

## บทที่ 2

### วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาการวิเคราะห์เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในตราสารทางการเงินสำหรับการจัดพอร์ตการลงทุนนี้จะแบ่งการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ กรอบแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง การลงทุนในตราสารทางการเงิน และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

#### 1. กรอบแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 1.1 อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง

###### 1.1.1 อัตราผลตอบแทน

อัตราผลตอบแทน คือ รายรับหรือผลลัพธ์จากการลงทุน โดยทั่วไป ผู้ลงทุนในตราสารทางการเงินหรือการลงทุนในรูปแบบอื่นๆ มีความหวังว่ามูลค่าของเงินลงทุนจะสูงขึ้น และได้รับกระแสเงินสดรับระหว่างงวดการลงทุน โดยผลตอบแทนรวมทั้งสองรูปแบบนี้ ควรคุ้มกับอัตราเงินเฟ้อและความเสี่ยงจากการลงทุน ในการวิเคราะห์การลงทุนนักวิเคราะห์จะถือว่า ณ ระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน ยิ่งอัตราผลตอบแทนสูงผู้ลงทุนจะยิ่งพอใจ (จิระพล โปบุคดี และธนานันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554) นอกจากนี้ นักวิเคราะห์ควรแยกแยะระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้กับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริง ผู้ลงทุนทำการลงทุนเพื่อหวังจะได้รับผลตอบแทนซึ่งจะเกิดขึ้นในอนาคต แต่เมื่อเวลานั้นมาถึงผู้ลงทุนอาจได้รับผลตอบแทนจริงตรงตามที่คาดหวังไว้ หรือน้อยกว่าหรือมากกว่าที่คาดหวังไว้ได้ นั่นคือ ผู้ลงทุนต้องตระหนักถึงความเสี่ยงซึ่งจะต้องเกี่ยวข้องกับการลงทุนเสมอ

###### 1.1.2 ความเสี่ยง

ความเสี่ยง คือ เหตุการณ์ที่เกิดขึ้น อาจมีผลลัพธ์ที่เบี่ยงเบนไปจากผลลัพธ์ที่คาดหวังไว้ เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนที่ได้รับจริงเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งอาจไม่เป็นไปตามที่ผู้ลงทุนคาดหวังไว้ก็ได้ เรียกว่า “การลงทุนนั้นมีความเสี่ยง” ทั้งนี้ ความเสี่ยงจากการลงทุนมีหลายสาเหตุ ทั้งสาเหตุจากสถานะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ การเมือง สังคม อุตสาหกรรม และสาเหตุจากปัจจัยภายในกิจการเอง (จิระพล โปบุคดี และธนานันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554)

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยหลักการพื้นฐานสำหรับการลงทุน หากการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยง อีกทั้ง หลักทรัพย์แต่ละประเภทจะมีความเสี่ยงแตกต่างกัน ดังนั้น ในการลงทุนผู้ลงทุนจะคำนึงถึงตัวแปรสำคัญ 2 ตัวแปร คือ อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน และหลักทรัพย์แต่ละประเภทมีความเสี่ยงต่างกัน ทำให้การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างกันมีความเสี่ยงที่ต่างกัน (กาญจณี กังวานพรศิริ, 2554) ผู้ลงทุนที่ประสบความสำเร็จจึงเป็นผู้ที่สามารถจัดการกับความเสี่ยงจากการลงทุนได้

### 1.1.3 ความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ

ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญประกอบด้วย ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงเชิงมหภาค เช่น ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาด ความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อ ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีผลกระทบต่อธุรกิจในตลาดเดียวกัน ทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบไม่สามารถทำให้ลดลงหรือทำให้หมดไปด้วยการกระจายการลงทุน

2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงเฉพาะของแต่ละบริษัท เช่น ความเสี่ยงด้านธุรกิจ และความเสี่ยงด้านการเงินของแต่ละบริษัท เนื่องจากเป็นความเสี่ยงเฉพาะของแต่ละบริษัท ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบจึงเป็นความเสี่ยงที่สามารถทำให้ลดลงได้ด้วยการกระจายการลงทุน

### 1.1.4 ความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้

ตราสารหนี้มีคุณลักษณะหลายประการที่ต่างจากหุ้นสามัญ ทำให้ความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในตราสารหนี้แตกต่างจากความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในหุ้นสามัญ ความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้อาจอธิบายได้ ดังนี้ (จิระพล โปบุคดี และธนานันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554)

#### 1) ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk)

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดและส่งผลกระทบต่อราคาตราสารหนี้ เนื่องจากราคาของตราสารหนี้แปรผกผันกับอัตราดอกเบี้ยในตลาด ดังนั้น หากอัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้น ราคาของตราสารหนี้จะลดลง ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ลงทุนขาดทุนจากการขายตราสารหนี้ได้ หรือมีผลให้

มูลค่าของพอร์ตการลงทุนลดลงหากผู้ลงทุนบันทึกมูลค่าการลงทุนตามราคาตลาดในแต่ละวัน (Daily Mark to Market) ดังนั้น ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยมีผลกระทบโดยตรงต่อความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารหนี้

### 2) ความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ (Reinvestment Risk)

ความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากผู้ลงทุนนำดอกเบี้ยรายงวดที่ได้รับจากตราสารหนี้ที่ถือครองไปลงทุนต่อ หากอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มลดลง ผู้ลงทุนจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่ต่ำลงจากการนำดอกเบี้ยรับนั้นไปลงทุนต่อ อย่างไรก็ตาม ในขณะที่ผู้ลงทุนก็จะได้รับประโยชน์จากการที่ราคาของตราสารหนี้สูงขึ้นเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลง ดังนั้น การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคา และการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนจากดอกเบี้ยในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งนี้ ความเสี่ยงด้านใดจะมากหรือน้อยจะขึ้นอยู่กับลักษณะของตราสารหนี้ เช่น อายุคงเหลือของตราสารหนี้ (Time to Maturity) และอัตราดอกเบี้ยที่ระบุในตราสารหนี้ (Coupon Rate)

### 3) ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk)

ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการลดลงของความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทผู้ออกตราสารหนี้หรือผู้กู้ โดยผู้ลงทุนอาจพิจารณาได้จากการลดลงของอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ หรือส่วนต่างอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่วนต่างผลตอบแทนหมายถึงส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนที่ผู้กู้ต้องจ่ายเมื่อเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือเท่ากัน ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้อาจลดลงได้หากตราสารหนี้มีการระบุเงื่อนไขที่เข้มงวด (Restrictive Covenants) หรือมีการติดตามดูแลการบริหารงานและผลประกอบการของบริษัท (Monitoring ) และดำเนินการแก้ไขทันทีที่บริษัทมีปัญหาในการชำระหนี้

### 4) ความเสี่ยงจากสภาพคล่อง (Liquidity Risk)

ความเสี่ยงจากสภาพคล่อง เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการขาดสภาพคล่องของตราสารหนี้ ทำให้ผู้ออมไม่สามารถซื้อหรือขายตราสารหนี้ในจังหวะเวลาและราคาที่เหมาะสมได้ หรือหากต้องการจะซื้อหรือขายจริง ก็ต้องมีการเพิ่มหรือลด ราคาเพื่อดึงดูดผู้ลงทุนหรือผู้ค้า เพื่อให้มีการซื้อขายเกิดขึ้น ตลาดตราสารหนี้เกิดใหม่ (Emerging Markets) มักจะมีความเสี่ยงจากสภาพคล่อง เนื่องจากตลาดมีขนาดเล็กและมีปริมาณการซื้อขายเบาบาง ความเสี่ยงจากสภาพคล่องจะขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายปัจจัย เช่น สภาพเศรษฐกิจการเงิน อุปสงค์และอุปทานของตราสารหนี้ และระดับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ ผู้ลงทุนจะเรียกร้องอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยกับการต้องลงทุนในตราสารหนี้ที่ขาดสภาพคล่อง

### 5) ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ (Inflation Risk)

ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้น ทำให้อำนาจซื้อของเงินลดลง การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว มีความเสี่ยงในเรื่องภาวะเงินเฟ้อสูงกว่าตราสารหนี้ระยะสั้น เนื่องจากเงินต้นที่จะได้รับคืนในอนาคตอันไกลจะมีอำนาจซื้อลดลง หากภาวะเงินเฟ้อในอนาคตสูงขึ้นจากปัจจุบัน ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมจากตราสารหนี้ มักจะมีการรวมส่วนชดเชยภาวะเงินเฟ้อไว้ด้วยและจะแปรผันโดยตรงกับอายุคงเหลือของตราสารหนี้

### 6) ความเสี่ยงจากสิทธิแฝงในตราสารหนี้ (Option – Embedded Risk)

ความเสี่ยงจากสิทธิแฝงในตราสารหนี้ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากสิทธิแฝงในตราสารหนี้ เช่น สิทธิของผู้ออกตราสารหนี้ในการไถ่ถอนตราสารหนี้ก่อนครบกำหนด (Callable Bond) ซึ่งมีผลให้อายุของตราสารหนี้สั้นลง ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินมีแนวโน้มลดต่ำลง บริษัทผู้ออกตราสารหนี้จะนิยมทำการไถ่ถอนตราสารหนี้ก่อนครบกำหนด ทำให้ผู้ลงทุนที่ได้รับเงินต้นคืนก่อนกำหนดต้องลงทุนใหม่ในตราสารหนี้ที่ให้อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ความเสี่ยงเนื่องจากสิทธิแฝงเหล่านี้จะถูกรวมไว้ในอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้

### 7) ความเสี่ยงจากเหตุการณ์เฉพาะอย่าง (Event Risk)

ความเสี่ยงจากเหตุการณ์เฉพาะอย่าง เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากมีเหตุการณ์ร้ายแรงบางอย่างเกิดขึ้นกับบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ ซึ่งมีผลกระทบต่อราคาของตราสารหนี้ให้ปรับตัวลง เช่น ความวุ่นวายทางการเมือง และวิกฤตการณ์ซัพไพล์

### 8) ความเสี่ยงจากความไม่รู้ (Black - Box Risk)

ความเสี่ยงจากความไม่รู้ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการไม่ทราบพฤติกรรมที่แท้จริงของราคาและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ โดยปกติความเสี่ยงชนิดนี้จะมีมากในตราสารหนี้ที่มีลักษณะซับซ้อนสูง ซึ่งนักการเงินไม่สามารถกำหนดสูตรการคำนวณเพื่อหาราคาที่เหมาะสมได้ (Fair Value) ในขณะที่ข้อมูลที่เกี่ยวข้องไม่ชัดเจน ความเสี่ยงชนิดนี้จะส่งผลให้ตราสารเหล่านี้ขาดสภาพคล่องและไม่เป็นที่นิยมของตลาด ความเสี่ยงชนิดนี้จะขึ้นอยู่กับระดับความก้าวหน้าของความรู้ความเข้าใจทางวิชาการ และการประยุกต์ใช้ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์ในการหาราคาที่เหมาะสม เช่น การสร้างแบบจำลองของอัตราดอกเบี้ยเพื่อพยากรณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในอนาคต เป็นต้น

## 1.2 การวัดผลการดำเนินงานการจัดการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์

การวัดผลการดำเนินงานเป็นส่วนสำคัญส่วนหนึ่งของการจัดการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ การวัดผลการดำเนินงานทำให้ผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องได้ทราบว่า การจัดการการลงทุน

ได้ผลตอบแทนตามที่ตั้งเป้าหมายไว้หรือไม่และใช้เป็นข้อมูลประกอบการลงทุนครั้งต่อไป โดยทั่วไป การวัดผลการดำเนินงานของผู้จัดการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์อาจแบ่งเป็น 2 ลักษณะคือ การวัดผลการดำเนินงานโดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยง และการวัดผลการดำเนินงานโดยคำนึงความเสี่ยง (จิระพล โปบุคคี และชนานันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554)

### 1.2.1 การวัดผลการดำเนินงานโดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยง

การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยไม่คำนึงถึงความเสี่ยง กระทำได้โดยการนำอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับดัชนีมาตรฐาน (Benchmark) เช่น ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีราคาตราสารหนี้ หรือนำมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์อื่นที่มีนโยบายการลงทุนคล้ายคลึงกัน รายละเอียดการคำนวณอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์และดัชนีมาตรฐาน อธิบายได้ ดังนี้

#### 1) การคำนวณอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

ในการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนนิยมใช้อัตราผลตอบแทนของการลงทุน ซึ่งคำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยต่อหนึ่งช่วงเวลาและปรับค่าด้วยเงินปันผลจ่าย ในกรณีที่การคำนวณมูลค่าสินทรัพย์สุทธิมีการปรับค่าด้วยเงินปันผลจ่ายแล้ว การคำนวณอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ในช่วงเวลานั้น ( $R_{pt}$ ) ก็ไม่ต้องปรับค่าด้วยเงินปันผลจ่ายอีก การคำนวณอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ แสดงเป็นสูตรได้ ดังนี้

$$R_{pt} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1} + D_t}{NAV_{t-1}}$$

โดยที่  $R_{pt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ p ณ เวลาที่ t

$NAV_t$  คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิรวมต่อหน่วย ณ เวลาที่ t

$NAV_{t-1}$  คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิรวมต่อหน่วย ณ เวลาที่ t-1

$D_t$  คือ เงินปันผลจ่ายต่อหน่วยในเวลา t

ถ้าช่วงเวลาวิเคราะห์มี n ช่วง อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ( $R_p$ ) คำนวณได้ ดังนี้

$$R_p = \sum_{t=1}^n R_{pt}/n$$

#### 2) ดัชนีมาตรฐาน (Benchmark)

ดัชนีมาตรฐาน หมายถึง เกณฑ์อ้างอิงในการวัดผลการดำเนินงาน ในกรณีของประเทศไทย สมาคมบริษัทจัดการลงทุนเป็นผู้กำหนดมาตรฐานในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมสำหรับกองทุนรวมตราสารทุนจะเปรียบเทียบผลการดำเนินงานกับดัชนีมาตรฐานอัตรา

ผลตอบแทนรวมของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Total Return Index) ส่วนกองทุนรวมตราสารหนี้จะเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานกับดัชนีมาตรฐานอัตราผลตอบแทนของดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (Total Return of ThaiBMA Government Bond Index) ในกรณีที่กองทุนรวมไม่กำหนด Target Duration

### 1.2.2 การวัดผลการดำเนินงานโดยคำนึงถึงความเสี่ยง

การศึกษาการวัดผลการดำเนินงานโดยคำนึงถึงความเสี่ยง สามารถอธิบายในรายละเอียดได้ ดังนี้

#### 1) ความสำคัญของการวัดผลการดำเนินงานโดยคำนึงถึงความเสี่ยง

เนื่องจากตามหลักการการจัดการการลงทุนตามทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนั้น ขั้นตอนแรกคือการเลือกหลักทรัพย์เพื่อสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Portfolio) ซึ่งหมายถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนหนึ่ง ขั้นตอนต่อไปจึงจัดสรรเงินลงทุนในระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์เสี่ยงที่มีประสิทธิภาพดังกล่าว (Risky Assets) กับกลุ่มหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Assets) ตามการยอมรับได้ในเรื่องความเสี่ยงของเจ้าของเงินลงทุน ดังนั้น ในการพิจารณาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมใดๆ จึงควรพิจารณาทั้งอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงควบคู่กันไป กล่าวคือ การวัดผลการดำเนินงานของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์จึงควรใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk - Adjusted Returns) เป็นตัวบ่งชี้ผลการดำเนินงาน

#### 2) ตัวแปรที่เกี่ยวข้องในการวัดผลการดำเนินงานโดยคำนึงถึงความเสี่ยง

ในการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์โดยคำนึงถึงความเสี่ยงนั้นต้องพิจารณาตัวแปรหลายตัว ได้แก่ (1) อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ (2) อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์โดยเฉลี่ย (3) ความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ (4) ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์ (5) อัตราผลตอบแทนของตลาด และ (6) อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง อธิบายรายละเอียดได้ ดังนี้

##### (1) อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ สามารถคำนวณได้จากสมการ

$$R_{pt} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1} + D_t}{NAV_{t-1}}$$

## (2) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์

ถ้างวดเวลาที่วิเคราะห์มี  $n$  งวด อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ( $R_p$ ) สามารถคำนวณได้จากสมการ

$$R_p = \sum_{t=1}^n R_{pt}/n$$

## (3) ความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์

ความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ อาจวัดได้ด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ( $\sigma_p$ ) ของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ดังสมการ

$$\sigma_p = [\sum_{t=1}^n (R_{pt} - R_p)^2/n]^{1/2}$$

## (4) ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์

ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์ สามารถใช้ค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์เป็นตัวบ่งชี้ทิศทางและความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ เมื่อเทียบกับความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนของตลาดได้ ดังแสดงในสมการ

$$\beta_p = \sigma_{pm}/\sigma_m$$

เมื่อ  $\beta_p$  คือ ค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์

$\sigma_{pm}$  คือ ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ กับอัตราผลตอบแทนของตลาด

$\sigma_m$  คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด

## (5) อัตราผลตอบแทนของตลาด

ในการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ กับผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งตลาด จะต้องคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยการหาอัตราร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา หรือโดยการหาค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาของทุกหลักทรัพย์ในตลาด โดยใช้สัดส่วนของมูลค่าตลาด (Market Capitalization) เป็นตัวถ่วงน้ำหนัก แล้วจึงหาค่าเฉลี่ย ดังแสดงในสมการ

$$R_m = \sum_{t=1}^n R_{mt}/n$$

โดยที่  $R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดในงวดเวลาที่  $t$

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

$n$  คือ จำนวนงวดเวลา

## (6) อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

ตัวแทนหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง อาจเป็นหลักทรัพย์รัฐบาลได้แก่ ตั๋วเงินคลังหรือพันธบัตรรัฐบาลแล้วแต่ความเหมาะสม ในความเป็นจริงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงในช่วงระยะเวลาหนึ่งมักจะไม่มีความผันผวน ดังนั้น จึงต้องคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงด้วย ดังแสดงในสมการ

$$R_f = \sum_{t=1}^n R_{ft}/n$$

เมื่อ  $R_{ft}$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงในช่วงเวลาที่  $t$

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

$n$  คือ จำนวนงวดเวลา

## 1.2.3 วิธีการที่ใช้ในการวัดผลการดำเนินงานโดยคำนึงถึงความเสี่ยง

การวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์โดยพิจารณาทั้งอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมีหลายวิธี แต่ที่เป็นที่นิยมมี 3 มาตรการ คือ มาตรการเทรเนอร์หรืออัตราส่วนเทรเนอร์ (Treyner's Ratio) มาตรการชาร์ปหรืออัตราส่วนชาร์ป (Sharpe's Ratio) และมาตรการเจนเซนหรือค่าแอลฟาของเจนเซน (Jensen's Alfa)

## 1) มาตรการเทรเนอร์

มาตรการเทรเนอร์หรืออัตราส่วนเทรเนอร์ (Treyner Ratio) เป็นชื่อวิธีการวิเคราะห์ความเสี่ยงเมื่อเทียบกับผลตอบแทนการลงทุนที่ตั้งตามชื่อผู้นำเสนอได้แก่ Treyner, J. L. โดยมีการนำเสนอใน Harvard Business Review เมื่อปี ค.ศ. 1965 ในบทความชื่อ "How to rate management of investment funds?" ซึ่งเป็นการวัดผลการดำเนินงานของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยการวัดผลตอบแทนส่วนเกิน ( $R_p - R_f$ ) ต่อความเสี่ยงที่ไม่สามารถกระจายได้ของกลุ่มหลักทรัพย์ ( $\beta_p$ ) ซึ่งเป็นการใช้ค่าเบต้า ( $\beta_p$ ) เป็นตัววัดความเสี่ยง ดังแสดงในสมการ (จิระพล โปบุคคี และ ธนานันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554 และ Treyner, J.L., 1965)

$$\text{อัตราส่วนเทรเนอร์} = (R_p - R_f) / \beta_p$$

$$\text{เกณฑ์อ้างอิงของอัตราส่วนเทรเนอร์} = (R_m - R_f) / \beta_m = (R_m - R_f); \beta_m = 1$$

โดยที่  $R_p$  = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

$R_f$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

$\beta_p$  = ค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด

$\beta_m$  = ค่าเบต้าของตลาด

ทั้งนี้ ค่าอัตราส่วนเทรเนอร์ยิ่งมาก ถือว่า การลงทุนสามารถลงทุนได้ผลตอบแทนส่วนเพิ่มมากต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง

อัตราส่วนเทรเนอร์เป็นการประเมินผลการดำเนินงานที่ใช้สมการ Security Market Line: SML เป็นแนวทางในการประเมิน ดังนี้

(1) ถ้าค่าอัตราส่วนเทรเนอร์ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจมากกว่า  $R_m - R_f$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจอยู่นเหนือ SML หมายความว่า กลุ่มหลักทรัพย์มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด กล่าวคือ ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกัน กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจ จะให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในตลาด

(2) ถ้าค่าอัตราส่วนเทรเนอร์ ของกลุ่มหลักทรัพย์น้อยกว่า  $R_m - R_f$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจอยู่ใต้ SML หมายความว่า กลุ่มหลักทรัพย์มีผลการดำเนินงานต่ำกว่าตลาด กล่าวคือ ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกัน กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจ จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในตลาด

## 2) มาตรวัดชาร์ป

มาตรวัดชาร์ปหรืออัตราส่วนชาร์ป (Sharpe Ratio) เป็นชื่อวิธีการวิเคราะห์ความเสี่ยงเมื่อเทียบกับผลตอบแทนการลงทุนที่ตั้งตามชื่อผู้นำเสนอ ได้แก่ William Forsyth Sharpe ซึ่งได้นำเสนอทฤษฎี Capital Asset Pricing Model หรือ CAPM โดยมีการนำเสนอวิธีการวิเคราะห์ความเสี่ยงเมื่อเทียบกับผลตอบแทนการลงทุนด้วยอัตราส่วนชาร์ปใน Journal of Finance เมื่อปี ค.ศ. 1964 ในบทความชื่อ “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk” ซึ่งการประเมินผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วนชาร์ป เป็นการวัดโดยการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (Risk - Adjusted Returns) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว โดยความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ตามแนวคิดนี้เป็นความเสี่ยงรวม ซึ่งวัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ( $\sigma_p$ ) ดังแสดงในสมการ (จิระพล โปบุคคี และ ชนนันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554 และ Sharpe, W.F., 1964)

$$\text{อัตราส่วนชาร์ป} = (R_p - R_f) / \sigma_p$$

โดยที่

$R_p$  = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

$R_f$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

$\sigma_p$  = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

โดยเกณฑ์อ้างอิงของอัตราส่วนชาร์ป  $= (R_m - R_f) / \sigma_m$

โดยที่  $\sigma_m$  = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของตลาด  
 ทั้งนี้ ค่าอัตราส่วนชาร์ปที่สูง แสดงว่า การลงทุนสามารถทำผลตอบแทน  
 ส่วนเพิ่ม ได้มากต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง

อัตราส่วนชาร์ปใช้สมการ Capital Market Line: CML เป็นแนวทางในการ  
 ประเมิน ดังนี้

(1) ถ้าค่าอัตราส่วนชาร์ป  $(R_p - R_f) / \sigma_p$  ของกลุ่มหลักทรัพย์มากกว่าเกณฑ์  
 อ้างอิง  $(R_m - R_f) / \sigma_m$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจอยู่เหนือ CML หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่  
 ดีกว่าตลาดภายใต้ความเสี่ยงที่เท่ากัน

(2) ถ้าค่าอัตราส่วนชาร์ป  $(R_p - R_f) / \sigma_p$  ของกลุ่มหลักทรัพย์น้อยกว่าเกณฑ์  
 อ้างอิง  $(R_m - R_f) / \sigma_m$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์อยู่ใต้ CML หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ด้อยกว่า  
 ตลาดภายใต้ความเสี่ยงที่เท่ากัน

### 3) มาตรการวัดเงินเช่น

มาตรการวัดเงินเช่นหรือค่าแอลฟาของเงินเช่น (Alpha's Jensen) เป็นวิธีการ  
 วิเคราะห์ความเสี่ยงเมื่อเทียบกับผลตอบแทนการลงทุนที่ตั้งตามชื่อผู้นำเสนอได้แก่ Jensen, M. C.  
 โดยมีการนำเสนอใน Journal of Finance เมื่อปี ค.ศ. 1968 ในบทความชื่อ "The performance of  
 mutual funds in the period 1945-1964" ซึ่ง เป็นการวัดที่เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกลุ่ม  
 หลักทรัพย์ในอดีตกับเกณฑ์ผลดำเนินงานที่ควรจะเป็น โดยใช้แนวคิดทฤษฎีการกำหนดราคา  
 หลักทรัพย์หรือสมการ SML คำนวณค่าความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่เกิดขึ้นจริง  
 กับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการใช้ค่าเบต้า ( $\beta_p$ ) เป็นตัวชี้วัดความ  
 เสี่ยง โดยมีขั้นตอนการประเมิน ดังนี้ (จิระพล โปบุคคี และธนานันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554 และ  
 Jensen, M.C., 1968)

(1) คำนวณค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทน ซึ่งเป็นของกลุ่มหลักทรัพย์ และ  
 ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งตลาด สำหรับการลงทุนในช่วงระยะเวลาหนึ่ง

(2) คำนวณเกณฑ์อัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น โดยใช้สมการ SML ดัง  
 แสดงในสมการ

$$E(R_p) = R_f + (R_m - R_f) \beta_p$$

(3) เปรียบเทียบความแตกต่าง ในส่วนของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่เกิดขึ้น  
 จริง ( $R_p$ ) กับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น ค่าความแตกต่างนี้เรียกว่า ค่าอัลฟาของกลุ่มหลักทรัพย์  
 ( $\alpha_p$ )

$$\text{ค่าอัลฟาเงินเช่น หรือ } \alpha_p = R_p - [R_f + (R_m - R_f) \beta_p]$$

โดยที่  $R_p$  = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์  
 $R_f$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง  
 $R_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด  
 $\beta_p$  = ค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์

