

บทที่ 3

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึง 1) แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงกองทุนรวมตราสารทุน 2) แนวคิดและทฤษฎีกลยุทธ์การลงทุนของผู้บริหารกองทุนรวมตราสารทุน 3) แนวคิดและทฤษฎีการวัดประสิทธิภาพของกองทุนรวมตราสารทุน 4) วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนและความเสี่ยง กลยุทธ์การลงทุนของผู้บริหารกองทุนรวมตราสารทุน และการวัดประสิทธิภาพของกองทุนรวมตราสารทุน โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. แนวคิด ทฤษฎี ที่ข้องเกี่ยวกับผลตอบแทน และความเสี่ยง

1.1 .แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทน แนวความคิดด้านผลตอบแทนแยกออกเป็น 3 หัวข้อได้ดังนี้

1.1.1 ความหมายของผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน คือ ผลประโยชน์จากการลงทุนที่ผู้ลงทุนจะลงทุนในกองทุนรวมนั้น ๆ

1.1.2 ประเภทของผลตอบแทนที่ลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ประกอบด้วย 2 ลักษณะ ดังนี้

1) รายได้ที่ได้รับ (Yield) คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงเวลาที่ลงทุน ซึ่งจะได้รับเมื่อถือหลักทรัพย์ไว้จนครบกำหนดระยะเวลาจ่ายเงินปันผลหรือดอกเบี้ย สำหรับเงินปันผลนั้นผู้ออกหลักทรัพย์อาจจะจ่ายในรูปเงินสดหรือหุ้นก็ได้

2) กำไรส่วนหุ้น (Capital gain loss) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (ต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็น การเปลี่ยนแปลงของราคา (Price Change) ของหลักทรัพย์นั้นเองในกรณีผู้ลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย (Long Position) ผลตอบแทนส่วนนี้ได้แก่ ค่าความแตกต่างระหว่างราคาที่จะขายหรือ ราคาขายหลักทรัพย์กับราคา ซื้อ

ในกรณีที่ผู้ลงทุนอยู่ในสถานะยืมหุ้นมาขาย (Short Position) ผลตอบแทนส่วนนี้ ได้แก่ ราคาขายกับราคาซื้อ หรือ ราคาซื้อเพื่อล้างสถานะ

$$\text{Total Return} = \text{Yield} + \text{Price Change}$$

โดย

Yield = กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับซึ่งอาจอยู่ในรูปของเงินปันผลหรือดอกเบี้ยที่มีค่า ศูนย์ หรือ ค่าที่มากกว่า ศูนย์

Price Change = การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจมีค่า เท่ากับ ศูนย์ หรือ มากกว่าศูนย์ หรืออาจน้อยกว่า ศูนย์ก็ได้

1.1.3.การคำนวณผลตอบแทน การคำนวณหาผลตอบแทนของแต่ละกองทุนจะคำนวณเป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนโดยใช้วิธีการคำนวณ 2 วิธี คือการคำนวณโดย ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย และวิธีที่สองจะคำนวณโดยการหาราคาหน่วยลงทุนที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$R_i = \frac{(NAV_{it} - NAV_{it-1} + D_t) \times 100}{NAV_{it-1}}$$

หมายเหตุ ในการวิจัยครั้งนี้ เงินปันผลจ่ายต่อหน่วยของการลงทุนไม่ได้นำมาพิจารณาเนื่องจากกองทุนรวมตราสารทุนไม่ได้มีการจ่ายปันผลทุกกองทุนสมการ จึงได้เปลี่ยนไปเป็น

$$R_i = \frac{(NAV_{it} - NAV_{it-1}) \times 100}{NAV_{it-1}}$$

โดย

R_i = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน

NAV_t = ผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ ปลายงวด t

NAV_{t-1} = ผลตอบแทนกองทุนรวม ณ ต้นงวด t

D_t = เงินปันผลจ่ายต่อหน่วยของการลงทุนในช่วงเวลา t

1.2 แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยงของกองทุน ความหมายของความเสี่ยง อันเกิดจากการลงทุน หมายถึง ความไม่แน่นอนขอ ผลตอบแทนที่พึง จะได้รับจากกองทุนนั้น ๆ ซึ่งเบี่ยงเบนไปจากผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ดังนั้นยิ่งถ้ามีระดับความไม่แน่นอนที่จะได้รับผลตอบแทนจริงตามจำนวนที่คาดไว้มีมาก ความเสี่ยงก็จะสูงได้ทำการแบ่งออกเป็น 2 ประเด็น โดยประกอบด้วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1.2.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงของตลาด (Systematic Risk หรือ Market Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อทุก ๆ ด้านของตลาดหลักทรัพย์

1.2.2 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk หรือ Unique Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัท ซึ่งได้แก่ ความผันแปรของกำไร ของบริษัทอื่นเนื่องมาจากการที่เปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและบริษัทสามารถบริหารงานเพื่อรับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงนั้นอย่างไร

1.3 แนวคิดการวัดความเสี่ยง การวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบที่สามารถวิเคราะห์ได้ในรูปค่าของสัมประสิทธิ์ เบต้า (Beta coefficient : β) ซึ่งอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปตามความเสี่ยงที่เป็นระบบจากความเสี่ยงสัมพัทธ์เชิงเส้นตรง ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่แปรเปลี่ยนไปตามความเสี่ยงที่เป็นระบบจากความเสี่ยงสัมพัทธ์เชิงเส้น

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

โดย

R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงเวลา t

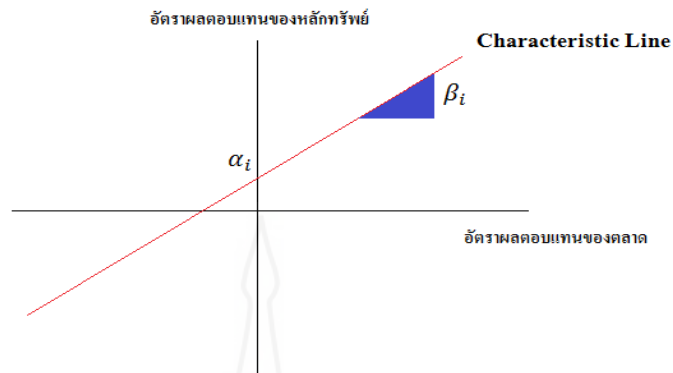
R_{mt} = อัตราผลตอบแทนของตลาดช่วงระยะเวลา t

α_i = ค่าคงที่ (Alpha) หรือค่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ i เมื่อตลาดไม่มีการเปลี่ยนแปลง

β_i = ความชันของเส้นถดถอย

ε_{it} = ค่าส่วนผิดพลาด หรือ ค่า R_{it} ที่อธิบายไม่ได้ด้วย R_{mt}

อัตราผลตอบแทนของตลาดทั้งหมด เรียกว่าเส้น Characteristic Line แสดงให้เห็นในรูปที่ 3.1 ซึ่งสามารถคำนวณค่าเบต้าจากแนวคิด Market Model



ภาพที่ 3.1 ลักษณะ Characteristic Line

ที่มา : จิรนต์ สังข์แก้ว จิรนต์ สังข์แก้ว (2544:249)

จากภาพที่ 3.1 ค่าความชันของ Characteristic Line คือค่าเบต้า แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป 1 หน่วย ค่าเบต้าจึงเป็นดัชนี ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบนั่นเองและโดยคำจำกัดความ ค่าเบต้าของตลาดจึงเท่ากับ 1.0

ดังนั้น หากหลักทรัพย์ที่มีค่าของ เบต้าที่มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้น ๆ มีความเปลี่ยนแปลง ได้ช้ากว่าการเปลี่ยนแปลงของตลาด ขณะที่ หากมี เท่ากับ 1 ถือว่ามีการปรับตัวที่เท่ากับตลาด และหากมีค่า มากกว่า 1 แสดงว่ามีการปรับตัวที่ วกว่าตลาด ซึ่งกรณีที่ ที่มีค่า ติดลบแสดงว่าหลักทรัพย์นั้น ๆ มีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ สวนทางกับตลาด

1.4 แนวคิดความเสี่ยงของกองทุนรวม ในการพิจารณาความเสี่ยงที่เป็นระบบ ของกองทุนรวมหรือหลักทรัพย์ใด ๆ จะวัดด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน(σ_p) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม (จิรนต์ สังข์แก้ว , 2547 , น. 704)

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{(R_{pt} - \bar{R}_p)^2}{n}}$$

โดย

σ_p = ส่วนเบี่ยงเบนของหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาด

สำหรับการหาค่า เบต้า (Beta) ของกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละตัว จะใช้การหาแบบ ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

$$\beta_P = w_1\beta_1 + w_2\beta_2 + w_3\beta_3 \dots + w_n\beta_n$$

หรือ

$$\beta_P = \sum w_i\beta_i$$

โดย

$$\beta_P = \text{ค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์}$$

1.4.1 ค่าความสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ค่าสัมประสิทธิ์สหพันธ์

แสดงถึง ระดับของของความสัมพันธ์ ระหว่างความแปรปรวนของตัวแปรสองตัวคือระหว่างการเปลี่ยนแปลง อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ P กับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

ในกรณีของกลุ่มหลักทรัพย์นั้นต้องใช้ความเบี่ยงเบนของกลุ่มของหลักทรัพย์เทียบกับตลาด ในการกำหนดทิศทาง หรือการบ่งชี้ทิศทาง และความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม เมื่อเทียบกับความเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดได้

$$\beta_m = \frac{\sigma_{pm}^2}{\sigma_m^2} \quad \text{หรือ} \quad \frac{cov(p,m)}{\sigma_m^2}$$

โดย

β_m หมายถึง ค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์

σ_{pm}^2 หมายถึง ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

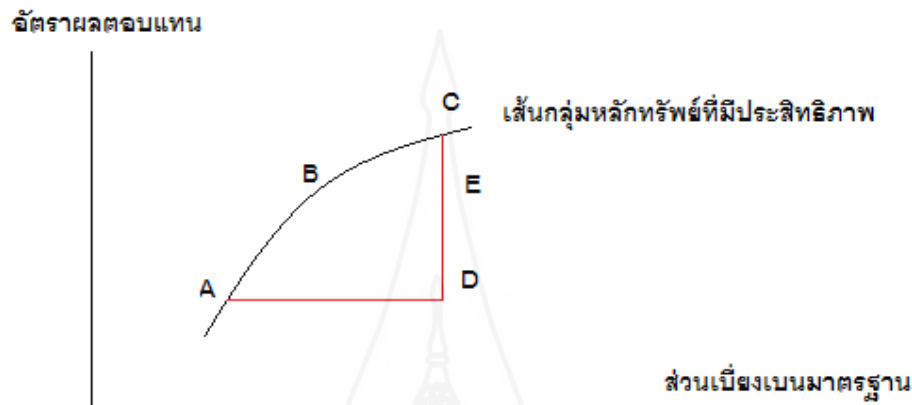
กับอัตราผลตอบแทนของตลาด

σ_m^2 หมายถึง ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด

1.4.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทน และความเสี่ยง เส้นกลุ่มหลักทรัพย์ (กองทุนรวมถือเป็นกลุ่มหลักทรัพย์) ที่มีประสิทธิภาพ จากภาพที่ 3.2 แสดงให้เห็น เส้นโค้ง ABC แสดงกลุ่ม

หลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพอันหมายถึงกลุ่มหลักทรัพย์ ที่มีความเสี่ยงต่ำสุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทน

แทนช่วงหนึ่ง เช่นกลุ่มหลักทรัพย์ A มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ D โดยสองกลุ่มให้อัตราผลตอบแทนที่เท่ากันหรือหมายถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง เช่น ระดับความเสี่ยงหนึ่งกลุ่ม ของหลักทรัพย์ C ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ D



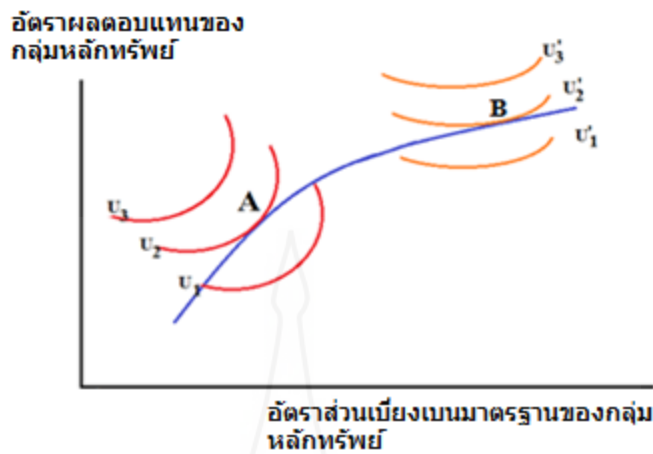
ภาพที่ 3.2 เส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ

ที่มา : จิรัตน์ สังข์แก้ว (2544:249)

ดังนั้นการเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ใด ๆ บนเส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนั้นขึ้นอยู่กับ เส้นอรรถประโยชน์ของผู้ลงทุนแต่ละคน ดังนั้นผู้ลงทุนจะเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่เส้นอรรถประโยชน์ของเขาสัมผัสกับเส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ

การเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ใดบนเส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนั้นขึ้นอยู่กับ เส้นอรรถประโยชน์ของผู้ลงทุนแต่ละคน ดังนั้นผู้ลงทุนจะเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่เส้นอรรถประโยชน์ของเขาสัมผัสกับเส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ

จากภาพที่ 3.3 เส้น U_1 , U_2 และ U_3 แสดงอรรถประโยชน์ของผู้ลงทุนทุก ๆ จุดบนเส้น U_1' , U_2' และ U_3' เดียวกัน แสดงถึงความพึงพอใจในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เท่ากัน โดยระดับความพึงพอใจของเส้น U_3 จะมากกว่าเส้น U_1 , U_2 ซึ่งหากพิจารณาในการเลือกที่จะลงทุนนักลงทุนน่าจะมีความสนใจที่ กลุ่มหลักทรัพย์ A เมื่อเปรียบเทียบเส้นอรรถประโยชน์ของผู้ลงทุนอีกคนหนึ่งซึ่งแสดงให้เห็นในเส้น U_1' , U_2' และ U_3' กลุ่มหลักทรัพย์ B



ภาพที่ 3.3 การเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่เหมาะสมที่สุด

ที่มา : จิรัตน์ สังข์แก้ว (2544:249)

ดังนั้นหากพิจารณากลลงทุน A คือกองทุนรวมตราสารทุน A ผู้จัดการกองทุน เส้น U_1, U_2 และ U_3 แสดงอรรถประโยชน์ของกองทุนรวมตราสารทุน A และ B คือ กองทุนรวมตราสารทุน B ผู้จัดการกองทุน เส้น U'_1, U'_2 และ U'_3 โดยการที่จะสามารถมองเห็นอรรถประโยชน์นั้นไม่ใช่มองได้ง่ายนัก ดังนั้น จึงเกิดงานวิจัยขึ้นนี้ที่จะทำให้การ พิจารณาการลงทุน ผลตอบแทนความเสี่ยง สามารถพิจารณาได้ง่ายขึ้น

2. แนวคิด ทฤษฎี ที่เกี่ยวข้องกับ กลยุทธ์การลงทุน ของผู้บริหารกองทุนรวมตราสารทุน

2.1 แนวคิดการวิเคราะห์กลยุทธ์ ของการลงทุนจะวิเคราะห์ 2 แนวทาง ประกอบด้วย การวัดความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์และวิธีการวัด ความสามารถในการคาดการณ์สภาวะตลาด และวิธีการวัด อภิบาลรายละเอียดของวิธีการวัดดังต่อไปนี้

2.1.1 ความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์ ความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์

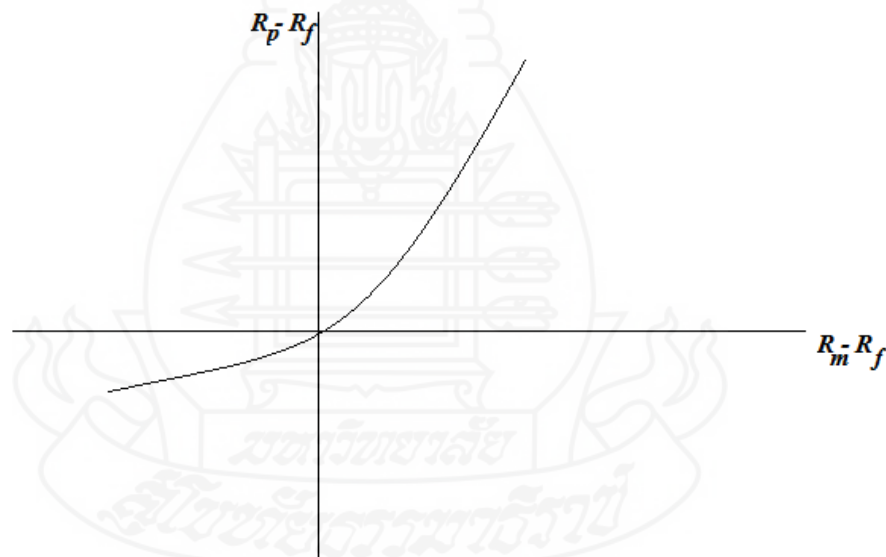
จะพิจารณาค่า α (Alpha) หรือ α_p เป็นค่าที่ได้จากสมการ Treynor และ Mazuy (1996) โดยที่ค่าที่ได้ หากเป็น บวก แสดงว่ามีประสิทธิภาพในการคัดสรรหลักทรัพย์ได้ดี

2.1.2 ความสามารถในการคาดการณ์สภาวะตลาด ความสามารถในการคาดการณ์

สภาวะตลาดจะพิจารณาที่ค่า β_2 (Beta 2) หรือ c_p เป็นค่าที่ได้จากสมการ Treynor และ Mazuy (1996) โดยที่ ค่าที่ได้ หากเป็น บวก แสดงว่ามีความสามารถในการคาดการณ์สภาวะตลาดได้ดี

จากวิธีการวัดความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์และวิธีการวัด และ ความสามารถในการคาดการณ์สภาวะตลาดและวิธีการวัด สามารถตรวจสอบ Characteristic Line ว่า มีความโค้ง (Convexity) หรือไม่

การที่มีความโค้งหมายถึง ค่าความชันจะมากหรือน้อย ขึ้นกับการเทียบกันของ ผลต่างของอัตราผลตอบแทนของกองทุนและ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ($R_p - R_f, Y$) และ ผลต่างของอัตราผลตอบแทนของตลาด และ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ ปราศจากความเสี่ยง ($R_m - R_f, X$) กราฟจะแสดงได้ ดังรูป 3.4



ภาพที่ 3.4 Ex post Characteristic Line กรณีมี Market Timing

ตามแนวคิดของ Treynor และ Mazuy (1996) ใช้แบบจำลองที่มีรูปแบบดังต่อไปนี้

$$Y = a_p + b_p X + c_p X^2 + e_p$$

โดย

Y = ผลต่างของ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย กับ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

X = ผลต่างของ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด กับ อัตราผลตอบแทน ของสินทรัพย์ ปราศจากความเสี่ยง

a_p = ค่าของความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์

b_p = ค่าเบต้าของกองทุนรวมตราสารทุน

C_p = ความสามารถในการคาดการณ์สภาวะตลาด

2.2 ทฤษฎี การวิเคราะห์กลยุทธ์ของการลงทุน

ในทฤษฎีของการวิเคราะห์กลยุทธ์ของการลงทุน นอกจากจะพิจารณาที่กลยุทธ์ แล้ว ต้องพิจารณา ทฤษฎีจัดสรรการลงทุน(Profolio theory)ควบคู่ไปด้วย ดังรายละเอียดต่อไปนี้

2.2.1 ทฤษฎีของกลยุทธ์การลงทุน เน้นในด้านของการจัดพอร์ตของการลงทุน โดยทั่วไปกำหนดไว้เป็น 2 แนวทาง ประกอบด้วย (1) กลยุทธ์การจัดการเชิงรุก (Active Strategic Management) (2) กลยุทธ์การจัดการเชิงรับ (Passive Strategic Management)

1) กลยุทธ์การจัดการเชิงรุก (Active Strategic Management) การศึกษาของงานวิจัยดังกล่าว ได้แสดงความคิดเห็นว่า การจัดการแบบ จัปว นั้น ต้องอาศัยทักษะของผู้จัดการกองทุนนโยบายการบริหารลักษณะนี้ก็เป็นอีกแนวทางที่วัตถุประสงค์คือ การให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดความสามารถ ในการเลือกจังหวะเวลาในการปรับเปลี่ยนองค์ประกอบของตราสารที่อยู่ในพอร์ต ภาวการณ์เคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์นั้นเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ตามสภาวะเศรษฐกิจหรือเมื่อมีการรับข้อมูลข่าวสารใหม่ ๆ เข้ามากระทบ ดังนั้นถ้ามีการเปลี่ยนแปลงมีการปรับเปลี่ยนได้ทันท่วงทีที่ทำการเปลี่ยนแปลง อันเนื่องมาจากนโยบายของกองทุนหรือ พอร์ตมีลักษณะเป็นแบบเชิงรุก (Active Strategy)

