดียวกับตลาด ซึ่งอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ศึกษาให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาดแต่มีความเสี่ยงรวมและความเสี่ยงที่เป็นระบบน้อยกว่าหลักทรัพย์ตลาด และจากผลการศึกษาการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทางด้านกองทุนรวมตราสารทุนโดยใช้ตัวแบบของ Sharpe, Jensen, Treynor จะให้ผลใกล้เคียงกัน โดยกองทุนรวมพื้นฐานนั้นมีประสิทธิภาพการดำเนินงานมากที่สุดและเป็นกองทุนเดียวที่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาดตามตัวแบบดัชนี Jensen และ Treynor ในขณะที่กองทุนรวมเจริญทรัพย์ปันผลมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานต่ำสุดตามตัวแบบดัชนีทั้งสาม ในขณะที่กองทุนรวมตราสารหนี้ทุกกองทุนมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานดีกว่าตลาดทั้งหมด จากตัวแบบดัชนีทั้ง 3 พบว่า ดัชนีพันธบัตรรัฐบาลมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูง แต่ก็มีความเสี่ยงที่สูง และสูงกว่าความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารหนี้ทุกกองทุน สำหรับกองทุนที่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดึ้นาลงทุนในแต่ละตัวแบบจะให้ผลที่แตกต่างกันออกไป โดยตัวแบบดัชนีของ Sharpe พบว่ากองทุนรวมทหารไทยธนวัฒน์นำลงทุนมากที่สุด ตามด้วยกองทุนทหารไทยธนบดี กองทุนรวมอยุธยาตราสารเจริญทรัพย์ กองทุนรวมอยุธยาตราสารหนี้เพิ่มทรัพย์ กองทุนรวมเกษียณสุขตราสารหนี้ และสุดท้าย คือ กองทุนรวมรวงข้าวหุ้นกู้

นอกจากนี้ กรณ์ (2547) ได้มีการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่จ่ายเงินปันผล ในช่วงมกราคม ปี พ.ศ. 2544-ธันวาคม ปี พ.ศ. 2546 โดยใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมเป็นรายเดือน จำนวน 21 กองทุน เปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งการศึกษาพบว่า จำนวนกองทุน 21 กองทุน มีกองทุนจำนวน 18 กองทุนให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนที่เหลืออีก 3 กองทุนให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำกว่าโดยกองทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ กองทุนเปิดไอเอ็นจี ไทยอิกวิดีฟันด์ ทางด้านความเสี่ยงซึ่งพิจารณาจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ใช้ในการวัดความเสี่ยงพบว่า มีกองทุนจำนวน 20 กองทุน มีความเสี่ยงสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีเพียง 1 กองทุนเท่านั้นที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด คือ กองทุนเบอร์ดินโกรท ทางด้านค่าสัมประสิทธิ์การ

แปรผันพบว่า ที่อัตราผลตอบแทน 1 หน่วยเท่ากัน มีกองทุนที่มีค่าความเสี่ยงต่ำกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ 14 กองทุนและสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ 7 กองทุน โดยกองทุนรวมที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทน 1 หน่วย คือ กองทุนเปิดเอเบอร์ดีนโกรท ทางด้านตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมของ Jensen, Treynor พบว่ามีกองทุนจำนวน 18 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนตัวแบบดัชนีของ Sharpe จะมีจำนวน 14 กองทุน ที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าผลการดำเนินงานของตลาด ซึ่งกองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในกลุ่มดัชนีทั้ง 3 ให้ค่าที่เหมือนกัน คือ กองทุนเปิดเอเบอร์ดีนโกรท