ทั้งนี้ ค่า  $\alpha_p$  ยิ่งมาก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (เบต้า) ที่กำหนด ดังนี้

(1) ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นบวก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของกลุ่มหลักทรัพย์สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (เบต้า) ที่กำหนด

(2) ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นลบ แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของกลุ่มหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (เบต้า) ที่กำหนด

#### 1.2.4 ความเหมาะสมของแต่ละมาตรวัด

วิธีวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 3 แนวคิด ได้แก่ 1) มาตรวัดเทอร์เนอร์  $(R_p - R_f)/\beta_p$  2) มาตรวัดชาร์ป  $(R_p - R_f)/\sigma_p$  และ 3) มาตรวัดเงินเช่น  $(\alpha_p)$  วิธีวัดทั้ง 3 แนวคิดมีความแตกต่างกันในเรื่องความเสี่ยงที่นำมาใช้ปรับค่าอัตราผลตอบแทน กล่าวคือ มาตรวัดตามแนวคิดเงินเช่นและเทอร์เนอร์นั้น ต่างใช้ค่าเบต้า ( $\beta_p$ ) เป็นตัววัดความเสี่ยง ในขณะที่ มาตรวัดตามแนวคิดของชาร์ปใช้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน ( $\sigma_p$ ) เป็นตัววัดความเสี่ยง ดังนั้น ความเหมาะสมของแต่ละวิธีในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมย่อมแล้วแต่กรณี ดังนี้

1) กรณีกลุ่มหลักทรัพย์ที่พิจารณาเป็นเพียงกลุ่มหลักทรัพย์เดียวที่ลงทุน ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนเผชิญก็คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากกลุ่มหลักทรัพย์นั้นทั้งหมด ในกรณีนี้ ควรใช้อัตราส่วนชาร์ปในการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ เนื่องจาก มาตรวัดนี้ใช้ค่าความเสี่ยงรวมหรือค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ( $\sigma_p$ ) เป็นตัวปรับค่าอัตราผลตอบแทน

2) กรณีกลุ่มหลักทรัพย์ที่พิจารณาเป็นส่วนหนึ่งของการลงทุนที่มีการกระจายการลงทุน แม้ว่าความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะต้องเผชิญคือความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนรวมทั้งหมด แต่ความเสี่ยงส่วนหนึ่งของกลุ่มหลักทรัพย์ที่กำลังประเมินผลการดำเนินงานอยู่สามารถขจัดได้ด้วยการกระจายการลงทุน ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีนัยสำคัญต่อการลงทุนก็คือความเสี่ยงส่วนที่ขจัดไม่ได้โดยการกระจายการลงทุนหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งใช้ค่าเบต้าเป็นตัววัด ดังนั้น

มาตรวัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ที่พิจารณาในกรณีนี้คือแบบวัดเงินเช่น หรืออัตราส่วนเทอร์เนอร์ซึ่งใช้ค่าเบต้าเป็นตัวปรับค่าอัตราผลตอบแทน

ตารางที่ 2.1 สรุปวิธีการวัดผลการดำเนินงานของการลงทุนด้วยมาตรวัดเทอร์เนอร์ มาตรวัดชาร์ป และมาตรวัดเงินเช่น

มาตรวัด	สูตรคำนวณ	เกณฑ์อ้างอิง	การประเมินผล
เทอร์เนอร์	อัตราส่วนเทอร์เนอร์ $= (R_p - R_f) / \beta_p$	เกณฑ์อ้างอิงของอัตราส่วน เทอร์เนอร์ $= (R_m - R_f) / \beta_m$ $= (R_m - R_f)$	อัตราส่วนเทอร์เนอร์เป็นการประเมินผลการดำเนินงานที่ใช้ SML เป็นแนวทางในการประเมิน ดังนี้ (1) ถ้าค่าอัตราส่วนเทอร์เนอร์ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจมากกว่า $R_m - R_f$ แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจอยู่นเหนือ SML หมายความว่า กลุ่มหลักทรัพย์มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด (2) ถ้าค่าอัตราส่วนเทอร์เนอร์ ของกลุ่มหลักทรัพย์น้อยกว่า $R_m - R_f$ แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจอยู่ใต้ SML หมายความว่า กลุ่มหลักทรัพย์มีผลการดำเนินงานต่ำกว่าตลาด
ชาร์ป	อัตราส่วนชาร์ป $= (R_p - R_f) / \sigma_p$	เกณฑ์อ้างอิงของอัตราส่วน ชาร์ป $= (R_m - R_f) / \sigma_m$	อัตราส่วนชาร์ปใช้ CML เป็นแนวทางในการประเมิน ดังนี้ (1) ถ้าค่าอัตราส่วนชาร์ป $(R_p - R_f) / \sigma_p$ ของกลุ่มหลักทรัพย์มากกว่าเกณฑ์อ้างอิง $(R_m - R_f) / \sigma_m$ แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่สนใจอยู่นเหนือ CML หมายถึง การดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด (2) ถ้าค่าอัตราส่วนชาร์ป $(R_p - R_f) / \sigma_p$ ของกลุ่มหลักทรัพย์น้อยกว่าเกณฑ์อ้างอิง $(R_m - R_f) / \sigma_m$ แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์อยู่ใต้ CML หมายถึง การดำเนินงานที่ด้อยกว่าตลาด

## ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

มาตรวัด	สูตรคำนวณ	เกณฑ์อ้างอิง	การประเมินผล
เงินเช่น	ค่าอัลฟาเงินเช่น ( $\alpha_p$ ) = $R_p - [R_f + (R_m - R_f) \beta_p]$	เกณฑ์อัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นหรือ $E(R_p) = R_f + (R_m - R_f) \beta_p$	ค่าอัลฟาเงินเช่น ( $\alpha_p$ ) เป็นการประเมินผล การดำเนินงานที่ใช้สมการ SML เป็นแนวทางในการประเมิน ดังนี้  (1) ถ้าค่า $\alpha_p$ มีค่าเป็นบวก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของกลุ่มหลักทรัพย์สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (เบต้า) ที่กำหนด  (2) ถ้าค่า $\alpha_p$ มีค่าเป็นลบ แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของกลุ่มหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (เบต้า) ที่กำหนด

ที่มา: จิระพล โปบุคคี และชนานันท์ ศิวโมกษธรรม, 2554 และ Treynor, J.L., 1965 และ Sharpe, W.F., 1964 และ Jensen, M.C., 1968

### 1.3 แนวคิดและทฤษฎีสำหรับการจัดพอร์ตการลงทุน

#### 1.3.1 ทฤษฎีการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์

การลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์จะช่วยลดความเสี่ยงของการลงทุนได้โดยการบริหารจัดการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพซึ่งหมายถึง การสร้างพอร์ตการลงทุน (Investment Portfolio) ในกลุ่มหลักทรัพย์ตั้งแต่ 2 หลักทรัพย์ขึ้นไป เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุน กล่าวคือ ได้ผลตอบแทนที่เป็นไปตามเป้าหมายและลดความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการกระจายความเสี่ยงไปไว้ในหลักทรัพย์ตั้งแต่ 2 หลักทรัพย์ขึ้นไป เพราะการลงทุนในหลักทรัพย์เดียวหรือไม่ได้กระจายความเสี่ยงในหลักทรัพย์ที่หลากหลายในรูปของกลุ่มหลักทรัพย์ หากหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนในลักษณะลดลงอาจทำให้การลงทุนต้องประสบกับภาวะขาดทุน ตัวอย่างของการลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ เช่นการลงทุนของกองทุนรวม เนื่องจากกองทุนรวมคือโครงการลงทุนที่ระดมเงินทุน

จากนักลงทุนทั่วไปมารวมกันเป็นเงินลงทุนขนาดใหญ่ แล้วนำไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินประเภทต่างๆ

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ โดยผู้ลงทุนคำนึงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Returns) และระดับความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ (Portfolio Risk) ประกอบด้วยทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สมัยใหม่ (Modern Portfolio Theory) ทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Theory: CAPM) และทฤษฎีการทำกำไรจากราคาที่ผิดปกติ (Arbitrage Pricing Theory: APT) (กาญจณี กังวานพรศิริ, 2554)

### 1) ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สมัยใหม่

ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์สมัยใหม่หรือทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์หลักการการจัดการการลงทุน ตามทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์นั้นคือ การเลือกหลักทรัพย์เพื่อสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Portfolio) ที่สุด ซึ่งหมายถึง กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนหนึ่ง ขึ้นตอนต่อไปจึงจัดสรรเงินลงทุนในระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์เสี่ยงที่มีความเสี่ยงดังกล่าว (Risky Assets) และกลุ่มหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Assets) ที่สอดคล้องกับรสนิยมในเรื่องความเสี่ยงของเจ้าของเงินลงทุน

ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์เน้นการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายๆ ประเภท เพื่อลดความเสี่ยง โดยให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือมีความสัมพันธ์กันน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตัวอื่น หรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้ามได้

ความเสี่ยงรวมของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ซึ่งวัดได้จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานรวมของกลุ่มหลักทรัพย์จะลดลงได้ โดยที่อัตราผลตอบแทนรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลกระทบ การลงทุนในหลักทรัพย์หลายๆ ประเภทอาจมิได้ลดความเสี่ยงหรือความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ หากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละประเภทเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันตลอดเวลา กล่าวคือ การกระจายการลงทุนอาจขจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้แต่ไม่อาจขจัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพก็คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อื่น ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกัน กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ไม่มีกลุ่มหลักทรัพย์อื่นที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน

## 2) ทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ หรือตัวแบบการที่ราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ทฤษฎีนี้อธิบายการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งหลักการนี้เป็นที่ยอมรับในการวิเคราะห์การลงทุน โดยทั่วไปแม้ว่าทฤษฎีนี้จะมีข้อสมมติฐานค่อนข้างมาก ตัวแบบ CAPM แสดงได้ ดังนี้

$$E(R_p) = R_f + \beta_p [E(R_m) - R_f]$$

เมื่อ  $E(R_p)$  คือ อัตราผลตอบแทนรวมที่คาดหวังของกลุ่มหลักทรัพย์

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาล

$\beta_p$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า หรือดัชนีชี้วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งตลาด

สมการ CAPM แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนรวมที่คาดหวังของกลุ่มหลักทรัพย์  $E(R_p)$  และความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์ ( $\beta_p$ ) ซึ่งมีลักษณะความสัมพันธ์เป็นเส้นตรง สมการ CAPM อาจปรับได้ดังสมการ

$$\text{Portfolio Risk Premium } E(R_p) - R_f = \beta_p [E(R_m) - R_f]$$

โดยที่ Market Risk Premium หรือ Market Price of Risk =  $[E(R_m) - R_f]$

สมการนี้ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกลุ่มหลักทรัพย์  $E(R_p)$  ควรจะ มากกว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่เสี่ยง ( $R_f$ ) เท่ากับค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์  $\beta_p$  คูณด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยง (Market Risk Premium) หรือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกิน

จากข้างต้นสรุปได้ว่า ทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์กล่าวถึง (1) อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ใดๆ ที่มีความเสี่ยงควรจะมากกว่า อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง และ (2) ความเสี่ยงจากภาวะตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ซึ่งส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ เป็นความเสี่ยงที่ต้องได้รับการชดเชย ดังนั้น กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบในระดับสูงย่อมมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงด้วย

## 3) ทฤษฎีการทำกำไรจากราคาที่ผิดปกติ

ทฤษฎีการทำกำไรจากราคาที่ผิดปกติ เป็นทฤษฎีการลงทุนที่มุ่งอธิบายว่า ในบางเวลาราคาหลักทรัพย์ในตลาดอาจมีราคาผิดปกติ และไม่ตรงกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ นั้น ซึ่งอาจเป็นผลจากการที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดยังไม่ได้สะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลปัจจุบันอย่าง

สมบูรณ์ เช่น การปรับขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ ที่ผู้ลงทุนไม่ได้คาดหวังมาก่อน ธนาคารกลางประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ เป็นต้น แต่ในที่สุดกลไกตลาดจะผลักดันให้ผู้ลงทุนในตลาดเป็นผู้กำหนดราคาสมดุลของหลักทรัพย์แต่ละตัว โดยการขายหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงเกินกว่าที่ควรจะเป็นหรือเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น จนในที่สุดการซื้อขายข้างต้นจะทำให้ราคาที่เป็นปกติของหลักทรัพย์ทั้งหลายปรับเข้าสู่ภาวะราคาคุณภาพของหลักทรัพย์ตามเส้น SML

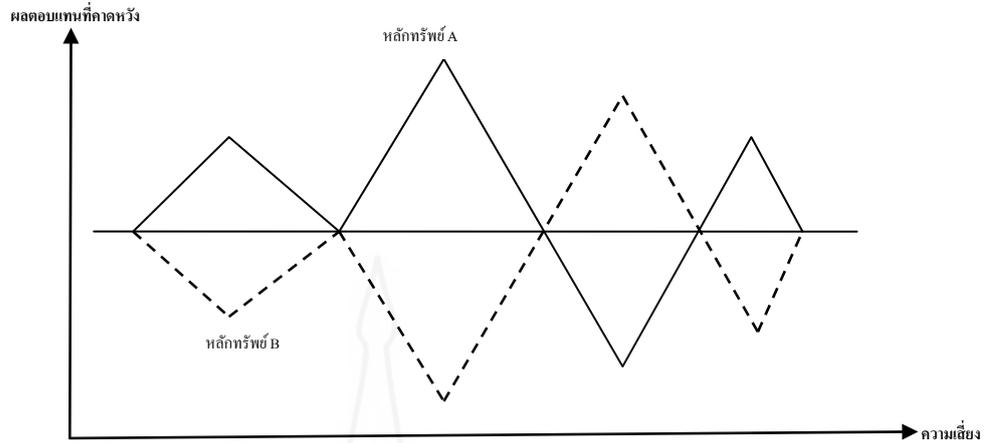
### 1.3.2 แนวคิดการกระจายการลงทุน

แนวคิดการกระจายการลงทุน (Diversification of Investment) (Markowitz, H.M., 1952) หมายถึง การลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ พร้อมกัน เพราะการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ กัน จะลดความเสี่ยงหรือลดความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนลงได้ โดยที่อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รายตัวที่ลงทุนมีแนวโน้มไม่เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ยิ่งอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รายตัวมีความสัมพันธ์กันน้อยหรือไม่เปลี่ยนแปลงตามกัน การกระจายการลงทุนจะยิ่งลดความเสี่ยงของการลงทุนลงได้ ผู้ยอมที่ไม่ชอบความเสี่ยงจะให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของสินทรัพย์ และความไม่แน่นอนของอัตราผลตอบแทนด้วย ดังนั้น ผู้ลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงจึงเห็นความสำคัญของการลดความเสี่ยงด้วยการกระจายการลงทุน โดย Markowitz มีสมมติฐานเกี่ยวกับพฤติกรรมของผู้ลงทุน คือ (1) การตัดสินใจลงทุนในแต่ละทางเลือกของผู้ลงทุนจะพิจารณาจากการกระจายของโอกาสที่จะเกิดอัตราผลตอบแทนตลอดช่วงเวลาที่ผู้ลงทุนถือหลักทรัพย์นั้น (2) ผู้ลงทุนจะพยายามทำให้อรรถประโยชน์ที่ได้รับสูงสุด และจะคงเส้นอรรถประโยชน์ซึ่งแสดงถึงอรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มในอัตราที่ลดลงตลอดช่วงการลงทุน (3) ผู้ลงทุนแต่ละคนจะประมาณความเสี่ยงในการลงทุนบนพื้นฐานของความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ โดยการตัดสินใจของผู้ลงทุนขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและความเสี่ยงเท่านั้น และ (4) ภายใต้ความเสี่ยงระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดในทำนองเดียวกัน ภายใต้อัตราผลตอบแทนระดับหนึ่ง ผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำสุด

ทั้งนี้ Markowitz ได้อธิบายแนวคิดการกระจายการลงทุนว่า ผู้ลงทุนควรเลือกลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ที่อัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันน้อยที่สุด เพื่อลดความเสี่ยงรวมของกลุ่มสินทรัพย์ที่ลงทุน (Portfolio) ถ้าหากนักลงทุนเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม ความเสี่ยงรวมของการลงทุนซึ่งวัดได้จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานรวม (Standard Deviation) ของกลุ่มสินทรัพย์ที่ลงทุนจะลดลงได้ โดยที่อัตราผลตอบแทนรวมของกลุ่มสินทรัพย์ที่ลงทุนไม่ได้รับผลกระทบ

ตามวิธีการของ Markowitz คือ หากสินทรัพย์แต่ละคู่ในกลุ่มสินทรัพย์ที่ลงทุน มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) น้อยกว่าศูนย์ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของอัตราผลตอบแทนรวมของกลุ่มสินทรัพย์ จะน้อยกว่าค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์แต่ละตัวที่ลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ ดังนั้น นอกจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจะมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนใน รายสินทรัพย์แล้ว ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์แต่ละคู่ก็มีผลต่อ ความเสี่ยงของกลุ่มสินทรัพย์ที่ลงทุนด้วย (Gitman, Lawrence J., and Michael D. Joehnk, 2005)

การลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ กันจะลดความเสี่ยงหรือลดความแปรปรวนของ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนลงได้ โดยที่อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รายตัวที่ลงทุนมี แนวโน้มไม่เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ยิ่งอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รายตัวมี ความสัมพันธ์กันน้อยหรือไม่เปลี่ยนแปลงตามกัน การกระจายการลงทุนจะยิ่งลดความเสี่ยงของการ ลงทุนลงได้ ผู้ลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงจะให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของ สินทรัพย์ และความไม่แน่นอนของอัตราผลตอบแทนด้วย ดังนั้น ผู้ลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงจึง เห็นความสำคัญของการลดความเสี่ยงด้วยการกระจายการลงทุน ซึ่ง Markowitz ได้อธิบายแนวคิด การกระจายการลงทุนว่า ผู้ลงทุนควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ที่อัตราผลตอบแทนมี ความสัมพันธ์กันน้อยที่สุด เพื่อลดความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Portfolio) ถ้าหากนัก ลงทุนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือมี ความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม ความเสี่ยงรวมของการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนจะ ลดลงได้ โดยที่อัตราผลตอบแทนรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนไม่ได้รับผลกระทบ (กาญจน์ กังวานพรศิริ, 2554) ซึ่งแสดงได้ ดังภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ A และ B ที่มีการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้าม  
ที่มา: กาญจนี กังวานพรศิริ (2554: 35)

จากภาพ ความเสี่ยงรวมของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์จะลดลงได้ โดยที่อัตราผลตอบแทนรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ไม่ได้รับผลกระทบ การลงทุนในหลักทรัพย์หลายๆประเภทอาจไม่ได้ลดความเสี่ยงหรือความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ หากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละประเภทเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันตลอดเวลา กล่าวคือ การกระจายการลงทุนอาจจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้แต่ไม่อาจจัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพก็คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อื่น ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกัน นั่นก็คือ ไม่มีกลุ่มหลักทรัพย์อื่นที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน

### 1.3.3 การกระจายการลงทุนจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

การกระจายการลงทุนแม้ว่าจะจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้ แต่ไม่อาจจัดความเสี่ยงที่เป็นระบบดังกล่าวให้หมดไปได้ เมื่อผู้ลงทุนเพิ่มการลงทุนในสินทรัพย์หลายตัวมากขึ้นอย่างเหมาะสม ความเสี่ยงเฉพาะบริษัทหรือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบจะลดลงหรือถูกจัดออกไปได้ ความเสี่ยงของการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์จะเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ดังนั้น เมื่อปัจจัยภายนอกเปลี่ยนแปลงจะเกิดผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัท หุ้นที่มีความเสี่ยงเป็นระบบสูงคือหุ้นของบริษัทซึ่งได้รับผลกระทบมากโดยเปรียบเทียบกับหุ้นอื่นๆ ในตลาด และหุ้นที่มีความเสี่ยงเป็นระบบต่ำ ก็คือ หุ้นที่ได้รับผลกระทบน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นอื่นๆ ในตลาด

### 1.3.4 หลักการการจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์

หลักการการจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เป็นสาระสำคัญสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ซึ่งต้องพิจารณาความเข้าใจเกี่ยวกับ ความหมายของการจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ และหลักการการจัดการลงทุน (Reilly, Frank K., and Keith C. Brown, 2003)

#### 1) ความหมายของการจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์

การจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Investment Management) คือ การบริหารการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ตั้งแต่ 2 หลักทรัพย์ขึ้นไป เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุน เช่น ลดความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ และเพิ่มผลตอบแทนให้เป็นที่คาดหมาย ดังนั้น การจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ จึงเป็นการสร้างพอร์ตการลงทุนที่เหมาะสมที่ให้ผลตอบแทนตามที่คาดหมายและมีความเสี่ยงในระดับที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ ซึ่งพอร์ตการลงทุนที่ดีควรมีความเหมาะสมกับผู้ลงทุน โดยพิจารณาจาก (1) ฐานะทางการเงินและความรู้ด้านการลงทุน (2) มีระดับความเสี่ยงที่สามารถรับได้ และ (3) ผลตอบแทนเป็นที่คาดหมาย

การจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ เป็นการดูแลและบริหารเงินลงทุน โดยมีการวิเคราะห์ข้อมูลและหาจังหวะในการลงทุนที่เหมาะสม เพื่อทำให้ได้อัตราผลตอบแทนที่น่าพอใจตามความต้องการของผู้ลงทุนภายใต้ความเสี่ยงที่กำหนดและก่อให้เกิดความพึงพอใจแก่ผู้ลงทุนอย่างสูงสุด กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งหมายถึง กระบวนการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่มีการดำเนินธุรกรรมที่เกี่ยวข้องอย่างเป็นขั้นตอน โดยหลักทรัพย์ที่ลงทุนนั้นได้รับการคัดเลือกว่ามีความเหมาะสมที่จะลงทุนที่สุด ซึ่งพิจารณาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องทั้งที่เกี่ยวกับสถานการณ์การลงทุนในขณะนั้นๆ และลักษณะของผู้ลงทุนเอง กระบวนการจัดการลงทุนที่ดีจะต้องดำเนินการให้เป็นวงจรโดยไม่ข้ามขั้นและหมุนเวียนต่อเนื่องกันไป

การจัดการลงทุนของกองทุนรวม ซึ่งเป็นการจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ จะมีความได้เปรียบกว่าการจัดการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยในด้านการประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) เนื่องจากกองทุนรวมมีเงินลงทุนมากกว่าผู้ลงทุนรายย่อย ทำให้กองทุนรวมมีอำนาจในการต่อรองที่สูงกว่าผู้ลงทุนรายย่อยในการเข้าถึงตลาดการเงินในการลงทุน ส่งผลให้การจัดการการลงทุนของกองทุนรวมมีประสิทธิภาพสูงกว่า เพราะกองทุนรวมสามารถกระจายการลงทุนในสินทรัพย์ได้หลากหลายประเภท ทำให้กระจายความเสี่ยงในการลงทุนได้ดีกว่า และได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าเมื่อกำหนดระดับความเสี่ยง หรือมีความเสี่ยงในการลงทุนต่ำกว่าเมื่อกำหนดอัตราผลตอบแทน

## 2) หลักการการจัดการลงทุน

หลักการการจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ให้ได้รับผลตอบแทนเป็นที่น่าพอใจ ประกอบด้วยหลักการ 6 ประการคือ (1) การประเมินสถานการณ์ก่อนการลงทุน (2) การจัดสรรเงินลงทุนอย่างเหมาะสม (3) การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของกิจการและแนวโน้มราคาตลาดของหลักทรัพย์ (4) การซื้อขายหลักทรัพย์ตามจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม (5) การเลือกกลยุทธ์การลงทุนที่ทันเหตุการณ์และสอดคล้องกับวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุน และ (6) การประเมินและวัดผลการดำเนินงานเพื่อปรับปรุงการลงทุนครั้งต่อไป

หลักการการลงทุนดังกล่าว สามารถนำไปใช้ได้ทั้งสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปและผู้จัดการกองทุนรวม แต่ผู้จัดการกองทุนรวมจะมีข้อได้เปรียบมากกว่าในเรื่องข้อมูลและประสบการณ์ในการวิเคราะห์และบริหารจัดการการลงทุน รายละเอียดหลักการการจัดการลงทุนอธิบายได้ ดังนี้

### (1) การประเมินสถานการณ์ก่อนการลงทุน

ก่อนการลงทุนผู้ลงทุนหรือผู้จัดการการลงทุนต้องประเมินสถานการณ์ก่อนการลงทุน โดยคาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจ สังคม การเมือง ภาวะตลาดการเงิน และระดับราคาหลักทรัพย์ที่สนใจ การประเมินสถานการณ์ก่อนการลงทุน ประกอบด้วย

#### ก. การสำรวจความต้องการของผู้ลงทุน

ผู้จัดการการลงทุนต้องสำรวจความต้องการลงทุนของผู้ลงทุน วัตถุประสงค์การลงทุน ระยะเวลาในการลงทุนและข้อจำกัด ทั้งนี้เพื่อวางกรอบนโยบายการลงทุน และกำหนดกลยุทธ์การลงทุนได้อย่างเหมาะสม

#### ข. การประเมินสถานการณ์เศรษฐกิจและแนวโน้ม

ผู้จัดการการลงทุนต้องประเมินสถานการณ์เศรษฐกิจการเงินของประเทศและต่างประเทศ รวมทั้งคาดการณ์แนวโน้มตลาดหุ้น เศรษฐกิจ สังคมและการเมืองทั้งภายในประเทศและต่างประเทศอย่างสม่ำเสมอ เพราะปัจจัยภายในประเทศและต่างประเทศมีความเกี่ยวพันกัน และมีผลกระทบทางบวกและลบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ ซึ่งจะช่วยในการประเมินความเสี่ยงตลอดจนคาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุน เพื่อวางกรอบนโยบายการลงทุน และกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนได้อย่างทันเหตุการณ์