2) กลยุทธ์การจัดการเชิงรับ (Passive Strategic Management) การศึกษา โดยความสามารถของการคัดสรรตราสารที่ดีในพอร์ตของ การลงทุนแล้ว กองทุนนั้น ๆ โดยมากจะเป็นตราสารที่มีประสิทธิภาพสูงในตลาด ย่อมมีความผันผวนไม่มากดังนั้น นโยบายการลงทุนของพอร์ตจึงมีลักษณะเป็นเชิงรับ (Passive strategy) ผู้บริหารพอร์ต นั้นสามารถที่จะรอและไม่จำเป็นต้องปรับเปลี่ยนตราสารในพอร์ตได้บ่อย อาจมีปรับเปลี่ยนบ้างแต่ก็เป็นส่วนน้อย โดยทฤษฎี หากผู้บริหารมีหลักฐานเพียงพอให้เชื่อได้ว่าตลาด จะปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น ผู้บริหารกองทุน ย่อมต้อง

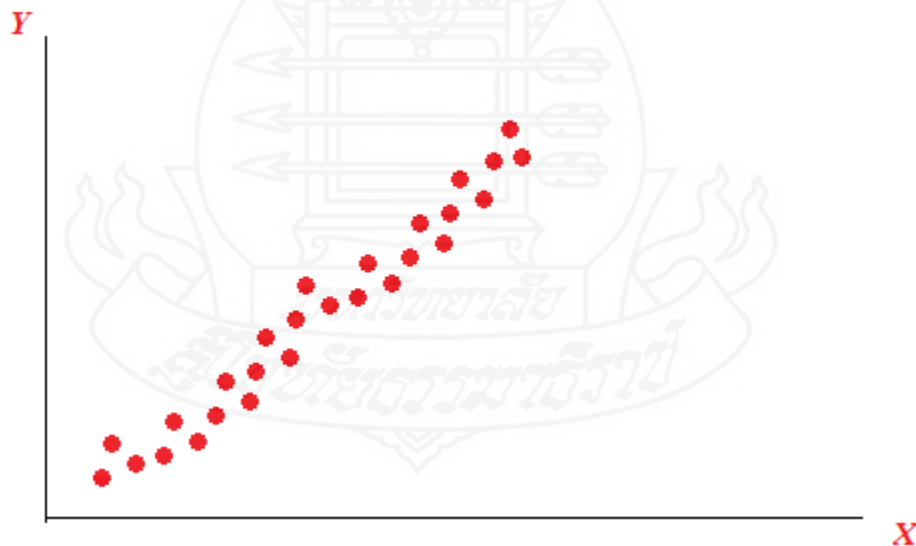
เลือกหุ้นในการลงทุนที่มีค่า เบต้าที่สูง (เบต้าเป็นตัวกำหนดความอ่อนไหวของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาด)

โดยทฤษฎีดังกล่าวสามารถนำความคิดตัววัดความสามารถในการเลือกจังหวะของการลงทุน โดยใช้สมการความถดถอยแบบเชิงเส้น ที่ไม่เป็นเส้นตรงในการวิเคราะห์ กัลยา วนิชย์บัญชา (2548) เป็นการวิเคราะห์แบบความถดถอยไม่เชิงเส้น (Nonlinear Regression Analysis) เป็นเทคนิคการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรตั้งแต่สองตัวขึ้นไป การวิเคราะห์ความถดถอย เมื่อความสัมพันธ์ไม่ได้อยู่ในรูปของเชิงเส้นซึ่งพบมากในงานด้าน วิทยาศาสตร์ วิศวกรรมศาสตร์ และพบในบางงานในเชิงสังคมศาสตร์ หรือ มนุษยศาสตร์ การวิเคราะห์แบบความถดถอยแบบไม่เชิงเส้นนั้นมีการแบ่งประเภทออกเป็น 2 ประเภท คือ

1) การวิเคราะห์แบบตัวแปรตามที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในรูปแบบไม่เชิงเส้น เช่น

$$Y = \beta x^2 + E$$

เมื่อนำไปพอร์ตรเป็นกราฟจะได้ ตามภาพที่ 3.5



ภาพที่ 3.5 กราฟความสัมพันธ์ในรูปของตัวแปรอิสระแบบไม่เชิงเส้น

โดยจากภาพที่ 3.7 จะพบว่าความสัมพันธ์ในรูปQuadraticแต่ถ้ามีการพิจารณาจากสมการจะพบว่า ตัวแปร ตาม Y สัมพันธ์ กับสัมประสิทธิ์ถดถอย หรือ พารามิเตอร์ β ในรูปเชิงเส้นนั้นก็สามารถเขียนสมการข้างต้นได้เป็น

$$Y = \beta W + E$$

โดยที่ $W = X^2$ ซึ่งทำให้สมการเชิงเส้นจึงสามารถ ประมาณค่าพารามิเตอร์ β โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงปกติได้ตามปกติ

2) เมื่อตัวแปรตามกับสัมประสิทธิ์ถดถอย มีความสัมพันธ์ ในรูปแบบไม่เชิงเส้นเช่น

$$Y = e^{\beta x} + E$$

ซึ่งในที่นี้อาจแปลงให้ความสัมพันธ์ของ Y และ β ในรูปของเชิงเส้นได้ โดยการ Take Natural Log จะได้ดังสมการ

$$\ln(Y) = \beta x + E$$

เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบไม่เชิงเส้น สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยมีเงื่อนไขเกี่ยวกับความคลาดเคลื่อน (E) ดังนี้

(a) E ต้องมีการแจกแจงแบบปกติ

(b) $V(E) = \sigma^2$ ต้องคงที่สำหรับแต่ละค่าของ X

(b) $E_i = E_j$ คือ แต่ละของตัวแปร ต้องเป็นอิสระต่อกัน

และ ตัวแปรตามของ Y มีความสัมพันธ์กับ β ในรูปแบบเชิงเส้น หากแทนสมการในรูปแบบของ Treynor และ Mazuy โดยแสดงให้เห็นใน รูปแบบ ตัวแปรที่ชัดเจนขึ้น โดยแสดงรูปแบบได้ดังนี้

$$R_i - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(R_m - R_f)^2 + \varepsilon$$

โดย

α = ค่าแสดงความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์

β_1 = ค่าความสามารถคาดการณ์ภาวะตลาด กองทุนรวม

β_2 = ค่าความสามารถคาดการณ์ภาวะตลาด

R_i = อัตราผลตอบแทนกองทุน i

R_f = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

ε = the random term for fund i during period t .

จากค่าสัมประสิทธิ์ β_2 วัดความสามารถด้านช่วงจังหวะการลงทุน (Market Trimming) ถ้าค่าของ β_2 เป็นบวกแสดงว่าผู้บริหารกองทุนรวมนั้นสามารถหาช่วงจังหวะการลงทุนได้ดี และ ค่าสัมประสิทธิ์ α แสดงให้เห็นความสามารถในด้านการสรรหาหน่วยลงทุนในกองทุนได้ดี โดยพิจารณาจากค่าของ สัมประสิทธิ์ทั้งสองที่มีค่ามากกว่า ศูนย์ จะถือว่าเป็นค่าที่ดี และมีประสิทธิภาพของความสามารถในการจัดการกองทุน

2.1.2 ทฤษฎีจัดสรรการลงทุน รูปแบบพื้นฐานของการจัดสรรการลงทุนเริ่มต้นพัฒนาจากแนวคิดของ Harry Markowitz ซึ่งได้นำเสนอวิธีในการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังจากพอร์ตการลงทุนและดัชนีวัดความเสี่ยงที่คาดหวังของพอร์ตการลงทุน Markowitz ได้แสดงให้เห็นถึง “ความแปรปรวน” (variance) ของอัตราผลตอบแทน ที่เป็นตัวแทนสามารถนำมาวัด ความเสี่ยงของพอร์ต การลงทุนได้อย่างมีความหมายภายใต้ข้อสมมุติฐานที่กำหนด ได้นำเสนอสูตร ในการคำนวณค่าความแปรปรวนของพอร์ตของการลงทุน ซึ่งจากแนวคิดดังกล่าว นำไปสู่แนวคิด ในเรื่องของการกระจายการลงทุน(diversify) เพื่อการลดความเสี่ยงของพอร์ต โดยทฤษฎีของ Markowitz ได้กำหนดสมมุติฐาน ของการลงทุนมีความต้องการไว้ดังนี้

1. โครงการลงทุนแต่ละโครงการในลักษณะแจกแจงความน่าจะเป็นของผลตอบแทนที่คาดหวังของกองทุนรวมตลอดอายุของการลงทุน
2. เป้าหมายคือแสวงหาความพอใจที่คาดหวังไว้สูงสุดในช่วงเวลาเดียวกัน (maximize one-period expected utility)
3. คำนวณความเสี่ยงของผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนจากการผันแปรของผลตอบแทนที่คาดหวัง
4. จะตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาตัวแปรสองตัวคือ ผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return) และความเสี่ยง (risk) ดังนั้น พังชั้นอรรถประโยชน์จึงขึ้นกับผลตอบแทนที่คาดหวังและ ค่าความแปรปรวน ที่คาดหวัง หรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของผลตอบแทน
5. ที่ระดับของความเสี่ยงที่กำหนด นักลงทุนเลือกเลือกที่จะลงทุนใน โครงการ หรือ หน่วยลงทุน ที่มีผลตอบแทนสูง มากกว่าโครงการหรือหน่วยลงทุนที่มีผลตอบแทนที่ต่ำ ในขณะเดียวกัน นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนในโครงการหรือ หน่วยลงทุน ที่มีความเสี่ยงต่ำมากกว่าโครงการหรือหน่วยลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง

3. แนวคิด ทฤษฎี ที่เกี่ยวข้องกับการประเมินผลการดำเนินงาน ของกองทุนรวมตราสารทุน

3.1 แนวคิดการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน การประเมินผล เพื่อการพิจารณากองทุนรวมตราสารทุน เป็นสิ่งที่จำเป็นต่อนักลงทุน และการพิจารณากองทุนเอง โดย ประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับคือ ช่วยในการพิจารณาเลือกที่จะลงทุน และ กองทุนรวมจะได้ประโยชน์ใน การปรับเปลี่ยนหรือ เลือกหน่วยลงทุนในรูปแบบใด ตลอดจนนโยบายการจัดการการลงทุนต่อไป ใน การประเมินนั้นปัจจัยที่ต้องการ ได้แก่ ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน และ ความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุน โดยมีแนวคิดในการพิจารณาผลตอบแทนจากมาตรวัดของ กองทุนรวมตราสารทุนโดยการปรับด้วยความเสี่ยง โดยมีแนวคิดหลากหลายแนวคิดในการใช้มาตรวัด ในการวิจัยครั้งนี้ได้นำแนวคิดของมาตรวัด ในการนำมาศึกษาครั้งนี้ แนวคิดมาตรวัด ประกอบไป 3 ด้วย มาตรวัดของชาร์ป (Sharpe, W.F.,1964) มาตรวัดแบบเทรเนอร์ (Treynor ,J.L .1965) มาตรวัด แบบเจนเซน(Jensen, M.C. 1968) ดังมีรายละเอียดของแต่ละมาตรวัดดังนี้