อย่างไรก็ตาม สรศักดิ์ (2546) อาศัยข้อมูลในช่วงตุลาคม ปี พ.ศ. 2543–พฤศจิกายน ปี พ.ศ. 2545 ได้ใช้ข้อมูลตัวอย่างกองทุนเปิดตราสารทุนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน บริษัทหลักทรัพย์จัดการละ 1 กองทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงสุด รวมจำนวน 14 กองทุน ใช้ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ จากผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนได้ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่เป็นบวกและมีค่าใกล้เคียงกันโดยมีกองทุน 5 กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดและอีก 5 กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดโดยกองทุนที่มีผลตอบแทนเฉลี่ยมากที่สุดคือกองทุนเปิดรวมข้าวและกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำสุด คือ กองทุนเปิดทิสโก้ทวิทุน ทางด้านการพิจารณาความเสี่ยงของกองทุนรวมพิจารณาเป็น 2 ส่วน คือ ความเสี่ยงรวมและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ด้านความเสี่ยงรวมพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานพบว่า กองทุนรวมทิสโก้มีค่าความเสี่ยงสูงที่สุดและกองทุนที่มีค่าความเสี่ยงน้อยที่สุดคือกองทุนเปิดไทยพาณิชย์พื้นฐานหุ้น ส่วนความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนั้นพิจารณาจากค่าเบต้า (β) ของกองทุนรวมพบว่า กองทุนทิสโก้ทวิทุน มีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบต่ำสุด ในขณะที่กองทุนไทยพาณิชย์พื้นฐานหุ้นมีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสูงที่สุด ส่วนทางด้านการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ผลการศึกษาพบว่า ตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานของ Jensen, Treynor มีความสอดคล้องกัน กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุด คือ กองทุนเปิดรวมข้าว ส่วนผลจากตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานของ Sharpe จะให้ผลที่แตกต่างออกไป โดยกองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในกลุ่ม คือ กองทุนเปิดไทยพาณิชย์พื้นฐานหุ้น นอกจากนี้ผลงานการศึกษานี้ได้ทำเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนโดยใช้เครื่องมือทางสถิติทดสอบค่า T-test ซึ่งผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่มีกองทุนรวมใดที่ให้อัตราผลตอบแทนที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.05

โดยภาพรวมพบว่า งานวิจัยศึกษาที่ผ่านมาจะมีการใช้เครื่องมือในการวิเคราะห์คล้ายคลึงกัน คือ การประเมินผลตอบแทน ความเสี่ยงและผลการดำเนินงานโดยใช้การวัดอัตราผลตอบแทนความเสี่ยง ตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์และดัชนีตัวแบบชี้วัดผลการดำเนินงาน โดยระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา

ส่วนใหญ่อยู่ในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและมีความผันผวน ตลอดจนในการศึกษาผลการศึกษาดังกล่าว ไม่ได้คำนึงถึงภาษี ค่าธรรมเนียม ซึ่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนและผลการดำเนินงานของกองทุนจากผลงานการศึกษาต่างๆ ซึ่งสามารถสรุปผลการศึกษาดังนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนซึ่งแบ่งประเภทออกเป็นกองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ และกองทุนรวมตราสารผสมนั้น จากทฤษฎีที่นำมาใช้ในการประเมินความสามารถของกองทุนพบลักษณะของผลการศึกษาที่คล้ายกัน โดยกองทุนรวมตราสารทุนจะมีอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดต่ำที่สุด เมื่อเทียบกับกองทุนรวมตราสารผสมและกองทุนรวมตราสารหนี้ ส่วนกองทุนเปิดตราสารผสมจะมีอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนกองทุนรวมตราสารหนี้ ขณะเดียวกันความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนจะมีความเสี่ยงสูงที่สุด รองลงมาเป็นกองทุนรวมตราสารผสมและกองทุนรวมตราสารหนี้ตามลำดับเมื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงของตลาดทางด้านของผลการดำเนินงานของกองทุนนั้น จากตัวแบบดัชนีวัดผลการดำเนินงานต่างๆจะพบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารหนี้จะมีผลการดำเนินงานดีที่สุดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนจะต่ำที่สุดในภาวะเศรษฐกิจเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตามมีผลการศึกษาเพียงบางกองทุนเท่านั้นที่ไม่เป็นไปตามลักษณะข้างต้นและผลงานการศึกษา เช่น การเปรียบเทียบกันเองระหว่างกองทุนที่ต่างนโยบายกันจึงทำให้ผลการศึกษาแตกต่างออกไป