#### ค. ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค

ตัวแปรเศรษฐกิจมีอิทธิพลสำคัญมากต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ลงทุน ผู้จัดการกองทุนจะสังเกตติดตามการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญ เพื่อที่จะได้เตรียมรับมือไว้ล่วงหน้าต่อผลกระทบที่จะเกิดขึ้น ซึ่งเป็นการยากที่ผู้ลงทุนทั่วไปจะ

สามารถคาดการณ์ได้เนื่องจากไม่มีข้อมูลมากพอ อีกทั้งกระบวนการในการพยากรณ์ก็ค่อนข้างซับซ้อน โดยผู้จัดการการลงทุนจะหาข้อมูลได้จากงานวิจัยต่างๆ เพื่อนำมาใช้ประกอบการพิจารณา กำหนดนโยบายการลงทุน ซึ่งคาดหวังว่าจะมีโอกาสทำผลตอบแทนที่ดีกว่า และกำหนดอัตราส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เหมาะสมกับสถานการณ์การลงทุนในขณะนั้น

#### ง. ความเห็นของผู้เชี่ยวชาญ

ก่อนการลงทุนอาจต้องรวบรวมข้อมูลการวิเคราะห์และความเห็นของผู้เชี่ยวชาญและสำนักวิจัยต่างๆ ที่เป็นที่ยอมรับของนักลงทุนส่วนใหญ่ เพื่อนำมาพิจารณาประกอบการประเมินสถานการณ์ตลาดทุนและระดับราคาหลักทรัพย์ เพื่อแสวงหาโอกาสในการทำกำไรในอนาคต และกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมในการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ตามจังหวะตลาด

#### (2) การจัดสรรเงินลงทุนอย่างเหมาะสม

หลังจากประเมินสถานการณ์แล้วผู้จัดการการลงทุนจะกำหนดนโยบายการลงทุน โดยจับคู่ความต้องการของลูกค้ากับสถานะตลาดที่ได้ประเมินมาแล้ว เพื่อที่จะจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามนโยบายการลงทุนที่ได้ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน ปัจจัยสำคัญในการกำหนดการจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ มี 2 ปัจจัยคือ (1) ปัจจัยและตัวแปรทางด้านผู้ลงทุน และ(2) ปัจจัยและตัวแปรทางด้านตลาดทุน ซึ่งลักษณะการจัดสรรเงินลงทุนอาจดำเนินการในลักษณะดังต่อไปนี้

ก. การจัดสรรเงินลงทุนในสินทรัพย์ (Asset Allocation) คือ การกำหนดว่าจะลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ใด และวางน้ำหนักการลงทุนของแต่ละกลุ่มสินทรัพย์เป็นจำนวนเท่าใด

ข. การจัดสรรเงินลงทุนในอุตสาหกรรม (Sector Allocation) คือ การจัดสรรเงินลงทุนในอุตสาหกรรมที่เลือก และกำหนดน้ำหนักการลงทุนของแต่ละอุตสาหกรรม

ค. การจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Allocation) คือ การจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่เลือก และกำหนดน้ำหนักการลงทุนของแต่ละหลักทรัพย์

ง. การจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามนโยบายการลงทุน คือ การจัดสรรเงินลงทุนให้เหมาะสมกับภาวะการณ์ โดยจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามนโยบายการลงทุน และให้มีการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์แต่ละประเภท โดยจัดสัดส่วนการลงทุนให้เหมาะสมกับสถานะตลาดในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งจะช่วยให้ผลตอบแทนการลงทุนให้สูงที่สุด และลดความเสี่ยงให้อยู่ในระดับต่ำที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

(3) การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของกิจการและ  
แนวโน้มนราคาตลาดของหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของกิจการและแนวโน้มนราคาตลาดของหลักทรัพย์ หมายถึง การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในภาพรวมและแนวโน้มนในอนาคต ผลกระทบต่ออุตสาหกรรม ธุรกิจ และราคาหลักทรัพย์เฉพาะราย ก่อนที่จะตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ตามนโยบายที่กำหนด โดยการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าวแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่ (1) การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) และ (2) การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ทั้งนี้ การวิเคราะห์ข้อมูลทั้ง 2 ลักษณะเป็นการดำเนินการเพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของกิจการและแนวโน้มนราคาตลาดของหลักทรัพย์

(4) การซื้อขายหลักทรัพย์ตามจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม

การซื้อขายหลักทรัพย์ตามจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม หมายถึง การเข้าลงทุนในตลาดหุ้นหรือในตลาดตราสารหนี้ในเวลาที่เหมาะสม ทำให้ได้กำไรจากการลงทุนมากขึ้น หรือเข้าซื้อขายหุ้นในระดับราคาที่เหมาะสม ทำให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้น การรู้จักหาจังหวะในการลงทุนที่ดี เป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ผู้จัดการการลงทุนประสบความสำเร็จในการลงทุน ผู้จัดการการลงทุนที่เก่งสามารถเปลี่ยนภาวะวิกฤตราคาหุ้นตกต่ำเป็นโอกาสเข้าซื้อหุ้นราคาถูก หรือสามารถประเมินการสนองตอบของตลาดหุ้นต่อข้อมูลใหม่เช่นตัวเลขทางเศรษฐกิจหรือข่าวสารทางการเมืองว่าได้สะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ (Factored in) มากหรือน้อยเกินไป เพื่อใช้เป็นโอกาสในการเข้าซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดต่ำกว่าหรือสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ การซื้อขายตามจังหวะการลงทุนที่เหมาะสมเป็นสิ่งที่ผู้จัดการการลงทุนอาจพิจารณาได้จากข้อมูลภาวะเศรษฐกิจและภาวะการเงิน ให้สัญญาณบ่งชี้ว่าควรจะเข้าหรือออกจากตลาดหุ้นหรือตลาดตราสารหนี้หรือหันไปตลาดสินค้าแทน

(5) การกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม

การกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม หมายถึง การเลือกกลยุทธ์การลงทุนที่ทันเหตุการณ์และสอดคล้องกับวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุน ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนมีหลายลักษณะ คือ (1) กลยุทธ์การลงทุนเชิงรับ (Passive Management) (2) กลยุทธ์การลงทุนเชิงรุก (Active Management) (3) กลยุทธ์การลงทุนทั่วไป และ (4) กลยุทธ์การลงทุนตามช่วงอายุ

(6) การประเมินและวัดผลการดำเนินงานเพื่อการลงทุนครั้งต่อไป

โดยทั่วไป การวัดผลการจัดการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์อาจแบ่งเป็น 2 ประเด็น คือ (1) การวัดผลการดำเนินงานโดยไม่คำนึงถึง ความเสี่ยง และ (2) การวัดผลการดำเนินงานโดยคำนึงถึงความเสี่ยง ทั้งนี้ การประเมินและวัดผลการดำเนินงานเป็นเรื่องที่สำคัญ

เพื่อที่ผู้จัดการลงทุนจะได้ทราบว่าการบริหารจัดการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ตนรับผิดชอบ เป็นไปตามวัตถุประสงค์หรือไม่ และผลตอบแทนบรรลุเป้าหมายการลงทุนหรือไม่ ถ้ายังต่ำกว่าเป้าหมาย ผู้จัดการจะได้ปรับปรุงการจัดการการลงทุนในครั้งต่อไป

ดังนั้น หลักการจัดการในกลุ่มหลักทรัพย์ ได้แก่ การประเมินสถานการณ์ก่อนการลงทุน การจัดสรรเงินลงทุนอย่างเหมาะสม การวิเคราะห์ข้อมูล การซื้อขายหลักทรัพย์ตามจังหวะการลงทุน การวางกลยุทธ์การลงทุน และการวัดผลการดำเนินงาน หลักการจัดการการลงทุน ประกอบด้วย การประเมินสถานการณ์เพื่อที่จะได้ทำการจัดสรรเงินลงทุนได้อย่างเหมาะสม การเลือกกลยุทธ์การลงทุนที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุน การวิเคราะห์ข้อมูลทางปัจจัยพื้นฐานเพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท พร้อมทั้งติดตามข่าวสารข้อมูลเศรษฐกิจ การเมือง และสังคม รวมทั้งทำการวิเคราะห์ทางเทคนิค เพื่อจะได้เข้าซื้อขายหลักทรัพย์ให้สอดคล้องกับจังหวะตลาด ตลอดจนการวัดผลการดำเนินงานเพื่อปรับปรุงการจัดการการลงทุนครั้งต่อไป

### 1.3.5 กระบวนการจัดการลงทุน

โดยทั่วไป กระบวนการบริหารการลงทุนจะประกอบด้วย 5 ขั้นตอน คือ (1) การกำหนดวัตถุประสงค์ของการลงทุน (2) การจัดทำนโยบายการลงทุน (3) การเลือกกลยุทธ์การจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ (4) การวิเคราะห์และคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุน และ (5) การวัดและประเมินผลการลงทุน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้ (กาญจณี กังวานพรศิริ, 2554)

#### 1) การกำหนดวัตถุประสงค์ของการลงทุน

ขั้นตอนแรกในกระบวนการจัดการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ ได้แก่ การกำหนดวัตถุประสงค์ของการลงทุน ผู้ลงทุนแต่ละรายอาจมีวัตถุประสงค์ของการลงทุนแตกต่างกัน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับว่าผู้ลงทุน เป็นนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนรายย่อย ระดับความเสี่ยงจากการลงทุนที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ ลักษณะของเงินลงทุนว่าเป็นเงินลงทุนระยะสั้นหรือระยะยาว ตัวอย่างเช่น นักลงทุนสถาบัน อาจเป็นกองทุนบำเหน็จบำนาญซึ่งมีเงินลงทุนเป็นเงินทุนระยะยาวให้ความสำคัญต่อความมั่นคงของการลงทุนและความเพียงพอของกระแสเงินรับ วัตถุประสงค์ของการลงทุนก็ต้องการอัตราผลตอบแทนที่พอเพียงที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถึงกำหนดเกษียณอายุ ดังนั้น กองทุนบำเหน็จบำนาญก็อาจให้น้ำหนักมากในการลงทุนตราสารทางการเงินระยะยาวเช่น ตราสารหนี้ที่ให้รายได้จากการลงทุนอยู่ในรูปรายได้ที่ให้อย่างสม่ำเสมอ ในกรณีบริษัทประกันชีวิต วัตถุประสงค์ของการลงทุนก็คือให้ได้รับผลตอบแทนที่นำไปจ่ายชำระผู้ถือกรมธรรม์ตามภาระผูกพันได้ ในกรณีที่ผู้ลงทุนเป็นสถาบันการเงิน เช่นธนาคารพาณิชย์ ซึ่งระดมเงินทุนส่วนใหญ่จาก

เงินฝากระยะสั้น เพื่อนำไปปล่อยกู้และลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง วัตถุประสงค์ของการลงทุนของธนาคารพาณิชย์ก็ให้ได้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนเงินทุนที่ระดมมา

ในกรณีที่ผู้ลงทุนเป็นบุคคลอยู่ในวัยหนุ่มสาว ทำงาน มีศักยภาพในการหารายได้จากการทำงานเป็นเวลานานหลายสิบปี ก็อาจจะยินดีรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้มากกว่าผู้ลงทุนสูงอายุหรือเกษียณจากการทำงาน วัตถุประสงค์ของการลงทุนของหนุ่มสาววัยทำงานก็อาจเป็นผลตอบแทนที่สูงแม้จะแปรปรวน เพื่อใช้เป็นค่าใช้จ่ายในการสร้างฐานะและครอบครัว ในขณะที่วัตถุประสงค์ของผู้ลงทุนวัยสูงอายุก็อาจเป็นผลตอบแทนที่สม่ำเสมอ มีความมั่นคงและปลอดภัย สำหรับนักลงทุนประเภทนี้ทั้งกำไร ซึ่งมีเงินลงทุนเป็นเงินระยะสั้นอาจมีวัตถุประสงค์ของการลงทุนเพื่อต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ โดยยอมรับความเสี่ยงในระดับสูงได้

กล่าวโดยสรุป การกำหนดวัตถุประสงค์เป็นขั้นตอนสำคัญและเป็นขั้นตอนแรกของการจัดการการลงทุนในหลักทรัพย์หรือการบริหารพอร์ตการลงทุน การกำหนดวัตถุประสงค์ของการบริหารพอร์ตการลงทุนต้องคำนึงถึงปัจจัย ดังนี้ 1) ระดับผลตอบแทนที่ต้องการ 2) รูปแบบผลตอบแทนที่ต้องการ เช่นกระแสรายได้ที่ต้องการ เช่น ดอกเบี้ย เงินปันผล หรือมูลค่าหน่วยลงทุนที่เพิ่มขึ้น และ 3) ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

## 2) การจัดทำนโยบายการลงทุน

หลังจากกำหนดวัตถุประสงค์ของการลงทุนแล้ว ผู้จัดการการลงทุนหรือคณะกรรมการการลงทุนต้องกำหนดแนวทางนโยบายการลงทุนที่สนองตอบต่อวัตถุประสงค์ของการลงทุน การจัดทำนโยบายการลงทุนเริ่มจากการตัดสินใจจัดสรรเงินลงทุนในตราสารทางการเงินหรือหลักทรัพย์แต่ละประเภท ซึ่งผู้ลงทุนต้องตัดสินใจว่า เงินลงทุนควรกระจายไปลงทุนในตราสารหรือหลักทรัพย์ประเภทหลักๆ อย่างไร เช่น ควรลงทุนในตราสารหนี้ หรือตราสารทุน ถ้าลงทุนในตราสารหนี้ควรลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นหรือระยะยาวในสัดส่วนแต่ละประเภทเท่าไร ยกตัวอย่าง กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund) มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีคุณภาพที่มีกำหนดชำระคืนเงินต้นเมื่อทวงถามหรือมีอายุคงเหลือไม่เกิน 1 ปี หรือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งกำหนดนโยบายการลงทุนในหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น

ในการจัดทำนโยบายการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนที่เป็นสถาบัน จะต้องตระหนักถึงข้อจำกัดด้านกฎระเบียบของสถาบันนั้นหรือของทางการที่กำกับดูแลสถาบันนั้นลงทุนอยู่ เช่น การกำหนดสัดส่วนหรือวงเงินขั้นสูงที่จะลงทุนในหลักทรัพย์บางประเภทหรือในอุตสาหกรรมบางอุตสาหกรรม การกำหนดนโยบายห้ามการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงเกินระดับที่กำหนดไว้ และการห้ามการเก็งกำไรในสัญญาสิทธิและสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

การเลือกประเภทของหลักทรัพย์ที่จะต้องลงทุนเป็นเรื่องสำคัญมาก เพราะถ้าเลือกได้ไม่เหมาะสมกับสถานะตลาดการเงินและสถานะเศรษฐกิจ ผู้ลงทุนก็จะได้ผลตอบแทนน้อยกว่าที่ควรจะได้หรือเกิดการขาดทุนได้ เช่น ถ้าเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว ธุรกิจมีผลประกอบการไม่ดี ถ้าผู้ลงทุนเลือกลงทุนในตราสารทุนเช่นหุ้นสามัญ ก็อาจเกิดการขาดทุนได้ หรือในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นอย่างต่อเนื่อง การลงทุนในตราสารหนี้ก็อาจเกิดการขาดทุนจากส่วนต่างราคาซื้อและราคาขายได้ ถ้าผู้ลงทุนต้องขายออกไปก่อนตราสารครบกำหนดการไถ่ถอน นอกจากนั้น ในการจัดทำนโยบายการลงทุนต้องคำนึงถึงเงื่อนไขต่างๆ เช่น ระยะเวลาการลงทุน ความต้องการสภาพคล่องของผู้ลงทุน ภาระภาษีที่ผู้ลงทุนต้องจ่าย หรือระดับฐานะการเงินและทัศนคติของผู้ลงทุนที่มีต่อความเสี่ยง

กล่าวโดยสรุป องค์ประกอบหลักของนโยบายการลงทุน คือ การจัดสรรเงินลงทุน (Asset Allocation) หมายถึง การกำหนดสัดส่วนเงินลงทุนตามประเภทหลักทรัพย์ เช่น ประเภทหุ้นทุน ประเภทตราสารหนี้ ประเภทตราสารตลาดเงิน เป็นต้น โดยทั่วไป พอร์ตการลงทุนมักประกอบด้วย หุ้นทุน พันธบัตร หุ้นกู้ ตราสารระยะสั้น เงินสดสำรองหรือเงินฝากธนาคาร และตราสารอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยงตามความเหมาะสม

### 3) การเลือกกลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์อาจจำแนกเป็นกลยุทธ์เชิงรุก กลยุทธ์เชิงรับ และกลยุทธ์อื่นๆ กลยุทธ์เชิงรุกเป็นกลยุทธ์ที่ใช้ข้อมูลต่างๆ และเทคนิคการพยากรณ์ เพื่อให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อ้างอิง กลยุทธ์เชิงรับ เป็นกลยุทธ์การลงทุนแบบซื้อแล้วถือยาวไปเลย โดยทั่วไปมักมุ่งที่จะกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ให้สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของดัชนีตลาดอ้างอิง ส่วนกลยุทธ์อื่นๆ ประกอบด้วยกลยุทธ์ตามประเภทกองทุนรวม กลยุทธ์การลงทุนตามช่วงอายุ และกลยุทธ์การลงทุนตามจังหวะที่เหมาะสม ในการเลือกกลยุทธ์การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์นั้น ต้องเลือกกลยุทธ์ให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์และแนวนโยบายการลงทุนของผู้ลงทุน

### 4) การวิเคราะห์และคัดเลือกตราสารทางการเงินที่จะลงทุน

เมื่อสามารถจัดสรรเงินลงทุนตามประเภทของหลักทรัพย์และเลือกกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมได้แล้ว ขั้นตอนต่อไปคือการเลือกรายหลักทรัพย์ที่จะลงทุน ซึ่งจะมีการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าและผลตอบแทนของตราสารทางการเงินแต่ละตัวที่จะเลือกลงทุน หากเป็นกลยุทธ์เชิงรุกในกรณีหุ้นสามัญผู้จัดการการลงทุนพยายามค้นหาหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดแตกต่างจากราคาที่ควรจะเป็น โดยมีการวิเคราะห์ภาวะแวดล้อมการลงทุนและการวิเคราะห์รายหลักทรัพย์ เพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของแต่ละหลักทรัพย์ที่สนใจลงทุน โดยเริ่มจากการวิเคราะห์

ภาวะเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง ภาวะอุตสาหกรรมและธุรกิจ ความสามารถในการแข่งขัน คุณภาพผู้บริหาร ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานและแนวโน้มของบริษัท เพื่อประเมินหามูลค่าที่แท้จริงของบริษัทก่อนตัดสินใจว่าจะลงทุนหรือไม่ การวิเคราะห์ในลักษณะนี้คือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) ซึ่งแตกต่างจากการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ที่ผู้ลงทุนบางกลุ่มมักใช้ข้อมูลและรูปแบบราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตช่วยในการวิเคราะห์แนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ในตลาดและในการเลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุน โดยไม่อิงปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์

กล่าวโดยสรุป การวิเคราะห์และเลือกหลักทรัพย์อาจใช้ทั้งการวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานและการวิเคราะห์ทางเทคนิค เพื่อให้ได้พอร์ตการลงทุนที่มีผลตอบแทนสูงสุด ณ ความเสี่ยงระดับหนึ่งหรือพอร์ตการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำสุด ณ ระดับผลตอบแทนหนึ่งเพื่อให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพที่สุด

#### 5) การวัดและประเมินผลการดำเนินงานของการลงทุน

การวัดและประเมินผลการดำเนินงานเป็นขั้นตอนสุดท้ายของกระบวนการบริหารการลงทุน ขั้นตอนนี้เกี่ยวข้องกับการวัดผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการลงทุน (Portfolio Performance) แล้วประเมินผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานมาตรฐาน (Benchmark) ซึ่งอาจเป็นผลการดำเนินงานของตลาด ในกรณีตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญ ผู้ลงทุนอาจใช้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เรียกว่า SET Index ในการเปรียบเทียบ ส่วนในกรณีตราสารหนี้ผู้ลงทุนอาจใช้ดัชนีราคาพันธบัตร (Bond Index) ในการอ้างอิง การวัดผลการดำเนินงานของการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ เช่น หุ้นสามัญ อาจทำได้หลายวิธีตามแนวคิดต่างๆ โดยพยายามหาวิธีการวัดผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ เมื่อวัดผลการดำเนินงานแล้วให้นำมาเทียบกับผลการดำเนินงานมาตรฐานเช่นเปรียบเทียบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET Index ว่าดีกว่าหรือเลวกว่าตลาดมากน้อยเพียงใด และช่วงจังหวะใดที่เป็นเช่นนั้น แล้วหาสาเหตุของความแตกต่างของผลการดำเนินงานระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนกับตลาดเพื่อนำผลที่ได้มาปรับเปลี่ยนแนวทางการลงทุนต่อไป

ในกรณีการลงทุนในกลุ่มตราสารหนี้ นั้น หลังจากที่คุณลงทุนได้จัดสรรเงินลงทุนในตราสารหนี้แต่ละฉบับตามที่ได้คัดเลือกเมื่อตอนต้นงวดแล้ว ผู้ลงทุนจะถือครองกลุ่มตราสารหนี้ที่ลงทุนนั้นตลอดระยะเวลาการลงทุนช่วงหนึ่ง เมื่อระยะเวลาการลงทุนช่วงนั้นสิ้นสุดลงผู้ลงทุนอาจประเมินผลของการลงทุน โดยการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงจากการลงทุนตลอดระยะเวลาการลงทุน อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นสามารถใช้เป็นเครื่องชี้วัดความสำเร็จของการลงทุนและความสามารถในการลงทุนของผู้ลงทุน โดยในการประเมินนั้น ผู้ประเมินอาจนำอัตรา

ผลตอบแทนที่ได้รับจริงจากกลุ่มตราสารหนี้ที่เลือกลงทุน มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนในช่วงเดียวกันของกลุ่มตราสารหนี้ที่กำหนดให้เป็นกลุ่มอ้างอิง (Benchmark Portfolio) นักลงทุนอาจใช้ดัชนีตราสารหนี้เป็นมาตรฐานเปรียบเทียบเพื่อวัดความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด

ทั้งนี้ กระบวนการบริหารการลงทุนเหล่านี้จะดำเนินการอย่างต่อเนื่องและมีการปรับเปลี่ยนตามผลการประเมินผลการดำเนินงานตลอดเวลา

## 2. การลงทุนในตราสารทางการเงิน

การลงทุนในตราสารทางการเงินมีความแตกต่างจากการลงทุนในสินทรัพย์ทั่วไป เนื่องจากตราสารทางการเงินไม่สามารถนำมาใช้ประโยชน์ได้โดยตรง แต่เจ้าของมีสิทธิเรียกร้องตามเงื่อนไขที่กำหนดในตราสารทางการเงินนั้นๆ ตราสารทางการเงิน สามารถแบ่งเป็นประเภทต่างๆ ที่สำคัญได้แก่ ตราสารหนี้ ตราสารทุน และตราสารอนุพันธ์ โดยผู้ลงทุนต้องเข้าไปลงทุนในตลาดการเงิน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

### 2.1 ตลาดการเงิน

ตลาดการเงิน คือ สถานที่ที่ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถตกลงซื้อขายสินค้าและบริการทางการเงิน เช่น เงินกู้ ตราสารทุน ตราสารหนี้ ตราสารอนุพันธ์ เงินตราต่างประเทศ และบางครั้งอาจครอบคลุมไปถึงสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น สินค้าเกษตร ทองคำ โลหะมีค่าต่างๆ เป็นต้น ในบางกรณีแทนที่จะใช้คำว่า ตลาด (Market) ในความหมายของตลาดการเงิน (Financial Market) อาจจะใช้คำในภาษาอังกฤษว่า “Exchange” แทนก็ได้ เพื่อแสดงถึงความหมายของตลาดเพื่อการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ทางการเงิน เช่น ตลาดหุ้น (Stock Exchange) หรือ ตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Future Exchange) แต่คำว่าตลาดการเงินนี้อาจจะมีสถานที่จริงๆ ก็ได้ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีสถานที่ตั้งแน่นอนตามที่อยู่ปัจจุบัน เป็นต้น หรืออาจจะเป็นตลาดทางอิเล็กทรอนิกส์ที่ไม่มีสถานที่แน่นอนก็ได้เช่น ตลาดแนสแดค (Nasdaq) สามารถติดต่อทำธุรกรรม ผ่านระบบอินเทอร์เน็ต ซึ่งผู้ซื้อหรือผู้ขายอาจจะอยู่ที่ไหนก็ได้

ตลาดการเงินอาจจะเป็นตลาดที่เป็นทางการหรือตลาดที่ไม่เป็นทางการหรือตลาดโอทีซี (Over-the-Counter หรือ OTC Market) ก็ได้ แล้วแต่ลักษณะของสินค้าและบริการทางการเงิน เช่น ตราสารทุนหรือหุ้น หากซื้อขายจำนวนไม่มากนักมักจะทำการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นทางการ แต่ถ้าหากซื้อขายกันจำนวนมากๆ ส่วนใหญ่จะเจรจาตกลงกันตัวต่อตัวของคู่ค้า 2 ฝ่าย