3.1.1 มาตรวัดของชาร์ป (Sharpe, W.F.,1964) กรณิดังกล่าวเป็นการประเมินผล ของการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนโดยใช้ อัตราส่วนของชาร์ป เป็นการวัดโดยการ เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk – Adjust Returns) ขณะที่ตามแนวความคิดของชาร์ปเป็นแนวคิดแบบค่าของความเสี่ยงรวมซึ่งสามารถปรับด้วยส่วน เบี่ยงเบนมาตรฐาน(σ_p) ของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์:

$$1) \text{ อัตราส่วนของชาร์ป}(Sp) = \left(\frac{R_p - R_f}{\sigma_{pm}} \right) \text{ เกณฑ์อ้างอิงของอัตราส่วนของชาร์ป} = \left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \right) \text{ หรือความชันของเส้น CML}^1$$

2) การวิเคราะห์ข้อมูลจากมาตรวัด มาตรวัดของชาร์ป

- หากค่าของอัตราส่วนของชาร์ป $\left(\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}\right)$ ของกลุ่มหลักทรัพย์มากกว่า เกณฑ์อ้างอิงหรือค่าทางการตลาด (SET INDEX) $\left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}\right)$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ หรือ กองทุน รวมดังกล่าวอยู่เหนือเส้น CML¹ นั่นคือหมายถึงมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด

- หากค่าของอัตราส่วนของชาร์ป $\left(\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}\right)$ ของกลุ่มหลักทรัพย์น้อยกว่า เกณฑ์อ้างอิงหรือค่าทางการตลาด (SET INDEX) $\left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}\right)$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ หรือ กองทุน รวมดังกล่าวอยู่ต่ำกว่าเส้น CML¹ นั่นคือหมายถึงมีผลการดำเนินงานที่ด้อยกว่าตลาด

3.1.2 มาตรวัดแบบเทรเนอร์ (Treynor, J.L. 1965) โดยการเปรียบเทียบค่ากับการ ลงทุนโดย SET Index และ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล มาตรวัดแบบเทรเนอร์ เป็นการ วัดผลต่างของ ผลตอบแทนของกองทุนรวม และ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง ในที่นี้ หากเราพิจารณา ซึ่งแสดงได้ดังสมการต่อไปนี้

$$1) \text{ อัตราส่วนของเทรเนอร์ (Tp)} = \left(\frac{R_p - R_f}{\beta_p}\right) \text{ เกณฑ์อ้างอิงของ}$$

$$\text{อัตราส่วนของเทรเนอร์} = \left(\frac{R_m - R_f}{\beta_m}\right) \text{ หรือความชันของเส้น SML}^2$$

โดย

$$\beta_m = 1$$

β_m = ค่าเบต้าของตลาด หรือ ค่า เบต้าของ SET Index

β_p = ค่าเบต้าของกลุ่มการลงทุน หรือในที่นี้คือกองทุนรวมตราสารทุน

2) การวิเคราะห์ข้อมูลจากมาตรวัดมาตรวัดแบบเทรเนอร์ วิเคราะห์จาก

- ถ้าค่าของอัตราส่วนของเทรเนอร์ $\left(\frac{R_p - R_f}{\beta_p}\right)$ ของกองทุนรวมตราสารทุน

ใด ๆ มีค่ามากกว่า $(R_m - R_f)$ แสดงว่า กองทุนรวมตราสารทุนดังกล่าว อยู่สูงกว่า เส้น SML² แสดง ว่ากองทุนรวมตราสารทุนนั้น ๆ มีประสิทธิภาพดีตามมาตรวัดแบบเทรเนอร์

¹ CML หมายถึง Capital Market Line เป็นเส้นที่ใช้วัดความสัมพันธ์ของผลตอบแทน และความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน

² SML หมายถึง Security Market Line เป็นเส้นที่ใช้วัดคุณภาพการจัดสรรการลงทุนทางการเงินของนักลงทุน

- ถ้าค่าของอัตราส่วนของเทอร์เนอร์ของกองทุนรวมตราสารทุนใด ๆ มีค่าน้อยกว่า $(R_m - R_f)$ แสดงว่า กองทุนรวมตราสารทุนดังกล่าว อยู่ต่ำกว่า เส้น SML² แสดงว่ากองทุนรวมตราสารทุนนั้น ๆ มีประสิทธิภาพดี ตามมาตรวัดแบบเทอร์เนอร์

3.1.3 มาตรวัดแบบเจนเซน Jensen , M.C. (1968) การวิเคราะห์โดยการวัดแบบเจนเซน (Jensen's index) ถือเป็นการวัดแบบการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในอดีต โดยการเปรียบเทียบกับเกณฑ์ที่ควรจะเป็น โดยใช้แนวคิดทฤษฎีการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ ตามแบบสมการ SML² โดยมีการคำนวณค่าของความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่เกิดขึ้นจริง กับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ โดยมีขั้นตอนและสมการของดังต่อไปนี้

1) การคำนวณค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน และค่าเฉลี่ย ของค่าตอบแทนทางการตลาด (SET INDEX) สำหรับการลงทุนในช่วงที่ดำเนินการวิจัย

2) คำนวณเกณฑ์อัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น โดยสมการ SML ดังต่อไปนี้

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

$$\alpha_p = E(R_p)$$

ในการพิจารณาจากมาตรวัดแบบ เจนเซน จะเน้นการพิจารณาที่ α_p โดยพิจารณาว่า หากค่าของ α_p ยิ่งมากแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ ต้องการ ณ ระดับของความเสี่ยง (เบต้า) ที่กำหนด ทั้งนี้มาตรวัดแบบเจนเซน จะเป็นการประเมินโดยใช้สมการ Security Market Line : SML เป็นแนวทางของการประเมิน

3) การวิเคราะห์ข้อมูลจากมาตรวัดมาตรวัดแบบเจนเซน

- หากค่าของ α_p มีค่าเป็น (+) แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของกลุ่มหลักทรัพย์สูงกว่าผลตอบแทนที่ต้องการของระดับความเสี่ยงที่กำหนด

¹ CML หมายถึง Capital Market Line เป็นเส้นที่ใช้วัดความสัมพันธ์ของผลตอบแทน และความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน

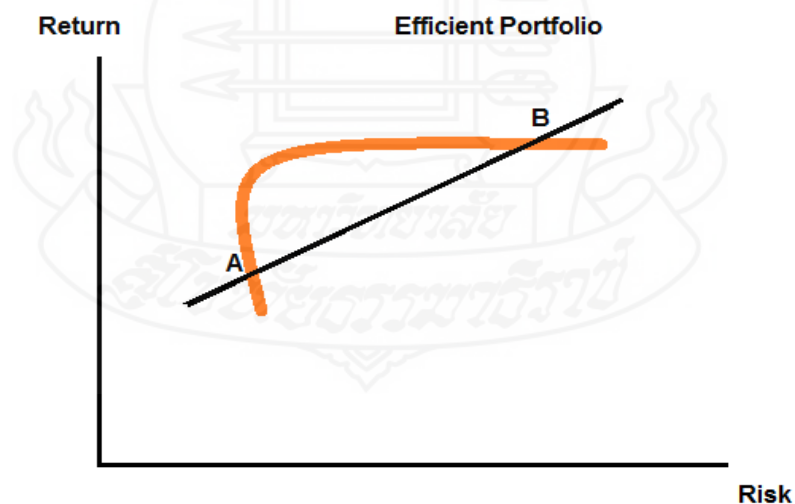
² SML หมายถึง Security Market Line เป็นเส้นที่ใช้วัดคุณภาพการจัดสรรการลงทุนทางการเงินของนักลงทุน

- หากค่าของ α_p มีค่าเป็น (-) แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของกลุ่มหลักทรัพย์ต่ำกว่าผลตอบแทนที่ต้องการของระดับความเสี่ยงที่กำหนด

3.2 ทฤษฎีการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน

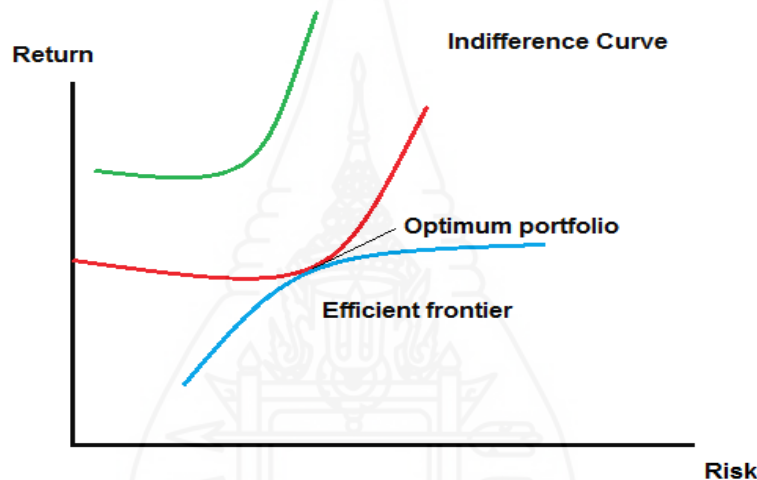
ทฤษฎีของการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน จะแยกพิจารณาออกเป็น พอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (The Efficient Portfolio) พอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุด (The Optimum Portfolio) ผลกระทบต่อผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง และ คุณภาพการจัดสรรการลงทุนของหุ้น ดังมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

3.2.1 พอร์ตของการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ณ.ระดับของสัดส่วนของสินทรัพย์แต่ละชนิดในพอร์ต และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตซึ่งเป็นค่าที่ แสดงขนาดความเสี่ยงมาพิจารณา ร่วมกัน หรือแสดงร่วมกันในรูปกราฟจะหมายถึง เส้นหรือส่วนประกอบการจัดสรรพอร์ตการลงทุนที่เป็นไปได้ (feasible portfolios) หรือ attainable portfolio จากข้อสรุปที่ว่า พอร์ตที่มีประสิทธิภาพต้องให้ผลตอบแทนสูงสุด ณ.ระดับความเสี่ยงต่าง ๆ ซึ่งวัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ตามภาพที่ 3.6 แสดงให้เห็นตำแหน่ง A มีความเสี่ยงที่ต่ำ และมี อัตราผลตอบแทนที่ต่ำ ขณะที่ตำแหน่ง B มีความเสี่ยงที่สูง และมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า