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Roll and Ross (1980) ทำการศึกษาเชิงประจักษ์ในเรื่อง An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory เป็นการศึกษาทฤษฎีตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาเปรียบเทียบระหว่างทฤษฎี CAPM กับทฤษฎี APT ทั้งตลาดภายในประเทศและต่างประเทศ เพื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดว่าใน 2 ทฤษฎีใดสามารถวัดความสัมพันธ์ดังกล่าวได้ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลในงานวิจัยจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดการเงินขนาดใหญ่ทั้งในและนอกประเทศจำนวน 4 ตลาด ได้แก่ ตลาดการเงินที่ประเทศสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น อังกฤษและฝรั่งเศส ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าทฤษฎี APT สามารถวัดความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดได้ดีกว่าทฤษฎี CAPM และจากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และการกำหนดราคาหลักทรัพย์ แต่ในการศึกษาไม่ได้แสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคแต่ละปัจจัยส่งผลในทางบวกหรือทางลบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ตลอดจนการตั้งราคาหลักทรัพย์ ซึ่งจากการศึกษาจะพบว่ามีปัจจัย 5 ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และเป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาด ได้แก่

1. การเปลี่ยนแปลงในระดับเงินเฟ้อที่คาดไว้ วัดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น
2. ระดับเงินเฟ้อที่ไม่คาดคิด วัดจากความแตกต่างระหว่างระดับเงินเฟ้อจริงกับระดับเงินเฟ้อที่คาดไว้
3. การเปลี่ยนแปลงที่ไม่คาดคิดในอัตราการเติบโตของการผลิตภาคอุตสาหกรรม
4. การเปลี่ยนแปลงที่ไม่คาดคิดในส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการไม่ได้รับเงินต้นและดอกเบี้ย (Default Risk Premium) วัดจากความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนจากหุ้นกู้บริษัทคุณภาพปานกลางกับผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล
5. การเปลี่ยนแปลงที่ไม่คาดคิดในโครงสร้างผลตอบแทนตามอายุไถ่ถอน (Term Structure of Interest Rate) วัดจากความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นกับระยะยาว

บทความวารสารและนิตยสาร

บทความอิเล็กทรอนิกส์ (www.jpp.moi.go.th/economics/Part/201-2.pdf) เรื่องวัฏจักรธุรกิจซึ่งกล่าวถึงวัฏจักรธุรกิจของเศรษฐกิจไทยที่ผ่านมาว่า เศรษฐกิจไทยหลังจากที่ประสบภาวะเศรษฐกิจรุนแรงเมื่อปี พ.ศ. 2540 ได้มีการนำวัฏจักรธุรกิจมาใช้ประโยชน์ในการเป็นสัญญาณเตือนภัยทางเศรษฐกิจ โดยทำการศึกษาการเคลื่อนไหวของวัฏจักรธุรกิจ หากพบว่าอยู่ในช่วงขาขึ้นหรือขยายตัวเร็วเกินไปจนเกิดปัญหาเงินเฟ้อ รัฐบาลจะออกมาตรการชะลอการขยายตัวของเศรษฐกิจไม่ให้ขยายตัวเร็วเกินไป ในทางตรงข้ามหากเศรษฐกิจอยู่ในช่วงชะลอตัวหรือถดถอยจะใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านต่างๆ เพื่อให้การถดถอยเป็นไปอย่างช้าๆ ไม่รุนแรง ซึ่งปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงพาณิชย์ ได้จัดทำดัชนีชี้วัดวัฏจักรธุรกิจ 3 ตัว คือ 1. ดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจ (Leading Indicator) 2. ดัชนีพ้องภาวะเศรษฐกิจ (Coincident indicator) และ 3. ดัชนีตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Lagging Indicator) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำดัชนีทั้ง 3 ประเภท ดังกล่าวมาเป็นเครื่องมือในการคาดการณ์แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในอนาคตและช่วยให้สามารถรับมือกับเหตุการณ์หรือสภาพเศรษฐกิจที่กำลังจะตามมาได้ โดยเฉพาะดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งจะเกิดล่วงหน้าหรือเกิดก่อนที่ภาวะเศรษฐกิจจะตกต่ำหรือขยายตัว เช่น ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีปริมาณเงินหรือดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ซึ่งสำหรับประเทศไทย ดัชนีที่จัดทำสามารถส่งสัญญาณได้ล่วงหน้าประมาณ 3-4 เดือน