จึงถือว่าเป็นการตกลงกันทำธุรกรรมกันนอกตลาด นอกจากนั้น สินค้าและบริการทางการเงิน เช่น เงินตราต่างประเทศ และตราสารหนี้มักจะซื้อขายกันในตลาดโอทีซี (OTC) ซึ่งเป็นการเจรจาต่อรอง และตกลงกันโดยตรงระหว่างคู่ค้า 2 ฝ่าย แม้ว่าในปัจจุบัน ได้มีความพยายามที่จะนำธุรกรรมทั้ง 2 ประเภทนี้ ให้มาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นทางการหรือให้ทำธุรกรรมผ่านระบบ อิเล็กทรอนิกส์ แต่ก็ยังไม่ประสบความสำเร็จมากนัก เนื่องจากคู่ค้ายังต้องการเจรจาต่อรองโดยตรง ระหว่างกันเอง เนื่องจากปริมาณการซื้อขายแต่ละครั้งจะใช้เวลาตั้งแต่ 5-100 ล้านบาท และมักจะเป็น การซื้อขายระหว่างสถาบันการเงิน ไม่ใช่เป็นการซื้อขายของประชาชนทั่วไปซึ่งจะเป็นรายย่อย อย่างเช่น การซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนั้นแล้วตลาดการเงินยังมีได้ทั้งระดับภายในประเทศ (Domestic) และระดับ ระหว่างประเทศ (International) เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดในระดับประเทศ ยังไม่มีการรับตราสารทุนจากต่างประเทศมาขึ้นทะเบียนหรือตลาดตราสารหนี้ไทยก็ถือเป็นตลาด ในประเทศเช่นเดียวกัน ส่วนตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน (London Stock Exchange) หรือตลาด หลักทรัพย์ลักเซมเบิร์ก (Luxembourg Stock Exchange) นั้นเป็นตลาดระหว่างประเทศเนื่องจากมี ตราสารทุนและตราสารหนี้ต่างประเทศ เข้าไปขึ้นทะเบียนซื้อขายได้ เป็นต้น

### 2.1.1 บทบาทของตลาดการเงิน

ตลาดการเงินมีความสำคัญมากน้อยเพียงใดนั้น อาจจะดูได้จากบทบาทของ ตลาดหลักๆ ด้วยกัน 3 ด้านคือ 1) เป็นแหล่งในการระดมทุนทั้งของภาครัฐและภาคเอกชน ซึ่งเป็น บทบาทที่สำคัญของตลาดทุน (Capital Market) ที่รวมถึงการกู้ยืมจากสถาบันการเงินด้วย 2) เป็น เครื่องมือที่ช่วยในการโอนความเสี่ยงออกจากองค์กร ตลาดที่มีบทบาทนี้ก็คือตลาดอนุพันธ์ (Derivative Market) และ 3) เป็นตัวช่วยในการค้าขายระหว่างประเทศ (International Trade) ได้แก่ ตลาดเงินตราต่างประเทศ ซึ่งความสำคัญและบทบาทของแต่ละตลาดการเงิน มีดังนี้ (จิระพล โปบุ คดี และธนาพันธ์ ศิวโมกษธรรม, 2554)

#### 1) เป็นแหล่งในการระดมทุนทั้งของภาครัฐและภาคเอกชน หรือตลาดทุน

(Capital Market)

การหมุนเวียนของระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง หรือ ความสัมพันธ์ระหว่างระบบเศรษฐกิจที่แท้จริงกับระบบการเงินนั้น ระบบเศรษฐกิจจะประกอบด้วย หน่วยเศรษฐกิจที่สำคัญที่เป็นกลไกที่ก่อให้เกิดการหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง ได้แก่

- (1) ภาคครัวเรือน ซึ่งทำหน้าที่หารายได้เพื่อการใช้สอยและเก็บออม
- (2) ภาคธุรกิจ ซึ่งทำหน้าที่ในการผลิตเพื่อหากำไรด้วยการลงทุน และการ

จ้างงาน

(3) ภาครัฐบาล ซึ่งทำหน้าที่เก็บภาษีเงินได้จากทั้งภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจเอกชนเพื่อจัดหางบประมาณรายจ่าย

(4) ภาคต่างประเทศ ซึ่งทำหน้าที่ในการส่งออก การนำเข้าสินค้า การโอนเงิน การลงทุนระหว่างประเทศ และเป็นกลไกตลาด ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ในระบบเศรษฐกิจแท้จริงสำหรับภายในประเทศ จะมีตลาดผลผลิต ที่เป็นตัวกำหนดราคาสินค้า และตลาดปัจจัยการผลิตที่เป็นตัวกำหนดอัตราค่าจ้าง เป็นต้น สำหรับระบบการเงินจะเป็นตัวกลางสำหรับผู้ออมเงินที่เหลือจากการใช้จ่าย และผู้ที่ต้องการเงินเพื่อการบริโภคและการลงทุน โดยตลาดการเงินเป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยสำหรับการออมและการลงทุน

การไหลเวียนของเงินทุนในระบบการเงิน ซึ่งตามปกติมักจะมีทั้งฝ่ายที่มีเงินออมและฝ่ายที่ต้องการนำเงินมาหาผลประโยชน์ และฝ่ายที่ขาดเงิน หรือต้องการจะกู้ยืมเงิน ซึ่งทั้งสองกลุ่มต่างก็มีองค์ประกอบที่เหมือนกัน โดยต่างกันที่ลำดับความสำคัญในแต่ละด้าน เช่น ด้านผู้ให้กู้หรือผู้ออม ประกอบด้วย ภาคครัวเรือนเป็นหลัก ตามด้วยบริษัทเอกชนที่มีกำไร ซึ่งจะมีเงินที่ต้องการออมไว้เพื่อการลงทุนในอนาคต รัฐบาลเองก็มีทั้งเงินออมในบางช่วงที่ยังไม่จำเป็นต้องใช้จ่ายตามงบประมาณ หรือเมื่อมีงบประมาณเกินดุล และสุดท้ายคือผู้ออมจากต่างประเทศ ส่วนทางด้านผู้กู้หรือผู้ใช้เงินนั้น ได้แก่ บริษัทเอกชนมีความสำคัญเป็นอันดับหนึ่ง รองลงมาคือ ภาครัฐบาล ครัวเรือน และต่างประเทศในกรณีที่มีเงินออมในประเทศเหลือ

ในอดีตเมื่อผู้ออมไม่มีความรู้เกี่ยวกับการบริหารเงินมากนัก มักจะนำเงินออมไปฝากไว้กับสถาบันการเงิน หรือตัวกลางในตลาดการเงิน (Financial Intermediaries) เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน หรือซื้อประกันชีวิต ซึ่งจะทำหน้าที่รวบรวมเงินออม สะสมจนมีขนาดใหญ่พอ (Economies of Scale) แล้วจึงนำไปให้กู้แก่ผู้ที่ต้องการกู้ต่อไป โดยอาจจะได้ผลตอบแทนในรูปแบบต่างๆ เช่น ส่วนต่างดอกเบี้ย (Interest Margin) หรือส่วนต่างจากรายรับที่ได้จากดอกเบี้ยเงินกู้หักด้วยรายจ่ายจากการรับเงินฝาก บริษัทประกันเมื่อได้รับเงินออมมาในรูปแบบของเบี้ยประกันก็นำมาหาผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ เช่น การให้กู้ยืมเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์ การลงทุนในพันธบัตร หรือหุ้นกู้ เป็นต้น รูปแบบนี้เรียกว่า การระดมทุนทางอ้อม

เมื่อประเทศมีการพัฒนาหรือความเจริญทางเศรษฐกิจสูงขึ้น ทั้งผู้ออมและผู้กู้ มักจะมีความรู้และข้อมูลต่างๆ มากขึ้น มีความต้องการและพยายามที่จะได้รับผลประโยชน์จากการทำธุรกรรมมากขึ้น เช่น ผู้ออมอาจจะต้องการผลตอบแทนจากเงินออมของตนมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ หรือเงินฝากประจำจากธนาคารพาณิชย์ ขณะเดียวกันผู้กู้ก็พยายามลดต้นทุนในการระดมทุนของตนเองลง แทนที่จะระดมทุนทางอ้อมผ่านสถาบันการเงินเหมือนเช่นเดิม ก็หันมาระดมทุนทางตรงในรูปแบบอื่นแทน เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน ด้วยการนำไปขายในตลาด

หลักทรัพย์ หรือการออกหุ้นกู้ขายให้กับผู้ซื้อโดยตรง เป็นต้น กระบวนการในรูปแบบนี้เรียกว่า การไม่ผ่านตัวกลาง (Disintermediaries) หรือการตัดตัวกลางออกไป อย่างไรก็ตาม ผู้กู้ก็จำเป็นต้องใช้บริการสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในรูปแบบอื่นแทน เช่น ผู้รับประกันการ จำนาย หรือ นายหน้าค้าหลักทรัพย์ เป็นต้น และต้องเสียค่าใช้จ่ายในรูปของค่าธรรมเนียมในการ รับประกันการ จำนายตราสารหนี้หรือตราสารทุน ซึ่งย่อมถูกกว่าการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

แม้ว่าในประเทศที่มีการพัฒนาของการตลาดเงินในระดับสูงจะมีความ พยายามตัดทอนตัวกลางระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้ออกไป แต่สถาบันการเงินตัวกลางก็สามารถปรับตัว ทำหน้าที่อื่นๆ แทนได้ เช่น นอกจากการทำหน้าที่เป็นผู้รับประกันการ จำนายตราสารแล้ว ยัง สามารถเป็นนักลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกโดยลูกค้าเงินกู้เดิม หรือทำหน้าที่เป็นนายทะเบียน เป็น ผู้ค้ำประกัน หรือแม้แต่เป็นนายหน้าในการจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ลูกค้า และตัวแทนผู้ถือหุ้นก็ได้ อีก ด้วย

2) เป็นเครื่องมือที่ช่วยในการโอนความเสี่ยงออกจากองค์กร หรือตลาด อนุพันธ์ (Derivative Market)

การโอนความเสี่ยงออกจากองค์กรนั้น เป็นบทบาทของตลาดอนุพันธ์ เช่น การทำสัญญาล่วงหน้า (Forwards) การทำสวอป (Swaps) การซื้อขายล่วงหน้า (Futures) การซื้อ ขายสิทธิล่วงหน้าหรือ ออปชั่น (Options) รวมทั้งการออกตราสารในบางรูปแบบ เช่น ตราสารแบบ จัดโครงสร้าง (Structured Products) และ การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ซึ่ง บทบาทของตลาดการเงินในส่วนนี้มีมากขึ้นในทศวรรษ 1970 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาที่เกิด วิกฤตการณ์น้ำมันทั่วโลก ส่งผลให้ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องมีความผันผวนมากขึ้นทั้งอัตรา เงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน จึงมีความต้องการเครื่องมือทางการเงินที่ช่วยในการ ป้องกันความเสี่ยงมากขึ้น จึงเป็นที่มาของตลาดอนุพันธ์ทางการเงิน (Financial Derivatives) ที่อาศัย สินค้าและบริการในตลาดการเงินมาเป็นสินทรัพย์อ้างอิง เช่น อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน และ ราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

ตราสารอนุพันธ์นั้นมักจะถูกมองไปในทางลบจากหน่วยงานที่ทำหน้าที่ ควบคุม (Regulator) โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนาโดยตลอด ด้วยมีรูปแบบที่คล้ายกับการ พนันและยังเห็นว่าตราสารอนุพันธ์ไม่ใช่เครื่องมือในการระดมเงินทุนโดยตรง อย่างไรก็ตาม แม้ว่า ตราสารอนุพันธ์จะไม่ใช่เครื่องมือในการระดมทุนของผู้กู้โดยตรงแต่ตราสารอนุพันธ์ก็ช่วยในการ ลดต้นทุนและการเข้าถึงนักลงทุนในกลุ่มต่างๆ ได้มากขึ้น เช่น หุ้นที่มีออปชั่นแฝงอยู่ (Embedded Options) หรือหุ้นที่แปลงสภาพ เป็นต้น ส่วนตราสารประเภทมีการแปลงสินทรัพย์ให้เป็น หลักทรัพย์ (Securitization) ที่มีการแบ่งย่อยประเภทออกไปอีกเป็นหลายประเภท (Class) ตาม

ลักษณะแตกต่างกันทั้งในเรื่องของอายุ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยง ที่ช่วยตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ ได้มากกว่าตราสารตามปกติ จึงเป็นการช่วยให้สามารถระดมทุนในจำนวนที่ต้องการได้ง่ายขึ้น

3) เป็นตัวช่วยในการค้าขายระหว่างประเทศ (International Trade) หรือ ตลาดเงินตราต่างประเทศ

บทบาทหรือความสำคัญอีกประการหนึ่งของตลาดการเงินคือ เป็นกลไกที่ช่วยหล่อเลี้ยงการค้าขายระหว่างประเทศหรือ ตลาดเงินตราต่างประเทศ (Currency Market) ซึ่งหากจะเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดพันธบัตรแล้ว ตลาดเงินตราต่างประเทศจะมีสภาพคล่องที่สูงกว่ามาก เนื่องจากมีเงินตราสกุลหลักๆ ที่นิยมใช้ในการค้าขายระหว่างประเทศเพียงไม่กี่สกุล เช่น ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งมีสัดส่วนในการค้าระหว่างประเทศมากกว่าร้อยละ 50 ของปริมาณการค้าทั่วโลก รองลงมาได้แก่เงินสกุลยูโรที่เกิดขึ้นใหม่จากการรวมตัวของประเทศในสหภาพยุโรป ที่หันมาใช้เงินตราสกุลเดียวกัน โดยยกเลิกเงินสกุลของแต่ละประเทศไป เช่น เงินมาร์กเยอรมัน เงินฟรังก์ฝรั่งเศส และเงินลีร์อิตาลี เป็นต้น ถัดมาได้แก่เงินเยนของญี่ปุ่น ส่วนเงินปอนด์สเตอร์ลิงของอังกฤษนั้นมีบทบาทในตลาดค้าขายระหว่างประเทศลดลงไปเป็นลำดับ เนื่องจากปริมาณการซื้อขายเงินตราต่างประเทศมีจำนวนมหาศาลทำให้ตลาดไม่ค่อยมีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของตลาดมากนักเมื่อมีการซื้อขายจำนวนมากๆ ซึ่งจะแตกต่างจากตลาดตราสารทุน หรือตราสารหนี้ ซึ่งเมื่อมีการซื้อขายจำนวนมาก ราคาจะเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย

ตลาดการเงินมีขอบเขตกว้างใหญ่และครอบคลุมตลาดย่อยๆ อีกมากมาย ได้แก่

#### (1) ตลาดเงิน (Money Market)

ตลาดเงิน หมายถึง ตลาดที่ให้กู้ยืมในระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี เช่น การกู้ยืมระหว่างธนาคาร (Interbank Loans) ตั๋วเงินคลัง พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยที่อายุต่ำกว่า 1 ปี ตั๋วเงิน การขายแล้วสัญญาว่าจะซื้อคืน (Repurchase Agreement: Repo) และบัตรเงินฝากที่เปลี่ยนมือได้ (Negotiable Certificate Deposits: NCDs) เป็นต้น

#### (2) ตลาดทุน (Capital Market)

ตลาดทุน หมายถึง ตลาดที่ระดมทุนในระยะยาวตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป ประกอบด้วย 2 ตลาดหลักๆ คือ ตลาดหุ้น (Stock Exchange) และตลาดตราสารหนี้ (Debt Market หรือ Bond Market) ในอดีตธนาคารพาณิชย์มักจะทำให้กู้ระยะสั้นๆ เช่น การให้วงเงินในการเบิกเงินเกินบัญชี (Overdraft) และทบทวงเงินทุกปี จึงอาจถือได้ว่าเป็นส่วนหนึ่งของตลาดเงิน แต่ในปัจจุบันธนาคารพาณิชย์ได้ให้กู้เงินระยะยาวกว่า 1 ปี เพื่อลงทุนในโครงการลงทุนระยะยาวซึ่งจะถือ

ได้ว่าเป็นตลาดทุนได้เช่นเดียวกัน นอกจากนั้น ทั้งตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ยังแบ่งออกเป็น ตลาดแรก (Primary Market) ที่ผู้ออกขายตราสารทุนและตราสารหนี้ให้นักลงทุนโดยตรงในครั้งแรกที่ออก แต่หลังจากนั้นหากนักลงทุนที่ซื้อไว้ตอนออกไปซื้อขายกันเองต่อไปจะถือว่าเป็น ตลาดรอง (Secondary Market)

### (3) ตลาดอนุพันธ์ (Derivatives Market)

ตลาดอนุพันธ์ หมายถึง ตลาดที่ซื้อขายสัญญาตามข้อตกลงหรือตราสารที่โดยตัวเองไม่มีมูลค่าแต่จะต้องไปอ้างอิงกับทรัพย์สินอื่นๆ จึงจะมีมูลค่า ตลาดเหล่านี้ประกอบด้วย ตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Futures Market) และตลาดซื้อขายสิทธิล่วงหน้า (Options) ซึ่งทั้ง 2 ตลาดยังสามารถแบ่งออกเป็นกลุ่มใหญ่ๆ ได้อีก 2 กลุ่ม คือ กลุ่มอนุพันธ์สินค้าโภคภัณฑ์ เช่น การซื้อขายล่วงหน้า และขายสิทธิล่วงหน้าสินค้าเกษตร โลหะที่ใช้ในอุตสาหกรรม และโลหะมีค่า เป็นต้น และกลุ่มอนุพันธ์สินทรัพย์ทางการเงิน ได้แก่ การขายล่วงหน้า และขายสิทธิล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ พันธบัตร และดัชนีราคาหุ้น เป็นต้น สำหรับประเทศไทยมีตลาดอนุพันธ์ที่เป็นทางการ 2 ตลาดด้วยกัน คือ บริษัทตลาดอนุพันธ์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน) (Thailand Futures Exchange: TFEX) ที่ทำการซื้อขายล่วงหน้าดัชนีราคาหุ้น หุ่นล่วงหน้า และสิทธิซื้อขายล่วงหน้า รวมทั้งทองคำล่วงหน้า ส่วนอีกตลาดหนึ่งคือ ตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า (Agricultural Futures Exchange of Thailand: AFET) ซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า เช่น ข้าว ยางพารา เป็นต้น

ตลาดอนุพันธ์นั้นนอกจากจะมีการซื้อขายในตลาดที่เป็นทางการแล้ว ยังมีการซื้อขายในตลาด OTC อีกด้วย โดยเฉพาะ สวอป (Swaps) และสัญญาคู่ยึดล่วงหน้า (Forwards Rate Agreement: FRA) ตลอดจนตราสารประเภทจัดโครงสร้าง (Structured Notes) และตราสารที่แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) มูลค่าการซื้อขายในตลาด OTC มีมากกว่าการซื้อขายในตลาดที่เป็นทางการเป็นอย่างมาก เนื่องจากการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในตลาดที่เป็นทางการนั้นจำเป็นต้องมีมาตรฐานที่แน่นอน เช่น มูลค่าในการซื้อขาย และระยะเวลาครบกำหนด เป็นต้น ทำให้ไม่ตรงกับความต้องการของผู้ใช้ที่แตกต่างกันไป ดังนั้น การใช้ตราสารอนุพันธ์ในตลาด OTC ที่ออกแบบเฉพาะตรงกับความต้องการของผู้ใช้จึงได้รับความนิยมมากกว่า

### (4) ตลาดโภคภัณฑ์ (Commodity Market)

ตลาดโภคภัณฑ์หรือตลาดสำหรับสินค้าขั้นปฐม ซึ่งตามปกติจะแบ่งเป็นตลาดสินค้าเกษตร เช่น ข้าว ข้าวโพด ข้าวสาลี น้ำตาล ยางพารา รวมถึงปศุสัตว์ เช่น วัว สุกร เป็นต้น และตลาดที่ไม่ใช่สินค้าเกษตร เช่น สินค้าที่ใช้ในการอุตสาหกรรม ตั้งแต่ น้ำมันดิบ นิเกิล ทองแดง อะลูมิเนียม สังกะสี ไปจนถึงโลหะมีค่าทั้งหลาย เช่น ทองคำ เงิน แพลทินัม เป็นต้น

ตลาดโภคภัณฑ์มีศูนย์กลางอยู่ที่นครชิคาโก นิวยอร์ก ในประเทศสหรัฐอเมริกา และกรุงลอนดอน ประเทศอังกฤษ เป็นต้น

ปัจจุบันสินค้าโภคภัณฑ์ได้รับความนิยมจากนักลงทุนมากขึ้น โดยเฉพาะกองทุนต่างๆ ที่ต้องการหาทางเลือกในการลงทุนใหม่ๆ ในช่วงที่ตลาดหุ้น และตลาดตราสารหนี้ให้ผลตอบแทนไม่น่าพอใจ ซึ่งสินค้าโภคภัณฑ์ที่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนเป็นอย่างมากคือ ทองคำ และน้ำมันดิบ โดยเฉพาะในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ และสถาบันการเงินมีปัญหา

#### (5) ตลาดเงินตราต่างประเทศ (Currency Market)

ตลาดเงินตราต่างประเทศจะทำการซื้อขายเงินตราสกุลหลัก เช่น ดอลลาร์สหรัฐ ยูโร เยน และปอนด์สเตอร์ลิง เป็นต้น

#### (6) ตลาดประกันภัย (Insurance Market)

ปัจจุบันธุรกิจประกันภัยนับเป็นตลาดการเงินด้วยอย่างหนึ่ง เนื่องจากมีรูปแบบในการให้บริการที่ไม่แตกต่างจากสถาบันการเงิน เพียงแต่ไม่ได้รับฝากเงินแต่อาศัยเงินเบี้ยประกันมาลงทุนแทน ซึ่งบริษัทประกันก็ต้องนำเอาเงินเบี้ยประกันที่ได้รับในแต่ละปีไปลงทุนต่อเพื่อหาผลประโยชน์ไม่ว่าจะเป็นการปล่อยสินเชื่อในบางสาขา การลงทุนในพันธบัตรและตราสารหนี้อื่นๆ เป็นต้น นอกจากนั้นแล้วการออกกรมธรรม์ประกันภัยอาจจะออกแบบให้มีลักษณะของการออมทรัพย์ไปในตัวด้วย โดยรวมการประกันชีวิตและผลประโยชน์ในอนาคต และอาจให้ผลตอบแทนแก่ผู้เอาประกันด้วยการนำไปอิงกับสินทรัพย์ในตลาดการเงิน เช่น อิงกับผลตอบแทนในตลาดหุ้น หรือพันธบัตร ทำให้ธุรกิจการประกันภัยมีลักษณะคล้ายกับธุรกิจอื่นๆ ในตลาดการเงินมากยิ่งขึ้น ในต่างประเทศบริษัทประกันยังอาจเป็นผู้ขายตราสารที่ค้าประกันความเสี่ยงทางเครดิต เช่น สวอป เพื่อป้องกันการล้มละลาย (Credit Default Swaps: CDS) อีกด้วย

### 2.1.2 ตราสารทางการเงิน

ตราสารทางการเงิน หมายถึง เอกสารที่แสดงสิทธิเรียกร้อง ที่จัดทำขึ้นเพื่อเป็นหลักฐานทางการเงิน ทั้งที่เกี่ยวกับการออมและการลงทุน ซึ่งมีหลายประเภท ดังนี้

#### 1) ตราสารการเงินระยะสั้นเปลี่ยนมือไม่ได้ (Nonmarketable Financial Assets)

ผู้มีเงินออมไม่ว่าจะเป็นบุคคลทั่วไปหรือนิติบุคคล อาจมีเงินสดในมือส่วนเกินจำนวนหนึ่งในช่วงระยะเวลาสั้นๆ เช่น ไม่เกิน 1 ปี และไม่ต้องการถือเงินสดจำนวนนี้ไว้ในมือ เนื่องจากไม่ก่อให้เกิดผลประโยชน์และอาจมีอันตราย ในขณะที่เดียวกันก็ต้องการความคล่องตัวจากการใช้เงินสดจำนวนนั้นในยามที่ต้องการ ผู้ลงทุนเหล่านี้ อาจฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ ธนาคารออมสิน ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร หรือ

สหกรณ์ออมทรัพย์ การฝากเงินกับสถาบันการเงินดังกล่าว นั้น ตราสารทางการเงินก็คือสมุดคู่ฝาก ซึ่งเป็นตราสารการเงินระยะสั้นที่เปลี่ยนมือไม่ได้ โดยสามารถฝากได้ทั้งประเภทเงินฝากออมทรัพย์ และเงินฝากแบบมีกำหนดเวลา อันเป็นการลงทุนระยะสั้นที่มีความเสี่ยงต่ำมาก และมีสภาพคล่องสูงในแง่ของความสะดวกและง่ายดายในการฝากเงินและถอนเงิน ในขณะที่เดียวกันก็มีอัตราผลตอบแทนค่อนข้างต่ำ

### 2) ตราสารระยะสั้นเปลี่ยนมือได้ (Money Market Securities)

นอกจากตราสารระยะสั้นเปลี่ยนมือไม่ได้ซึ่งเป็นการลงทุนระยะสั้นโดยการฝากเงินกับธนาคาร โดยมีสมุดคู่ฝากแล้ว ผู้ลงทุนระยะสั้นยังสามารถฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์แบบบัตรเงินฝากเปลี่ยนมือได้ หรือลงทุนในตราสารระยะสั้นประเภทอื่นๆ ที่เปลี่ยนมือได้ โดยเป็นตราสารที่มีอายุไม่เกินหนึ่งปี ได้แก่ ตั๋วเงินคลัง ตั๋วแลกเงิน และตั๋วสัญญาใช้เงิน

### 3) ตราสารระยะยาวที่ให้รายได้ประจำ (Fixed Income Securities)

ตราสารทางการเงินระยะยาวที่ให้รายได้ประจำ หมายถึง ตราสารที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป ที่ให้ผลประโยชน์แก่ผู้ลงทุนอย่างสม่ำเสมอเป็นจำนวนเงินที่เท่าๆ กันเป็นงวดๆ จนตราสารทางการเงินนั้นครบกำหนดไถ่ถอน ได้แก่ ตราสารหนี้ ซึ่งมีทั้งตราสารหนี้ที่รัฐบาลหรือหน่วยงานรัฐวิสาหกิจเป็นผู้ออก หรือเรียกว่า พันธบัตรรัฐบาล รวมทั้ง พันธบัตรหรือหุ้นกู้รัฐวิสาหกิจ และตราสารหนี้ที่ธุรกิจเอกชนเป็นผู้ออก หรือเรียกว่า หุ้นกู้ ซึ่งตราสารระยะยาวที่ให้รายได้ประจำดังกล่าวมีรายละเอียด ดังนี้

#### (1) พันธบัตรรัฐบาล

พันธบัตรรัฐบาลเป็นตราสารทางการเงินที่ออกโดยรัฐบาลเพื่อกู้ยืมเงินในกรณีที่ยังขาดดุลงบประมาณ ตามที่ได้บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติวิธีการงบประมาณ พ.ศ. 2502 และฉบับแก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2517 มาตรา 9 ทวิ ที่ได้บัญญัติหลักเกณฑ์ไว้ให้กระทรวงการคลังกู้ยืมได้เฉพาะกรณีรัฐบาลมีงบประมาณขาดดุล