ภาพที่ 3.6 เส้นแสดงให้เห็นพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ

3.2.2 พอร์ตของการลงทุนที่ดีที่สุดในการเลือกพอร์ตของการลงทุนที่ดีที่สุด จากกลุ่มของพอร์ตที่มีประสิทธิภาพ ประเด็นที่สำคัญต้องคำนึงถึงความพึงพอใจของนักลงทุนในการเลือกระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง (Risk/ Return indifference curves) พอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุดคือจุดสัมผัสของเส้น อรรถประโยชน์หรือเส้นความพอใจ เท่ากัน (indifference curve) และเส้นเป็นไปได้อย่างพอร์ตของการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (efficient frontier) ซึ่ง ณ.จุดนี้ นักลงทุนจะได้รับอรรถประโยชน์สูงสุดจากการลงทุน แสดงที่ภาพที่ 3.7



ภาพที่ 3.7 พอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุด(The Optimum Portfolio)

3.2.3 ผลกระทบต่อผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง ผลตอบแทนที่คาดหวังจากพอร์ตการลงทุนในกรณีที่รวมเอาสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงจะเท่ากับค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของผลตอบแทนสินทรัพย์ทั้งสองเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$E(R_{port}) = W_{RF} (RFR) + (1 - W_{RF})E(R_i)$$

โดย

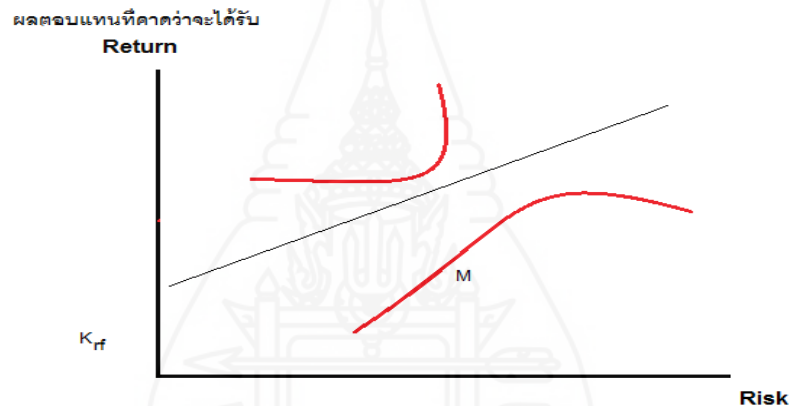
$E(R_i)$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังของพอร์ตการลงทุนของสินทรัพย์ ที่ i

W_{RF} = สัดส่วนของพอร์ตการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

สำหรับผลกระทบจากความคาดหวังของความถี่ของพอร์ตการลงทุน วัดด้วยค่าความคาดหวังของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจะมีค่าเท่ากับ

$$E(\sigma_{port}) = (1 - W_{RF})\sigma_i$$

จากสมการจะเห็นได้ว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ต อันประกอบไปด้วยสินทรัพย์เสี่ยง และสินทรัพย์ไม่เสี่ยงคือสัดส่วนเชิงเส้นตรง (Linear proportion) ของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตของสินทรัพย์เสี่ยงซึ่งเพื่อความเข้าใจในกราฟและการสร้างเส้น Capital Market Line : CML ตามภาพที่ 3.8



ภาพที่ 3.8 คุณภาพของการเลือกพอร์ตของการลงทุนระหว่างสินทรัพย์เสี่ยงและไม่เสี่ยง

สมการของ CML สามารถแสดงได้ดังนี้

$$K_p = K_{rf} + \left[\frac{K_m - K_{rf}}{\sigma_m} \right] \sigma_p$$

โดย

K_{rf} = ผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความถี่

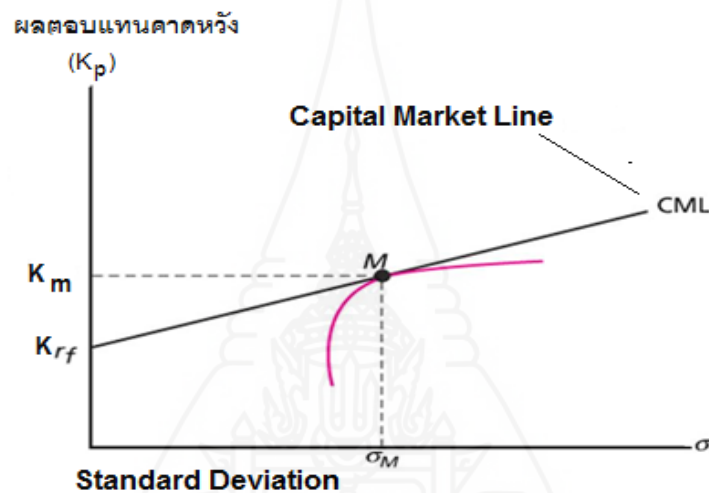
K_m = ผลตอบแทนของตลาด

σ_m = ความถี่ของตลาด

σ_p = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตของการลงทุน

โดยความชันของเส้น CML คือ $\frac{K_m - K_{rf}}{\sigma_m}$

พอร์ตของการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (efficient portfolio) หมายถึงพอร์ตที่มี การกระจาย สินทรัพย์ ได้เป็นอย่างดี (well diversified) ซึ่งหมายความว่าความเสี่ยงที่ เกิดจาก ตัวหลักทรัพย์ (Company Risk หรือ Unsystematic Risk) นั้นหมดไป ซึ่งหมายความว่า ความเสี่ยงที่ เหลืออยู่คือความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk หรือ Systematic Risk) โดยความเสี่ยงของ พอร์ต จะวัด จากส่วนเบี่ยงเบนของผลตอบแทนของ พอร์ตคือ σ_p ความสัมพันธ์ของผลตอบแทนและความเสี่ยง ของพอร์ตของการลงทุนที่มีประสิทธิภาพต่อไป เส้น CML แสดงให้เห็นตามภาพที่ 3.9



ภาพที่ 3.9 เส้น Capital Market Line : CML

3.2.4 คุณภาพการจัดการลงทุนของหุ้น สิ่งที่กำหนดคุณภาพของผลตอบแทน ที่จะได้รับจากการถือครองสินทรัพย์ หรือ หลักทรัพย์เสี่ยงใด ๆ หรือแม้แต่กองทุนรวมตราสารทุน ผู้ ลงทุนย่อมมีความต้องการที่จะถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเท่ากับสินทรัพย์ที่ ไม่มีความเสี่ยง ซึ่ง สามารถแทนในสมการความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\text{Required return on stock } i = \text{risk-free return} + \text{risk premium for stock } i$$

โดย

risk-free return หมายถึง ผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง อันได้ แต่ พันธบัตรรัฐบาล หรือตัวเงินคลังเป็นต้น

risk premium for stock i หมายถึง ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการในการที่จะแบก รับความเสี่ยงจากการถือหุ้นตัวนั้น โดยที่ผลตอบแทนเพิ่มของหุ้นดังกล่าวนี้จะขึ้นอยู่กับขนาดของความ

เสี่ยงของหุ้น (โดยวัดจากค่าเบต้าของหุ้น) และผลตอบแทนเพิ่มของตลาด (market premium)
 ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุน ต้องการอาจสูงขึ้นหรือลดลง ตามขนาดของความเสี่ยงของตลาด

สมการ Security Market Line : SML เป็นสมการที่แสดงคุณภาพของการจัดสรร
 การลงทุนทางการเงินของนักลงทุนแต่ละราย คุณภาพดังกล่าว แสดงไว้ด้วยความสัมพันธ์ระหว่าง
 ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ กับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (โดยการวัดจากค่า เบต้า) ถ้าเรานำสมการคุลย
 ภาพของแต่ละคนมารวมกันก็เป็นสมการของตลาด ซึ่งรู้จักกันในนามว่า Security Market Line
 (SML)

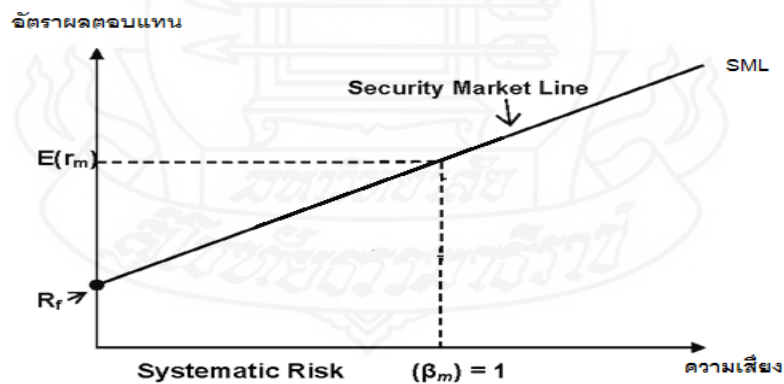
สมการของ SML สามารถเขียนได้ดังนี้

$$E(R_i) = r + (ER_m - r)\beta$$

โดย

β = ค่าความเสี่ยงของหุ้นที่พิจารณา ในกรณีของกองทุนรวมต้องพิจารณา หุ้น
 เทียบกับตลาด

การแสดงกราฟของความสัมพันธ์ตามสมการของ Security Market Line :SML
 ตามภาพที่ 3.10 แกนตั้งแสดงถึงกลุ่มของหลักทรัพย์ หรือกองทุนรวม หรือกลุ่มของหุ้นใน พอร์ตของ
 การลงทุน



ภาพที่ 3.10 เส้น Security Market Line : SML

4. วรรณกรรมเกี่ยวข้อง กับผลตอบแทน ความเสี่ยง กลยุทธ์ของผู้จัดการ กองทุน และการประเมินประเมินผลการดำเนินงาน ของกองทุนรวมตราสารทุน

4.1 ด้านผลตอบแทนและความเสี่ยง

นักลงทุนย่อมเล็งเห็นผลในการลงทุนที่จะลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลประโยชน์สูงสุด และให้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้เสมอดังนั้น โดยการวัดอัตราผลตอบแทนจึงมีผลต่อการพิจารณา และควบคุม มาพร้อมกับความเสี่ยงเสมอจาก ทฤษฎี Capital Asset Pricing : CAPM ได้พัฒนาขึ้นจากแนวความคิด ของ William F. Sharpe และ Jhon Liner ในบทความที่ชื่อ “Capital Asset Pricing : A Theory of market equilibrium under condition of risk ” ในปี ค.ศ. 1964 ผลงานดังกล่าวได้ถูกตีพิมพ์ใน Journal of finance จากนั้นท่านทั้งสองก็ได้มี การเขียนบทความที่เป็นประโยชน์ต่อแวดวงทางการเงินอย่างยิ่งอีก ในบทความที่ชื่อ “The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets” ตีพิมพ์ใน Reveiw of Economic and Statistics ในปี 1965 ซึ่งหลังจากนั้นเอง ทฤษฎี CAPM ก็ได้เป็นที่นิยมกันอย่างแพร่หลายซึ่งได้นำมา เป็นหลักในการทำการศึกษาในครั้งนี้ โดยเฉพาะในด้านของการวิเคราะห์ด้านความเสี่ยงในการลงทุน