วารสารของสมาคมบริษัทจัดการกองทุน (AIMC) (www.aimc.or.th) ได้ระบุถึงเกณฑ์อ้างอิงที่ AIMC กำหนดในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนประเภทกองทุนรวมตราสารหนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้

กองทุนรวมตราสารหนี้ทั่วไป เกณฑ์ที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน คือ

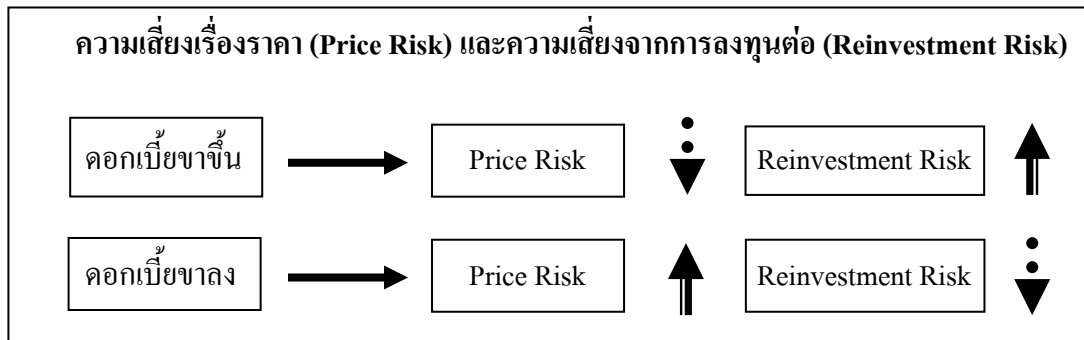
1. ค่าเฉลี่ยระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาล TBDC Government Bond Total Return Index
2. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ยของธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารไทยพาณิชย์

กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาว เกณฑ์ที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน คือ ค่าเฉลี่ยระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาล TBDC Government Bond Total Return Index

กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น เกณฑ์ที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงาน คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ยของธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทยและธนาคารไทยพาณิชย์

นิตยสาร Money and Wealth (M&W) (สันติ กิระนันท์, ปีที่ 3 ฉบับที่ 30 ตุลาคม 2548: 66-67) เรื่องดอกเบี้ยขาขึ้นยังควรลงทุนในตราสารหนี้หรือไม่ ซึ่งจะเห็นได้ชัดว่าในช่วงตั้งแต่ปลายปี พ.ศ. 2547 มีการกล่าวถึงทิศทางของการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยกันเป็นอย่างมาก และยังเห็นถึงการส่งสัญญาณเกี่ยวกับทิศทางของดอกเบี้ยอย่างชัดเจน โดยธนาคารแห่งประเทศไทยในการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (MPC) ได้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน (RP 14 วัน) โดยมีเหตุผลสำคัญ คือความพยายามในการรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจที่ประสบปัญหาภาวะอัตราเงินเฟ้อระดับสูง ดังนั้นการปรับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลา 14 วัน จะมีผลต่อการซื้อขายและการลงทุนในตราสารหนี้ เนื่องจากความสัมพันธ์ของราคารตราสารหนี้กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีความสัมพันธ์แบบผกผันกัน ดังนั้น เมื่อตลาดการเงินมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นย่อมส่งผลต่อการปรับตัวลดลงของตราสารหนี้ ซึ่งเมื่อดอกเบี้ยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จะทำให้ราคารตราสารหนี้ที่มีอยู่ลดลงไป ดังนั้นการจะขายตราสารหนี้ที่นักลงทุนถืออยู่ออกไปซึ่งจะได้ราคาที่ต่ำลง ประกอบกับตราสารหนี้ที่ออกใหม่จะมีการสัญญาจ่ายดอกเบี้ย ณ ระดับหนึ่งซึ่งจะสะท้อนภาวะอัตราดอกเบี้ย ในขณะนั้น และถ้าอนาคตดอกเบี้ยมีแนวโน้มจะเพิ่มสูงขึ้นก็จะทำให้ตราสารหนี้ที่ออกในปัจจุบันราคาตกลง เช่นกันซึ่งความเสี่ยงดังกล่าวจะมีผลต่อความเสี่ยงเรื่องราคา (Price Risk) กับความเสี่ยงเรื่องการลงทุนต่อ

(Reinvestment Risk) โดยสามารถอธิบายได้ดังภาพที่ 2.8 แสดงความสัมพันธ์ความเสี่ยงเรื่องราคา (Price Risk) และความเสี่ยงจากการลงทุนต่อ (Reinvestment Risk)



ภาพที่ 2.8 ความเสี่ยงเรื่องราคา (Price Risk) และความเสี่ยงจากการลงทุนต่อ (Reinvestment Risk)
ที่มา: สันติ (2548: 66-67)

ในช่วงอัตราดอกเบี้ยมีทิศทางเพิ่มขึ้นย่อมทำให้ราคาตราสารหนี้ที่นักลงทุนถือครองไว้มีโอกาสที่จะลดลงหากนักลงทุนได้ขายออกไป แต่หากนักลงทุนถือครองไว้โดยรับดอกเบี้ยแต่ละงวดและรอมูลค่าไถ่ถอนเมื่อครบกำหนด การลดลงของตราสารหนี้ที่เกิดขึ้นในตลาดนั้น ก็จะไม่มีผลกระทบต่อนักลงทุน (รายย่อยทั่วไป) แต่ทางด้านของนักลงทุนสถาบัน เช่น บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน บริษัทประกันภัย กองทุนต่างๆ นั้น การลดลงของตราสารหนี้เมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่อนักลงทุนสถาบันอย่างมาก เพราะเมื่อนักลงทุนสถาบันจะไม่ได้ขายตราสารหนี้ออกไปจากพอร์ตการลงทุนแต่มีกฎเกณฑ์ของนักลงทุนสถาบันที่จะต้องประเมินมูลค่าสินทรัพย์ที่อยู่ในพอร์ตการลงทุน (Mark to Market) ตามระยะเวลาที่กำหนดซึ่งการลดลงของตราสารหนี้ที่มีอยู่ในพอร์ตการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน จะทำให้มูลค่าโดยรวมของสินทรัพย์ที่มีอยู่ในพอร์ตการลงทุนของนักลงทุนสถาบันลดลง นั่นคือมูลค่าของสินทรัพย์ (Net Asset Value: NAV) ลดต่ำลงไปซึ่งเป็นผลกระทบทางลบของนักลงทุนสถาบัน และจะส่งผลกระทบต่อนักลงทุนรายย่อยที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกองทุนต่างๆ เช่น การถือครองหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้หรือเป็นสมาชิกของกองทุนใดๆ ที่มีการลงทุนในตราสารหนี้ สำหรับดอกเบี้ยที่นักลงทุนรายย่อยได้รับมาในแต่ละงวด หากพิจารณาในภาวะขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยอาจจะทำให้นักลงทุนเกิดโอกาสในการนำดอกเบี้ยนั้นไปลงทุนต่อ (Reinvestment Risk) ในทางเลือกอื่นซึ่งจะทำให้ได้ผลตอบแทนที่มากกว่าก่อนหน้านี้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยปรับตัวในทิศทางที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า ความเสี่ยงเรื่องราคา (Price Risk) สำหรับนักลงทุนสถาบันจะมีผลค่อนข้างมาก ในขณะที่นักลงทุนรายย่อยทั่วไปได้รับผลกระทบไม่มากนัก ในด้านความเสี่ยงจากการ

ลงทุนต่อ (Reinvestment Risk) จะส่งผลดีในภาวะอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น

จากการตรวจเอกสารข้างต้นมีงานวิจัยที่สามารถนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้และสามารถนำผลการการศึกษาที่ได้มาใช้ในการกำหนดตัวแปรที่เป็นปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคซึ่งมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ได้ โดยอาศัยพื้นฐานงานวิจัยของ Richard Roll and Stephen A. Ross ในปี ค.ศ. 1980 มาประยุกต์เข้ากับเกณฑ์ที่ AIMC กำหนดขึ้นในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเภทกองทุนรวมตราสารหนี้มาใช้ในการสร้างแบบจำลองในการศึกษา และนำทฤษฎีต่างๆข้างต้นที่เกี่ยวข้องมาช่วยในการตั้งสมมติฐานในการศึกษาครั้งนี้