พันธบัตรรัฐบาลนั้นได้มีการพัฒนาเรื่อยมาจนกระทั่งปัจจุบันได้แบ่งออกเป็น พันธบัตรเงินกู้ พันธบัตรลงทุน และตั๋วสัญญาใช้เงิน มีรายละเอียด ดังนี้

ก. พันธบัตรเงินกู้ (Loan Bond) เป็นพันธบัตรที่มีอายุไถ่ถอนระยะปานกลาง มีช่วงอายุราว 5-8 ปีวัตถุประสงค์ของการออกพันธบัตรประเภทนี้ มุ่งที่จะจำหน่ายให้แก่ประชาชนทั่วไป นิติบุคคล และองค์กรที่มีวัตถุประสงค์เพื่อ สาธารณกุศลเท่านั้น

ข. พันธบัตรลงทุน (Investment Bond) เป็นพันธบัตรที่มีอายุไถ่ถอนยาว อายุประมาณ 10 ปี วัตถุประสงค์ของการออกพันธบัตรประเภทนี้ คือเพื่อให้สถาบันการเงินถือเป็นเงินสดสำรองหรือตามเงื่อนไขการเปิดสาขา

ค. **ตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note)** เป็นตราสารที่รัฐบาลออกเพื่อจำหน่ายให้ธนาคารออมสินเมื่อต้องการกู้เงินจากธนาคารออมสิน

พันธบัตรเงินกู้และพันธบัตรลงทุนมีวิธีจ่ายผลตอบแทนใน 2 ลักษณะ คือ (1) จ่ายดอกเบี้ยรายงวด เป็นการจ่ายดอกเบี้ยประจำทุก 6 เดือนหรือจ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง อัตราดอกเบี้ยที่ระบุจะเป็นเช่นใด ขึ้นกับระดับอัตราดอกเบี้ยตลาด ณ เวลาที่ออกพันธบัตรและอายุได้ถอนพันธบัตร และ (2) ทบดอกเบี้ย เป็นการจ่ายดอกเบี้ยให้กับผู้ถือพันธบัตรครั้งเดียวพร้อมเงินต้นเมื่อครบกำหนดไถ่ถอน กล่าวคือ เมื่อถึงวันที่ชำระคืนเงินต้น เช่น พันธบัตรอายุแรกออกเท่ากับ 5 ปี 8 เดือน พันธบัตรนั้นจะมีค่าเป็น 2 เท่าหรือดอกเบี้ยเท่ากับเงินต้น

#### (2) พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ

พันธบัตรรัฐวิสาหกิจต่างๆ ที่ออกจำหน่าย จะต้องได้รับอนุมัติจากกรรมการพิจารณาให้ออกพันธบัตรก่อน กรรมการนี้ประกอบด้วย ตัวแทนจากกรมบัญชีกลางและธนาคารแห่งประเทศไทย พันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ออกจำหน่ายในช่วง พ.ศ. 2518 ถึงปัจจุบัน ได้แก่ พันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต การรถไฟแห่งประเทศไทย การทางพิเศษแห่งประเทศไทย การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค การปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย และการสื่อสารแห่งประเทศไทย เป็นต้น

#### (3) พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย

พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นตราสารทางการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ออกตามความจำเป็นเพื่อดำเนินนโยบายการเงินหรือเพื่อการระดมเงินทุนในการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน เช่น พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยที่ออกมาเพื่อแก้ปัญหาสภาพคล่องส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ และพันธบัตรของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (Financial Institution Development Bond) พันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทยและกองทุนฟื้นฟูฯ สามารถเข้าซื้อขายเปลี่ยนมือได้ในศูนย์หรือชมรมผู้ค้าตราสารหนี้

#### (4) หุ้นกู้ของบริษัทเอกชน

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2551 ได้ให้อำนาจบริษัทมหาชนจำกัด บริษัทจำกัด รวมถึงนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น อาจเสนอขายหุ้นกู้ต่อประชาชนและบุคคลต่างๆ ไปได้ โดยต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งหุ้นกู้ของบริษัทเอกชนมีหลายประเภท โดยสามารถจำแนกความแตกต่างของหุ้นกู้ตามลักษณะต่างๆ ที่แตกต่างกัน 3 ลักษณะคือ ลักษณะการค้ำประกัน ลักษณะสิทธิในการเรียกร้อง และลักษณะการจ่ายดอกเบี้ย ดังนี้

ก. **หุ้นกู้ที่แบ่งตามลักษณะการค้ำประกัน** ได้แก่ หุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกัน (Debenture หรือ Unsecured Bond) หุ้นกู้ที่มีหลักประกัน (Secured Bond) ประเภทต่างๆ เช่น หุ้นกู้ที่มีอสังหาริมทรัพย์ค้ำประกัน (Mortgage Backed Bond) เป็นต้น

ข. **หุ้นกู้ที่แบ่งตามสิทธิในการเรียกร้อง** ได้แก่ หุ้นกู้ที่มีสิทธิเรียกร้องเหนือเจ้าหนี้รายอื่น เรียกว่า หุ้นกู้ชั้นแรก (Senior Bond) หุ้นชั้นรองหรือหุ้นกู้ด้อยสิทธิ (Subordinated หรือ Junior Bond)

ค. **หุ้นกู้ที่แบ่งตามลักษณะการจ่ายดอกเบี้ย** ได้แก่ หุ้นกู้ที่จ่ายดอกเบี้ยเป็นรายงวดตามอัตราที่กำหนด (Coupon Bond) หุ้นกู้ที่ไม่ได้ตราคอกเบี้ยไว้ (Zero - Coupon Bond) แต่ขายในราคาต่ำกว่าราคาหน้าตั๋ว และมีราคาไถ่ถอนเมื่อเวลาครบกำหนดเท่ากับราคาหน้าตั๋ว หุ้นกู้ที่ผ่อนจ่ายเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยเป็นงวดๆ จำนวนเงินที่จ่ายงวดละเท่าๆ กัน (Amortizing Bond)

นอกเหนือจากลักษณะดังกล่าว หุ้นกู้บริษัทอาจมีลักษณะแตกต่างกันได้ เช่น หุ้นกู้บริษัทอาจมีลักษณะแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ที่เรียกกันว่าหุ้นกู้แปลงสภาพได้ (Convertible Bond) หุ้นกู้ที่ออกโดยธุรกิจเอกชนอาจมีลักษณะเรียกไถ่ถอนคืนได้ก่อนครบกำหนด (Callable Bond) หรือมีลักษณะขายคืนได้ก่อนครบกำหนด (Puttable Bond) และ หุ้นกู้ที่เกิดจากกระบวนการแปลงหนี้สินที่ไม่สามารถเปลี่ยนมือได้ ให้เป็นตราสารหนี้ที่เปลี่ยนมือได้และมีสภาพคล่อง (Securitization) โดยใช้ทรัพย์สินประเภทอสังหาริมทรัพย์ค้ำประกัน (Mortgage-Backed Securities)

#### 4) **ตราสารทางการเงินประเภททุน (Equity Securities)**

ตราสารทางการเงินประเภททุน อาจจำแนกเป็นหุ้นสามัญซึ่งเป็นตราสารแสดงความเป็นเจ้าของกิจการ และหุ้นบุริมสิทธิซึ่งในทางกฎหมายถือว่าเป็นตราสารแสดงความเป็นเจ้าของกิจการเช่นกัน แต่ในการวิเคราะห์ทางการเงินมักพิจารณาส่วนของหุ้นบุริมสิทธิว่าเป็นตราสารแสดงความเป็นกึ่งเจ้าของกึ่งเจ้าหนี้ และมักจำแนกอยู่ในประเภทตราสารหนี้ อย่างไรก็ตามในที่นี้ได้จัดหุ้นบุริมสิทธิรวมอยู่ในตราสารประเภททุน รายละเอียดตราสารทุนมี ดังนี้

##### (1) **หุ้นสามัญ**

หุ้นสามัญหรือหุ้นทุน เป็นตราสารทางการเงินประเภทตราสารทุนที่แสดงความเป็นเจ้าของกิจการ ซึ่งออกโดยกิจการที่ต้องการระดมเงินทุนจากประชาชนเพื่อใช้ในการลงทุนหรือขยายกำลังการผลิต ประชาชนผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการเข้าไปมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการนั้นๆ โดยตรง เช่น การมีสิทธิเข้าประชุมและลงคะแนนเสียงในที่ประชุม ผู้ซื้อหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนคือ (1) เงินปันผลจากผลกำไรของกิจการในอัตราตามนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่กำหนดในที่ประชุมใหญ่ และ(2) กำไรส่วนทุนจากส่วนต่างราคาซื้อขายหุ้นสามัญ ในกรณีที่บริษัท

เลิกกิจการ ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิเรียกร้องในทรัพย์สินหลังการชำระเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ แต่ถ้าหลังการชำระคืนเจ้าหนี้แล้วไม่มีสินทรัพย์เหลือผู้ถือหุ้นสามัญจะไม่ได้รับทุนคืน

## (2) หุ้นบุริมสิทธิ

หุ้นบุริมสิทธิเป็นตราสารสิทธิที่แสดงความเป็นเจ้าของกิจการที่มีการจัดบุริมสิทธิไว้อย่างชัดเจนไม่สามารถยกเลิกได้ หุ้นบุริมสิทธิเป็นตราสารทางการเงินประเภททุนชนิดหนึ่งที่มีลักษณะกึ่งเจ้าของและกึ่งเจ้าหนี้ของบริษัท หุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะคล้ายหนี้สินคือ เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะเป็นกระแสเงินสดรับคงที่ไปตลอดโดยไม่มีอายุสิ้นสุด (Perpetuity) ถือเป็นค่าใช้จ่ายคงที่ของบริษัทที่ออกหุ้นบุริมสิทธิ แม้ว่าบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลในปีที่ไม่มีกำไร หุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะความเป็นเจ้าของคือ ในกรณีที่บริษัทเลิกกิจการ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิมีสิทธิเรียกร้องในทรัพย์สินของบริษัทก่อนผู้ถือหุ้นสามัญแต่ภายหลังเจ้าหนี้ แต่ถ้าหลังการชำระคืนเจ้าหนี้แล้วไม่มีสินทรัพย์เหลือผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิก็จะไม่ได้รับทุนคืนเช่นเดียวกับหุ้นสามัญ

## 5) หน่วยลงทุนของกองทุนรวม (Unit Trust)

หน่วยลงทุนเป็นตราสารทางการเงินที่ออกโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม เพื่อระดมเงินทุนและนำไปซื้อหลักทรัพย์ต่างๆ ตามนโยบายที่กำหนด เช่น ซื้อหุ้นสามัญ หุ้นกู้ พันธบัตรและตราสารในตลาดเงิน โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลที่เรียกว่า ส่วนแบ่งกำไร และกำไรหรือขาดทุนจากการขายหน่วยลงทุน ส่วนบริษัทจัดการลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปค่าธรรมเนียมจากการจัดการ

## 6) ตราสารอนุพันธ์ (Derivative Securities)

ตราสารอนุพันธ์เป็นตราสารทางการเงินที่ระบุข้อตกลงหรือสัญญาที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือครองในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ตามที่ระบุไว้ สัญญา มูลค่าของตราสารประเภทนี้ขึ้นอยู่กับมูลค่าของหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานที่อ้างอิง (Underlying Assets) เช่น ราคาหุ้นสามัญ ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีราคาหุ้น เป็นต้น ตราสารอนุพันธ์หลักๆ ได้แก่ สัญญาสิทธิเอง สัญญาซื้อขายล่วงหน้า นอกจากนี้ ยังมีตราสารอนุพันธ์ที่เชื่อมโยงกับหลักทรัพย์ประเภททุน ได้แก่ สัญญาสิทธิในการจองซื้อหุ้นระยะยาวหรือออร์เรนท และหลักทรัพย์แปลงสภาพได้ ซึ่งอาจจัดกลุ่มตราสารทางการเงินเหล่านี้เป็น Equity-Linked Derivatives รายละเอียดสัญญาต่างๆ มีดังนี้

### (1) สัญญาสิทธิ (Option)

สัญญาสิทธิ เป็นตราสารทางการเงินที่ระบุสิทธิของผู้ถือในการซื้อ (Call) หรือสิทธิในการขายทรัพย์สิน (Put) ที่ระบุไว้จำนวนหนึ่ง ในราคาที่ระบุไว้ก่อนหรือในวันที่ได้ระบุไว้หรือในวันสิ้นสุดสิทธิ (Expire) ทรัพย์สินที่ระบุไว้เบื้องหลังสัญญาสิทธิอาจเป็นหุ้น เงินตรา

ต่างประเทศ อัตราดอกเบี้ย และดัชนีราคาหุ้น ออปชั่นเป็นสัญญาระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายออปชั่น เพื่อให้สิทธิที่จะซื้อขายหลักทรัพย์ตามที่ระบุ แต่ไม่เป็นพันธะผูกพันโดยหลักทรัพย์นั้นเป็นหลักทรัพย์ที่ซื้อขายหมุนเวียนอยู่ในตลาด

(2) สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Forward/Futures)

สัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือสัญญา Forward เป็นข้อตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย ในการส่งมอบหรือรับมอบทรัพย์สินอ้างอิงที่ระบุไว้ ณ วันสิ้นสุดสัญญาที่กำหนดไว้ โดยสัญญา ล่วงหน้านี้นหากทำเป็นสัญญาตามมาตรฐาน ที่มีข้อกำหนดที่แน่นอนเกี่ยวกับขนาดและคุณภาพของ ทรัพย์สินที่ส่งมอบ วัน เวลา และสถานที่ส่งมอบ เรียกว่า สัญญา Futures อันทำให้สามารถซื้อขาย สัญญาในตลาดกลางได้ โดยมีสำนักหักบัญชี (Clearing House) เข้ามาอำนวยความสะดวกในการ ชำระเงินและส่งมอบหลักทรัพย์ ส่วนสัญญา Forward นั้น เป็นข้อตกลงเฉพาะรายระหว่างผู้ซื้อ กับ ผู้ขาย การซื้อขายในตลาดรองต้องติดต่อกันโดยตรง จึงทำให้แทบไม่มีการเปลี่ยนมือกันในตลาด รอง

ทรัพย์สินอ้างอิงที่ระบุในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอาจจำแนกได้เป็น 2 ประเภท คือสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity) และตราสารทางการเงิน (Financial Claims) สัญญาซื้อขายสินค้า โภคภัณฑ์ล่วงหน้า (Commodities Futures) มีสินค้าในสัญญาเป็นประเภทข้าว ข้าวโพด ถั่วเหลือง โลหะต่างๆ น้ำมัน เป็นต้น ส่วนสัญญาซื้อขายตราสารทางการเงินล่วงหน้า นั้นมีเครื่องมือทาง การเงินต่างๆ อยู่เบื้องหลังสัญญา เช่น สัญญาซื้อขายอัตราดอกเบี้ยล่วงหน้า สัญญาซื้อขายดัชนีราคา หุ้นล่วงหน้า สัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เมื่อครบกำหนดตามสัญญา ผู้ถือตราสาร ต้องซื้อหรือขายสินค้าตามที่ระบุไว้ในสัญญาหรือใช้วิธีล้างสถานะด้วยเงินสด (Cash Settlement) แทนการส่งมอบตัวสินค้าจริงๆ ในประเทศไทย ได้มีการจัดตั้งตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าใน พ.ศ. 2547 เพื่อเป็นตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า โดยตลาดซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้าจะมี ลักษณะคล้ายตลาดหลักทรัพย์ โดยมีคณะกรรมการกำกับซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า (กสล.) กำหนดนโยบายและกำกับดูแลตรวจสอบการปฏิบัติงาน

(3) ใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหลักทรัพย์ (Warrant)

ใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหลักทรัพย์หรือวอร์เรนท ตามความหมายโดยทั่วไป หมายถึง ตราสารซึ่งบริษัทผู้ออกให้สิทธิแก่ผู้ถือครองในการซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท เช่น หุ้น สามัญของบริษัท ในราคาที่กำหนดและในช่วงเวลาที่กำหนด ตราสารวอร์เรนทมีหลายประเภท ในกรณีที่เป็นวอร์เรนทของหุ้น อายุการใช้สิทธิของวอร์เรนทอาจจะยาวประมาณ 3 ถึง 5 ปี ใน กรณีนี้เมื่อผู้ถือครองวอร์เรนทมีการใช้สิทธิซื้อหลักทรัพย์ เช่น หุ้นสามัญ ของบริษัทผู้ออกพร้อม กันเป็นจำนวนมาก หุ้นสามัญของบริษัทนั้นจะเพิ่มขึ้นทำให้มูลค่าหุ้นตามบัญชีและกำไรต่อหุ้น

ลดลง ในกรณีวอร์แรนท์ประเภท Covered Warrant นั้นเป็นวอร์แรนท์ที่ให้สิทธิซื้อหุ้นที่ออก  
 หมุนเวียนในตลาดอยู่แล้ว โดยผู้ออกวอร์แรนท์อาจถือหุ้นตามสิทธิอยู่เต็มจำนวนหรือบางส่วน  
 สำหรับชอร์ตเทอมวอร์แรนท์ (Short-Term Warrant) นั้น เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่บริษัทจ  
 ดทะเบียนออกให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม เพื่อจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนตามอัตรา ราคาและ  
 ระยะเวลาที่กำหนด และสามารถที่จะยื่นขอให้ตลาดหลักทรัพย์รับชอร์ตเทอมวอร์แรนท์เป็น  
 หลักทรัพย์จดทะเบียนได้ จึงสามารถโอนซื้อขายเปลี่ยนมือกันได้ อายุของชอร์ตเทอมวอร์แรนท์ไม่  
 น้อยกว่า 1 เดือน แต่ไม่เกิน 2 เดือน ชอร์ตเทอมวอร์แรนท์จะช่วยอำนวยความสะดวกแก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่  
 หากไม่ต้องการใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน หรือกรณีผู้ลงทุนต่างชาติที่มีข้อจำกัดในการลงทุนซื้อหุ้นไทย  
 ก็สามารถนำชอร์ตเทอมวอร์แรนท์ออกจำหน่ายในตลาดหลักทรัพย์ได้ เป็นการส่งเสริมสภาพคล่อง  
 ในตลาดและส่งเสริมการออมในระยะยาว

ตราสารวอร์แรนท์อาจจำแนกได้ 2 ประเภทตามเงื่อนไขด้านเวลาที่ผู้ถือสามารถ  
 ใช้สิทธิซื้อหลักทรัพย์ได้ คือ อเมริกันวอร์แรนท์ (American Warrant) และยุโรปวอร์แรนท์  
 (European Warrant) โดยอเมริกันวอร์แรนท์ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการที่จะใช้สิทธิได้ทุกขณะภายใน  
 ช่วงเวลาที่กำหนด ในขณะที่ยุโรปวอร์แรนท์นั้น ผู้ถือต้องใช้สิทธิ ณ วันสิ้นสุดอายุของวอร์  
 แรนท์เท่านั้น อย่างไรก็ตาม หากจำแนกวอร์แรนท์ตามลักษณะการออก (Issue) ก็อาจจำแนกได้เป็น  
 2 ประเภทคือ วอร์แรนท์ที่บริษัทออกมาโดยไม่ผูกติดกับหลักทรัพย์อื่นของบริษัท กับวอร์แรนท์ที่  
 ออกมาโดยผูกติดกับหลักทรัพย์อื่น เช่น พันธบัตรและหุ้นกู้ หรือออกมาติดกับตราสารทุน ได้แก่  
 หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ โดยหลังการออกจำหน่ายในตลาดแรกแล้ว วอร์แรนท์ที่ควบติดกับ  
 หลักทรัพย์อื่นนี้อาจสามารถแยกจากหลักทรัพย์ที่ควบเพื่อจำหน่ายต่างหากได้

เนื่องจาก หลักทรัพย์ในตลาดการเงินมีหลายประเภทแตกต่างกัน ผลตอบแทน  
 และความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนย่อมแตกต่างกันไปตามประเภทของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม  
 นอกเหนือจากปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงแล้ว ในการพิจารณาหลักทรัพย์เพื่อ  
 การลงทุนผู้ลงทุนควรเลือกหลักทรัพย์ที่มีอายุการไถ่ถอนสอดคล้องกับระยะเวลาที่ประสงค์จะ  
 ลงทุน ในกรณีที่เป็นการลงทุนระยะสั้นเพื่อปรับสภาพคล่อง ผู้ลงทุนควรพิจารณาสภาพคล่องและ  
 ความคล่องตัวในการขายหรือไถ่ถอนหลักทรัพย์ก่อนครบกำหนดชำระด้วย นอกจากนี้ ผู้ลงทุน  
 ควรทราบขนาดของวงเงินเพื่อการลงทุนแต่ละประเภท หลักทรัพย์บางประเภทมีการจำกัดจำนวน  
 วงเงินขั้นต่ำ เช่น การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลบางรุ่นกำหนดวงเงินขั้นต่ำไว้ 10,000 บาทต่อหนึ่ง  
 หน่วยการซื้อ หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ก็มีการกำหนดจำนวนหน่วยการซื้อขั้นต่ำเช่นต้องมี  
 การซื้อขั้นต่ำสุด 100 หน่วย การซื้อตั๋วสัญญาใช้เงิน หรือการฝากประจำกับสถาบันการเงินก็มี  
 การกำหนดวงเงินขั้นต่ำเช่นกัน

ดังนั้น ผู้ลงทุนไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนรายย่อยหรือผู้ลงทุนสถาบันต่างสามารถเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ให้สอดคล้องกับลักษณะของเงินลงทุนว่าเป็นเงินทุนระยะสั้นหรือระยะยาว ระยะเวลาที่ต้องการลงทุน อัตราผลตอบแทนเป้าหมาย และระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ หากต้องการลงทุนในตราสารเปลี่ยนมือได้ระยะสั้นนักลงทุนก็สามารถลงทุนได้ในตลาดเงิน หากต้องการลงทุนระยะยาวสามารถลงทุนได้ในตลาดทุน ซึ่งมีทั้งตราสารประเภทหนี้และตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญซึ่งแสดงความเป็นเจ้าของกิจการ รวมทั้งตราสารให้สิทธิและสัญญาซื้อขายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม หากผู้ลงทุนต้องการลงทุนโดยผ่านบริษัทจัดการกองทุนรวมก็สามารถทำได้โดยการลงทุนในหน่วยลงทุน ซึ่งบริษัทจัดการกองทุนรวมจะระดมเงินจากประชาชน เพื่อนำเงินที่ระดมได้ไปลงทุน ทำให้การลงทุนนั้นกระจายออกไปยังหลักทรัพย์ต่างๆ ได้กว้างขวาง

### 2.1.3 คุณลักษณะของตราสารทางการเงิน

ตราสารทางการเงินมีคุณลักษณะที่แตกต่างกันซึ่งสามารถอธิบายโดยแบ่งตามตราสารทางการเงินที่สำคัญ ได้แก่ ตราสารหนี้ ตราสารทุน และตราสารอนุพันธ์ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

#### 1) คุณลักษณะของตราสารหนี้

ตราสารหนี้ หรือ ตราสารแห่งหนี้ (Bond) คือ ตราสารทางการเงินที่ผู้ออกตราสาร ซึ่งเรียกว่า ผู้กู้ หรือ ลูกหนี้ มีข้อผูกพันทางกฎหมายว่าจะจ่ายผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยเป็นงวด ๆ และเงินต้น หรือ ผลประโยชน์อื่นๆ ตามกำหนดในตราสารให้แก่ผู้ซื้อ ซึ่งเรียกว่า เจ้าหนี้ หรือ ผู้ให้กู้ เมื่อครบกำหนดที่ตกลงกันไว้ โดยทั่วไปตราสารหนี้ในตลาดทุนมักจะหมายถึง ตราสารหนี้ที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป (กาญจน์ กังวานพรศิริ, 2554)

ตราสารหนี้ แบ่งออกเป็น ตัวเงินคลัง พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ และตั๋วสัญญาใช้เงิน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

(1) **ตัวเงินคลัง (Treasury Bill)** คือ หลักทรัพย์ที่รัฐบาลโดยกระทรวงการคลังเป็นผู้ออกเพื่อกู้ยืมเงินระยะ สั้นจากประชาชน ปกติจะมีอายุไม่เกิน 1 ปี ตัวเงินคลังไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยเป็นผลตอบแทน แต่ผลตอบแทน จะอยู่ในรูปของส่วนลด ซึ่งรัฐบาลกำหนดจะชำระคืนตามราคาที่ตราไว้เมื่อตัวเงินคลังครบกำหนดได้ถอนคืน ตัวเงินคลังจะทำการซื้อขายที่ราคาคิดลด ซึ่งหมายถึง เงินลงทุนครั้งแรกจะน้อยกว่าราคาหน้าตัวและเมื่อครบกำหนดได้ถอนจะได้รับเงินเต็มจำนวนตามที่ตราไว้หน้าตัว

(2) **พันธบัตรรัฐบาล (Bond)** คือ ตราสารทางการเงินรูปแบบหนึ่ง ที่ออกโดยหน่วยงานของรัฐบาล จุดประสงค์ในการออกพันธบัตรก็เพื่อระดมเงินทุนจากนักลงทุนสถาบัน และประชาชนทั่วไป โดยถือว่าผู้ออกพันธบัตรนั้นมีฐานะเป็นลูกหนี้ที่จะต้องมีการะในการจ่ายเงิน

หนี้ให้กับผู้ถือพันธบัตรซึ่งมีฐานะเป็นเจ้าของผู้ออกพันธบัตรต่อไปในอนาคต โดยที่จำนวนเงินที่ต้องจ่ายคืน ระยะเวลา และ อัตราผลตอบแทน ขึ้นกับสัญญาที่ได้กำหนดเอาไว้