ซึ่งหากมอง CAPM อย่างลึกซึ้งแล้ว ทฤษฎี CAPM จะตอบคำถามหลักได้ 4 ประการคือ ทำไมนักลงทุนจึงถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง หลายหลายกลุ่ม แทนที่จะถือสินทรัพย์ที่มีมีความเสี่ยงเพียงกลุ่มเดียว , ปัจจัยใดที่กำหนดคุณภาพของผลตอบแทนของสินทรัพย์เสี่ยงแต่ละประเภทในตลาด ที่ทำให้นักลงทุนเต็มใจที่จะถือครอง , ปัจจัยใดที่กำหนดการตัดสินใจของ นักลงทุนแต่ละรายในการเลือกที่จะถือครองสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และกลุ่มสินทรัพย์ที่มี ความเสี่ยง และ อธิบายผลตอบแทนที่ได้รับจากสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ เช่น หุ้น พันธบัตร หรือ อสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น

ความเสี่ยงอันเกิดจากปัจจัยการลงทุนได้มีการแยกออกเป็น 2 ประเภทคือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ตามความหมายของความเสี่ยงคือ โอกาสที่อาจไม่ได้รับผลตอบแทนตามความตั้งใจไว้ หรือการคาดหวังไว้ ซึ่งกรณีดังกล่าวสามารถวัดได้จากการใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหรือความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทน Andrei A. Lukyanitsa (2009) , Sergei V. Nosov (2009) , และ Alexei G.Shishkin (2009) ได้ทำการศึกษาถึงปัญหาของการลงทุนใน กองทุนรวมในแง่ของการพิจารณาความเสี่ยงที่อาจเป็นไปได้ โดยในงานดังกล่าวได้ทำการศึกษาพิจารณา การสูญเสียไปซึ่งกำไร ส่งผลต่อการเติบโตของตลาด และ

การตกลงนั้นอาจเป็นผลมาจากความเสี่ยง ในการศึกษาดังกล่าวได้ทำการสรุปออกมาเป็น 9 รูปแบบในการนำมาพิจารณาโดยการนำมาประเมินจาก ข้อมูลย้อนหลัง โดยสามารถนำมาประเมิน

การกำหนดระดับ สภาวะการณ์ของกองทุนรวม โดยมีการ อ้างอิงจากแผนที่ ของ คาร์โฮเนน (Kahonen Self – Organizing Maps) โดยการแบ่งออก 5 หมวด ในทฤษฎีดังกล่าวครอบคลุมโครงสร้าง ของความสมเหตุสมผลทางกลยุทธ์ สำหรับความละเอียดอ่อนด้านความเสี่ยง ที่อาจส่งผลกระทบต่อพอร์ตการลงทุนของนักลงทุน โดยในการศึกษาดังกล่าว สามารถนำทฤษฎีต่างๆ มาใช้ การเปลี่ยนแปลงไปตลอด 4 ปี และแสดงให้เห็นถึง ประสิทธิภาพที่สูง และ ความแข็งแกร่ง ในการเจริญเติบโต และการตกลง ความคู่กันไปของตลาด ในการศึกษาได้ระบุไว้ว่า ขณะศึกษาเป็นช่วงที่สถานการณ์ทางการเงินของโลกมีกระแสที่วิกฤติ จากการศึกษาได้ผลการศึกษานำมากำหนดไว้เป็นระดับโดยได้กำหนดไว้ 5 หมวดดังต่อไปนี้ ตามตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 การแบ่งหมวดของผลตอบแทน

หมวด (Category)	รายละเอียด (Description)
AA	มีผลตอบแทนที่สูง มีการบริหารจัดการสูงสุด มีประสิทธิภาพ และมีความเสี่ยงที่ต่ำ
A	มีผลตอบแทนสูงที่สุด และมีการบริหารจัดการที่ดี ประสิทธิภาพสูง ขณะที่ความเสี่ยงสูง
B	มีผลตอบแทน การบริหารจัดการ ประสิทธิภาพและความเสี่ยง ปานกลาง
C	กองทุนแนวไม่เคลื่อนไหวมาก (Conservative Funds) มีผลตอบแทน และความเสี่ยงต่ำ
D	กองทุนที่ต้องอยู่ในดุลพินิจอย่างมากในการที่จะเลือกหรือตัดสินใจลงทุน (Speculative Funds) เป็นกองทุนที่ การบริหารจัดการที่ต่ำ ขณะเดียวกันไม่มีความน่าสนใจและไม่แนะนำให้ลงทุน

จิรัตน์ สังข์แก้ว (2543) ได้อธิบายในความเป็นมาของค่า ความเสี่ยงโดยได้กล่าวถึงค่าของเบต้า ดัชนีความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยการที่การวัดความเสี่ยงดังกล่าวคือวัดความเสี่ยงโดยรวมของกลุ่มหลักทรัพย์โดยคำนึงถึงผลของการกระจายการลงทุนต่อส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่ง หากในการศึกษาพิจารณาในเรื่องของความเสี่ยงแล้ว จะประกอบด้วยความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ โดยได้อธิบายไว้ว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบนั้นเกิดจากปัจจัยภายนอกของบริษัท อันส่งผลกระทบต่อทุกหุ้นของบริษัท อย่างไรก็ตามหุ้นทุกตัวก็ย่อมได้รับผลกระทบที่แตกต่างกันออกไปในความมากน้อยที่แตกต่างกัน ซึ่งหากหุ้นของบริษัทที่ได้รับผลกระทบมากเมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นตัวอื่น โดยรวม

แล้ว ก็จะถือได้ว่าเป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงในทางกลับกันหากหุ้นที่ได้รับผลกระทบน้อยเมื่อเทียบกับหุ้นตัวอื่นก็ถือว่ามีความเสี่ยงที่ต่ำ

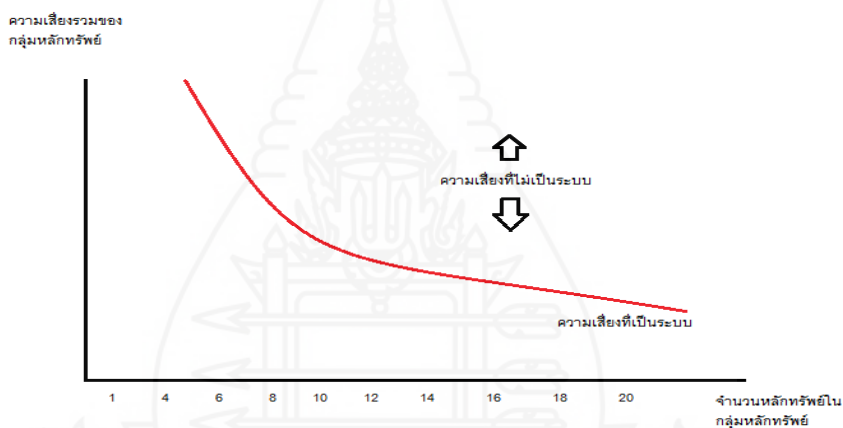
ซึ่งจากความหมายดังกล่าว สามารถทำให้ในการศึกษาสามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดได้ โดยทั่วไปในการใช้สมการ Characteristic Line หรือ Market Model เพื่อการหาความสัมพันธ์ ดังกล่าว โดยเรียกดัชนีชี้ระดับของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของตลาดว่า ค่าสัมประสิทธิ์ เบต้า (Beta coefficient) ทั้งนี้ค่าดัชนีดังกล่าวได้ถูกนำมาใช้ในการจัดสรรการกระจายหุ้นตามค่าของดัชนีเบต้า ว่ามีความเสี่ยงในปริมาณมากน้อยเท่าใดในการเลือกหน่วยในการจัดสรรในการลงทุน

George Yungchih Wang (2009-2010) ศึกษาเพื่อการนำเสนอในการหาเหตุผลว่าจะปรับเปลี่ยนการถือหน่วยลงทุน (Stock Holding) จำนวนเท่าใดจึงจะถือว่ามีความสามารถในการให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุด และมีความความเสี่ยงที่ต่ำที่สุด โดยใช้รูปแบบของ Ordinary Least Square (OLS) และ Generalized autoregressive conditional heteroscedasticity model (GARCH) โดยใช้ข้อมูลในปี 1991-2009 ของ ตลาดหลักทรัพย์ของไต้หวัน โดยพิจารณาที่กองทุนรวมในการพิจารณาหน่วยลงทุน โดยพบว่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมพิจารณาที่มีโอกาสทำกำไร สูงสุดและมีความเสี่ยงต่ำสุด ต้องอยู่ที่ 21-24 หน่วยลงทุน ซึ่งในการพิจารณาหน่วยลงทุนนั้น นอกจากมีผลต่อกำไรของการลงทุนแล้ว ถือเป็นการจัดการกลยุทธ์ในการจัดหน่วยการลงทุน ของนักลงทุนทั่วไปได้ด้วย

ในการพิจารณาเลือก การลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการป้องกันความเสี่ยงแล้ว บางรายจำเป็นต้องเลือกอย่างพินิจพิเคราะห์ และอย่างถี่ถ้วน Karla Steinbrugge Fant , Steven Navas หน้า 125 ได้มีการให้แนวทางของการเลือกกองทุนรวมเพื่อการลงทุนไว้อย่างน่าสนใจว่า ในการเลือกการจัดการของกองทุนหรือ การเลือกหน่วยลงทุนสำหรับกองทุนรวมนั้นอาจต้องนำเอา กองทุนมาทำการเปรียบเทียบกัน ไม่น้อยกว่า 6 กองทุนรวม โดยพิจารณาประเด็นความเสี่ยงโดยการเน้นไปพฤติกรรมของ ที่อาจเป็น อิทธิพลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งมีการนำเอามาเป็นแนวทางที่ใช้ในการตัดสินใจ ในการเปรียบเทียบตลอดจนการเลือกที่ซื้อกองทุนรวมนั้น ๆ

จิรัตน์ สังข์แก้ว (2543) ได้มีการนำเสนอตามภาพที่ 3.11 อธิบายว่า

“ เมื่อจำนวนหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ มีมากขึ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์ก็จะลดลง ส่วนที่ลดลงคือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของหลักทรัพย์ ดังนั้นหากมีการกระจายการลงทุนที่ดีพอ ความเสี่ยงที่ยังคงเหลืออยู่ก็จะเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ดังนั้น การพิจารณาความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ ในรูปของความเสี่ยงรวมซึ่งจะวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน หรือความแปรปรวนนั้นก็ไม่น่าเป็นสิ่งที่เหมาะสมอีกต่อไป เนื่องจากส่วนหนึ่งของความเสี่ยงนั้นสามารถขจัดออกไปได้จากการกระจายการลงทุน นั่นคือในการศึกษาควรพิจารณาการกระจายการลงทุน นั่นคือในการศึกษาควรมีการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน(ที่เป็นระบบ) กับความเสี่ยงที่ไม่อาจขจัดได้โดยการกระจายการลงทุนหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบนั้น ”