(3) **หุ้นกู้ (Corporate Bond หรือ Debenture)** คือ ตราสารหนี้ระยะยาว ที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียน หรือ บริษัท มหาชน จำกัด ตามกฎหมายไม่ได้กำหนดอายุของหุ้นกู้ไว้ แต่โดยทั่วไป บริษัทผู้ออก มักจะกำหนดอายุของหุ้นกู้ประมาณ 2 - 20 ปี

ในปัจจุบัน บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ ได้ออกหุ้นกู้หลายรูปแบบ ทั้งนี้เพื่อเป็นการดึงดูดนักลงทุนให้สนใจหุ้นกู้ของบริษัท และเพื่อให้บริษัทสามารถออกหุ้นกู้ได้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ ตัวอย่างของหุ้นกู้ที่มีออกจำหน่ายในปัจจุบัน เช่น

ก. **หุ้นกู้ด้อยสิทธิ (มักออกโดยธนาคาร เพราะตามกฎหมายธนาคาร ต้องให้ความสำคัญในการชำระหนี้กับผู้ฝากเงินก่อน หุ้นกู้ที่ออกมาจึงต้องเป็นหุ้นกู้ด้อยสิทธิ)**

ข. **หุ้นกู้แปลงสภาพ**

ค. **หุ้นกู้ชนิดมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน**

ง. **หุ้นกู้ชนิดทยอยจ่ายคืนเงินต้น**

จ. **หุ้นกู้ชนิดที่ให้สิทธิในการไถ่ถอนคืนก่อนกำหนด (Call Able or Put Able)**

(4) **ตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note)** คือ หนังสือตราสารซึ่งบุคคลคนหนึ่ง เรียกว่า "ผู้ออกตั๋ว" (Maker) ให้คำมั่นสัญญาว่าจะใช้เงินจำนวนหนึ่งให้แก่บุคคลอีกคนหนึ่ง หรือใช้ให้ตามคำสั่งของบุคคลอีกคนหนึ่ง เรียกว่า "ผู้รับเงิน" (Payee)

องค์ประกอบของตราสารหนี้

ตราสารหนี้มีองค์ประกอบที่สำคัญ ดังนี้

(1) **มูลค่าที่ตราไว้ (Par Value)** หมายถึง มูลค่าเงินต้นที่ระบุไว้ในตราสารหนี้แต่ละหน่วยที่ผู้กู้ จะต้องชำระคืนให้กับผู้ถือตราสารหนี้ นั้น เมื่อครบกำหนดชำระ มูลค่าดังกล่าว อาจลดลงเมื่อมีการทยอยจ่ายคืนเงินต้น

(2) **อัตราดอกเบี้ยหน้าตัว (Coupon Rate)** คือ อัตราดอกเบี้ยที่ผู้ออกมีภาระจะต้องจ่ายให้กับผู้ถือตราสารหนี้ นั้นๆ ตามงวดการจ่ายดอกเบี้ยที่กำหนดตลอดอายุของตราสารหนี้ นั้น

(3) **งวดการจ่ายดอกเบี้ย (Coupon Frequency)** คือ จำนวนครั้งของการจ่ายดอกเบี้ยต่อปี ซึ่งขึ้นอยู่กับข้อกำหนดของผู้ออกตราสารหนี้ แต่โดยส่วนใหญ่ มักจะกำหนดให้มีการจ่ายดอกเบี้ยทุกครึ่งปี

(4) วันครบกำหนดไถ่ถอน (*Maturity Date*) หมายถึง วันหมดอายุของตราสารหนี้ ที่ผู้ออกจะต้องจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยงวดสุดท้าย (ถ้ามี) ให้แก่ผู้ถือ

(5) ชื่อผู้ออก (*Issuer Name*)

(6) ข้อสัญญา และประเภทของตราสารหนี้ (*Covenants*) หมายถึง เงื่อนไขสิทธิแฝง และข้อมูลที่ระบุ ซึ่งผู้ถือจะต้องปฏิบัติ หรือควรงเว้นการปฏิบัติตลอดอายุของตราสารหนี้ นั้น เช่น การดำรงสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่เกินอัตราที่กำหนด การให้สิทธิในการไถ่ถอนตราสารหนี้ก่อนกำหนดตามที่ระบุไว้ เป็นต้น

ดัชนีตราสารหนี้ (*Bond Index*) เป็นเครื่องมือที่ผู้ลงทุนใช้ติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดโดยรวม หรือของกลุ่มตราสารหนี้ที่สอดคล้องกับการลงทุน เช่น ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีหุ้นกู้ที่อยู่ในระดับนำลงทุน (*Investment Grade*) ดัชนีตราสารหนี้สามารถแบ่งได้เป็นหลายประเภทขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ที่ต้องการจะวัด เช่น ดัชนี *Clean Price Index* เป็นการวัดความเคลื่อนไหวของราคาตราสารหนี้ที่ไม่รวมดอกเบี้ยค้างรับ เป็นต้น

#### ประโยชน์ของดัชนีตราสารหนี้

ดัชนีตราสารหนี้เป็นเครื่องมือเพื่อให้ผู้บริหารกองทุนใช้เป็นมาตรฐานในการเปรียบเทียบ และวัดความสามารถในผลการดำเนินงานของตนเทียบกับผลตอบแทนของตลาดโดยรวม ในขณะที่เดียวกันนักลงทุนรายย่อยสามารถใช้เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของแต่ละกองทุน เพื่อประโยชน์ในการเป็นข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน และสำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องทั่วไป ดัชนี เป็นเครื่องมือที่ช่วยติดตามความเคลื่อนไหวของตลาด และยังใช้ในการวางกลยุทธ์ในการบริหารการลงทุนที่เหมาะสมได้ด้วย

#### ประเภทของดัชนีตราสารหนี้

ดัชนีตราสารหนี้มีหลายประเภทขึ้นอยู่กับลักษณะและวัตถุประสงค์ที่จะนำไปใช้ โดยดัชนีที่ ThaiBMA จัดทำขึ้นแบ่งได้เป็นประเภทหลักๆ ดังนี้

##### (1) แบ่งตามประเภทตราสารหนี้

การแบ่งด้วยวิธีการนี้เป็นการแบ่งตามความต้องการใช้งานตามประเภทของตราสารหนี้ เช่น ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (*Government Bond Index*) ดัชนีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (*SOE Bond Index*) ดัชนีหุ้นกู้ระดับนำลงทุน (*Investment Grade Corporate Bond Index*) เป็นต้น

##### (2) แบ่งตามวิธีคำนวณ ได้แก่

ก. *Clean Price Bond Index* เป็นดัชนีที่คำนวณจากราคาตราสารหนี้ที่ไม่รวมดอกเบี้ยค้างรับ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของค่าดัชนีประเภทนี้จะมาจากการเปลี่ยนแปลงของราคาและอายุคงเหลือของตราสารหนี้เท่านั้น

ข. *Gross Price Bond Index* เป็นดัชนีที่คำนวณจากราคาตราสารหนี้ที่รวมดอกเบี้ยค้างรับ ซึ่งจะสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงขององค์ประกอบ 3 ส่วน คือ ราคา อายุคงเหลือ และดอกเบี้ยค้างรับ

ค. *Total Return Bond Index* เป็นดัชนีที่นอกจากจะรวมผลตอบแทนดอกเบี้ยค้างรับในการคำนวณแล้ว ยังได้รวมเอาดอกเบี้ยจากการลงทุน (Coupon Interest) มารวมเป็นส่วนหนึ่งในการคำนวณด้วย ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงผลตอบแทนโดยรวมของการลงทุนในตราสารหนี้

การจัดทำดัชนีตราสารหนี้โดย ThaiBMA แยกเป็น 2 ประเภทใหญ่ คือ ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล และดัชนีหุ้นกู้เอกชน

(1) *ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (ThaiBMA Government Bond indices)*

ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล เป็นดัชนีวัดความเคลื่อนไหวของพันธบัตรรัฐบาลประเภท Loan Bond (หรือที่ขึ้นต้นตามสัญลักษณ์ ThaiBMA ด้วยอักษร LB) โดยจะประกอบด้วยข้อมูลย่อย เช่น Average Yield, Average Duration และ Average Convexity ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของ Yield, Duration และ Convexity ของกลุ่มพันธบัตรที่ใช้ในการคำนวณดัชนีถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าคงค้างของพันธบัตรรัฐบาลแต่ละรุ่น

นอกจากกลุ่มดัชนีพันธบัตรรัฐบาลรวมที่ประกอบด้วยพันธบัตรรัฐบาลทุกรุ่นแล้ว ThaiBMA ยังได้จัดทำดัชนีพันธบัตรรัฐบาลแยกเป็นกลุ่มย่อย ๆ อีก 5 กลุ่ม โดยแบ่งตามอายุคงเหลือ ได้แก่ (1) กลุ่มอายุคงเหลือระหว่าง 1 ถึง 3 ปี (2) 3 ถึง 7 ปี (3) 7 ถึง 10 ปี (4) มากกว่า 10 ปี และ (5) น้อยกว่า 10 ปี

การลงทุนในตราสารหนี้ส่วนใหญ่ มักจะมีการแบ่งการลงทุนตามช่วงอายุต่าง ๆ ของตราสารหนี้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน และผลกระทบต่อค่าเปลี่ยนแปลงราคาของตราสารหนี้ที่มีอายุสั้นและยาวจะไม่เท่ากัน การจัดทำดัชนีตราสารหนี้แยกเป็นกลุ่มย่อย ๆ จะช่วยให้มีเครื่องมือวัดความเคลื่อนไหวที่ละเอียดขึ้นตลอดจนใช้เปรียบเทียบกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกันได้

(2) *ดัชนีหุ้นกู้เอกชน* คือ ดัชนีหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับนำลงทุน (Investment Grade Corporate Bond index)

ดัชนีหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับนำลงทุน แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มย่อยด้วยกันคือ หุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ BBB ขึ้นไป และ BBB+ ขึ้นไป โดยหุ้นกู้นี้ดังกล่าวจะเป็นแบบจ่ายดอกเบี้ยแบบคงที่ การจัดทำดัชนีหุ้นกู้แตกต่างหากจากดัชนีพันธบัตรรัฐบาลก็เพื่อให้สามารถวัดความเคลื่อนไหวของการลงทุนในหุ้นกู้เอกชน ซึ่งเป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของพอร์ตการลงทุนหรือของกองทุนต่าง ๆ ได้อย่างละเอียดยิ่งขึ้น เนื่องจากการ

เคลื่อนไหวของราคาของหุ้นกู้มีลักษณะเฉพาะและอาจแตกต่างจากความเคลื่อนไหวของพันธบัตรรัฐบาล ThaiBMA ได้เริ่มจัดทำดัชนีหุ้นกู้ตั้งแต่วันที่ 2 กรกฎาคม 2544 เป็นต้นมา

นอกจากนี้ ยังสามารถพิจารณาดัชนีที่มีความสำคัญในรายละเอียดได้อีก ซึ่ง ได้แก่

(1) ดัชนี Zero Rate Return (ZRR Index)

ดัชนี Zero Rate Return เป็นดัชนีวัดการลงทุนในตราสารหนี้อายุคงที่ที่ปราศจากความเสี่ยง เช่น ZRR 1 Year Index เป็นดัชนีวัดการลงทุนในตราสารหนี้ที่ไร้ความเสี่ยงที่มีอายุคงที่ที่ 1 ปี โดยวันฐานของดัชนีจะเริ่มต้นที่ 100 ในวันที่ 2 มกราคม 2545 ดัชนีนี้จะมีประโยชน์สำหรับใช้เป็นดัชนีเปรียบเทียบพอร์ตการลงทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้โดยกำหนดอายุเฉลี่ยของพอร์ตลงทุนที่คงที่

(2) ดัชนีตั๋วเงินคลัง (T-Bill Index)

ดัชนีตั๋วเงินคลัง เป็นดัชนีวัดการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นที่ปราศจากความเสี่ยง คือ ตั๋วเงินคลัง โดยการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คำนวณจากค่าดัชนีตั๋วเงินคลังกับผลตอบแทนจากการลงทุนในพอร์ตของนักลงทุน หลักการสร้างดัชนีตั๋วเงินคลังของ ThaiBMA จะเปรียบเสมือนกับการลงทุนในตั๋วเงินคลังทุกรุ่นที่มีอยู่ในตลาด โดยสัดส่วนของการลงทุนในตั๋วเงินคลังแต่ละรุ่นจะคำนวณได้จากมูลค่าค้าง (Outstanding Value) ของตั๋วเงินคลัง

(3) ดัชนีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (State Owned Enterprise Index)

ดัชนีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ เป็นดัชนีวัดการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ วันฐานของดัชนีพันธบัตรรัฐวิสาหกิจนี้เริ่มต้นที่ 100 ในวันที่ 1 สิงหาคม 2549 โดยพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่นำมาคำนวณหาดัชนี จะรวมพันธบัตรรัฐวิสาหกิจทั้งที่ค้าประกันโดยกระทรวงการคลัง และไม่ค้าประกัน ทั้งนี้ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่นำมาคำนวณดัชนีนั้น จะมีเกณฑ์คัดเลือก และสูตรการคำนวณดัชนีเช่นเดียวกับดัชนีพันธบัตรรัฐบาล อาทิ ณ วันคำนวณหาดัชนี ตราสารที่นำมาคำนวณต้องมีอายุคงเหลือ (TTM) มากกว่า 14 วัน ต้องเป็นประเภทจ่ายดอกเบี้ยคงที่ (Fixed Coupon) เป็นต้น

(4) ดัชนีตราสารหนี้ไทย (Composite Index)

ดัชนีตราสารหนี้ไทย เป็นดัชนีวัดการลงทุนตราสารหนี้ทุกประเภทในตลาดตราสารหนี้ไทย การจัดทำดัชนีตราสารหนี้ประเภทนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดความเคลื่อนไหวของการลงทุนในตราสารหนี้ทั้งตลาด วันฐานของดัชนีตราสารหนี้ไทยนี้เริ่มต้นที่ 100 ในวันที่ 1 กันยายน 2549 โดยดัชนีตราสารหนี้ไทย จะคำนวณจาก ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีพันธบัตร

รัฐวิสาหกิจทั้งที่ค้าประกันโดยกระทรวงการคลังและไม่ค้าประกัน และดัชนีหุ้นกู้เอกชนที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับน่าลงทุน (Corporate Bond Index BBB Up)

ในการศึกษานี้เลือกดัชนีพันธบัตรรัฐบาล เพื่อเป็นตัวแทน (Proxy) ในการวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงในตลาดตราสารหนี้ เพราะเป็นตราสารหนี้ที่ปลอดภัยความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระดอกเบี้ยและเงินต้นที่แท้จริง อีกทั้ง ในปัจจุบันพันธบัตรรัฐบาลเป็นพันธบัตรที่มีสัดส่วนสูงสุดทั้งในแง่ของมูลค่าคงค้างและมูลค่าการซื้อขาย โดยมีมูลค่าการซื้อขายประมาณกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด (คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย, 2552)

## 2) คุณลักษณะของตราสารทุน

ตราสารทุน หรือ ตราสารแห่งทุน (Equity Instrument) เป็นตราสารทางการเงินที่แสดงถึงการจัดแหล่งเงินทุนจากการเป็นเจ้าของ ซึ่งจะมีความผูกพันในฐานะเจ้าของหุ้นส่วนกิจการ ตราสารทุน จึงเป็นตราสารที่กิจการออกให้แก่ผู้ถือ (Holder) เพื่อระดมเงินทุนไปใช้ในกิจการ โดยผู้ถือตราสารทุนจะมีฐานะเป็น “เจ้าของกิจการ” รวมทั้งมีส่วนได้เสียหรือมีสิทธิในทรัพย์สินและรายได้ของกิจการ และมีโอกาสจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงินปันผล (Dividend) อย่างไม่จำกัด ไม่ได้มีข้อผูกพันว่ากิจการที่ออกตราสารทุนจะต้องจ่ายเงินปันผลเสมอไป ทั้งนี้ การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับผลกำไรและข้อตกลงของธุรกิจนั้นๆ (กาญจณี กังวานพรศิริ, 2554)

นักลงทุนสามารถซื้อขายตราสารทุนได้ในตลาดหลักทรัพย์ 2 แห่งคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand - SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment - mai) ทั้งนี้ จะขึ้นอยู่กับบริษัทจดทะเบียนว่าจะเลือกเข้ามาระดมทุนและจดทะเบียนซื้อขายในตลาดใด (รายละเอียดการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET)

คุณลักษณะของตราสารทุนนั้น สามารถพิจารณาแยกตามประเภท ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว ตราสารทุนที่พร้อมจะให้นักลงทุนเข้ามาซื้อขายประกอบไปด้วย ตราสารทุนประเภทต่างๆ ดังต่อไปนี้

(1) *หุ้นสามัญ (Common Stock)* เป็นตราสารประเภทหุ้นทุน ซึ่งออกโดยบริษัทมหาชนจำกัดที่ต้องการระดมเงินทุนจากประชาชน โดยผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิร่วมเป็นเจ้าของบริษัท มีสิทธิในการออกเสียงลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนของหุ้นที่ถือครองอยู่

(2) *หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock)* เป็นตราสารประเภทหุ้นทุนที่ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการเช่นเดียวกับหุ้นสามัญ มีข้อแตกต่างจากหุ้นสามัญคือ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับสิทธิในการชำระคืนเงินทุนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญในกรณีที่บริษัทเลิกกิจการ

(3) ใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือวอแรนท์ (Warrant) เป็นตราสารที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหลักทรัพย์ที่ใบสำคัญแสดงสิทธินั้นอ้างอิงอยู่ (Underlying Asset) ตามราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) จำนวนที่ให้ใช้สิทธิ (นิยมใช้เป็นอัตราส่วน) และภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า

(4) หน่วยลงทุน (Unit Trust) หลักทรัพย์ที่ออกขายโดยบริษัทจัดการลงทุนเพื่อระดมเงินเข้ากองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้น แล้วจัดสรรเงินในกองทุนนั้นลงทุนในตลาดการเงินตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวน ผู้ถือหน่วยลงทุนมีฐานะร่วมเป็นเจ้าของกองทุนนั้น ๆ และมีสิทธิได้รับเงินปันผลตอบแทนจากผลกำไรที่เกิดขึ้น

(5) ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย หรือเอ็นวีดีอาร์ (Non - Voting Depository Receipt: NVDR) เป็นตราสารที่ออกโดยบริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด มีสถานะเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนโดยอัตโนมัติ (Automatic List) และมีหลักทรัพย์อ้างอิง (Underlying Asset) เป็นหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ทั้งหมดจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

(6) ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (Depository Receipt: DR) เป็นตราสารที่ออกและเสนอขายโดยบริษัท สยามดีอาร์ จำกัด เป็นหลักทรัพย์ที่ให้สิทธิอ้างอิงอาจเป็นได้ทั้งหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ ผู้ลงทุนที่ถือ DR จะได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ เช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนทุกประการ

### 3) คุณลักษณะของตราสารอนุพันธ์

ตราสารอนุพันธ์ หรือสัญญาอนุพันธ์ (Derivative) เป็นตราสารทางการเงินประเภทหนึ่ง ที่มูลค่าของตราสารจะขึ้นอยู่กับกระแสเงินของสินทรัพย์อ้างอิง ไม่ได้มีค่าจากกระแสเงินของตัวเองโดยตรง ตัวอย่างของตราสารอนุพันธ์ ได้แก่ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าแบบมาตรฐาน (Futures) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าแบบไม่มาตรฐาน (Forward) ตราสารแลกเปลี่ยน (Swap) ตราสารสิทธิ (Option) เป็นต้น และมีสินทรัพย์ที่สามารถอ้างอิงได้คือ เงินตราต่างประเทศ ตราสารหนี้ ตราสารทุน สินค้าโภคภัณฑ์ เช่น โลหะมีค่า สินค้าเกษตร น้ำมัน หรือสินค้าอื่นใดที่มีดัชนีแน่นอนรองรับการออกตราสารอนุพันธ์ได้ (กาญจณี กังวานพรศิริ, 2554)

ตราสารอนุพันธ์เริ่มเข้ามามีบทบาทในภาคธุรกิจของประเทศไทยมากขึ้น และมีแนวโน้มที่จะมีตราสารอนุพันธ์ชนิดใหม่ ๆ เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตราสารอนุพันธ์ที่ประเทศไทยมีมาก่อนข้างยาวนานกว่าตราสารอนุพันธ์ชนิดอื่น ๆ ก็ คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currencies Exchange Forward Contract) ซึ่งมักจะนิยมใช้สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นผู้ส่งออก หรือผู้นำเข้าสินค้า สัญญาดังกล่าวจะเป็นการ

ทำสัญญาระหว่าง ธนาคารพาณิชย์ที่มีการรับบริการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ กับผู้นำเข้าหรือผู้ส่งออกซึ่งจะมีรายได้หรือรายจ่ายเป็นเงินตราต่างประเทศ ดังนั้นการทำสัญญาดังกล่าว จะทำให้ผู้ที่จะมีรายได้หรือรายจ่าย ที่เป็นเงินตราต่างประเทศได้ทราบว่าจะอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นในอนาคตจะเป็นอย่างไร การทำสัญญาดังกล่าวจะทำให้ทั้งผู้ส่งออกและผู้นำเข้าสามารถประเมินถึงรายได้และรายจ่ายที่เป็นจำนวนเงินสกุลบาทได้ชัดเจนยิ่งขึ้น จะทำให้ความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนลดลง

ตราสารอนุพันธ์ประเภทอื่น ๆ ที่มีในประเทศไทยในขณะนี้อีกประเภทหนึ่ง ก็คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Contract) สินค้าเกษตร ในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) เป็นสัญญาที่ตกลงซื้อขายสินค้าเกษตร เช่น มันสำปะหลังเส้น แป้งมันสำปะหลังชั้นพิเศษ ข้าวขาว 5% ยางแผ่นรมควันชั้น 3 ยางแท่ง STR20 และน้ำยางข้น ซึ่งการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสินค้าเกษตรนี้จะช่วยให้ทั้งผู้ผลิตและผู้ซื้อสินค้าเกษตรดังกล่าวเป็นวัตถุดิบในการผลิตสินค้าอื่น ๆ สามารถกำหนดราคาซื้อขายล่วงหน้าได้ การทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเป็นการประกันว่าสินค้าเกษตรดังกล่าวเมื่อผลิตออกมาแล้ว ผู้ขายสินค้าเกษตรจะสามารถขายได้ราคาตามที่ต้องการ และจะผลิตสินค้าออกมาตามความต้องการใช้ของตลาด ไม่มีสินค้าล้นตลาด ส่วนด้านของผู้ซื้อก็สามารถมั่นใจได้ว่าราคาวัตถุดิบที่ต้องการซื้อนั้น จะเป็นไปตามที่ตกลงกันไว้ ไม่เกิดความผันผวนของราคาสินค้าเกษตร

ตราสารอนุพันธ์อีกประเภทที่ได้รับความนิยม คือ สัญญาซื้อขายทองคำล่วงหน้า หรือ โกลด์ฟิวเจอร์ส (Gold Futures) เป็นตราสารอนุพันธ์ ที่สามารถใช้เก็งกำไรจากการผันผวนของราคาทองคำ ทั้งในภาวะขาขึ้นและภาวะขาลงของราคาทองคำ คุณลักษณะเด่นของตราสารอนุพันธ์ชนิดนี้คือ เป็นตราสารที่สามารถซื้อก่อนขายหรือขายก่อนซื้อก็ได้ และที่สำคัญที่สุดของการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ประเภทนี้คือ ใช้เงินลงทุนน้อยประกอบกับราคาทองคำมีการเคลื่อนไหวทุกวัน จะทำให้โอกาสในการรับผลตอบแทนนั้นมีความเป็นไปได้ค่อนข้างสูง โดยในการซื้อขายจะไม่มีภาระส่งมอบทองคำกันจริง ๆ ระหว่างคู่สัญญาทั้งสองฝ่าย แต่ใช้วิธีชำระราคาเป็นเงินสด (Cash Settlement) ซึ่งกำไรหรือขาดทุนที่เกิดขึ้นนั้น จะเท่ากับส่วนต่างระหว่างราคาขายและราคาที่ซื้อเอาไว้

ตราสารอนุพันธ์อีกประเภทที่ได้รับความนิยมควบคู่กับการลงทุนในตลาดทุน คือ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าดัชนีหลักทรัพย์ SET 50 (SET50 Index Futures) ซึ่งดำเนินการซื้อขายที่ตลาดอนุพันธ์ ซึ่งบริหารจัดการโดย บริษัท ตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทย่อยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (TFEX) เป็นตลาดที่ทำหน้าที่ซื้อขายล่วงหน้าดัชนี

หลักทรัพย์ SET 50 ของประเทศไทย เป็นการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเข้ามาในการป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่นักลงทุนจะสามารถเลือกลงทุนตามปกติในตลาดหลักทรัพย์ และเลือกลงทุนใน SET 50 Index Futures เพิ่มเติม เพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดการขาดทุนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ถ้าราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ไม่ต้องการให้เป็น เช่น หากนักลงทุนเลือกลงทุนอยู่ในหลักทรัพย์หลายชนิด แต่กลัวว่าราคาของหลักทรัพย์เหล่านั้น จะมีราคาที่ลดลงทำให้เกิดการขาดทุนจากการลงทุน นักลงทุนดังกล่าวก็สามารถที่จะเข้ามาลงทุนใน SET 50 Index Futures ได้ เพื่อเป็นการป้องกันในกรณีที่ราคาหลักทรัพย์ลดลง ผู้ลงทุนก็จะขาดทุนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่จะได้กำไรจากการลงทุนใน SET 50 Index Futures มาทดแทน