ภาพที่ 3.11 ผลของการกระจายการลงทุนต่อส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์

พิจารณาประสิทธิภาพของการดำเนินงาน XU ning , LIU Zhi-xin (2009) มีการนำเอาค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า มาใช้งาน ซึ่งอยู่บนความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนความเสี่ยง โดยการศึกษา Single Function model ของ 3 ทฤษฎี คือ ของทฤษฎี sharpe (1964) , Treynor(1965) และ Jansen(1968) ในงานวิจัยนี้ได้มีการโครงสร้างแบบ ใช้แบบหลายรูปแบบ ในสถานะของ CAPM (Capital Asset Pricing Model) ซึ่งนำมาใช้ในการตัดสินใจในการพิจารณาอย่างอิสระ ของศักยภาพ (Performance Comprehensively) ของ กองทุนรวมแต่ละกองทุน ปัจจัยที่นำมาพิจารณาทั้งขนาด การถ่วงดุลของตลาด จากนั้นก็มีการพิจารณาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ ศักยภาพของกองทุนรวม ด้วย Method of LR ซึ่งเน้นความนิยมของตัวกองทุนรวม โดยอาศัย สถานะระหว่าง

Conditional CAPM และ Unconditional CAPM ปัจจัยสุดท้ายที่นำมา พิจารณาในค่าของ เบต้า และ อัลฟา

4.2 วรรณกรรมการวิเคราะห์กลยุทธ์ของการลงทุน

จากการตรวจสอบจากเอกสารกองทุนเปิด JUMBO 25 ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการทหารไทย (2552-2555) เน้นลงทุนในหุ้นเต็มอัตรา (Fully Invested) ตลอดเวลาโดยจะลงทุนในหุ้นสามัญ หรือ หุ้นบุริมสิทธิ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณา 25 บริษัทแรก ที่เข้าเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์เกณฑ์ดังกล่าวได้พิจารณาโดยถือ มูลค่าหลักทรัพย์เป็นเกณฑ์ ตลาด (Market Capitalization) ผลประกอบการของบริษัท การจ่ายเงินปันผลหรือประกาศที่จะจ่ายเงินปันผล สภาพคล่องของหลักทรัพย์ และการควบคุมการกระจุกตัวของหลักทรัพย์ในแต่ละอุตสาหกรรม โดยบริษัทจัดการจะทำการปรับเปลี่ยนรายชื่อหลักทรัพย์ปีละ 2 ครั้งในวันทำการแรกของเดือนมีนาคม และ วันทำการแรกของเดือนกันยายน

การพิจารณานโยบายหรือกลยุทธ์ดังกล่าว พิจารณาเรื่องสภาพคล่องของ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นหลักในการบริหารการจัดการกองทุน โดย เน้นไปที่การจ่ายเงินปันผล โดยมีการเน้นการเปลี่ยนการถือหน่วยลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ปีละถึงสองครั้ง ซึ่งถือเป็นกลยุทธ์ของการดำเนินการหรือ นโยบายการลงทุน ของกองทุนเปิด JUMBO 25 ของบริษัทหลักทรัพย์ทหารไทย

ขณะที่กองทุนเปิดเค หุ้นทุน : ของบริษัท หลักทรัพย์การจัดการกองทุนกลีรไทย (2552-2555) มีนโยบาย หรือกลยุทธ์ที่จะลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอันเป็นหรือเกี่ยวข้องกับตราสารแห่งทุน โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน ภายใต้หลักเกณฑ์ที่กฎหมาย ก.ล.ด. กำหนด และจะลงทุนบางส่วนในเงินฝาก ตราสารทางการเงิน และตราสารแห่งหนี้ รวมทั้งหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่น หรือการหาออกผลโดยวิธีอื่นที่ไม่ขัดต่อกฎหมาย ก.ล.ด. โดยจะเน้นลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีความมั่นคง และให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมเมื่อเทียบกับระดับความเสี่ยง ทั้งนี้ กองทุนอาจจะลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารการลงทุน (Efficient Portfolio Management) อย่างไรก็ตาม กองทุนจะไม่ลงทุนในตราสารที่มีลักษณะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแฝง (Structured Note)

กองทุนเปิดทหารไทย SET ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการทหารไทย (2552-2555) “กองทุนมีนโยบายที่จะพยายามลงทุนในหุ้นเต็มอัตรา (fully invested) เพื่อให้สามารถสร้างผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับดัชนี SET ให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ บริษัทจัดการขอสงวนสิทธิ์ที่จะเปลี่ยนดัชนีที่กองทุน

ใช้อ้างอิงในการสร้างผลตอบแทนเป็นดัชนีอื่นใดแทนดัชนี SET ในกรณีที่ดัชนีดังกล่าวถูกยกเลิกหรือ จะไม่มีการคำนวณอีกต่อไป โดยดัชนีที่จะนำมาใช้แทนจะต้องเป็นดัชนีที่วัดผลตอบแทนของการลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวม ซึ่งจากการศึกษาโดยภาพรวมบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ การเน้นทั้งตลาดในเชิงรุกและเชิงรับ โดยมีทั้งการรอคอย และการปรับเปลี่ยนตามตามตลาดทั้งนี้ ผู้จัดการกองทุนรวมจะเป็นผู้พิจารณาถึงความเหมาะสม ซึ่งในบางงานวิจัยได้ทำการศึกษาถึง ความสัมพันธ์ระหว่าง ประสิทธิภาพของกองทุนรวมและ ผู้จัดการกองทุนว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร

Zuoxing Huang และ Shiming Xiao (2008) ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวที่ จะสะท้อนให้เห็นแง่มุมของประสิทธิภาพของกองทุน เทียบกับตัวผู้จัดการกองทุน โดยนำแนวความคิด ของ Treynor และ Muzuy (1966) และ Henrikson และ Merton (1981) มาเป็นรูปแบบใน การศึกษา โดยกำหนดตัวแปรต้น (Independent variable) คือ Excess Index Growth (%) (EIG) และตัวแปรตาม (Independent variable) 1) Study Major Background (SMB) 2) Graduated Collage Background (GCB) 3) Abroad Study Background (ASB) 4) Finance Work Time (FWT) 5) Position Fund Time (PFT) 6) Run Fund Number (RFN) 7) Experience Fund Company Number (EFN) ทั้งนี้ จากการวิเคราะห์สถิติ ข้อมูลของผู้จัดการกองทุนรวมช่วงปี 2005-2007 ค่าของ Position Fund Time (PFT) โดยเฉลี่ย ของผู้จัดการกองทุน พบว่า เท่ากับ 2.6 ปี (941 วัน) น้อยที่สุดคือ ครึ่งปี หรือ 185 วัน และที่มากที่สุด คือ 9.6 ปี (3479 วัน) , 87.97% ของผู้จัดการกองทุนที่ จบการศึกษาในระดับ วิทยาลัย และ มหาวิทยาลัย ค่าเฉลี่ยของ Finance work time คือ 8.9 ปี , ค่าเฉลี่ย ของ Run Fund Number คือ 2.3 ซึ่งจากการศึกษา SMB , GSB , ASB นั้น ไม่มีนัยสำคัญที่มีอิทธิพล ต่อ ค่า Excess Index Growth : EIG ของกองทุนรวม ขณะที่ ตัวแปร ของ RFN , EFN , FWT , PFN มีนัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อ ค่า Excess Index Growth : EIG ของกองทุนรวม

Roland Jeurissen and Jan van den Berg(2008) ได้มีการศึกษาถึงการจัดการเชิงกล ยุทธ์ของการจัดพอร์ตของการลงทุน โดยได้กำหนดไว้เป็น 3 แนวทาง คือ แบบ 1) การจัดการบริหาร เชิงรุก (Active Management) 2) การจัดการบริหารเชิงรับ (Passive Management) 3) การจัดการ บริหารแบบผสม (Mixed Strategies , Active and passive management) ซึ่งการศึกษา ของ งานวิจัยดังกล่าว ได้แสดงความคิดเห็นว่า การจัดการแบบ จับไวนั้น ต้องอาศัยทักษะของผู้ลงทุนหรือ ผู้จัดการกองทุนนั่นเองก็มีการตรวจสอบประสิทธิภาพของตราสารทุนอย่างต่อเนื่อง และจับไวนั่นเอง

Roland Jeurissen(2008) และ Jan van den Berg(2008) ได้ใช้จากงานวิจัย ดังกล่าวมี การใช้ S&P 500 ในการพิจารณาเลือกความ เหมาะสมของ การลงทุนในหลักทรัพย์ S&P 500 คือการ จัดลำดับของความน่าเชื่อถือ บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีผลต่อการลงทุนของนักลงทุน ทั้งนี้

ในงานวิจัยชิ้นนี้นอกจากการใช้ S&P500(USA.) แล้วยังได้นำ FTSE 100 (UK), Hang Seng (Hong Kong), Xetra DAX 100 (Germany) and Nikkei 225 (Japan). มาประกอบการพิจารณาด้วย ซึ่งในการเลือกพอร์ตของการลงทุนแล้วจำเป็นต้องนำมาประกอบการพิจารณาอย่างยิ่ง เน้นอนการรู้เขารู้เราในการศึกษาเพื่อทำให้ความเสี่ยงในการเลือกลดน้อยลง

การวิเคราะห์แนวทางกลยุทธ์ในการพิจารณาการดำเนินไปของการ บริหารการจัดการ กองทุน โดยโดยหลักแล้ว กลยุทธ์ของการดำเนินการบริหารจัดการกองนทุน ประกอบด้วย 2 แนวทางหลัก ๆ คือ การจัดการกลยุทธ์แบบเชิงรุก (Active Strategic Investment Portfolio Management) และการจัดการกลยุทธ์แบบเชิงรับ (Passive Strategic Investment Portfolio Management) ซึ่ง Reilly , Brown (2006) ได้มีการ กล่าวถึงกระบวนการบริหารจัดการพอร์ตของการลงทุน (Portfolio Management Process) ไว้ ดังแผนภาพ การตรวจสอบการลงทุนของกองทุน รวมตราสารทุนว่า แต่ละกองทุนมีการบริหารจัดการในการลงทุนอย่างไร กองทุนมีการป้องกัน ความเสี่ยงในการจัดบริหารการจัดการกองทุน โดยจะมีการกระจายการลงทุนไปยังหน่วยลงทุนต่าง ๆ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน

มีการศึกษาประสิทธิภาพของกองทุนรวมในแคนาดาปี1985-1996 โดย George Athanassakos , Peter Carayannopoulos และ Marie Racine (2002) ได้ทำการศึกษาในเรื่อง วิธีการอย่างไรที่มีประสิทธิภาพการบริหารการลงทุนเชิงรุก โดยทำไมการบริหารจัดการกองทุน ทำไม่ ไม่สร้างประสิทธิภาพอย่างเสมอดันเสมอปลาย

N.D. Filippas (2001) และ Christine Psoma (2001) ได้ร่วมกันในการศึกษา ศักยภาพของกองทุนรวมประเภทตราสารทุนของ ประเทศกรีซ ซึ่งการศึกษา Treynor and Mazuy(1966) เป็นตัวแบบในการศึกษาศักยภาพ (Performance) ของผู้จัดการกองทุนรวมตราสาร ทุน โดยสามารถทำการตรวจสอบพบว่า ผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนทั้ง 17 กองทุนรวมตราสารทุน ของประเทศกรีซในช่วงที่ทำการศึกษานั้น ค่าของ α ซึ่งหมายถึงค่าของการคัดสรรหน่วยลงทุนที่จะ นำมาลงทุนใน พอร์ตของการลงทุน มี 14 กองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลเป็น บวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามี กองทุนเกินกว่าครึ่งที่มีความสามารถในการคัดสรร (Selective Efficiency) ซึ่งค่าของ β_1 ซึ่งใน การศึกษาดังกล่าวได้กำหนดให้เป็น b_p นั้นมีค่าเป็น บวก 17 กองทุน ซึ่งหากสรุปตามหลักการก็ หมายความว่า ทั้ง 17 กองทุนรวมตราสารทุนมีแนวทางในการปรับเปลี่ยนไปตามตลาดไม่มีกองทุนใด สวนทางกับการเปลี่ยนแปลงของตลาด แต่ตามบทความไม่ได้แสดงให้เห็นว่า มีค่าเท่าใด มากหรือน้อย

กว่า 1 เพราะหากมากกว่า 1 แล้วแสดงว่ามีการปรับตัวไวกว่าตลาด ในทางกลับกันก็就会有ความหมายว่า ปรับปรับตัวช้ากว่าตลาด

ซึ่งจากการศึกษาดังกล่าว ได้บทสรุปของการศึกษาว่า เป็นเหตุผลเชิงประจักษ์ที่ว่า แม้จะไม่มีหลักฐานอันเป็นที่เปิดเผยจากการบริหารงานของผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนใด ๆ ใน การศึกษาก็สามารถหาข้อสรุปได้จาก การคิดค้น ในช่วงเวลา กว่า สามสิบปีที่ผ่านมาของ Treynor and Mazuy in 1966 to work of Gallo -Swanson in 1996 นั้นเอง ซึ่งในการศึกษาได้หิยบกว่า การศึกษาแบบ quadratic regressions ของ Treynor and Mazuy (1996)เอง นั้น ได้ทำการศึกษา กองทุนเปิดที่เป็น กองทุนรวม 57 กองทุนได้ผลเป็นที่น่าผิดหวัง โดยเป็นกองทุนที่ ไม่พึงประสงค์ถึง ร้อยละ 95 ขณะเดียวกัน มีเพียงกองทุนเดียวเท่านั้นที่ เป็นที่น่าประทับใจ

4.3 วรรณกรรมเกี่ยวข้องกับการประเมินผลการดำเนินงาน ของกองทุนรวมตราสารทุน

ในการจัดลำดับของกองทุนรวมพนตลาดโดยทั่วไป มาตรวัดที่สำคัญและเป็นที่นิยมใน การนำมาประเมินผลการดำเนินงาน Sharpe Index , Theynor Index และ Jensen Index

ในปี 1966 เป็นปีที่ William F. Sharpe ได้ส่งผลงานวิจัยตีพิมพ์ในนิตยสาร The Journal of Business ของเดือนมกราคม ในปี 1966 โดยเนื้อหาของงานวิจัยได้ได้ทำการศึกษาใน 3 เขตพื้นที่ แตกต่างกัน ตามทฤษฎี CAPM under conditions of risk ในการศึกษาครั้งนั้น ทำการประเมินผลการ ดำเนินงานของกองทุนรวม ประเภทกองทุนเปิด (OPEN-END Mutual Funds) โดยทำการศึกษาทั้งสิ้น 34 กองทุน โดยทำการศึกษา ในช่วงปี 1954-63

Michael C. Jansen (1968) จากผลงานตีพิมพ์ The Journal of Finance จาก การศึกษาในเรื่อง ปัญหาในการเลือก (Problems in selection of security portfolio) โดย การศึกษา ประสิทธิภาพของกองทุนรวมในช่วงปี 1945 – 1964 การศึกษาเน้นเฉพาะในเรื่องของการ บริหารการจัดการพอร์ตของการลงทุน โดยเน้นย้ำที่การประเมินประสิทธิภาพของพอร์ต ความเสี่ยงของ การลงทุน หลักการของการศึกษา พอร์ต เน้นที่ ประสิทธิภาพ (Performance) โดยมุ่งประเด็นน้อย ที่สุด สองมิติของการพิจารณา : 1) การวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการเพิ่มเข้าในพอร์ตของการลงทุน หรือ ความสามารถของผู้จัดการพอร์ตการลงทุน (Portfolio Manager) ที่จะมืผลต่อการที่ทำให้มูลค่าของ หลักทรัพย์สูงขึ้นในอนาคต 2) ค่าน้อยที่สุด(พิจารณาจาก การกระจายอย่างพอเพียง หรือ พอดี) ที่ ผู้จัดการพอร์ตการลงทุน (Portfolio Manager) มีหลักประกันความเสี่ยงที่เกิดขึ้น โดยจำนวนที่จะถืออยู่ ในพอร์ตเป็นเท่าใด ผลจากการศึกษาปรากฏว่า มีจำนวนของกองทุนรวมจำนวนโดยเฉลี่ย 115 กองทุน ที่ไม่สามารถคาดเดา มูลค่าของผลตอบแทนในอนาคตได้ มีเพียงน้อยนิดของกองทุนที่ โคลเด่นพอที่จะ

มีนัยสำคัญ ขณะที่พิจารณาในเรื่องของการกระจายที่ ผู้จัดการพอร์ตการลงทุน (Portfolio Manager) มีหลักประกันความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ในการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงไปเกิดที่ ผู้ถือหุ้นของกองทุน ซึ่ง ปัจจุบันอาจมองว่าเป็น Unsystematic Risk คือความเสี่ยงที่เกิดจากภายในขององค์กร

ในการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมสามารถศึกษาด้านการเจริญเติบโตของกองทุนได้ จากการศึกษาของ M. JAYADEV (1996) ในประเทศอินเดีย สำหรับประเทศไทยไม่ค่อยมีข่าวเกี่ยวกับการลงทุนของประเทศอินเดียมากนัก จากผลการศึกษา ผู้ทำการศึกษาหรือทำการวิจัยโดยใช้ มาตรฐาน Jansen(1968) ,Theynor (1965) และ Sharpe(1966) โดยทำการศึกษา เพียงสองกองทุน (Mestergain และ Magnum Express) เท่านั้นได้ตั้งคำถามไว้ 2 คำถามเพื่อหาคำตอบจาก การทำการศึกษาครั้งนี้ 1).ในการศึกษาเน้นที่ขณะที่เติบโตของกองทุนรวม ได้รับผลตอบแทนจะได้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดหรือน้อยกว่าผลตอบแทนของตลาด ในแง่ของความเสี่ยง 2) การศึกษาขณะที่กองทุนรวมการเติบโต ความสามารถนำพาประโยชน์จากการกระจายการลงทุน , ความจำเป็นในการปรับตัวตามตลาด และการเลือกที่จะลงทุนของนักลงทุนเป็นอย่างไร

โดยผลจากการศึกษาพบว่า สองกองทุนไม่มีผลตอบแทนที่ มากกว่าผลตอบแทนของตลาด แต่ด้านผลการวัดประสิทธิภาพของความสามารถนำพาประโยชน์จากการกระจายการลงทุน , ความจำเป็นในการปรับตัวตามตลาด และการเลือกที่จะลงทุนกลับมีประสิทธิภาพที่ดี คือมีการลดทอนความเสี่ยงได้อย่างดี ซึ่งถือเป็นความสามารถที่ดีของผู้จัดการกองทุน

สำหรับในประเทศไทยการประเมินประสิทธิภาพของกองทุนรวมตราสารทุน ในช่วง ปี 2003 – 2007 Ekkachau Boonchuaymetta (2008) ได้ศึกษากองทุนรวมตราสารทุนไทย จำนวน 48 กองทุน โดยการศึกษาครั้งนั้น ก็ได้นำ Theynor measure , Sharpe measure Jensen measure และ Theynor และ Mazuy measure มาใช้ในการประเมินประสิทธิภาพของกองทุนรวมตราสารทุนไทย ในการศึกษาครั้งนั้นได้ทำการศึกษาย้อนหลัง 5 ปี

โดยจากการศึกษา ไม่ได้เน้นยืนยันงานที่จะยืนยันประสิทธิภาพที่ทำการศึกษาลดไป โดยประสิทธิภาพนั้นสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตามเวลา และเป้าหมายของกองทุนรวมตราสารทุน แต่ละกองทุนรวม ซึ่ง ตัวอย่างเช่นกองทุนที่การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้เน้น คือกองทุนที่ปรับเปลี่ยนอย่างรวดเร็ว (Aggressive funds) และ กองทุนที่เน้นอนุรักษ์ (Consevative Funds) จากการวิจัย ได้สรุปให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจากมาตรฐานที่ทำการศึกษา โดยภาพรวมไม่ดีขึ้นในขณะนั้น ผู้จัดการกองทุนในการปรับตัวให้ทันกับตลาด ตลอดจนการคัดสรรหน่วยลงทุน ในการศึกษาพบว่า มีเพียง สิบกองทุนเท่านั้นที่มีนัยสำคัญ สำหรับ Jansen's model แสดงให้เห็นว่ามีเพียง 14

กองทุนเท่านั้นที่ให้ค่าเป็นบวก สำหรับ Coefficient ที่ใช้สำหรับการวัด ขณะที่ไม่มีกองทุนใดเลยมีนัยสำคัญสำหรับมาตรวัดแบบ Theynor's ratio และมีเพียง 5 กองทุนเท่านั้นที่มีค่าที่ดีกว่าตลาดใน Sharpe's ratio

จากผลการวิจัยครั้งนั้น ทำให้แนวคิดและวิธีการถูกนำมาใช้ในการวัดด้านประสิทธิภาพและการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวม อย่างกว้างขวาง โดยการวิจัยดังกล่าว เป็นที่ยอมรับในระดับหนึ่งว่าสามารถนำมาใช้ในการประเมินได้ ซึ่งในการประเมินจำเป็นต้องใช้หลายแนวทาง เพื่อการนำมาซึ่งผลลัพธ์ที่ต้องการ ดังนั้นในงานวิจัยชิ้นนี้จึงได้ มีการใช้หลายแนวทางในการพิสูจน์ และวัดผลของกองทุนรวมตราสารทุน ซึ่งรายละเอียดของการวิจัยจะกล่าวในบทถัดไปต่อจากนี้