ประโยชน์ของ SET 50 Index Futures มีดังนี้

(1) ประโยชน์ในการบริหารความเสี่ยง

ในกรณีที่ผู้ลงทุนมีพอร์ตหุ้นที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 โดยผู้ลงทุนคาดการณ์ว่าภาวะตลาดจะตกต่ำในช่วง 3 เดือนข้างหน้า ผู้ลงทุนก็อาจเข้าไป "ขาย" ฟิวเจอร์สของดัชนี SET50 ในตลาดอนุพันธ์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการขาดทุนเพราะราคาหุ้นในพอร์ตลดลง โดยไม่ต้องขายหุ้นในพอร์ตออกไป ดังนั้นในภาวะตลาดตกต่ำ ถึงแม้ว่ามูลค่าพอร์ตจะขาดทุนแต่ถ้าผู้ลงทุน "ขาย" ฟิวเจอร์สเอาไว้จะได้รับกำไรจากฟิวเจอร์สมาถ่วงกับการขาดทุนจากพอร์ตการลงทุน ทำให้ท้ายที่สุดแล้วผู้ลงทุนจะไม่ได้รับผลกระทบในตลาดขาลง หรือ ถ้าได้รับผลกระทบก็ได้รับไม่มาก

(2) ประโยชน์ในการทำกำไร

SET50 Index Futures มีจุดเด่นหลายข้อที่ทำให้ผู้ลงทุนทั่วโลกใช้เป็นเครื่องมือในการทำกำไรได้แก่

ก. ใช้เงินลงทุนน้อย เนื่องจาก การซื้อขาย SET50 Index Futures เปรียบเสมือนกับการที่ผู้ลงทุนสามารถมีสถานะภาพการลงทุน (Exposure) ในหุ้น 50 ตัวพร้อมกัน โดยไม่จำเป็นต้องเข้าไปซื้อขายหุ้นจริงทั้ง 50 ตัวซึ่งต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก และยังคงอำนวยความสะดวกในทางปฏิบัติอีกด้วย เช่น ถ้าเราซื้อ หุ้นราคา 500,000 บาท เราก็ต้องจ่ายเงินค่าหุ้นทั้งหมด 500,000 บาท ในขณะที่การลงทุนใน SET50 Index Futures นั้น เราจะจ่ายเพียงเงินประกันขั้นต้นเท่านั้น ซึ่งกำหนดไว้ไม่เกิน 10% ของมูลค่าสัญญา เช่น ถ้าฟิวเจอร์ส 1 สัญญา มีมูลค่า 500,000 บาท เราก็จ่ายเงินประกันขั้นต้น ไม่เกิน 50,000 บาท

ข. มีโอกาสได้อัตราผลตอบแทนสูง เนื่องจากการซื้อขายฟิวเจอร์สเปรียบเสมือนกับซื้อขายหุ้นทั้ง 50 ตัวในดัชนี SET50 โดยการใช้เงินลงทุนเพียงนิดเดียว ดังนั้น หาก

ดัชนี SET50 เพิ่มขึ้นหรือลดลงทำให้ผู้ลงทุนได้กำไร เมื่อนำเงินกำไรดังกล่าวมาคิดอัตราผลตอบแทน เราจะพบว่า การลงทุนในฟิวเจอร์สได้อัตราผลตอบแทนสูง เช่น จากตัวอย่างข้างต้น ถ้าผู้ลงทุนได้กำไร 5,000 บาท เมื่อนำมาคิดเป็นเปอร์เซ็นต์เทียบกับเงินลงทุน 50,000 บาท เทียบได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในฟิวเจอร์สสูงถึง 10% ในขณะที่ การซื้อขายหุ้นจริงจะให้อัตราผลตอบแทนเพียง 1% เท่านั้น ซึ่งคุณสมบัติดังกล่าวเป็นคุณสมบัติที่สำคัญของฟิวเจอร์สและอนุพันธ์อื่น ๆ ในเรื่องของ การมี Leverage สูง หรือ ใช้เงินลงทุนน้อยกว่าแต่ให้ผลตอบแทนที่เท่ากัน

ก. *ทำกำไรได้ทั้งในตลาดขาขึ้นและขาลง* เนื่องจากการซื้อขายฟิวเจอร์สเป็นเพียงการตกลงทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ซึ่งเป็นการตกลงกันในวันนี้ว่า จะซื้อหรือจะขาย ดังนั้น ถ้าเราคาดว่าตลาดอยู่ในขาลง เราก็สามารถที่จะขายฟิวเจอร์สเพื่อทำกำไรได้แม้ว่า เราจะยังไม่เคยซื้อฟิวเจอร์สมาก่อนเลย ดังนั้น SET50 Index Futures จึงช่วยเพิ่มความคล่องตัวให้กับผู้ลงทุน ทำให้สามารถลงทุนได้ตลอดเวลา

ง. *วิเคราะห์ง่ายไม่ยุ่งยาก* เนื่องจากการซื้อขาย SET50 Index Futures เปรียบเสมือนว่า ผู้ลงทุนได้ซื้อหรือขายหุ้นทั้ง 50 ตัวได้ในครั้งเดียว โดยเป็นการประเมินความเคลื่อนไหวของตลาดจากภาพรวม การตัดสินใจซื้อขาย Futures นั้นสามารถวิเคราะห์ได้โดยอ้างอิงจากภาพรวมของตลาด ไม่ต้องใช้ การวิเคราะห์ที่เป็นรายตัว

ทั้งนี้ ความเสี่ยงหรือสิ่งที่ควรระวังของ SET 50 Index Futures ได้แก่

(1) *การรักษาระดับเงินประกัน* เนื่องจากการซื้อขายฟิวเจอร์ส แม้ว่าเราจะวางเงินประกันน้อย แต่จะมีการคิดกำไรขาดทุนกันทุกสิ้นวัน ถ้าระดับเงิน ประกันของเราลดลงจนต่ำกว่าระดับเงินประกันขั้นต่ำ เราก็จะถูกเรียกให้ "เติมเงิน" เพื่อให้เงินประกันกลับไปอยู่ที่ระดับที่โบรกเกอร์กำหนดแต่ถ้าเราไม่สามารถ "เติมเงิน" ได้ทัน โบรกเกอร์ก็จะปิดสถานะการซื้อขายของเรา เพื่อช่วยป้องกันไม่ให้ผู้ลงทุนขาดทุนมากเกินไป

(2) *ฟิวเจอร์สมียอายุจำกัด* ซึ่งแตกต่างจากหุ้นที่ไม่มีวันหมดอายุ หากผู้ซื้อและผู้ขายถือฟิวเจอร์สไปจนถึงวันครบอายุสัญญา ก็มีหน้าที่ที่จะต้อง ชำระเงินกันไปเรื่อยๆจนถึงวันดังกล่าว แต่ถ้าผู้ซื้อและผู้ขายไม่ต้องการถือฟิวเจอร์สไปจนถึงวันครบอายุสัญญา ก็ต้องปิดสถานะซื้อหรือขายที่มีอยู่ให้หมดไป ก่อนถึงวันนั้น คือ ถ้ามีสถานะซื้ออยู่ ก็ไปขายฟิวเจอร์ส แต่ถ้ามีสถานะขาย ก็ไปซื้อฟิวเจอร์สเพื่อปิดสถานะ และต้องเป็นฟิวเจอร์สของเดือนเดียวกันด้วย ไม่อย่างนั้น แทนที่จะเป็นการปิดสถานะลง ก็จะกลายเป็นการเพิ่มสถานะแทน

(3) *การมี Leverage สูง* เนื่องจาก อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในฟิวเจอร์สสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น ถ้าคาดการณ์ถูก เราก็จะ ได้กำไรในอัตราที่สูงกว่าแต่ถ้าเราคาดการณ์ผิด เราก็จะขาดทุนในอัตราที่สูงกว่าเช่นกัน ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงควรรู้จักระดับ

ความเสี่ยงที่ตนเองยอมรับได้ก่อนตัดสินใจ ลงทุนในฟิวเจอร์ส และต้องติดตามผลการลงทุนอย่างสม่ำเสมอด้วย การลงทุนใน SET50 Index Futures จะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งแก่ผู้ลงทุนที่มีการเตรียมตัว เป็นอย่างดีก่อนที่จะเข้ามาซื้อขายจริงในตลาดอนุพันธ์ แต่อาจให้ผลในทางตรงกันข้ามกับผู้ลงทุนที่ไม่ได้เตรียมตัว

## 2.2 การลงทุนในตราสารทางการเงิน

การลงทุน หมายถึง การนำเงินออมซึ่งก็คือรายได้ส่วนที่เหลือจากการใช้จ่ายไปหาผลประโยชน์ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง โดยผลประโยชน์ที่ได้รับอาจเป็นดอกเบี้ย เงินปันผล ค่าเช่า กำไร หรือส่วนต่างราคาซื้อและขาย ซึ่งขึ้นอยู่กับประเภทของการลงทุน

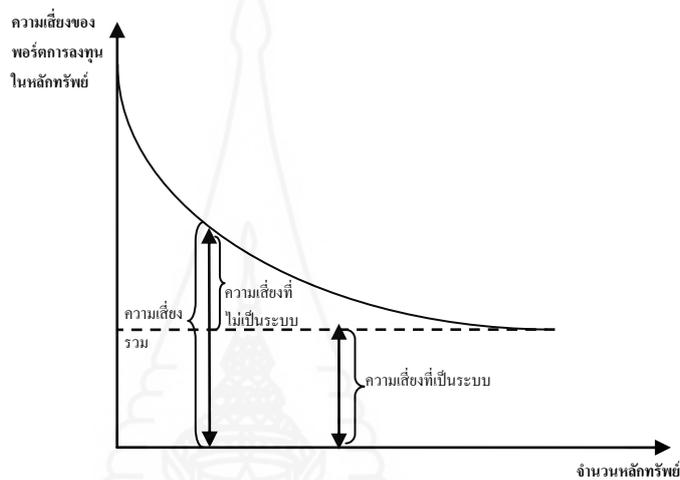
ในความเป็นจริงของการลงทุนมีสินทรัพย์ให้ลงทุนหลายประเภท แต่ละประเภทก็มีอัตราผลตอบแทน (Return) และความเสี่ยง (Risk) ต่างๆ กัน ซึ่งความเสี่ยง ก็คือ ความผันผวน หรือความไม่แน่นอนของผลตอบแทน ยิ่งผันผวนมากก็ยิ่งมีความเสี่ยงมาก ถ้าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากัน ควรเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า หรือกล่าวได้ว่า การลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse) นั้น ถึงแม้ว่า บางคนจะชอบเสี่ยง หรือไม่ชอบเสี่ยง ที่จริงแล้วคนที่ชอบเสี่ยงก็คือ คนที่มีระดับของการลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse) ต่ำกว่าคนที่ไม่ชอบเสี่ยง นั่นเอง

ระดับของการลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse) อาจจะถูกเรียกว่า ความทนทานต่อความเสี่ยง (Risk Tolerance) ซึ่งคนที่ทนทานได้มากก็คือ คนที่มีระดับการลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse) ต่ำ หรือรับความเสี่ยงได้มาก ซึ่งระดับความทนทานในความเสี่ยง พิจารณาได้จาก 2 ปัจจัยหลัก ได้แก่ (1) ความสามารถในการรับความเสี่ยง (Ability to Take Risk) เช่น พิจารณาจาก อายุ รายได้ เป็นต้น และ (2) ความเต็มใจในการรับความเสี่ยง (Willingness to Take Risk) เช่น พิจารณาจาก ทักษะคิด ทัศนคติ ทัศนคติ การตัดสินใจ เป็นต้น

ในการลงทุนจะต้องคำนึงถึงตัวแปรสำคัญ 2 ตัวแปร คือ อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน และหลักทรัพย์แต่ละประเภทมีความเสี่ยงต่างกัน ทำให้การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างกันมีความเสี่ยงที่แตกต่างกัน การลงทุนที่ประสบความสำเร็จต้องสามารถจัดการกับความเสี่ยงจากการลงทุนได้

ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ประกอบด้วย ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (กาญจณี กังวานพรศิริ, 2554) กล่าวคือ (1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงเชิงมหภาค เช่น ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาด ความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อ ความเสี่ยงจากอัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจ และความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองและนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีผลกระทบต่อธุรกิจในทุกทิศทาง

เดียวกัน ทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบไม่สามารถทำให้ลดลงหรือทำให้หมดไปด้วยการกระจายการลงทุน และ (2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงเฉพาะของแต่ละบริษัท เช่น ความเสี่ยงด้านธุรกิจ และความเสี่ยงด้านการเงินของแต่ละบริษัท เนื่องจากเป็นความเสี่ยงเฉพาะของแต่ละบริษัท ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบจึงเป็นความเสี่ยงที่สามารถทำให้ลดลงได้ด้วยการกระจายการลงทุน



ภาพที่ 2.2 การกระจายการลงทุนเพื่อขจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ  
ที่มา: กาญจนี กังวานพรศิริ (2554: 24)

ทั้งนี้ การลดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ต้องคำนึงถึงการลงทุนตามจังหวะการลงทุนที่เหมาะสม ซึ่งการใช้กลยุทธ์นี้ก็เพื่อการหาผลตอบแทนการลงทุนที่สูงขึ้น การซื้อขายตามจังหวะในการลงทุนได้ถูกต้อง หมายถึง การเข้าลงทุนในช่วงเวลาที่เหมาะสม สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจทำให้ได้กำไรจากการลงทุนมากขึ้น หรือเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ในระดับราคาที่เหมาะสม ทำให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มขึ้น การรู้จักหาจังหวะในการลงทุนที่ดีนั้นนับเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้การลงทุนประสบความสำเร็จ

การลงทุนอาจแบ่งเป็น 3 ประเภท คือ (1) การลงทุนในตราสารทางการเงิน (Financial Investment) หมายถึง การลงทุนในหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ ทั้งระยะสั้นและระยะยาว (2) การลงทุนของผู้บริโภค (Consumer Investment) หมายถึง การลงทุนซื้ออสังหาริมทรัพย์หรือทรัพย์สินคงทนอื่นๆ ของผู้บริโภค และ (3) การลงทุนทางธุรกิจ (Business Investment) หมายถึง การลงทุนซื้อเครื่องจักร ที่ดิน เพื่อขยายการผลิต

การลงทุนในตราสารทางการเงิน ซึ่งเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ และเป็นการลงทุนทางอ้อม (Indirect Investment) ซึ่งผู้ที่ต้องการเงินทุนอาจเป็นธุรกิจ สถาบัน

การเงินหรือรัฐบาล หรือธุรกิจออกหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ แล้วนำเงินลงทุนในตราสารทางการเงินเหล่านี้ที่ระดมมาได้ไปลงทุนในสินทรัพย์ที่แท้จริง (Real Asset) เช่น เครื่องจักร โรงงาน หรือที่ดิน ซึ่งเป็นการลงทุนทางธุรกิจหรือการลงทุนทางเศรษฐศาสตร์ โดยเป็นการลงทุนโดยตรงหรือการลงทุนที่แท้จริง (Direct Investment or Real Investment) (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

### 2.2.1 การลงทุนทางการเงิน

การลงทุนทางการเงินหรือการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งการลงทุนดังกล่าวหมายถึง การจัดสรรเงินออมจำนวนหนึ่งไปซื้อตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ เช่น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ธุรกิจเอกชน หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ วอร์เรนท หน่วยลงทุน ตราสารระยะสั้นในตลาดเงิน รวมทั้งเงินฝากธนาคาร ทั้งนี้ เพื่อถือครองในช่วงระยะเวลาหนึ่ง อันก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคตชดเชยให้แก่ผู้ลงทุน โดยกระแสเงินสดรับนี้ ควรคุ้มกับอัตราเงินเฟ้อ และคุ้มกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดรับในอนาคตด้วย ปัจจัยที่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ควรคำนึงถึงได้แก่ เป้าหมายในการลงทุน วัตถุประสงค์ในการลงทุน อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และระยะเวลาการลงทุน

เป้าหมายของการจัดการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ การบริหารการลงทุนในหลักทรัพย์ให้ได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด ภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ กล่าวคือ เป้าหมายหลักในการลงทุนของผู้ลงทุน เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงที่กำหนดไว้ และเพื่อลดความเสี่ยงให้ต่ำที่สุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนหนึ่ง ทั้งนี้ ถือกันว่าผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยง (Risk-Averse) กล่าวคือ ถ้าหากการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูงผู้ลงทุนย่อมต้องการผลตอบแทนสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูง แต่ถ้าหากการลงทุนใดมีความเสี่ยงต่ำผู้ลงทุนก็ยอมรับอัตราผลตอบแทนที่ต่ำได้ เนื่องจากผู้ลงทุนแต่ละคนมีรสนิยมในเรื่องความเสี่ยงแตกต่างกัน

เป้าหมายหลักของการลงทุน สามารถอธิบายตามวัตถุประสงค์การลงทุนของผู้ลงทุนได้ คือ เงินต้นหรือเงินลงทุนจะต้องปลอดภัย ไม่สูญหาย และควรมีค่าเพิ่มขึ้น ไม่ลดค่าลงเนื่องจากภาวะเงินเฟ้อ ตราสารที่ลงทุนนั้นควรซื้อขายง่าย เป็นที่ต้องการของตลาด (Marketability) มีสภาพคล่อง สามารถเปลี่ยนตราสารที่ลงทุนเป็นเงินสดได้ในเวลาที่รวดเร็ว (Liquidity) ในราคายุติธรรมโดยไม่ขาดทุน อีกทั้ง ผลตอบแทนหรือรายได้จากตราสารมีความสม่ำเสมอและแน่นอน

วัตถุประสงค์การลงทุนจะขึ้นกับว่าผู้ลงทุนเป็นใคร เป็นผู้ลงทุนรายย่อย ผู้ลงทุนรายใหญ่ หรือเป็นสถาบันการเงิน สถานภาพของผู้ลงทุน โสดหรือสมรส วัยทำงานหรือเกษียณการทำงาน เป็นผู้ที่ชอบความเสี่ยงหรือไม่ชอบความเสี่ยง ผู้ลงทุนที่มีความแตกต่างกันใน

ประเด็นต่างๆดังกล่าว ย่อมมีวัตถุประสงค์ในการลงทุนแตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม สิ่งสำคัญในการตัดสินใจในการลงทุนของผู้ลงทุนก็คือผลตอบแทน ความเสี่ยง และระยะเวลาการลงทุน

ทั้งนี้ ช่วงระยะเวลาการลงทุนสั้นหรือยาวเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งซึ่งเป็นตัวกำหนดการเลือกชนิดของตราสารที่จะลงทุน และมีส่วนกำหนดระดับความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับ

### 2.2.2 ประเภทของการลงทุนทางการเงิน

ทางเลือกในการลงทุนอาจจำแนกเป็นตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ ตามหลักเกณฑ์ต่างๆ กัน เช่น แบ่งตามระยะเวลาการลงทุน ได้แก่ การลงทุนในตลาดเงินเป็นการลงทุนในตราสารการเงินระยะสั้นที่มีอายุการไถ่ถอนไม่เกิน 1 ปี ส่วนการลงทุนในตลาดทุนเป็นการลงทุนในตราสารการเงินที่มีอายุการไถ่ถอนนานกว่า 1 ปี ซึ่งทางเลือกการลงทุนในตลาดเงินอาจแยกประเภทเป็นตราสารการเงินที่เปลี่ยนมือไม่ได้ และการลงทุนในตราสารที่เปลี่ยนมือได้ ในขณะที่การลงทุนในตลาดทุนเป็นการลงทุนในตราสารที่เปลี่ยนมือได้ทั้งสิ้น นอกจากนี้ อาจจำแนกทางเลือกการลงทุนตามประเภทของผู้ออกตราสาร เป็นหลักทรัพย์รัฐบาลและหลักทรัพย์ภาคเอกชน หรืออาจแบ่งตามลักษณะของผลตอบแทนที่จะได้รับ เป็นหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ และหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ผันแปร โดยทั่วไป ทางเลือกในการลงทุนอาจจำแนกเป็น 6 ประเภทคือ (1) ตราสารทางการเงินระยะสั้นเปลี่ยนมือไม่ได้ (2) ตราสารทางการเงินระยะสั้นเปลี่ยนมือได้ (3) ตราสารทางการเงินระยะยาวที่ให้รายได้ประจำ (4) ตราสารทางการเงินประเภททุน (5) หน่วยลงทุนของกองทุนรวม และ (6) อนุพันธ์ (Derivative Securities) (กาญจณี กังวานพรศิริ, 2554)

#### 1) การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลก็คือการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทหนึ่งซึ่งตราสารหนี้ นั้น หมายถึง ตราสารทางการเงินที่แสดงความเป็นหนี้ ซึ่งเป็นภาระผูกพันทางกฎหมายระหว่าง เจ้าหนี้ กับ ลูกหนี้ เจ้าหนี้คือผู้ซื้อตราสารหนี้หรือผู้ลงทุน ส่วนลูกหนี้คือผู้ออกตราสารหนี้ โดยผู้ซื้อตราสารหนี้จะได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยหรือส่วนลดจากราคาตราสารตามอัตราและเวลาที่ตกลงกัน

ตราสารหนี้โดยทั่วไปมีองค์ประกอบที่สำคัญ เช่น ชื่อผู้ออกตราสาร ต้นเงินหรือมูลค่าที่ตราไว้ วันครบกำหนดไถ่ถอน อัตราดอกเบี้ยหรือผลประโยชน์ที่ผู้ซื้อจะได้รับ วงการจ่ายดอกเบี้ยหรือวันที่จ่ายดอกเบี้ย ประเภทของตราสารหนี้ และข้อสัญญาหรือเงื่อนไขของตราสารหนี้ เป็นต้น

ตราสารหนี้ที่ออกจำหน่ายในประเทศไทยแบ่งได้เป็นสองประเภทใหญ่ๆ ได้แก่ ตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทเอกชน และตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ทั้งนี้

พันธบัตรหรือตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจมีมูลค่ารวมประมาณร้อยละ 85 ของตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย

พันธบัตรรัฐบาลเป็นตราสารหนี้ระยะกลางถึงระยะยาวที่ออกโดยกระทรวงการคลัง มีทั้งหมด 3 ประเภท ได้แก่ พันธบัตรเพื่อการลงทุน พันธบัตรเพื่อการกู้ยืม และพันธบัตรออมทรัพย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 เป็นต้นมาไม่มีการออกพันธบัตรเพื่อการลงทุนอีก พันธบัตรรัฐบาลในตลาดส่วนใหญ่จะเป็นพันธบัตรเพื่อการกู้ยืม ซึ่งออกเพื่อแก้ไขภาวะขาดดุลงบประมาณ ส่วนพันธบัตรออมทรัพย์นั้นออกเพื่อให้ประชาชนมีทางเลือกในการออมทรัพย์เพิ่มขึ้นอีกทางหนึ่ง ในขณะที่ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจเป็นตราสารหนี้ระยะกลางถึงระยะยาวที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ ส่วนใหญ่ได้รับการค้ำประกันจากกระทรวงการคลัง

หุ้นกู้เอกชนค่อนข้างจะเป็นที่นิยมกันมาก และมักจะขายหมดภายในเวลาไม่กี่วัน เช่น หุ้นกู้ของบริษัท ผลิตไฟฟ้าขอนแก่น (KEGCO) บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย (SCC) และบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF) เป็นต้น ทั้งนี้ ในการซื้อหุ้นกู้ ต้องซื้อเป็นมูลค่าอย่างน้อยเท่ากับที่มูลค่าลงทุนขั้นต่ำที่สุดที่กำหนดไว้ สำหรับหุ้นกู้ที่มีการเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering) มูลค่าลงทุนขั้นต่ำอาจเท่ากับราคาหน้าตัวต่อหุ้นหนึ่งหน่วย ซึ่งอาจเป็น 1,000 บาท หรือ 10,000 บาท สำหรับหุ้นกู้ที่มีการเสนอขายแก่บุคคลในวงจำกัด (Private Placement) มูลค่าลงทุนขั้นต่ำอาจเป็น 10 ล้านบาท หรือ 10,000 หน่วย

แต่อย่างไรก็ตาม ทุกการลงทุนย่อมมีความเสี่ยง ซึ่งการลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐนั้น มีความเสี่ยง ดังนี้ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

(1) ความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงราคาที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาด (*Interest Rate Risk* หรือ *Price Risk* หรือ *Market Risk*)

เนื่องจากราคาของตราสารหนี้จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยในตลาด ดังนั้น เมื่อนักลงทุนต้องการขายตราสารหนี้ก่อนครบกำหนด หากอัตราดอกเบี้ยในตลาดในขณะที่จะขาย สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ที่ถืออยู่ นักลงทุนอาจจะต้องยอมขายในราคาที่ต่ำกว่าราคาตรา

(2) ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้หรือไม่สามารถชำระหนี้เมื่อครบกำหนดได้ถ่อน (*Credit Risk* หรือ *Default Risk*)

ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้หรือไม่สามารถชำระหนี้เมื่อครบกำหนดได้ถ่อน เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในกรณีที่ผู้ออกตราสารหนี้ผิดนัดชำระหรือไม่สามารถชำระหนี้ได้ ซึ่งรวมถึงความเสี่ยงจากการถูกลดความน่าเชื่อถือในระหว่างที่ตราสารหนี้ยังไม่ครบกำหนด

ไถ่ถอน ตราสารหนี้ภาครัฐถือได้ว่าเป็นตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงชนิดนี้ต่ำมาก ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจึงมักต่ำกว่าตราสารหนี้ภาคเอกชน

(3) ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง (Liquidity Risk)

ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง คือ ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องของการซื้อขายตราสารหนี้ ทำให้ไม่สามารถซื้อขายตราสารหนี้ในจังหวะเวลาและราคาที่เหมาะสมได้ หรือหากต้องการจะซื้อขายจริงอาจจะต้องมีการเพิ่มหรือลดราคา เพื่อดึงดูดให้มีการตกลงซื้อขายเกิดขึ้น แต่ถ้าผู้ลงทุนถือตราสารหนี้ไปจนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนก็จะไม่มีความเสี่ยงชนิดนี้เกิดขึ้น

(4) ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ (Inflation Risk)

ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ คือ ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการลดลงของอำนาจซื้อ โดยปกติอัตราดอกเบี้ยส่วนใหญ่มีการกำหนดเอาไว้คงที่ ซึ่งผลของเงินเฟ้อจะลดค่าของเงินลงทุนดอกเบี้ยที่ได้รับในแต่ละงวดและเงินต้นที่จะได้รับคืนในงวดสุดท้าย

2) การลงทุนในหลักทรัพย์ SET 50

ดัชนีSET 50 (SET 50 Index) คือ ดัชนีราคาหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำขึ้น เพื่อใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 ตัวที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ เป็นดัชนีประเภท Composite Index มีสูตรและวิธีการคำนวณเช่นเดียวกับการคำนวณ SET Index แต่ใช้วันที่ 16 สิงหาคม 2538 เป็นวันฐาน และกำหนดค่าดัชนีเริ่มต้นที่ 1000 จุด (คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย, 2552)

**สูตรการคำนวณดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index)**

$$\text{SET Index} = \frac{\text{มูลค่าตลาดรวมวันปัจจุบัน (Current Market Value) x 100}}{\text{มูลค่าตลาดรวมวันฐาน (Base Market Value)}}$$

**เกณฑ์การคำนวณ**

คำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization Weight) โดยใช้หุ้นสามัญจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 50 อันดับแรกที่ผ่านเกณฑ์ และไม่นำหลักทรัพย์ที่ถูกขึ้นเครื่องหมาย SP เกิน 1 ปีมารวมในการคำนวณ

### การปรับฐาน

เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงจำนวนหุ้นของหลักทรัพย์ที่เป็นผลมาจากเหตุการณ์ต่างๆ เช่น การเพิ่มทุนของบริษัท การแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญ และใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิเพื่อซื้อหุ้นสามัญของบริษัท จะต้องมีการปรับฐานคำนวณเพื่อให้ค่าดัชนีมีความต่อเนื่องอยู่เสมอ ซึ่งเป็นวิธีการเดียวกับที่ใช้สำหรับการคำนวณ SET Index ในปัจจุบัน โดยการปรับฐานดัชนีจะดำเนินการในทำนองเดียวกันกับกรณีที่มีหลักทรัพย์ถูกเพิกถอนและมีหลักทรัพย์เข้าใหม่ตามแต่กรณี

#### 3) การลงทุนในฟิวเจอร์สของหลักทรัพย์ SET 50

SET50 Index Futures เริ่มซื้อขายเมื่อวันที่ 28 เมษายน พ.ศ. 2549 ในตลาดอนุพันธ์ (TFEX) เป็นสินค้าตัวแรก โดย SET50 Index Futures อ้างอิงกับดัชนี SET50 ซึ่งคำนวณมาจากหุ้นสามัญจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องสม่ำเสมอจำนวน 50 ตัวแรก

สัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) เป็นสัญญาที่ถูกจัดทำขึ้นระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่าย ที่ตกลงกันในวันนี้ เพื่อที่จะทำการซื้อขายหรือแลกเปลี่ยนสินค้าหรือตราสารทางการเงินในอนาคต โดยที่มูลค่าของสัญญานั้น จะมีมูลค่าขึ้นอยู่กับมูลค่าของสินค้าหรือตราสารทางการเงินที่เปลี่ยนแปลง

สิ่งที่สำคัญสำหรับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า คือ (Chance, 2004)

(1) การลงทุนหรือเก็งกำไรในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า จะมีผลของการลงทุนเป็นแบบ Zero Sum Game คือ เป็นการที่ทั้งฝ่ายผู้ซื้อและผู้ขายสัญญานั้นจะมีกำไรและขาดทุนรวมกันเป็นศูนย์ เพราะหากฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งเป็นผู้ได้รับผลกำไร อีกฝ่ายก็จะขาดทุนในจำนวนที่เท่ากับฝ่ายผู้ได้รับกำไรได้รับ

(2) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าจะต้องครบองค์ประกอบ คือ ผู้ขาย (Seller) เป็นผู้จัดทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าขึ้นมาขายให้แก่ผู้ซื้อ (Buyer) โดยสัญญานั้นจะเป็นการตกลงกันเพื่อซื้อหรือขายสินค้าอ้างอิง (Underlying Asset) ตามจำนวน (Quantity) ระยะเวลาที่ตกลงกันว่าจะทำการซื้อหรือขายสินค้า (Maturity or Delivery Date) และราคา (Futures Price) ซึ่งการตกลงซื้อหรือขายล่วงหน้า นั้น ผู้ซื้อและผู้ขายจะมีภาระผูกพันที่ต้องซื้อขายตามที่ตกลงกัน กำไรหรือขาดทุนของผู้ซื้อและผู้ขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า นั้นขึ้นอยู่กับราคาของสินทรัพย์อ้างอิงที่เปลี่ยนแปลงไป โดยผู้ซื้อจะได้กำไรเมื่อราคาของสินทรัพย์อ้างอิงนั้นเพิ่มขึ้น และผู้ขายจะได้กำไรเมื่อราคาของสินทรัพย์อ้างอิงนั้นลดลง

(3) สัญญาไม่จำเป็นต้องรอจนครบกำหนดอายุของสัญญาจึงสามารถทำการซื้อขายได้ แต่สามารถกระทำการสิ้นสุดสัญญาได้ทุกเมื่อ เมื่อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าออกไป

SET50 Index Futures เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่อ้างอิงกับดัชนี SET 50 โดยมีการตกลงกันว่า จะซื้อหรือขาย SET 50 Index ณ ราคาหนึ่งในอนาคต แต่ SET50 Index เป็นดัชนี ผู้ซื้อและผู้ขายจึงไม่สามารถส่งมอบสินทรัพย์เช่นเดียวกับการซื้อหรือขายสินทรัพย์หรือตราสารทางการเงินอื่น ๆ ดังนั้นการส่งมอบสินทรัพย์ตามสัญญาแบบนี้จึงเป็นเพียงการคำนวณกำไรหรือขาดทุน และชดใช้กันเป็นเงินสดแทนเท่านั้น

ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ SET50 Index Futures เพื่อการป้องกันความเสี่ยงในการลงทุนได้ กล่าวคือ เมื่อผู้ลงทุนได้ทำการลงทุนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีหุ้นสามัญถือครองครบวงจรไว้จำนวนหนึ่ง แต่กลัวว่าราคาหุ้นจะปรับลดลงในอนาคต จะทำให้เกิดการขาดทุนจากการลงทุน ผู้ลงทุนจึงสามารถขาย SET50 Index Futures ออกไปเพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยง เพราะเมื่อราคาหุ้นสามัญในตลาดลดลง จะทำให้ผู้ลงทุนเกิดการขาดทุน แต่ผู้ลงทุนก็จะได้รับผลกำไรจากการลงทุนใน SET50 Index Futures ชดเชยการขาดทุนดังกล่าว

ในทางกลับกันหากผู้ลงทุนคาดว่าดัชนี SET50 จะมีมูลค่ามากขึ้น ผู้ลงทุนจะทำการซื้อ SET50 Index Futures และหากการลงทุนดังกล่าวเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ ผู้ลงทุนก็จะได้รับผลกำไรจากการลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภทนี้ ดังนั้นการซื้อ SET50 Index Futures จึงเป็นการลงทุนเพื่อการป้องกันการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ เพราะผู้ลงทุนอาจต้องการที่จะซื้อหุ้นสามัญในอนาคต แต่กลัวว่าราคาจะเปลี่ยนแปลงไป จะทำการซื้อ SET50 Index Futures เพื่อการป้องกันความเสี่ยงดังกล่าว

การที่ผู้ลงทุนจะต้องการทำการป้องกันความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ SET50 Index Futures นั้น ผู้ลงทุนจะต้องทำการศึกษาเกี่ยวกับลักษณะเฉพาะของ SET50 Index Futures ก่อนว่ามีคุณลักษณะเช่นใด เนื่องจาก SET50 Index Futures นั้นเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่อ้างอิงกับดัชนี SET50 โดยสัญญาจะมีการตกลงกันว่า จะซื้อหรือขาย SET50 Index ณ ราคาหนึ่งในอนาคต โดยที่ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นสามารถเลือกลงทุนใน SET50 Index Futures เพิ่มเติม เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่จะเกิดขึ้นในอนาคต เพราะหากราคาหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนเลือกลงทุนอยู่นั้นเกิดราคาลดลง ผู้ลงทุนที่ลงทุนเพิ่มเติมใน SET50 Index Futures นั้นจะได้รับผลกำไรชดเชยจากการลงทุนเพิ่มเติมดังกล่าวเป็นการทดแทน หรือที่เราสามารถเรียกได้ว่าเป็นการป้องกันความเสี่ยงนั่นเอง

ทั้งนี้ สาเหตุที่ตลาดอนุพันธ์ได้เลือกนำเอา SET50 Index มาเป็นเครื่องมือในการซื้อขายล่วงหน้า เพราะ SET50 Index นั้นเป็นดัชนีที่มีลักษณะคล้ายกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) แต่เป็นการคัดเลือกหลักทรัพย์จำนวน 50 บริษัทมาทำการคำนวณหาค่า

ดัชนีแทน โดยการที่จะได้มาซึ่งดัชนีนั้นจะต้องทำการคัดเลือกจากหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 200 ลำดับแรกที่มีการซื้อขายจำนวนสูงสุดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลัง 12 เดือน และไม่ได้อยู่ระหว่างการสั่งการพักซื้อขาย (SP) นานเกินกว่า 7 วัน และหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาแล้วไม่น้อยกว่า 6 เดือน โดยจะทำการพิจารณาคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะนำมาคำนวณเป็นค่าดัชนีดังกล่าวทุก ๆ 6 เดือน (ปีละ 2 ครั้ง) (กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2552) ดังนั้น SET50 Index จึงเป็นค่าดัชนีที่ถือได้ว่าเป็นตัวแทนที่ดีที่สุดสำหรับการลงทุนทั้งตลาด เพราะถ้าหากตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะที่ไม่ดี ค่าของดัชนีนี้ก็จะมีการลดลงและในทางกลับกัน ถ้าตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะที่ดี ค่าของดัชนีนี้ก็จะมีค่าสูงขึ้นเช่นกัน ดังนั้นถ้าผู้ลงทุนได้ซื้อหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ แต่คาดการณ์ว่าราคาหุ้นสามัญนั้นอาจจะมีการลดลงในอนาคต ผู้ลงทุนจึงสามารถขาย SET50 Index Futures ออกไปเพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยง เพราะเมื่อราคาหุ้นสามัญในตลาดลดลง ผู้ลงทุนจะเกิดการขาดทุน แต่ผู้ลงทุนก็จะได้รับผลกำไรจากการขาย SET50 Index Futures ชดเชยการขาดทุน (Short Position)

### 3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับเรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยใช้ทฤษฎี CAPM และเส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) สามารถศึกษาได้จากหลายการศึกษาด้วยกัน ได้แก่ สุกจิตรา จิวพานิช (2536) ในการศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ กรณีหลักทรัพย์หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์” โดยศึกษาการวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ว่ามีปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อการลงทุน ผลการวิจัยพบว่า ภาวะการเมืองและเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ซึ่งเป็นตัวสำคัญในการพิจารณาคัดสินใจในการลงทุน เพราะเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถกำจัดให้หมดไปได้ด้วยการกระจายการลงทุน เช่น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ การลดค่าเงิน เป็นต้น เช่นเดียวกับ พรชัย จิรวินิจนันท์ (2535) ที่ทำการศึกษาเรื่อง “การประยุกต์ใช้ทฤษฎี CAPM กับหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” โดยการประมาณค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์ 10 หลักทรัพย์ที่มียอดการซื้อขายสูงสุดและมีการเปลี่ยนแปลงการซื้อขายมากที่สุดตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2532 ถึง มิถุนายน 2535 รวมทั้งทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ใด ๆ จะไม่มีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของหลักทรัพย์นั้น แต่อัตราผลตอบแทนจะมีความสัมพันธ์กับค่าเบต้าหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี CAPM โดยสรุปได้ว่าสามารถนำทฤษฎี CAPM มาใช้ประยุกต์ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ อีกทั้ง จากการศึกษาของ สรรเพ็ชร ไวทยะวานิชกุล

(2539) ซึ่งศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ผลจากการวิเคราะห์พบว่า หลักทรัพย์ในกลุ่มต่าง ๆ จะมีค่า Risk Premium เป็นลบ ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎี CAPM ซึ่งค่า Risk Premium ควรจะเป็นบวก การที่ค่า Risk Premium มีค่าเป็นลบ เพราะว่าผลตอบแทนของตลาด มีค่าน้อยกว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงหรือผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มต่าง ๆ มีค่าค่อนข้างต่ำมีสาเหตุมาจากปัจจัยภายในประเทศเป็นสำคัญ ไม่ว่าจะเป็นปัญหาภาวะเศรษฐกิจของประเทศ ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองของรัฐบาลมาตรการต่าง ๆ ที่เข้มงวดของทางการ ในขณะที่กรณีศึกษา เศรษฐศาสตร์ (2537) ซึ่งศึกษาเรื่อง “อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ของ การซื้อขายหุ้นในกลุ่มธนาคารพาณิชย์” จากการศึกษาเส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับค่าความเสี่ยง พบว่า หลักทรัพย์ส่วนใหญ่ในกลุ่มธนาคาร ยังมีราคาซื้อขายที่ต่ำเมื่อเทียบกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ดังนั้นแนวโน้มของ ราคาในอนาคตจึงควรปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งลักษณะเช่นนี้จะส่งผลทำให้ตลาดเปลี่ยนไปสู่ภาวะตลาดขาขึ้นในอนาคต อีกทั้ง จากการศึกษาของ ยุทธนา เรือนสุภา (2538) ซึ่งศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ผลการศึกษาพบว่า เมื่อนำผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Securities Market Line: SML) หลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด แสดงว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารในช่วงเวลาที่ศึกษาให้ผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้ง นรเศรษฐ ศรีธาน (2551) ซึ่งศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ทฤษฎี CAPM เส้นหลักทรัพย์ตลาด (Security Market Line: SML) และทฤษฎี Value at Risk เพื่อคำนวณอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ จากการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด เช่นเดียวกันกับ จิตรา พรหม ใจดุษ (2546) ซึ่งศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ BANPU มีค่าเบต้ามากกว่า 1 แสดงว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BANPU มากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด และเมื่อเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์พบว่า อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแสดงว่าหลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalue) ในอนาคตราคาจะปรับตัวขึ้นได้อีก นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านี้ก่อนที่ราคาจะมีการปรับตัวขึ้น

การศึกษาเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานการจัดการการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์โดย การศึกษาค่าเบต้า รวมทั้งการศึกษาโดยมาตรวัดเทรเนอร์ มาตรวัดชาร์ป และมาตรวัดเงินเช่นนั้นมี

การศึกษาไว้มากมายเช่นกัน ได้แก่ การศึกษาของ ลีนา เชิดชูเกียรติสกุล และคณะ (2539) ซึ่งศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนที่แท้จริงของหลักทรัพย์ หรือ กลุ่มหลักทรัพย์ กับความเสี่ยง (เบต้า) ของหลักทรัพย์ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ พบว่า ความสัมพันธ์ของค่าเบต้าและผลตอบแทนที่แท้จริงนั้นมีได้มีทิศทางเดียว ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับ Market Excess Return ในขณะนั้นด้วยว่ามี ทิศทางอย่างไร ดังนั้น เพื่อให้การลงทุนที่ได้ผลตอบแทนที่แท้จริงสูงสุดก็คือ การรู้จักเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าสูง เมื่อ Market Excess Return มีค่าเป็นบวก และย้ายมาลงทุนในหลักทรัพย์ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าต่ำ เมื่อ Market Excess Return มีค่าเป็นลบ เช่นเดียวกันกับ วรรณิกา เดชไชยยาศักดิ์ (2540) ที่ศึกษาเรื่อง “การศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการซื้อขายหุ้นในกลุ่มธนาคารพาณิชย์” พบว่า ค่าเบต้าน้อยกว่าตลาดและในภาวะตลาดขาลง ทำให้หุ้นในกลุ่มธนาคารมีการปรับตัวลดลงในอัตราที่ช้าหรือน้อยกว่าตลาด ดังนั้นในการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารจึงให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาดโดยรวม แต่ก็ไม่เหมาะในการใช้เก็งกำไร ในส่วนของ วริศ โขติวิทยธานินทร์ (2544) ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ดัชนีชี้วัดความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า: กรณีศึกษาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ ผลจากการศึกษาพบว่า ธนาคารกรุงศรีอยุธยา มีค่าเบต้าสูงสุดขณะที่ธนาคารดีบีเอสไทยทุนเป็นธนาคารที่มีค่าเบต้าต่ำที่สุด ซึ่งมีความหมายว่าธนาคารกรุงศรีอยุธยาและธนาคารดีบีเอสไทยทุนมีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงสุดและต่ำสุด ตามลำดับ ซึ่งจะส่งผลให้ธนาคารกรุงศรีอยุธยามีค่า Required Rate of Return สูงสุดขณะที่ ธนาคารดีบีเอสไทยทุนให้ค่า Realized Return ต่ำที่สุด ในขณะที่ Surang Mainkamnurd (1996) ได้ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 51 กองทุน ในช่วงปี ค.ศ. 1992 -1995 โดยมาตรวัดที่ใช้ได้แก่ มาตรวัดเทอร์เนอร์ มาตรวัดชาร์ป และมาตรวัดเจนเซน พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมมีผลงานดำเนินงานที่ต่ำกว่าผลการดำเนินงานของตลาด ซึ่งผู้วิจัยชี้ว่ากองทุนรวมควรกระจายความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบออกไป อีกทั้งจากการศึกษาของ ชื่นสุมน ปัญญาวารุณาน (2542) ซึ่งศึกษาอัตราผลตอบแทนที่คำนวณมาจากราคาและมูลค่าทรัพย์สินสุทธิและความเสี่ยงของกองทุนเปรียบเทียบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) พบว่า การวัดประสิทธิภาพกองทุนโดยใช้มาตรวัดเทอร์เนอร์ และมาตรวัดชาร์ป ในกองทุนปิดที่ใช้ราคาปิดของหน่วยลงทุนเป็นตัววัดประสิทธิภาพการดำเนินงานจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนปิดที่ใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิเป็นตัววัดประสิทธิภาพการดำเนินงาน ในส่วนของ มานพ มาตังคสมบัติ (2546) ซึ่งศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างกองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมตราสารทุน และวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนรวมด้วยมาตรวัดเทอร์เนอร์ มาตรวัดชาร์ป และมาตรวัดเจนเซน พบว่า มาตรวัดที่เหมาะสมต่อการวัดประสิทธิภาพกองทุนรวมตราสารทุนคือ มาตรวัดเทอร์เนอร์

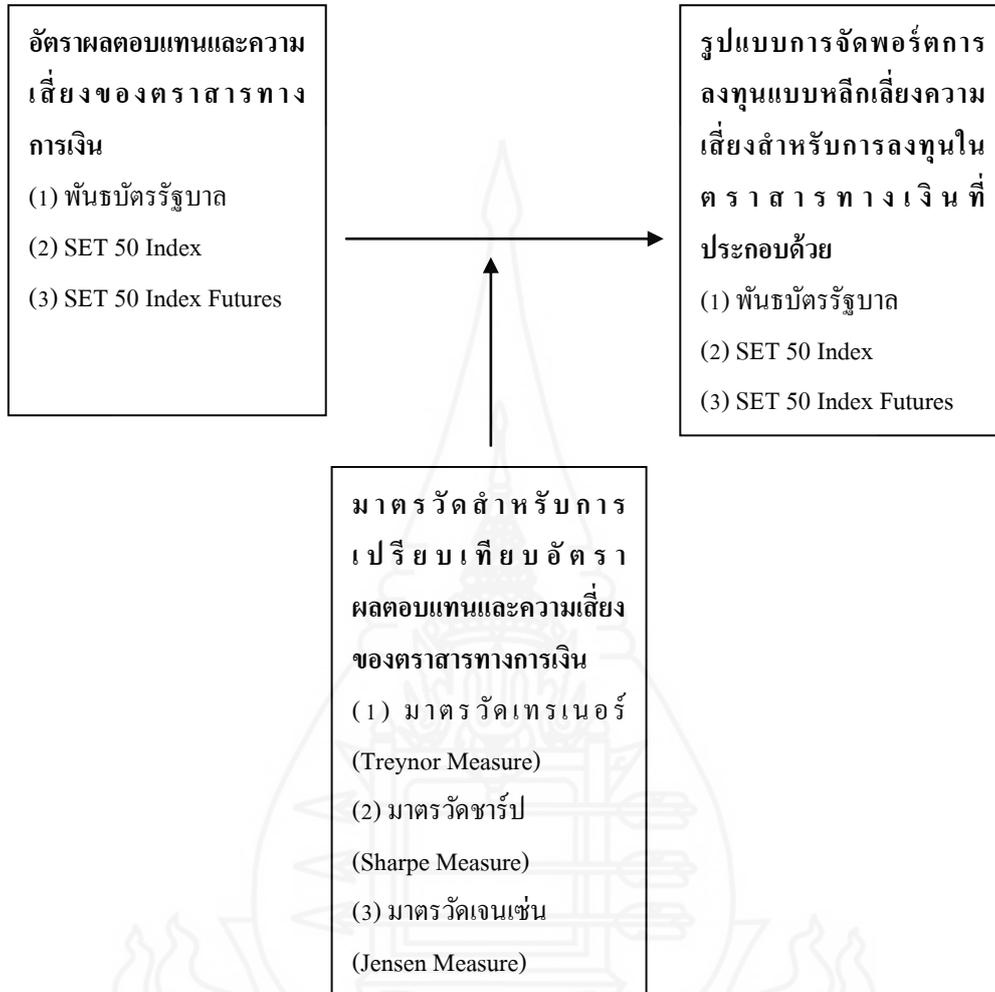
และมาตรวัดเงินเช่น เนื่องจากกองทุนเป็นกองทุนประเภทที่มีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบอยู่น้อย เช่นเดียวกันกับ มงคล เจริญกุล (2547) ที่ศึกษาเรื่อง “การวัดผลการดำเนินงานและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ กรณีศึกษา บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด” โดยวัดผลการดำเนินงานด้วยมาตรวัดเทรเนอร์ มาตรวัดชาร์ป และมาตรวัดเงินเช่น พบว่า กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุดคือกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุน อีกทั้ง สรญา ศรีสกุลดี (2547) ซึ่งศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง และการวัดผลการดำเนินงาน จำแนกตามนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมแต่ละประเภท โดยใช้มาตรวัดเทรเนอร์ มาตรวัดชาร์ป และมาตรวัดเงินเช่น โดย การวัดผลการดำเนินงานจำแนกตามนโยบายการลงทุน เมื่อทดสอบกับมาตรวัดเงินเช่น พบว่า กองทุนรวมที่ใช้ในการศึกษามีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ทดสอบกับมาตรวัดเทรเนอร์ พบว่า กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้และลงทุนในตราสารผสม มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าเกณฑ์ และเมื่อทดสอบกับมาตรวัดชาร์ป กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าเกณฑ์

ในด้านการศึกษาเกี่ยวกับการจัดพอร์ตการลงทุน มีการศึกษาที่หลากหลาย ได้แก่ สุภมาสกุลวงษ์ (2547) ศึกษาการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อปรับความเสี่ยง พบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ช่วงปี 2544-2547 โดยหลักทรัพย์จะมีทิศทางเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกับตลาด ซึ่งความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถจัดได้ด้วยการกระจายการลงทุน ดังนั้นนักลงทุนควรตัดสินใจกระจายการลงทุนหรือเพิ่มจำนวนหลักทรัพย์ให้มากขึ้น เพื่อช่วยให้ความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ลดลง เช่นเดียวกันกับ นาฏธิดา เหล่าพงศ์หาญ (2548) ซึ่งวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนสำหรับการตัดสินใจในการลงทุนส่วนบุคคล จากการศึกษาผลตอบแทนของการลงทุนในเงินฝากออมทรัพย์กับทางธนาคารพาณิชย์ การซื้อสลากออมทรัพย์ทวีสินของธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์ และการซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า การลงทุนในระยะเวลาที่เท่ากัน 3 ปี และจำนวนเงินลงทุนที่เท่ากัน การซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุด รองลงมาคือ การฝากออมทรัพย์กับทางธนาคารพาณิชย์ และการซื้อสลากออมทรัพย์ทวีสินของธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์ อีกทั้ง ลัดดาพร โอภาสพิมลธรรม (2549) ได้วิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการฝากเงินแบบประจำ การลงทุนในกองทุนรวมตลาดเงิน และกองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น เมื่อพิจารณาถึงข้อจำกัดด้านเงินลงทุนขั้นต่ำพบว่า หากผู้ลงทุนไม่มีข้อจำกัดด้านมูลค่าขั้นต่ำของเงินลงทุน ทางเลือกที่ให้ผลตอบแทนสูงที่สุดคือกองทุนเปิด ส่วนผู้ลงทุนที่มีข้อจำกัดด้านเงินลงทุนนั้นไม่สามารถลงทุนในกองทุนรวมตลาดเงิน และกองทุนรวมตราสารหนี้ได้ ดังนั้นทางเลือกที่ให้อัตรา

ผลตอบแทนที่เหมาะสมที่สุดคือ การฝากเงินแบบประจำ 12 เดือน ในส่วนของ ชวลิต ทองสุจริตกุล (2543) ซึ่งศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุนและกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้” พบว่า กองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุนส่วนใหญ่ให้อัตราผลตอบแทนที่มากกว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้ และยังมีความเสี่ยงสูงกว่าด้วย ส่วนผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของกองทุนรวมนั้นพบว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารหนี้โดยมากให้อัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงมากกว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุน ตลอดจน มนตรี สุคนธมาน (2550) ซึ่งศึกษาการจัดสัดส่วนการลงทุนส่วนบุคคลโดยศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง การออมในรูปแบบสินทรัพย์เดี่ยว วิธีการลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด ก็คือ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ตามดัชนี SET 50 รองลงมา คือ การออมโดยการถือทองคำแท่ง การลงทุนในกองทุนรวมพันธบัตรรัฐบาล ฝากเงินประเภทฝากประจำ 12 เดือน โดยที่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะมีความเสี่ยงสูงสุด การลงทุนทองคำแท่งมีความเสี่ยงรองลงมา และตามด้วย การลงทุนในกองทุนรวมพันธบัตรรัฐบาล การฝากเงินประเภทฝากประจำ 12 เดือน ตามลำดับ



#### 4. กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 2.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย