

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญของปัญหา

การลงทุนหรือการออม จะเกิดขึ้นเมื่อบุคคลใดบุคคลหนึ่งมีรายได้มากกว่ารายจ่าย บุคคลนั้นจึงนำเงินที่เหลือใช้ไปหาผลประโยชน์และผลตอบแทนเพื่อให้เงินที่เหลือใช้นั้นงอกเงยเพิ่มพูนซึ่งการนำเงินที่เหลือใช้ไปหาประโยชน์นั้นสามารถที่กระทำได้หลายวิธีเช่น การนำเงินไปลงทุนในตราสารทางการเงินทั้งในตลาดเงิน (Money Market) หรือในตลาดทุน (Capital Market)

แต่การจัดสรรเงินลงทุนของประชาชนเพื่อลงทุนในตราสารทางการเงินไม่ได้เกิดขึ้นง่าย ๆ เนื่องจากก่อนตัดสินใจลงทุนผู้ออมหรือผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาให้รอบคอบก่อนว่าจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใด บริษัทใด เนื่องจากมีบริษัทให้เลือกเป็นจำนวนมาก ถ้าทราบก่อนล่วงหน้าผู้ลงทุนคงเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่ดี เพราะจะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงตามไปด้วย แต่ในความเป็นจริงไม่มีใครทราบได้ โดยทั่วไป ผู้ลงทุนเป็นบุคคลภายนอกบริษัทจะไม่มีทางทราบได้เลยว่าบริษัทมีโครงการลงทุนดีจริงหรือไม่ มีผลการดำเนินงานที่แท้จริงเป็นอย่างไร หรือมีศักยภาพในการเติบโตแค่ไหน ขณะที่ผู้บริหารคณะกรรมการของบริษัทจะทราบดี จึงเป็นปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูล (asymmetry information) ซึ่งเป็นปัญหาพื้นฐานในระบบการเงินของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก นอกจากนี้ผู้ลงทุนต้องทำการรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัท ต้องเจาะต่อร่องเงื่อนไขในสัญญาเพื่อลดโอกาสที่บริษัทจะเอาเปรียบผู้ลงทุน ติดตามผลการดำเนินงานของบริษัท และดำเนินการตามกฎหมายเพื่อให้มีการปฏิบัติตามสัญญา เมื่อพิจารณาถึงกระบวนการลงทุนในหลักทรัพย์ข้างต้นแล้วจะพบว่าจะเป็นภาระต่อผู้ลงทุนอย่างมาก

ดังนั้นธุรกิจจัดการลงทุน (Asset Management) ในฐานะที่เป็นผู้จัดการเงินทุนที่มีผู้จัดการกองทุนรวมที่มีความรู้ความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลข่าวสารทางเศรษฐกิจและการเงิน เพื่อการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพจึงมีบทบาทสำคัญในการลดปัญหาดังกล่าว

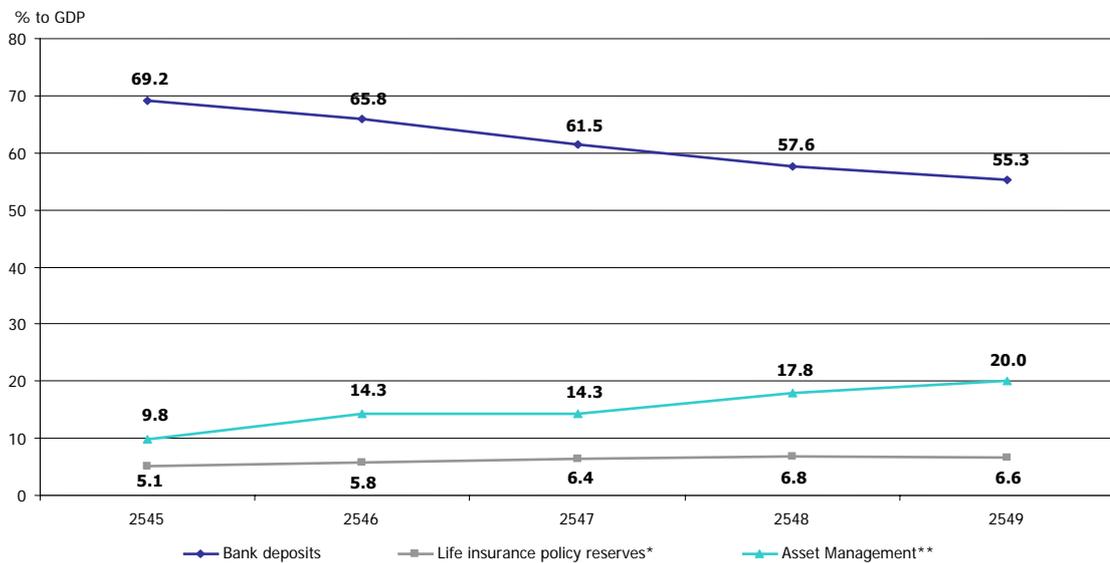
ข้างต้น และนอกจากนี้แล้วการลงทุนผ่านกองทุนรวมยังมีประโยชน์หลาย ๆ ด้าน เช่น มีอำนาจในการต่อรองสูง การลงทุนใช้เงินลงทุนจำนวนน้อยแต่สามารถกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่าลงทุนด้วยตนเองเนื่องจากมีเงินที่จะซื้อหลักทรัพย์ได้มากกว่าการลงทุนด้วยตนเอง และมีความสะดวกในการลงทุนไม่ต้องไปติดต่อซื้อขายหลักทรัพย์หรือติดตามภาวะเคลื่อนไหวราคาหลักทรัพย์ด้วยตนเอง

โดยผู้ที่ต้องการลงทุนในกองทุนรวมสามารถทำได้โดยการมาซื้อหน่วยลงทุนกับกองทุนรวมตามนโยบายการลงทุนที่มีการแจ้งไว้ล่วงหน้า แล้วผู้จัดการกองทุนก็จะนำเงินไปลงทุนตามโครงการที่ได้แจ้งไว้ล่วงหน้า เมื่อได้ผลตอบแทนจากการลงทุนก็จะสะสมไว้ในกองทุนรวม ซึ่งผู้ลงทุนแต่ละบุคคลอาจจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนไม่เท่ากันขึ้นอยู่กับจำนวนหน่วยลงทุนที่ถือ

โดยในปัจจุบันนักลงทุนรายย่อยหันมาให้ความสนใจกับการลงทุนผ่านกองทุนรวมเพิ่มมากขึ้น สืบเนื่องจากปัจจุบันแนวโน้มการลงทุนในเงินฝากของธนาคารพาณิชย์มีแนวโน้มลดลง โดยในปี พ.ศ. 2545 มีการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์คิดเป็นร้อยละ 69.2 ต่อจีดีพี แต่ในปี พ.ศ. 2549 การฝากเงินมีสัดส่วนลดลงเหลือเพียงร้อยละ 55.3 ต่อจีดีพี ในขณะที่การลงทุนในธุรกิจจัดการลงทุนหรือกองทุนรวมกลับมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยในปี พ.ศ. 2545 การลงทุนในกองทุนรวมมีสัดส่วนคิดเป็นร้อยละ 9.8 ต่อจีดีพี และในปีพ.ศ. 2549 เพิ่มขึ้นร้อยละ 20 ต่อจีดีพี (ดังภาพที่ 1.1) และเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์พบว่าในปี พ.ศ. 2549 การลงทุนในกองทุนรวมมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ 1,222 พันล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 24 ของมูลค่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

และเมื่อพิจารณากองทุนรวมแยกตามนโยบายการลงทุนจะพบว่า ณ มี.ค. พ.ศ. 2550 กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ (Fixed Income Funds) หรือต่อไปจะเรียกว่า “กองทุนรวมตราสารแห่งนี้” เป็นกองทุนรวมที่มีสัดส่วนมากที่สุด คิดเป็นร้อยละ 56 ของกองทุนรวมทั้งหมด รองลงมาคือ กองทุนรวมผสมมีสัดส่วนคิดเป็นร้อยละ 19 ของกองทุนรวมทั้งหมด และกองทุนรวมตราสารแห่งนี้มีสัดส่วนคิดเป็นร้อยละ 8 ของกองทุนรวมทั้งหมด (ดังภาพที่ 1.2)

ภาพที่ 1.1
มูลค่าการลงทุนในแต่ละทางเลือกต่อ GDP

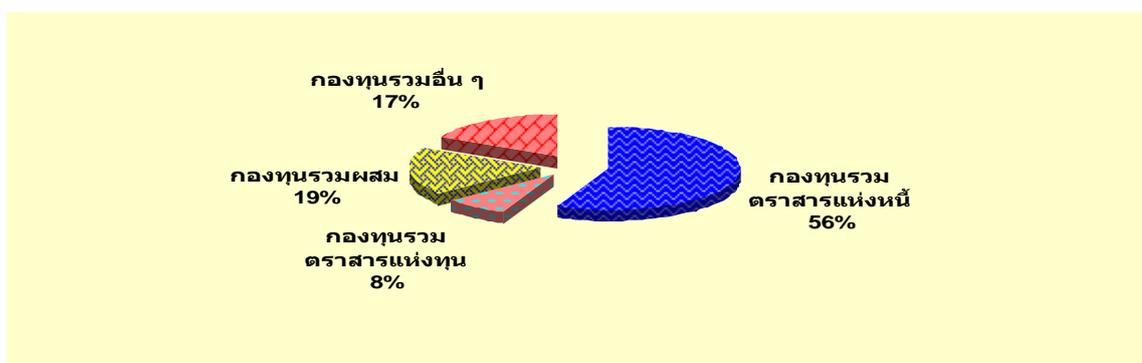


Source: Bank of Thailand, and Securities and Exchange Commission, Thailand

Note: * as of Q2 2006

** Mutual funds (excluding special funds and country funds) + private funds + provident funds

ภาพที่ 1.2
สัดส่วนของกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน

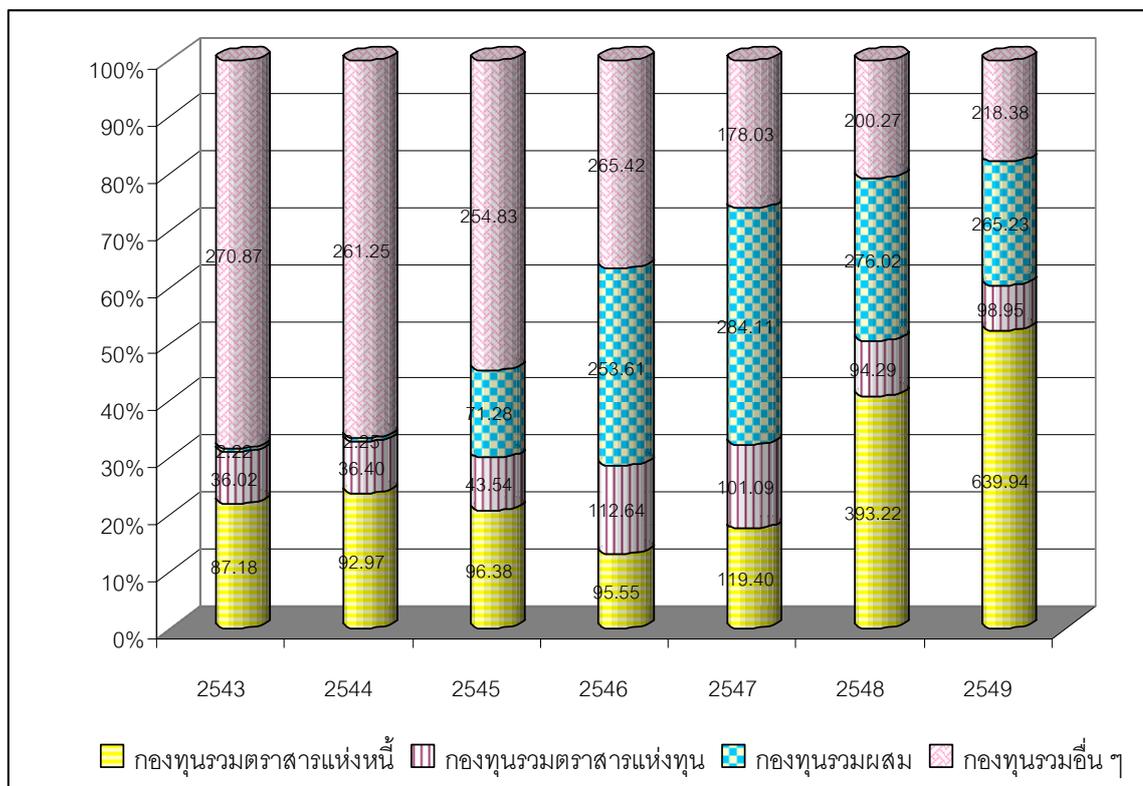


ที่มา : รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

และเมื่อย้อนกลับไปดูข้อมูลในอดีตของกองทุนรวมที่แยกตามนโยบายการลงทุนจะพบว่า ในปัจจุบันสัดส่วนของกองทุนรวมที่แยกตามนโยบายการลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงเป็นอย่างมาก โดยในปี พ.ศ. 2543 กองทุนรวมที่มีสัดส่วนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิมากที่สุดคือกองทุนรวมอื่น ๆ มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ 270.87 พันล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 68 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมทั้งหมด รองลงมาคือ กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ 87.18 พันล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 22 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมทั้งหมด แต่ในปี พ.ศ. 2549 กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 639 พันล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 52 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมทั้งหมด โดยในปี พ.ศ. 2548 กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มมากขึ้นอย่างก้าวกระโดด (ดังภาพที่ 1.3)

ภาพที่ 1.3

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน (พันล้านบาท)

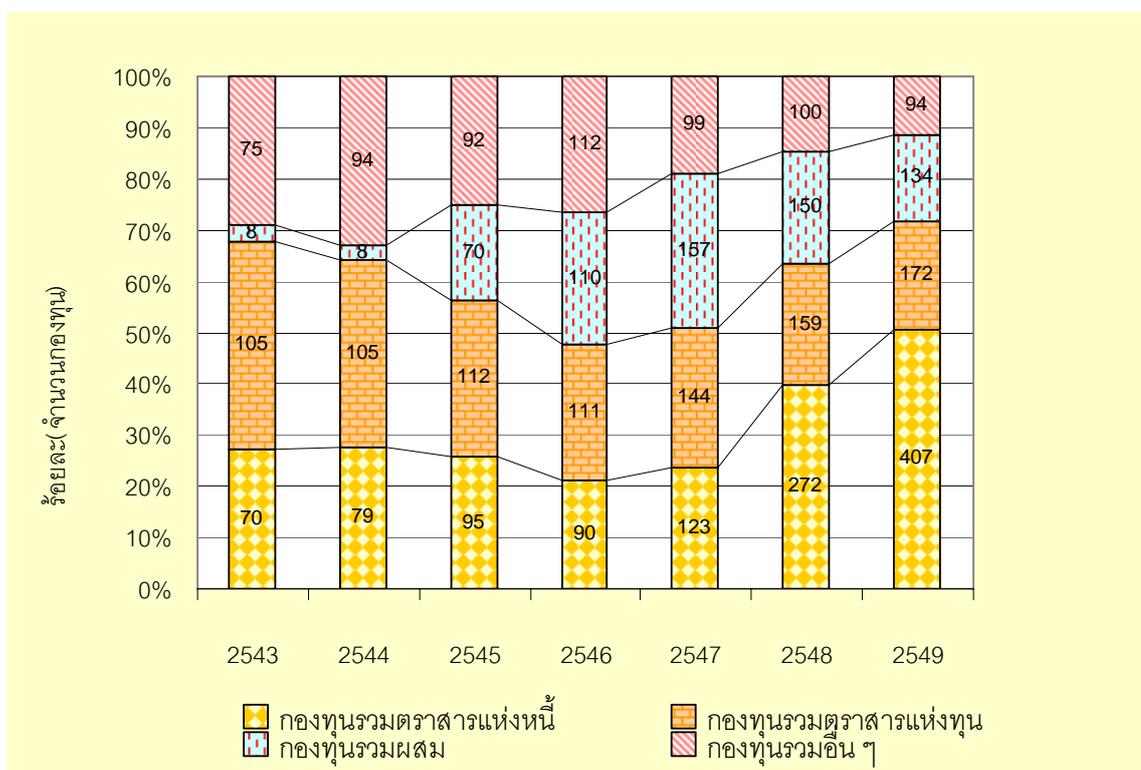


ที่มา : รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้นอกจากจะเพิ่มขึ้นในส่วนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิแล้ว ทางด้านจำนวนกองทุนก็ยังมีเพิ่มขึ้นอีกด้วย โดยในปี พ.ศ. 2543 กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีจำนวน 70 กองทุนหรือร้อยละ 27 ของจำนวนกองทุนทั้งหมด แต่ในปี พ.ศ. 2549 จำนวนกองทุนเพิ่มขึ้นเป็น 407 กองทุนหรือร้อยละ 50 ของจำนวนกองทุนทั้งหมด โดยในปี พ.ศ. 2548 จำนวนกองทุนมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดถึง 272 กองทุนหรือเพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2547 ถึง 149 กองทุน (ดังภาพที่ 1.4)

ภาพที่ 1.4

จำนวนกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน



ที่มา : รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากกองทุนรวมเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุนรายย่อยที่ต้องการนำเงินที่เหลือใช้ไปหาผลประโยชน์หรือผลตอบแทนเพื่อให้มูลค่าของเงินทุนเพิ่มขึ้น และในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ก็มีการขยายตัวเพิ่มขึ้นทั้งในส่วนของมูลค่า

ทรัพย์สินสุทธิและจำนวนกองทุน ซึ่งจากการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งนี้เองจึงเป็นที่มาของงานวิจัยครั้งนี้

ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงต้องการศึกษาเกี่ยวกับการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง อัตราผลตอบแทน ประสิทธิภาพการดำเนินงานและวิเคราะห์พอร์ตการลงทุนของกองทุน เพื่อจะได้ทราบว่าเมื่อสภาวะในตลาดเปลี่ยนแปลงไปกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร มีลักษณะการลงทุนอย่างไร เพื่อนักลงทุนจะได้คาดการณ์การลงทุนในกองทุนรวมประเภทนี้ได้เหมาะสม

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาพัฒนาการของธุรกิจจัดการกองทุนรวมและภาวะการแข่งขันในปัจจุบันของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง (Fixed Income Funds)
2. เพื่อศึกษาการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง (Fixed Income Funds)
3. เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทน ประสิทธิภาพการดำเนินงานและวิเคราะห์พอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง (Fixed Income Funds)

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้จะแบ่งการศึกษาออกเป็นสองส่วน คือ ส่วนแรกจะเป็นการศึกษาเกี่ยวกับการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง (Fixed Income Funds) ในช่วงปี พ.ศ. 2547-2549 ว่ามีสาเหตุมาจากอะไรบ้าง เช่น กฎหมายเกี่ยวกับการจัดตั้งกองทุนรวม, ตลาดซื้อขายตราสารแห่งหนึ่ง(BEX) และอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น

ในส่วนที่สองจะศึกษาเกี่ยวกับ อัตราผลตอบแทน ประสิทธิภาพการดำเนินงานและวิเคราะห์พอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง โดยกลุ่มตัวอย่างจะเป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งจำนวน 60 กองทุน ชนิดที่ระดมทุนและลงทุนภายในประเทศ (Local Fund) ประเภทกองทุนเปิด (Open-end Fund) โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 ถึง ธันวาคม 2549 จำนวน 36 เดือน

1.4 กรอบการวิเคราะห์

1. การศึกษาเชิงพรรณนา (Descriptive Approach) จะเป็นการอธิบายถึงพัฒนาการของธุรกิจจัดการกองทุนรวมและภาวะการณ์แข่งขันในปัจจุบันของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ (Fixed Income Funds) และสาเหตุการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ (Fixed Income Funds) โดยในส่วนนี้จะเป็นการนำเสนอข้อเท็จจริงตามหนังสือหรือบทความต่าง ๆ ที่มีความน่าเชื่อถือมาประกอบการอธิบาย

2. การศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative Approach) โดยการวิเคราะห์แต่ละกองทุนเพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ด้วยมาตรวัดของ Sharpe และวิเคราะห์พอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ที่ได้ค่า Sharpe สูงสุดและต่ำสุด 5 อันดับ

1.5 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ จากแหล่งสำคัญ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาดตราสารแห่งนี้, ธนาคารแห่งประเทศไทย, สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, บทความและข้อมูลสถิติ, ข่าวสารและวารสารที่เกี่ยวกับกองทุนรวม

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทราบถึงพัฒนาการของธุรกิจจัดการกองทุนรวมและภาวะการณ์แข่งขันในปัจจุบันของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

2. ทราบถึงสาเหตุของการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ เพื่อนักลงทุนจะสามารถใช้คาดการณ์เกี่ยวกับทิศทางการขยายตัวหรือหดตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

3. ทราบถึงอัตราผลตอบแทน ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และพอร์ตการลงทุนของ กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง เพื่อนักลงทุนสามารถใช้ในการพิจารณาเลือก ลงทุนในกองทุนได้ถูกจังหวะเวลา

1.7 นิยามศัพท์

1. **กองทุนรวม (Mutual Fund)** หมายถึง กองทรัสต์สินที่จัดตั้งและบริหารโดย บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมหรือเรียกย่อ ๆ ว่า "บลจ.". มีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้จาก การจำหน่ายหน่วยลงทุนแก่ผู้ลงทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ที่ให้ผลตอบแทนและมีความเสี่ยงในการลงทุนแตกต่างกันไป อาทิเช่น ลงทุนในหุ้นทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย ตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ เป็นต้น เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนในรูปแบบ เงินปันผลหรือกำไรจากการขายหน่วยลงทุน

2. **บริษัทจัดการลงทุน (Investment Company หรือ Investment Management Company)** หมายถึง บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจ หลักทรัพย์ประเภทจัดการลงทุนโดยได้รับค่าธรรมเนียมเป็นผลตอบแทน บริษัทจัดการลงทุนจะ จัดตั้งกองทุนรวมขึ้นมาโดยออกหน่วยลงทุนระดมเงินเข้ากองทุนรวม แล้วจัดสรรเงินที่ระดมได้ไป ลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ตามที่ระบุไว้ในวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งกองทุนรวมนั้นๆ บริษัท ประเภทนี้อาจเรียกว่า Management Company ด้วย บริษัทจัดการลงทุนช่วยให้เงินของผู้ลงทุน รายย่อยและผู้ลงทุนที่ยังขาดความรู้และทักษะการลงทุนในหลักทรัพย์ สามารถลงทุนได้อย่างมือ อาชีพ มีการกระจายการลงทุนและมีสภาพคล่อง

3. **กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง (Fixed Income Fund)** หมายถึง กองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์ที่จะลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง เช่น พันธบัตร ตั๋วเงิน คลัง บัตรเงินฝาก ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตั๋วแลกเงิน หุ้นกู้ เป็นต้น โดยจะไม่ลงทุนในหุ้นสามัญหรือ ใบบำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น เป็นกองทุนที่มีความเสี่ยงน้อยเนื่องจากเน้นรักษาเงินต้นและ ผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนแต่ผลตอบแทนที่ได้ก็จะน้อยลงไปด้วย

4. **ตราสารแห่งหนึ่ง (Debt Instruments)** หมายถึง ตราสารแสดงความเป็นหนี้ หรือ สัญญาเงินกู้ที่บริษัทออกให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไป โดยสัญญาว่าจะชำระเงินต้นและจ่ายดอกเบี้ยตาม

กำหนด ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย ตั๋วเงินคลัง หุ้นกู้ภาคเอกชน ตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงิน บัตรเงินฝากแลกเปลี่ยนมือได้ เป็นต้น

5. ดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (ThaiBMA Government Bond Index)

คือ ดัชนีราคาที่คำนวณจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าการซื้อขายแต่ละรายการของพันธบัตรรัฐบาล โดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยจะใช้พันธบัตรรัฐบาลทุกตัวที่ขึ้นทะเบียนในตลาดตราสารหนี้ไทยในการคำนวณ ดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาลแสดงมูลค่าเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ณ วันปัจจุบัน เทียบกับมูลค่าเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลดังกล่าว ณ วันที่ 4 มกราคม 2542 เป็นวันฐาน ค่าเปลี่ยนแปลงของดัชนีนี้จึงแสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

6. กองทุนเปิด (Open-End fund) หมายถึง กองทุนที่ไม่มีกำหนดอายุการไถ่ถอน

คืน จำหน่ายหน่วยลงทุนเพิ่มเรื่อย ๆ และรับซื้อคืนจากผู้ถือหน่วยลงทุนตลอดเวลาก่อนสิ้นสุดอายุกองทุน โดยผู้ลงทุนสามารถนำหน่วยลงทุนขายคืนให้แก่บริษัทจัดการลงทุน หรือตัวแทนของบริษัทจัดการลงทุนได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับการแต่งตั้ง โดยกองทุนเปิดจะประกาศมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุนรายวัน ซึ่งเป็นราคามาตรฐานในการกำหนดราคาซื้อขายของหน่วยลงทุนในแต่ละวัน

7. มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value หรือ NAV) หมายถึง ทรัพย์สินของ

กองทุนรวมตามราคาตลาดในขณะใดขณะหนึ่งหักด้วยหนี้สินของกองทุนรวมนั้น สำหรับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยลงทุนหมายถึงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิตหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุนรวมนั้น มูลค่าสินทรัพย์ สุทธิต่อหน่วยลงทุนถือเป็นมูลค่าจริงของหน่วยลงทุน ณ วันที่ทำการคำนวณ การคำนวณดังกล่าวจะต้องได้รับการตรวจสอบ และให้ความเห็นชอบโดยผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมนั้น

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิดที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์

2.1 ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาครั้งนี้สามารถนำทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องมาอธิบายได้ 3 แนวคิด คือ แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Investment Return) แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยงจากการลงทุน (Investment Risk) และมาตรวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (Portfolio Performance Measure)

2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Investment Return)

การลงทุน หมายถึง กระบวนการที่ผู้ลงทุนเลือกที่จะชะลอการใช้จ่ายในวันนี้เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้เพิ่มสูงขึ้นในอนาคต ไม่ว่าจะเป็นการซื้อหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินต่าง ๆ เช่น ตราสารทุน ตราสารหนี้หรือด้วยวิธีการอื่น ๆ โดยมุ่งหวังเพื่อให้ได้รับกระแสเงินสดจากการลงทุนนั้น ๆ ซึ่งกระแสเงินสดที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนอาจจะอยู่ในรูปแบบดังต่อไปนี้

(1) กำไรส่วนทุน (capital gain) หรือกำไรจากการขายหลักทรัพย์ เป็นผลตอบแทนที่ได้รับในกรณีที่กองทุนได้จำหน่ายหลักทรัพย์ออกไปในขณะที่หลักทรัพย์มีราคาสูงกว่าต้นทุนที่ซื้อเข้ามาโดยไม่คิดจะรับเงินปันผล

(2) เงินปันผล (dividend) เป็นผลตอบแทนที่กองทุนจะได้รับเมื่อถือหลักทรัพย์ไว้จนครบกำหนดจ่ายเงินปันผล ซึ่งบริษัทอาจจ่ายในรูปแบบของเงินสดหรือหุ้นก็ได้

(3) ดอกเบี้ย (interest rate) คือ ผลตอบแทนที่ได้รับเมื่อลงทุนในหุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ หรือพันธบัตรรัฐบาล หรือองค์กรของรัฐบาล

(4) สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน เป็นสิทธิที่กองทุนจะได้รับสิทธิซื้อหุ้นใหม่ก่อนบุคคลภายนอกตามราคาที่กำหนด ในราคาที่ถูกลงกว่าซื้อจากตลาดโดยตรง และไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมหรือค่านายหน้าในการซื้อ

การลงทุนเป็นการชะลอการใช้จ่ายในวันนี้เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้เพิ่มสูงขึ้นในอนาคต จึงต้องการอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนให้คุ้มกับค่าเสียโอกาส และเพื่อชดเชยอำนาจซื้อที่สูญเสียบ้างอันเนื่องมาจากภาวะเงินเฟ้อ รวมทั้งชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือกองทุนรวม ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุนจึงประกอบด้วย 3 ส่วนคือ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, น.10-17)

$$\text{อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ} = F(R_f^{\text{real}}, IP, RP)$$

โดยที่ R_f^{real} คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่แท้จริง (real risk-free rate of return)

IP คือ ส่วนชดเชยเงินเฟ้อที่คาด (expected inflation premium)

RP คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยง (risk premium)

โดยปัจจัยทั้งสามนี้จะร่วมกันกำหนดอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ โดยนักลงทุนแต่ละรายจะมีระดับการยอมรับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับปัจจัยความเสี่ยงของนักลงทุนแต่ละราย เมื่อปัจจัยที่กำหนดความเสี่ยงเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละช่วงเวลา อัตราผลตอบแทนที่ต้องการก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย โดยปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนที่ต้องการทั้ง 3 ปัจจัยมีรายละเอียดดังนี้

อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่แท้จริง (real risk-free rate of return: R_f^{real}) คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเพื่อชดเชยการลงทุนที่ทำให้นักลงทุนไม่สามารถนำเงินที่ลงทุนนั้นไปบริโภคในปัจจุบันได้ โดยอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่แท้จริงจะถูกกำหนดโดยปัจจัยที่เป็นรูปธรรมคือ โอกาสการลงทุนทั้งหมดในระบบเศรษฐกิจ (investment opportunities) ซึ่งถูกกำหนดโดยอัตราการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจในระยะยาว เมื่ออัตราการเจริญเติบโตสูงขึ้น ผู้ลงทุนที่เป็นผู้ให้กู้ยืมเงินทุนซึ่งเป็นทรัพยากรที่มีอย่างจำกัดมาลงทุนก็ย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น และปัจจัยที่ไม่เป็นรูปธรรมขึ้นอยู่กับความต้องการส่วนบุคคลในการเลือกที่จะใช้ทรัพยากรที่มีอยู่เพื่อการบริโภคในปัจจุบันแทนการลงทุนที่

จะทำให้นักลงทุนได้ประโยชน์มากขึ้นในอนาคต ความต้องการนี้จะแตกต่างกันสำหรับนักลงทุนแต่ละราย

ส่วนชดเชยเงินเพื่อที่คาด (expected inflation premium : IP) หมายถึง การปรับปรุงอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่แท้จริงเพื่อชดเชยสำหรับการเปลี่ยนแปลงใดๆ ในดัชนีราคาและสถานการณ์ของตลาดการเงินอันเกิดขึ้นจากการคาดการณ์ของระดับเงินเฟ้อในระบบที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้น อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่เป็นตัวเงิน (nominal risk-free rate of return) คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงที่แท้จริงที่ได้ปรับปรุงให้ชดเชยกับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้และสถานการณ์ของตลาดเงิน

ส่วนชดเชยความเสี่ยง (risk premium : RP) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงหรือความไม่แน่นอนในการลงทุน ซึ่งส่วนชดเชยความเสี่ยงจะถูกกำหนดโดยปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ ได้แก่ ความเสี่ยงทางธุรกิจ ความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน และความเสี่ยงระดับประเทศและการเมือง

ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุนที่มีความเสี่ยง (E(r)) จึงเท่ากับ

$$E(r) = [(1 + R_f^{real}) \times (1 + IP) \times (1 + RP)] - 1$$

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยงในการลงทุน (Investment Risk)

ความเสี่ยง (Risk) คือ การที่อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจริง (actual return) คลาดเคลื่อนหรือเบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังไว้ว่าจะได้รับ (expected return) ถ้าความเสี่ยงน้อยที่สุดหมายความว่า expected return จากการลงทุนมีความผิดพลาดน้อยที่สุด และถ้าความเสี่ยงมากที่สุดหมายความว่า expected return จากการลงทุนอาจจะผิดพลาดมากที่สุด ฉะนั้นไม่ว่านักลงทุนจะขาดทุนหรือได้กำไรน้อยกว่าที่คาดไว้ ถือว่าเป็นความเสี่ยงทั้งสิ้น เพราะความคลาดเคลื่อนแม้ว่าจะเป็นไปได้ในทางบวกก็จะทำให้การลงทุนนั้นวางแผนการลงทุนในอนาคตได้ยากลำบาก เช่น อาจจัดสรรเงินลงทุนจำนวนมากไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่มี expected return สูงแต่กลับมี actual return ต่ำ ในขณะที่เดียวกันอาจจัดสรรเงินลงทุนจำนวนน้อย

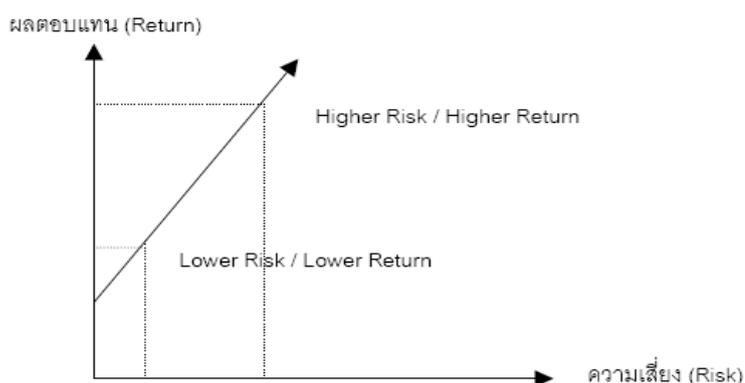
ไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่มี expected return ต่ำแต่กลับมี actual return สูง ทำให้ได้รับผลตอบแทนรวม (total return) น้อยกว่าที่ควรจะเป็น

2.1.2.1 ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน (สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2545, น.16)

ระดับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินใด ๆ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับความเสี่ยง กล่าวคือ หากระดับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น ระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนพึงแบกรับจากการลงทุนก็จะสูงขึ้นด้วยเสมอ (ดังภาพที่ 2.1)

ภาพที่ 2.1

ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน



ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

2.1.2.2 ปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยง (สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2545 น. 17)

ความเสี่ยงในการลงทุนมาจากปัจจัยสำคัญ 2 ประเภทด้วยกันคือ

1) ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยมหภาค (Macro Factors) เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถขจัดได้โดยการกระจายการลงทุน ซึ่งจะประกอบไปด้วยความเสี่ยง 2 ประเภทด้วยกันคือ

1.1) **Pervasive risk** คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยระดับประเทศและมีผลกระทบต่อประชาชนทุกคน ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนหรือไม่ใช่ผู้ลงทุน เช่น นโยบายเศรษฐกิจและการเมือง โดย pervasive risk ที่เห็นได้อย่างชัดเจนมีอยู่ 3 ประเภทด้วยกันคือ

- ***Purchasing Power Risk*** คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากอำนาจซื้อที่เปลี่ยนแปลงไป อันเนื่องมาจาก price intflation ที่ส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค
- ***Political Risk หรือ Country Risk*** คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองเพราะการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองจะนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลใหม่ในการบริหารประเทศ ข้อที่นักลงทุนต่างประเทศให้ความสำคัญเป็นอันดับแรก ได้แก่ นโยบายในการจ่ายชำระหนี้ หรืออนุญาตให้นำเงินตราต่างประเทศเข้าออกโดยเสรี ฉะนั้น เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองเกิดขึ้นในประเทศใดประเทศหนึ่ง นักลงทุนต่างประเทศมักจะชะลอการลงทุน หรืออาจจะเคลื่อนย้ายเงินลงทุนไปยังประเทศอื่นที่มีเสถียรภาพทางการเมืองที่มั่นคงกว่า
- ***Currency Risk หรือ Exchange Risk*** คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เมื่อประเทศใดมีอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศขึ้นลง ไม่มีเสถียรภาพ นักลงทุนต่างประเทศมักจะพากันหลีกเลี่ยงเพราะกำไรที่ได้จาก capital gain อาจไม่คุ้มกับการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนได้

1.2) **Systematic risk** คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยมหภาคที่เป็นนโยบายระดับรองลงมา ซึ่งไม่สามารถควบคุมได้ เช่น

- ***Interest Rate Risk*** คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะมีผลโดยตรงต่อต้นทุนในการผลิต และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งก็จะมีผลถึงราคาของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนในการลงทุน
- ***Market Risk*** คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ตลาดทั่วไป ซึ่งจะมีผลต่อท่าทีของผู้ลงทุนโดยรวม (market sentiments) และมีผลต่อเนื่องไปถึงราคาของหลักทรัพย์ และผลตอบแทนในการลงทุน

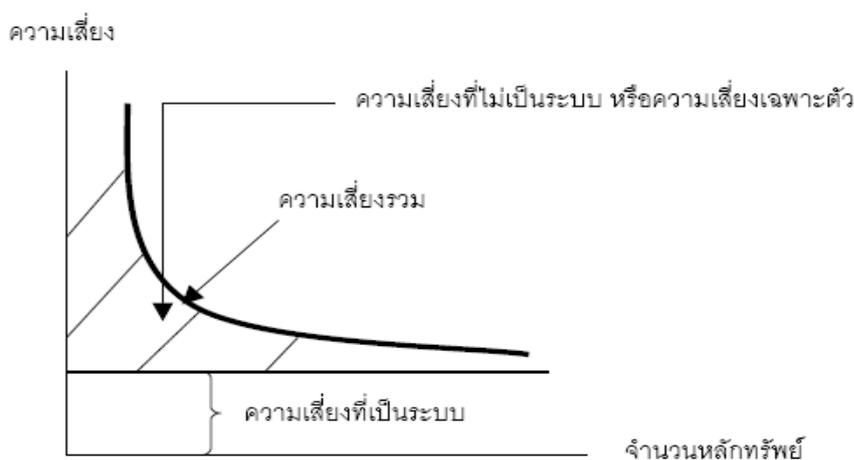
ในขณะใดขณะหนึ่ง แม้ว่าปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์จะไม่เปลี่ยนแปลงไป แต่ราคาหลักทรัพย์นั้นอาจเปลี่ยนแปลงได้จาก market sentiments ที่เปลี่ยนแปลงไป

2) **ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยจุลภาค (Micro Factors) หรือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk)** หรือความเสี่ยงเฉพาะตัว เกิดขึ้นกับหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง ผู้ลงทุนสามารถขจัดหรือลดได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายตัวที่พิจารณาคัดเลือกอย่างถี่ถ้วนแล้ว ความเสี่ยงประเภท Unsystematic risk ได้แก่

- 2.1) **Credit risk หรือ Company risk** ได้แก่ ความเสี่ยงที่เกิดจากความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งแบ่งออกเป็น Business risk และ Financial risk
- 2.2) **Sector risk หรือ Industry risk** ได้แก่ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรมหรือภาคธุรกิจนั้น ๆ และส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินและกระทบถึงราคาและผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ทำให้อัตราผลตอบแทนไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ ตัวอย่างเช่น กรณีของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ซึ่งราคาตลาดมี cycle เพราะผู้ประกอบการต้องหยุดการผลิตทุก ๆ รอบเจ็ดปีเพื่อยกเครื่องและทำความสะอาดเครื่องจักรเป็นต้น

จากแนวความคิดดังกล่าวข้างต้นหากผู้ลงทุนได้กระจายเงินลงทุนในหลักทรัพย์ต่างหลักทรัพย์ในจำนวนที่มากขึ้นซึ่งความเห็นโดยทั่วไปกล่าวว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ต่างกันมากกว่า 15 หลักทรัพย์ขึ้นไป จะทำให้ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ลดต่ำลงตามลำดับ เพราะความเสี่ยงของแต่ละหลักทรัพย์ที่ต่างกันจะชดเชยกันเอง ทำให้ระดับความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน (investment portfolio) ลดต่ำลงตามลำดับเช่นกัน และในที่สุดกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนก็จะคงเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (pervasive and systematic risk) (ดังภาพที่ 2.2)

ภาพที่ 2.2
ความเสี่ยงในการลงทุน



ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

2.1.3 มาตรการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (Portfolio Performance Measure)

กองทุนรวมเป็นกองทุนที่ระดมเงินทุนจากผู้ลงทุนหลาย ๆ ราย โดยบริษัทจัดการลงทุนออกหน่วยลงทุนจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน แล้วนำเงินที่ได้ไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ตามที่กำหนด โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปของ “เงินปันผล” หรือ “กำไร/ขาดทุนจากการขายหน่วยลงทุน” การลงทุนโดยซื้อหน่วยลงทุนจึงเป็นการลงทุนผ่านมืออาชีพ ดังนั้นผู้ลงทุนในหน่วยลงทุนย่อมคาดหวังว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมควรจะ “ดีกว่า” ผลการดำเนินงานของการลงทุนทั่ว ๆ ไป โดยกองทุนที่พึงประสงค์นั้นย่อมเป็นกองทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง มีการกระจายการลงทุนอย่างเหมาะสมจนความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ของกองทุนหมดไป ผู้ถือหน่วยลงทุนจะเผชิญเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) เท่านั้น และควรเป็นกองทุนรวมที่มีผู้จัดการที่มีความสามารถในการวิเคราะห์และพยากรณ์ทิศทางของตลาดและปรับเปลี่ยนกลุ่มหลักทรัพย์ไปตามสภาพตลาด อันเป็นการตัดสินใจทางด้านจังหวะในการลงทุน (market timing) ในกองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์เพื่อลงทุนในตราสารแห่งนี้เป็นหลักก็จะปรับเปลี่ยน duration ของตราสารแห่งนี้ไปตามการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ย หากคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลง ก็จะปรับเปลี่ยน duration ให้ยาวขึ้น และหากคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นก็จะปรับเปลี่ยน duration ให้สั้นลง

ดังนั้นวิธีการประเมินผลการดำเนินงาน (performance evaluation) ที่เหมาะสมของกองทุนรวม จะช่วยให้เจ้าของเงินทุนทราบถึงผลงานของผู้จัดการกองทุนรวมนั้น ๆ อันจะเป็นเครื่องมือช่วยในการตัดสินใจเลือกซื้อหน่วยลงทุนต่อไป ซึ่งแนวทางในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยใช้มิติของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นมาตรวัดนี้มีอยู่ 4 แนวคิด คือ

2.1.3.1 มาตรวัดตามตัวแบบของ Jensen

เป็นมาตรวัดที่อาศัยแนวคิดการวัดผลดำเนินการของกองทุนรวมที่เกิดขึ้นแล้วเปรียบเทียบกับเกณฑ์ผลดำเนินการที่ควรจะเป็น ซึ่งคำนวณโดยใช้แนวคิด Capital Asset Pricing Model (CAPM) หรือสมการ Security Market Line (SML) เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นหรือค่าอัลฟา (Alpha) ของกองทุนรวม (α_p) (จิรัตน์ สังแก้ว, 2544, น. 706)

$$\alpha_p = \bar{R}_p - (\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p)$$

โดยที่ α_p คือ ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ย กับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

\bar{R}_f คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

\bar{R}_m คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

β_p คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่า α_p มีค่าเป็นบวก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม สูงกว่า อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (เบต้า) นั้น

ถ้าค่า α_p มีค่าเป็นลบ แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ต่ำกว่า อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (เบต้า) นั้น

2.1.3.2 มาตรฐานวัดตามตัวแบบของ Treynor

เป็นการวัดผลประกอบการของกองทุนรวมโดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (risk-adjusted return) กับ อัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว โดยความเสี่ยงที่ใช้ตามแนวคิดนี้ได้แก่ค่าเบต้า (จิรัจน์ สังแกวซ์, 2544, น. 707)

$$\text{มาตรฐานวัดของ Treynor} = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$$

$$\text{เกณฑ์ตามมาตรฐานวัดของ Treynor} = \bar{R}_m - \bar{R}_f$$

โดยที่ \bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

\bar{R}_f คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

β_p คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่ามาตรฐานวัดของ Treynor มากกว่า $\bar{R}_m - \bar{R}_f$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่เหนือ SML แสดงว่ามีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด

ถ้าค่ามาตรฐานวัดของ Treynor น้อยกว่า $\bar{R}_m - \bar{R}_f$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่ใต้ SML แสดงว่ามีผลการดำเนินงานด้อยกว่าตลาด

2.1.3.3 มาตรฐานวัดตามตัวแบบของ Sharpe

เป็นการประเมินผลประกอบการของกองทุน โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (risk-adjusted return) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว โดยความเสี่ยงที่ใช้ตามแนวคิดนี้ได้แก่ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน อาจเรียกมาตรฐานวัดตามตัวแบบของ sharpe ว่า reward-to-variability ration (จิรัจน์ สังแกวซ์, 2544, น.708)

$$\text{มาตรฐานวัดของ Sharpe} = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

$$\text{เกณฑ์ตามมาตรฐานวัดของ Sharpe} = \frac{\bar{R}_m - \bar{R}_f}{\sigma_m}$$

โดยที่ σ_p คือ ความเสี่ยงของกองทุนรวม

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหน่วยลงทุน

\bar{R}_f คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

ถ้าค่ามาตรวัดของ Sharpe มากกว่า $\frac{\bar{R}_m - \bar{R}_f}{\sigma_m}$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวม อยู่เหนือ CML (capital market line) แสดงถึงการดำเนินงานดีกว่าตลาด

ถ้าค่ามาตรวัดของ Sharpe น้อยกว่า $\frac{\bar{R}_m - \bar{R}_f}{\sigma_m}$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่ใต้ CML (capital market line) แสดงถึงมีผลการดำเนินงานด้อยกว่าตลาด

2.1.3.4 มาตรวัดตามตัวแบบของ Treynor-Black หรือ Appraisal ratio

Appraisal ratio (AR) เป็นอัตราส่วนระหว่างค่าอัลฟ่าของกลุ่มหลักทรัพย์ (α_p) กับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งวัดจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่า error term ของกลุ่มหลักทรัพย์ (จิรัตน์ สังแก้วซ์, 2544, น.710)

$$\text{Appraisal ratio} = \frac{\alpha_p}{\sigma_{ep}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติ (abnormal return) ต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงที่ในทางทฤษฎีสามารถขจัดออกไปได้โดยการกระจายการลงทุน โดย Treynor และ Black ได้พัฒนาตัวแบบที่ผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ใช้สำหรับการวิเคราะห์กลุ่มหลักทรัพย์ ภายใต้กรอบแนวคิดที่ว่าในทางปฏิบัตินั้นนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ไม่สามารถวิเคราะห์หลักทรัพย์ในเชิงลึกได้ทุกหลักทรัพย์ ดังนั้นในการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุนและบริหารการลงทุน นักวิเคราะห์จะวิเคราะห์เพียงไม่กี่หลักทรัพย์เท่านั้น เพื่อค้นหาหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น (overpriced) หรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (underpriced) โดยหลักทรัพย์ที่เหลือที่มีได้วิเคราะห์นั้น ถือว่ามีราคาที่เหมาะสมแล้ว (fair priced) ดังนั้น กลุ่มหลักทรัพย์ที่ผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวมสร้างขึ้นมา จึงมิใช่กลุ่มหลักทรัพย์ที่การกระจายการลงทุนเป็นอย่างดี จึงยังคงมีความเสี่ยงส่วนที่ไม่เป็นระบบหรือความเสี่ยงเฉพาะตัว (unsystematic risk or unique risk) เหลืออยู่ อันเป็น “ต้นทุน” ของการได้มาซึ่งอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติ หรือค่าอัลฟ่า

สถานการณ์ที่เหมาะสมในการใช้แต่ละมาตรวัด

มาตรวัดของ Jensen และมาตรวัดของ Treynor ต่างใช้ค่าเบต้าเป็นค่าความเสี่ยงที่นำมาปรับค่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวม ส่วนมาตรวัดของ Sharpe ใช้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเป็นค่าความเสี่ยงที่นำมาปรับค่าอัตราผลตอบแทน

(1) ในสถานการณ์ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรมนั้น เป็นเพียงกลุ่มหลักทรัพย์เดียวของผู้ลงทุน ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะต้องได้รับมากที่สุดคือ ความเสี่ยงที่เกิดจากกองทุนรมนั้นทั้งหมด ในกรณีนี้ควรใช้มาตรวัดของ Sharpe วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม เนื่องจากมาตรวัดนี้ใช้ค่าความเสี่ยงรวมของกองทุนรวมเป็นตัวปรับค่าอัตราผลตอบแทน

(2) ในสถานการณ์ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรมนั้น เป็นส่วนหนึ่งของการลงทุนที่มีการกระจายการลงทุนเป็นอย่างดี ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนได้รับคือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนรวมทั้งหมด ซึ่งความเสี่ยงส่วนหนึ่งของกองทุนรวมที่กำลังประเมินผลการดำเนินงานอยู่ สามารถขจัดไปได้เนื่องจากการกระจายการลงทุน ความเสี่ยงของกองทุนรวมที่มีนัยสำคัญต่อการลงทุนกองทุนรวมก็คือ ความเสี่ยงส่วนที่ขจัดไม่ได้โดยการกระจายการลงทุน นั่นคือความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งใช้ค่าเบต้าเป็นตัวชี้ มาตรวัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมของกองทุนรวมในกรณีนี้ก็คือ มาตรวัดของ Jensen หรือมาตรวัดของ Treynor

(3) ในสถานการณ์ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรมนั้นเป็น Active portfolio และมีกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดเป็นส่วนผสมของการลงทุนด้วย ค่าอัลฟาของกลุ่มหลักทรัพย์จะแสดงถึง reward ของการลงทุน โดยมีความเสี่ยงส่วนที่ไม่เป็นระบบเป็น cost มาตรวัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมในกรณีนี้คือ appraisal ratio

2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

ในส่วนนี้จะกล่าวถึงงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาครั้งนี้ ซึ่งจะแบ่งการนำเสนอออกเป็น 2 ประเด็นคือ ประเด็นแรกจะเป็นการนำเสนองานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความรู้ของนักลงทุนในการลงทุนในกองทุนรวมและพฤติกรรมการออมของนักลงทุน ประเด็นที่สองจะเป็นการนำเสนองานวิจัยที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับมาตรวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

2.2.1 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความรู้ของนักลงทุนและพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน

สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต., (2545) มีการสำรวจเรื่อง “พฤติกรรม ความต้องการ ความรู้ความเข้าใจ และทัศนคติของผู้ลงทุนเกี่ยวกับการลงทุน” ในการศึกษาครั้งนี้ใช้การสำรวจโดยการออกแบบสอบถามจำนวน 2,850 ฉบับ โดยการจัดส่งแบบสอบถามให้แก่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน 12 แห่งจำนวน 2,800 ฉบับ และให้แก่ห้องสมุดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อจัดวางไว้สำหรับผู้สนใจจำนวน 50 ฉบับ

ซึ่งจากการสำรวจพบว่า ข้อมูลโดยทั่วไปของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นผู้หญิงมากกว่าผู้ชาย เป็นบุคคลที่มีอายุระหว่าง 41 – 50 ปีมากที่สุด ประกอบอาชีพธุรกิจส่วนตัวมากที่สุด และมากกว่าครึ่งหนึ่งของผู้ถือหน่วยจะมีรายได้เฉลี่ยต่อเดือนต่ำกว่า 30,000 บาท ข้อมูลทางด้านการลงทุนพบว่าผู้ถือหน่วยลงทุนมีประสบการณ์การลงทุนในเงินฝากธนาคารมากที่สุด คือ ร้อยละ 92.9 รองลงมาคือ หุ้น/หุ้นกู้/ใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นหรือหุ้นกู้ร้อยละ 45.8 ผู้ถือหน่วยลงทุนทราบเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมจากหลายแหล่ง โดยได้รับคำแนะนำจากพนักงานของสถาบันการเงินมากที่สุด ผู้ถือหน่วยลงทุนเลือกลงทุนในกองทุนรวมด้วยเหตุผลต่าง ๆ กัน โดยเหตุผลที่สำคัญที่สุด คือ ได้ผลตอบแทนสูงกว่าการฝากเงิน (61.3%) ไม่มีเวลาติดตามการลงทุนด้วยตัวเอง (50.9%) และเชื่อว่าผู้บริหารกองทุนรวมเป็นมืออาชีพ (49.6%) ปัจจัยที่ใช้พิจารณาการลงทุนในกองทุนรวมใดกองทุนรวมหนึ่งคือ นโยบายการจ่ายเงินปันผล (56.8%) และความมั่นคงน่าเชื่อถือของ บลจ. (54.9%) ทั้งนี้ ปัจจัยที่นำมาพิจารณาน้อยที่สุด คือ ค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม (6.4%) และผู้ถือหน่วยลงทุนส่วนใหญ่มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับกองทุนรมน้อย

บัญชา ศิริทิพย์ (2549) ศึกษาเรื่อง “พฤติกรรมการฝากเงินของประชาชนกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ”

ซึ่งจากการศึกษาพบว่าในช่วงก่อนปี พ.ศ. 2540 โครงสร้างเงินฝากของประชาชนจะมีสัดส่วนของเงินฝากประจำสูงกว่าสัดส่วนของเงินฝากออมทรัพย์เนื่องจากเงินฝากประจำมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าเงินฝากออมทรัพย์ แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2540 – 2547 โครงสร้างเงินฝากของประชาชนได้เปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ สัดส่วนเงินฝากออมทรัพย์มีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องขณะที่เงินฝากประจำแม้จะยังคงมีสัดส่วนสูงกว่าเงินฝากออมทรัพย์แต่มีสัดส่วนที่ลดลงอย่างมาก ทั้งๆ ที่อัตราดอกเบี้ยของเงินฝากประจำยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่าเงินฝากออมทรัพย์และปริมาณเงินฝากโดยรวมยังคงขยายตัวเพิ่มขึ้นทุกปี โดยปัจจัยที่ทำให้พฤติกรรมการฝากเงินของประชาชน

เปลี่ยนแปลงไปคือ รายได้สุทธิส่วนบุคคล อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และอัตราเงินเฟ้อ โดยปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการฝากเงินมากที่สุดคือ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างเงินฝากประจำกับเงินฝากออมทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรที่ทำให้พฤติกรรมการฝากเงินของประชาชนและโครงสร้างเงินฝากเปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้หลักทรัพย์ออกใหม่ภาครัฐและเอกชนยังเป็นตัวแปรอีกตัวหนึ่งที่สำคัญที่ทำให้เงินฝากประจำลดลง กล่าวคือ จากผลการศึกษาพบว่าเหตุที่เงินฝากประจำในระบบธนาคารพาณิชย์ลดลงเนื่องจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่ตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ของรัฐบาลและเอกชนอย่างมีนัยสำคัญ เพราะเป็นทางเลือกหนึ่งที่ประชาชนผู้มีเงินออมระยะยาวนำเงินออกจากระบบธนาคารพาณิชย์ไปออมหรือลงทุนทดแทนการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์

จากงานศึกษาทั้งสองฉบับทำให้ทราบถึงทิศทางกว้าง ๆ ของการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ กล่าวคือ ถึงแม้ว่าก่อนปี พ.ศ. 2545 นักลงทุนโดยส่วนใหญ่จะมีความรู้เกี่ยวกับกองทุนรวมน้อย แต่เนื่องจากนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมนั้นประมาณร้อยละ 92 มีประสบการณ์การลงทุนในเงินฝากธนาคาร เมื่อส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำกับเงินฝากออมทรัพย์ลดลงประกอบกับภาครัฐและเอกชนมีการออกหลักทรัพย์ซึ่งเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าการฝากเงินในธนาคารและมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในหุ้น ดังนั้นนักลงทุนที่เคยลงทุนหรือออมโดยการฝากเงินกับธนาคารจึงมีการย้ายการลงทุนไปสู่หลักทรัพย์ที่ออกใหม่โดยภาครัฐและภาคเอกชน และการลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านี้ผ่านกองทุนรวมก็เป็นทางเลือกที่ดีเหมาะสมสำหรับนักลงทุนที่มีความรู้เกี่ยวกับภาวะวิเคราะห์ราคาตราสารหนี้ จึงส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีการขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างในปัจจุบัน

2.2.2 งานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

Chawin Leenabanchong (1996) ทำการศึกษาเรื่อง “การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย” ในช่วงปี พ.ศ. 2535-2538 โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของกองทุนตราสารทุนจำนวน 65 กองทุนที่อยู่ภายใต้การบริหารของผู้จัดการกองทุน 8 แห่ง ทางด้านวิธีการศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ดังนี้

$$R_{jt} - R_{ft} = \alpha_j + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + u_{jt}$$

ผลการศึกษพบว่าค่า β_j ซึ่งแสดงถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.86 ซึ่งแสดงว่าโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนให้มีความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด โดยมีกองทุนรวมจำนวน 50 กองทุนมีค่า β น้อยกว่า 1 หรือมีความเสี่ยงต่ำกว่าความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ และมีกองทุนรวมจำนวน 25 กองทุนที่มีค่า β มากกว่า 1 หรือมีความเสี่ยงสูงกว่าความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการวัดค่า α ซึ่งเป็นตัวประเมินความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของผู้จัดการกองทุน พบว่าค่าเฉลี่ยของ α ที่ประเมินได้เป็นค่า -0.36 โดยค่า α ที่ประเมินได้ทั้งหมดจะอยู่ระหว่าง -2.3 ถึง 1.37 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าโดยเฉลี่ยแล้วผู้จัดการกองทุนไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ (abnormal gain) มากกว่านักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนระยะยาว (buy and hold strategy)

พัชรภรณ์ คงเจริญ (2535) ทำการศึกษาเรื่อง “หน่วยลงทุนในประเทศไทย : อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและกลยุทธ์การลงทุน” ในช่วงปีพ.ศ. 2531-2533 โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะวัดผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน ตลอดจนเปรียบเทียบผลตอบแทนโดยกลยุทธ์การลงทุนประเภทต่าง ๆ โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของราคาและมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมจำนวน 5 กองทุน ในส่วนของวิธีการวัดผลการลงทุนของกองทุนใช้มาตรวจวัดตามตัวแบบของ Sharpe และ Treynor's Portfolio Performance Measure โดยใช้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์เป็นตัวแทนของตลาด และใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำสุทธิต่อระยะเวลา 1 ปีเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

ซึ่งจากการศึกษาพบว่ากองทุนรวมทั้ง 5 กองทุนให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ และสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวมยกเว้นกองทุนธณูมิทางด้านการลงทุนของแต่ละกองทุนพบว่าลักษณะการลงทุนของกองทุนทั้ง 5 กองมีลักษณะการกระจายการลงทุนในลักษณะที่คล้ายกันมาก กล่าวคือ จะกระจายการลงทุนอยู่ในหมวดอุตสาหกรรมใหญ่ ๆ 2 หมวด คือ หมวดอุตสาหกรรมและหมวดสถาบันการเงิน โดยในหมวดอุตสาหกรรมมีสัดส่วนการลงทุนอยู่ระหว่างร้อยละ 38-62 ของมูลค่าโครงการ และในหมวดสถาบันการเงินมีสัดส่วนการลงทุนอยู่ระหว่างร้อยละ 18-31 ของมูลค่าโครงการ ส่วนทางด้านกลยุทธ์การลงทุนพบว่านักลงทุนที่สนใจลงทุนในหน่วยลงทุนอาจจะเลือกกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนประเภทซื้อแล้วถือซึ่งเป็นการลงทุนระยะยาวที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการฝากเงินกับธนาคาร

พาณิชย์ ส่วนนักลงทุนที่สนใจติดตามอัตราส่วนลดควรซื้อขายหน่วยลงทุนตามอัตราส่วนลดเพื่อทำกำไร

จักรณัฎเทพ กรินชัย (2544) ทำการศึกษาเรื่อง “การเปรียบเทียบความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนและผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทยจำแนกตามนโยบายการลงทุน” ทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2540–2543 โดยใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรายสัปดาห์นำมาหาอัตราผลตอบแทน และใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการหาความเสี่ยงในการลงทุน จากนั้นหาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันและค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ในส่วนของการประเมินผลการดำเนินงานใช้มาตรวัดตามตัวแบบของ Jensen, Treynor, Sharpe และ Treynor-Black โดยใช้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของตลาดและใช้อัตราถัวเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสะสมทรัพย์เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

จากการศึกษาพบว่ากองทุนรวมตราสารหนี้เป็นกลุ่มที่ให้อัตราผลตอบแทนมากที่สุด, มีความเสี่ยงต่ำที่สุด และมีความสัมพันธ์กับตลาดน้อยที่สุด รองลงมาเป็นกองทุนรวมตราสารผสม และกองทุนรวมตราสารทุนตามลำดับ ในส่วนของการวัดผลการดำเนินงานจากการใช้มาตรวัดของ Treynor และ Sharpe ซึ่งเป็นมาตรวัดที่ใช้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในการวัดผลการดำเนินงาน ผลที่ออกมาจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันโดยกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดคือกองทุนรวมตราสารหนี้ รองลงมาเป็นกองทุนรวมตราสารผสม และกองทุนรวมตราสารทุนตามลำดับ ส่วนการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้มาตรวัดของ Jensen และ Treynor-Black จะเป็นการวัดผลการดำเนินงานโดยสนใจในเรื่องของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติ ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีกองทุนใดที่ให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติ ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาของพัชราภรณ์ คงเจริญ ที่กล่าวว่ากองทุนจำนวน 4 กองทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดหรือได้รับส่วนเกินปกตินั่นเอง

นัยนา ไพลินชัยอารี (2546) ศึกษาเรื่อง “การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเภทกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทย” ทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2543 – 2545 โดยใช้กลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การบริหารกองทุนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม 5 แห่ง รวมทั้งสิ้น 12 กองทุนและเป็นข้อมูลรายสัปดาห์ ทางด้านวิธีการศึกษาใช้มาตรวัดของ Sharpe, Treynor และ Jensen โดยใช้ดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาลเป็นตัวแทนของ

ตลาดและใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสะสมทรัพย์เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

ซึ่งจากการศึกษาในด้านอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนพบว่ากองทุนเปิดส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสะสมทรัพย์ แต่ไม่มีกองทุนใดที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล ทางด้านความเสี่ยงพบว่ากองทุนรวมโดยส่วนใหญ่แล้วมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานมีเพียงกองทุนเปิดอยุธยาตราสารปันผลเพียงกองทุนเดียวที่มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่าเกณฑ์มาตรฐาน ส่วนทางด้านการวัดผลการดำเนินงานตามวิธีของ Sharpe, Treynot และ Jensen ให้ผลใกล้เคียงกัน และยังพบอีกว่ากองทุนเปิดโดยส่วนใหญ่ให้อันดับผลการดำเนินงานมีความใกล้เคียงกันน้อย ซึ่งผู้ลงทุนไม่สามารถนำผลการดำเนินงานในอดีตสำหรับบางกองทุนมาประกอบการตัดสินใจลงทุนในปีถัดไปได้

พัชรี ธีระบัญชาศักดิ์ (2547) ทำการศึกษาเรื่อง “การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทยจำแนกตามนโยบายการลงทุน” ในช่วงปีพ.ศ. 2542 – 2546 โดยใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรายสัปดาห์ กองทุนรวมที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างเป็นกองทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงสุด 5 กองทุนในแต่ละนโยบาย ทางด้านวิธีการศึกษาจะคล้ายกับการศึกษาของจักรณัฎเทพ กรินชัย แต่แตกต่างจากงานวิจัยของจักรณัฎเทพ กรินชัยตรงที่ได้ทำการศึกษาในแต่ละสถานะของอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่จักรณัฎเทพ กรินชัยศึกษาเฉพาะช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลงหรือช่วงศก.ตกต่ำเท่านั้น

จากผลการศึกษาพบว่า ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างมาก กองทุนรวมตราสารหนี้มีอัตราผลตอบแทนสูงสุดและมีความเสี่ยงต่ำที่สุดเนื่องจากการที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างมากส่งผลให้ผลตอบแทนของพันธบัตรสูงขึ้น สำหรับในช่วงเวลาอื่น ๆ นั้นอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นไปตามหลัก High risk high return ในด้านกรวัดผลการดำเนินงานด้วยมาตรวัด Jensen, Treynor, Sharpe และ Treynor-Black พบว่ามาตรวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 4 มาตรวัดให้ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันและยังพบอีกว่าในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลงอย่างมาก กองทุนรวมตราสารหนี้มีผลการดำเนินงานดีที่สุด ทั้งนี้เนื่องจากการที่อัตราดอกเบี้ยลดลงมากและตลาดตราสารหนี้มีการขยายตัวให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์

มาก แต่ในช่วงเวลาต่อมาเมื่อตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวดีขึ้นขณะที่ตลาดตราสารหนี้เริ่มมีผลตอบแทนลดลงส่งผลให้ในช่วงนี้กองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานดีที่สุด

จากการศึกษางานวิจัยที่วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่จำแนกตามนโยบายการลงทุนทั้ง 4 ฉบับ จะให้ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสะสมทรัพย์ และในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้จะให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด แต่มีความขัดแย้งกันบ้างเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานเมื่อเทียบกับตลาด ซึ่งจะให้ผลสรุปที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับตัวแปรที่นำมาใช้เป็นอัตราผลตอบแทนของตลาดและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจาก โดยงานวิจัยที่ทำการศึกษาในช่วงแรก ๆ สรุปได้ว่ากองทุนรวมให้ผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด แต่งานวิจัยในฉบับหลัง ๆ สรุปไปในทิศทางเดียวกันว่ากองทุนรวมไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด จึงอาจเป็นการสะท้อนว่าในช่วงแรก ๆ ตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพทำให้ผู้จัดการกองทุนรวมสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด แต่ในระยะต่อมาได้มีการพัฒนาตลาดทำให้มีผู้เล่นในตลาดมากขึ้น การรับรู้ข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนรวดเร็วขึ้น ทำให้ตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น ผู้จัดการกองทุนรวมที่มีกลยุทธ์การลงทุนแบบเชิงรับจึงไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนมากกว่าตลาดได้

จากการตรวจสอบเอกสารพบว่างานวิจัยโดยส่วนใหญ่จะทำการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ความเสี่ยงของกองทุนรวม อัตราผลตอบแทนของตลาด ความเสี่ยงของตลาด และวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยใช้มาตรวัดต่าง ๆ ยังไม่มีงานวิจัยฉบับไหนทำการศึกษาเกี่ยวกับพอร์ตการลงทุนและสาเหตุของการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เนื่องจากในอดีตกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีขนาดเล็ก แต่ในปัจจุบันนี้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดด ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงต้องการศึกษาเกี่ยวกับสาเหตุที่ส่งผลกระทบต่อการทำงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ อัตราผลตอบแทน ประสิทธิภาพการดำเนินงานและวิเคราะห์พอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ว่าเมื่อภาวะเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไปกองทุนรวมตราสารแห่งนี้มีผลการดำเนินงานและมีพอร์ตการลงทุนเปลี่ยนแปลงไปอย่างไรบ้าง

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาเกี่ยวกับการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งในช่วงปี พ.ศ. 2547 – 2549 ว่าการขยายตัวดังกล่าวมีสาเหตุหรือมีอะไรที่เกื้อหนุนให้กองทุนรวมมีการขยายตัว ศึกษาอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุน วัดผลการดำเนินงานของแต่ละกองทุนและศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีที่สุดและแย่ที่สุดอย่างละ 5 อันดับ ดังนั้นจึงแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 วิธี คือ

การศึกษาเชิงพรรณนา (Descriptive Approach) เป็นการอธิบายถึงพัฒนาการของธุรกิจจัดการกองทุนรวมและภาวะการแข่งขันในปัจจุบันของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง (Fixed Income Funds) และวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง โดยในส่วนนี้จะเป็นการนำเสนอข้อเท็จจริงตามหนังสือหรือบทความต่าง ๆ ที่มีความน่าเชื่อถือมาประกอบการอธิบาย ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาจะกล่าวถึงในบทที่ 4

การศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative Approach) ใช้กองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งทั้งหมดที่เปิดดำเนินงานตลอดทั้ง 3 ปี จำนวน 60 กองทุน โดยการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนนำมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเพื่อจะได้ทราบว่าในแต่ละปีกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีอัตราผลตอบแทนอย่างไรบ้างเมื่อเทียบกับตลาด ต่อจากนั้นจะวัดผลการดำเนินงานของแต่ละกองทุนด้วยมาตรวัดของ Sharpe และศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีประสิทธิภาพสูงสุดและต่ำสุดอย่างละ 5 อันดับ ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาในส่วนนี้จะกล่าวถึงในบทที่ 5

ในบทนี้จะกล่าวถึงวิธีการคำนวณซึ่งต้องใช้ในบทที่ 5 ว่าการศึกษาครั้งนี้ใช้สูตรการคำนวณอย่างไรบ้าง

3.1 การวัดอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนรวมเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

เป็นการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนเพื่อนำมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ ดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (ThaiBMA Government Bond Index : TBDC G Index) และอัตราดอกเบี้ยถั่วเฉลี่ยซึ่งจะใช้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีโดยเฉลี่ย 3 ธนาคารคือ ธ.กรุงเทพ ธ.ไทยพาณิชย์ และธ.กสิกรไทย เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด ซึ่งมีสูตรในการคำนวณดังต่อไปนี้

3.1.1 อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544, น. 704)

$$R_{pt} = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1} + D_t) * 100}{NAV_{t-1}}$$

โดยที่ R_{pt} คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลาที่ t
 NAV_t คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ t
 NAV_{t-1} คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ $t-1$
 D_t คือ เงินปันผลจ่ายในเวลาที่ t

$$\text{มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน} = \frac{\text{มูลค่าทรัพย์สินรวม} - \text{หนี้สินรวม}}{\text{จำนวนหน่วยลงทุน}}$$

ถ้างวดเวลาที่วิเคราะห์มี n งวด อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (\bar{R}_p) คำนวณได้ดังนี้

$$\bar{R}_p = \left(\frac{\sum_{t=1}^N R_{pt}}{n} \right)$$

3.1.2 อัตราผลตอบแทนของตลาด

$$R_{mt} = \frac{(I_t - I_{t-1}) * 100}{I_{t-1}}$$

โดยที่ R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (TBDC G Index) ในงวดที่ t

I_t คือ ดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (TBDC G Index) งวดที่ t

I_{t-1} คือ ดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (TBDC G Index) งวดที่ t-1

ถ้างวดเวลามี n งวด อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (\bar{R}_m) คำนวณได้ดังนี้

$$\bar{R}_m = \frac{\sum_{t=1}^n R_{mt}}{n}$$

3.2 การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

การวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของแต่ละกองทุน การศึกษาครั้งนี้จะใช้มาตรวัดของ Sharpe ในการศึกษาเนื่องจากผู้ลงทุนในกองทุนรวมส่วนใหญ่แล้วจะเป็นนักลงทุนรายย่อย มีเงินทุนจำกัด โดยส่วนใหญ่แล้วกองทุนรวมจึงเป็นเพียงกลุ่มหลักทรัพย์เดี่ยวของผู้ลงทุน ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนนั้นแบกรับก็คือความเสี่ยงที่เกิดจากกองทุนรวม มาตรวัดของ Sharpe จึงเหมาะสมที่สุด ประกอบกับการศึกษาครั้งนี้มีระยะเวลาจำกัดผู้ศึกษาจึงใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนในการนำมาปรับลดค่าอัตราผลตอบแทน โดยมาตรวัดของ Sharpe มีวิธีการคำนวณดังต่อไปนี้

$$\text{มาตรวัดของ Sharpe} = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

$$\text{เกณฑ์ตามมาตรวัดของ Sharpe} = \frac{\bar{R}_m - \bar{R}_f}{\sigma_m}$$

โดยที่ σ_p คือ ความเสี่ยงของกองทุนรวม

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

\bar{R}_f คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

ถ้าค่ามาตรวัดของ Sharpe มากกว่า $\frac{\bar{R}_m - \bar{R}_f}{\sigma_m}$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ของ กองทุนรวม อยู่เหนือ CML(capital market line) แสดงถึงการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด

ถ้าค่ามาตรวัดของ Sharpe น้อยกว่า $\frac{\bar{R}_m - \bar{R}_f}{\sigma_m}$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์ของ กองทุนรวมอยู่ใต้ CML(capital market line) แสดงถึงมีผลการดำเนินงานที่ด้อยกว่าตลาด

3.3 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (จิรต์น์ สังข์แก้ว, 2544, น.705)

การศึกษาครั้งนี้จะใช้ตั๋วเงินคลัง (T-bill) อายุ 1 เดือน เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ ปราศจากความเสี่ยง และปกติแล้วอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงในช่วง ระยะเวลาหนึ่ง ๆ มักจะผันผวนตลอด ดังนั้นจึงต้องนำมาคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ซึ่งมีสูตร ในการคำนวณดังต่อไปนี้

$$\bar{R}_f = \frac{\sum_{t=1}^n R_{ft}}{n}$$

3.4 ความเสี่ยงของกองทุนรวม (จิรต์น์ สังข์แก้ว, 2544, น.704)

ความเสี่ยงของกองทุนรวมวัดได้ด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของ กองทุนรวม โดยมีสูตรในการคำนวณดังต่อไปนี้

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

โดยที่ σ_p คือ ความเสี่ยงของกองทุนรวม
 \bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุน
 R_{pt} คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในงวดที่ t
 n คือ งวดเวลาทั้งหมดที่ทำการศึกษา

3.5 ความเสี่ยงของตลาด

วัดความเสี่ยงของตลาดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (ThaiBMA Government Bond Index) โดยมีสูตรในการคำนวณดังต่อไปนี้

$$\sigma_m = \left(\frac{\sum_{t=1}^N (R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{n} \right)^{1/2}$$

โดยที่ σ_m คือ ค่าความเสี่ยงหรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล

\bar{R}_m คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาลในงวด t

n คือ ระยะเวลาทั้งหมดที่ทำการศึกษา

3.6 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient)

เป็นค่าที่บ่งบอกทิศทางความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรสุ่มสองตัว โดยค่าที่ได้จะมีค่าตั้งแต่ -1 ถึง +1 ค่าบวกหนึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ในทางเดียวกันอย่างสมบูรณ์ ส่วนค่าลบหนึ่งจะแสดงถึงความสัมพันธ์ผกผันกันอย่างสมบูรณ์ มีสูตรในการคำนวณคือ

$$\rho = \frac{Cov(X,Y)}{\sqrt{Var(X)}\sqrt{Var(Y)}}$$

โดยที่ ρ คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

$Cov(X,Y)$ คือ ความแปรปรวนร่วมของตัวแปร X และ Y

$\sqrt{Var(X)}$ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร X

$\sqrt{Var(Y)}$ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร Y

บทที่ 4

กองทุนรวม พัฒนาการของกองทุนรวมและผลการศึกษาเชิงพรรณนาของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

ในบทนี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับพัฒนาการของธุรกิจจัดการกองทุนรวม สถานการณ์ของกองทุนรวม และวิเคราะห์ปัจจัยที่เกื้อหนุนต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

4.1 พัฒนาการของธุรกิจจัดการกองทุนรวม

ธุรกิจจัดการลงทุน (Asset Management) เป็นการระดมทุนจากนักลงทุนรายย่อย แล้วนำมาจัดตั้งเป็นกองทุนรวม (Mutual Funds) ภายใต้การจัดการของบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน (บลจ.) และมีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ทำหน้าที่กำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนอีกทอดหนึ่ง โดยขั้นตอนในการจัดตั้งกองทุนรวม บลจ. จะเริ่มตั้งแต่การจัดทำโครงการลงทุนและขอความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. เมื่อโครงการลงทุนได้รับอนุมัติจากสำนักงาน ก.ล.ต. บลจ. จะเริ่มระดมเงินทุนจากนักลงทุนรายย่อย โดยการเสนอขายหน่วยลงทุนซึ่งส่วนใหญ่มีมูลค่าที่ตราไว้ 10 บาท และนำเงินที่ระดมได้ไปจดทะเบียนเป็นกองทุนรวมกับสำนักงาน ก.ล.ต. กองทุนรวมจึงมีสภาพเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากบริษัทจัดการ หากมีเหตุที่ทำให้บลจ. ต้องล้มเลิกกิจการไม่ว่ากรณีใด ๆ ก็ตาม กองทุนรวมและทรัพย์สินของกองทุนรวมก็จะไม่ถูกกระทบกระเทือนแต่อย่างใด สำนักงาน ก.ล.ต. จะโยกย้ายกองทุนรวมและทรัพย์สินของกองทุนรวมภายใต้การจัดการของบลจ. นั้นไปให้บลจ. อื่นดูแลแทน และในการลงทุนของกองทุนรวมนั้นต้องลงทุนเฉพาะในหลักทรัพย์และทรัพย์สินที่กฎหมายกำหนดให้ลงทุนได้เท่านั้น และต้องเป็นไปตามนโยบายการลงทุนและวัตถุประสงค์ของการลงทุนที่ได้ระบุไว้อย่างชัดเจนในหนังสือชี้ชวน

บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนแห่งแรกของประเทศไทยได้ถูกจัดตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2518 โดยมีบริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวมจำกัดเป็นผู้ที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นรายแรก และรายเดียว อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย ภายใต้ พรบ.การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์

ในปี พ.ศ. 2535 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีผลบังคับใช้ จึงได้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลและส่งเสริมพัฒนา ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจจัดการลงทุน และตลาดทุนของประเทศ นอกจากนี้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ยังมีการออกใบอนุญาตจัดการลงทุนให้แก่สถาบันการเงินที่สนใจจะดำเนินการในธุรกิจจัดการลงทุนเพิ่มเติมอีก 7 บริษัท รวมของเดิมอีก 1 บริษัท รวมเป็น 8 บริษัท ซึ่งบริษัทที่ได้รับอนุญาตใหม่นี้มีธนาคารพาณิชย์เป็นแกนกลางในการถือหุ้นทำให้มีการระดมเงินลงทุนจากผู้ลงทุนรายย่อยผ่านเครือข่ายของธนาคารที่เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ จึงทำให้ผู้ลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมในช่วงแรกก็คือผู้ฝากเงินของธนาคารนั่นเอง มีผลให้ธุรกิจการจัดการกองทุนรวมขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและกลายเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทย

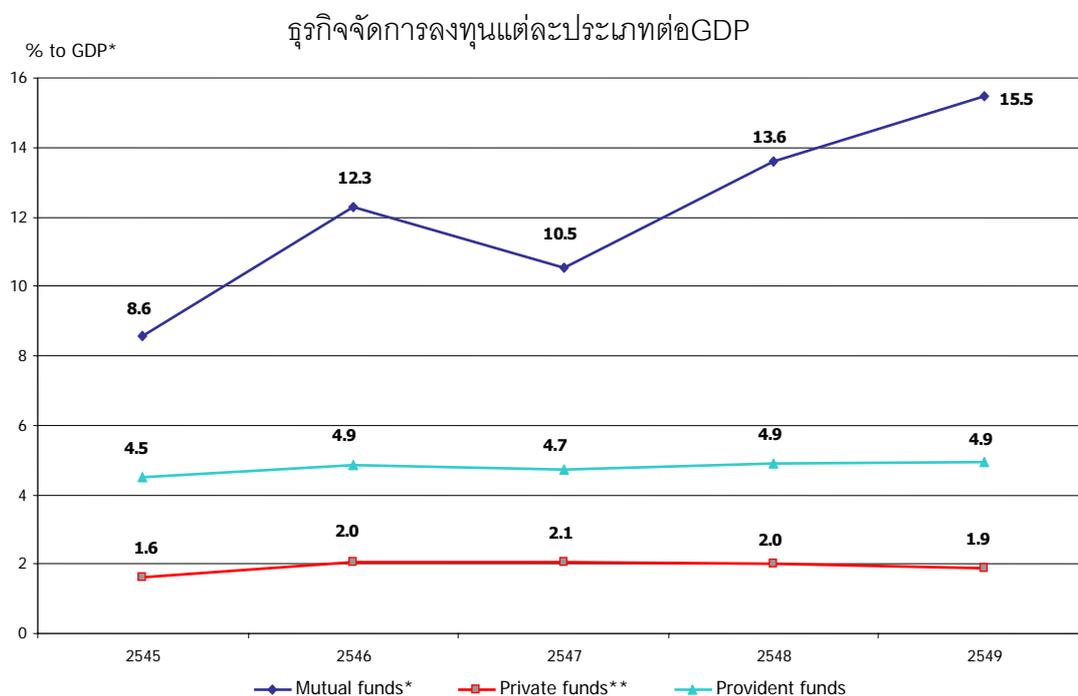
ปลายปี พ.ศ. 2538 สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.ได้เปิดให้ยื่นคำขอรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทจัดการกองทุนรวมเพิ่มเติม ซึ่งมีกลุ่มผู้ผ่านการพิจารณาของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. จำนวน 7 กลุ่ม ไม่นับรวมผู้จัดตั้ง บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนต่างดาว จำกัด โดยต่อมาในปี พ.ศ. 2539 -2540 กลุ่มผู้ผ่านการพิจารณาดังกล่าวได้ทยอยจัดตั้งบริษัทขึ้นเพื่อรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทจัดการกองทุนรวมจากกระทรวงการคลัง ซึ่งมีกลุ่มที่สามารถดำเนินการจัดตั้งบริษัทได้เพียง 6 บริษัท รวมกับบ.ล.จ.ที่จัดตั้งแล้วก่อนหน้านี้รวมเป็น 14 บริษัท อย่างไรก็ตามการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในช่วงกลางปี 2540 ทำให้ธุรกิจจัดการกองทุนรวมซบเซาลงอย่างมาก ส่งผลให้บ.ล.จ.ที่ได้รับอนุญาตเข้ามาดำเนินการจริงมีแค่ 4 บริษัท ทำให้มีบ.ล.จ.ที่ดำเนินการจริงมีเพียง 12 บริษัทเท่านั้น

การเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ส่งผลให้การประกอบกิจการของกองทุนรวมทั้งกองทุนรวมตราสารหนี้และตราสารทุนประสบกับปัญหาการขาดทุน กระทรวงการคลังจึงได้ให้ใบอนุญาตจัดการกองทุนส่วนบุคคลแก่ 19 สถาบันการเงิน เพื่อเข้ามาช่วยสถานการณ์ดังกล่าว ปี พ.ศ. 2541 สถานการณ์ทางเศรษฐกิจยังไม่ดีขึ้นทางภาครัฐหันมาใช้กองทุนรวมเพื่อเข้ามาแก้ไข

ปัญหา จึงได้มีการอนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนเฉพาะกิจเพื่อระดมทุนจากผู้ลงทุนประเภทสถาบันและลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสินทรัพย์อื่น ๆ ปี พ.ศ. 2544 สำนักงาน ก.ล.ต. อนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ

ปัจจุบัน ณ ก.ค. 2550 มีบลจ.ทั้งสิ้น 21 บริษัท มีการจัดตั้งกองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์ในการลงทุนแตกต่างกันมากมาย นอกจากนี้แล้วในธุรกิจจัดการกองทุนรวมมีการจัดการกองทุนแยกออกเป็น 3 ประเภทคือ กองทุนรวม (Mutual Funds) กองทุนส่วนบุคคล (Private Funds) และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Provident Funds) โดยกองทุนรวมมีการขยายตัวมากและเป็นการขยายตัวขึ้นลงตามปัจจัยที่กระทบ จากข้อมูล ณ พ.ศ. 2549 กองทุนรวมคิดเป็นร้อยละ 15.5 ต่อ GDP ในขณะที่กองทุนส่วนบุคคลและกองทุนสำรองเลี้ยงชีพมีอัตราการขยายตัวต่อ GDP ค่อนข้างคงที่ คิดเป็นร้อยละ 1.9 ต่อ GDP และร้อยละ 4.9 ต่อ GDP ตามลำดับ ดังแสดงในภาพที่ 4.1

ภาพที่ 4.1



Source: Securities and Exchange Commission, Thailand, National Economic and Social Development Board, and IMF

Note: * General funds + special funds

** Including funds managed for Government Pension Fund and Social Security Office

*** The figures of GDP are from NESDB (2002-2005) , and IMF's World Economic Outlook Database, Sept. 2006 (2006)

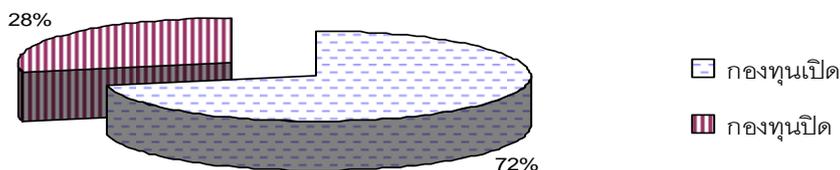
4.2 สถานการณ์กองทุนรวมในประเทศไทย

4.2.1 ลักษณะของกองทุนรวมในประเทศไทย

ลักษณะกองทุนรวมในปัจจุบันมีการเปลี่ยนแปลงจากกองทุนรวมในอดีตหลายประการเช่น ในอดีตกองทุนรวมส่วนใหญ่จะเป็นกองทุนปิด แต่ในปัจจุบันกองทุนรวมส่วนใหญ่เป็นกองทุนเปิด จากข้อมูล ณ พ.ศ. 2550 พบว่ากองทุนเปิดมีปริมาณร้อยละ 72 ของกองทุนทั้งหมด โดยกองทุนปิดค่อย ๆ ปรับเปลี่ยนเป็นกองทุนเปิดตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537 ตามทิศทางเดียวกับธุรกิจกองทุนรวมในต่างประเทศที่นิยมออกกองทุนเปิดมากกว่ากองทุนปิด โดยการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเป็นไปเพื่อให้สอดคล้องกับพฤติกรรมของนักลงทุนที่เริ่มมีความเข้าใจต่อการลงทุนในธุรกิจกองทุนรวมมากขึ้น ดังแสดงในภาพที่ 4.2

ภาพที่ 4.2

ลักษณะของกองทุนรวมในประเทศไทย

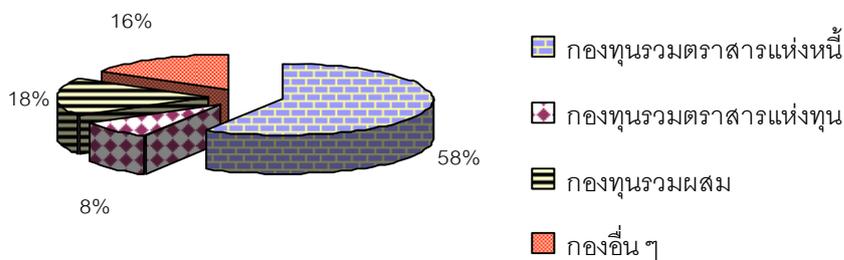


ที่มา: รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ในปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมนิยมจัดตั้งกองทุนรวมในลักษณะที่เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมากที่สุด จากข้อมูล ณ พ.ศ. 2550 พบว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งเป็นกองทุนรวมที่มีสัดส่วนมากที่สุดคิดเป็นร้อยละ 58 ของกองทุนรวมทั้งหมด รองลงมาคือกองทุนรวมที่มีลักษณะผสมคิดเป็นร้อยละ 18 ของกองทุนรวมทั้งหมด และกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งคิดเป็นร้อยละ 8 ของกองทุนรวมทั้งหมด ดังแสดงในภาพที่ 4.3

ภาพที่ 4.3

ประเภทของกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน ณ พ.ศ. 2550



ที่มา: รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้แล้วในกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งยังสามารถแบ่งลักษณะของกองทุนตามลักษณะโครงการได้อีกหลายประเภท ซึ่งในปัจจุบันนี้กองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งที่ไม่มีลักษณะพิเศษหรือเป็นกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งทั่วไปมีสัดส่วนมากที่สุด แต่อย่างไรก็ตามกองทุนลักษณะนี้ก็มีแนวโน้มที่ลดลง ซึ่งจากตารางที่ 4.1 พบว่าในปี พ.ศ. 2546 กองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งที่ไม่มีลักษณะพิเศษมีสัดส่วนมากที่สุดคิดเป็นร้อยละ 58.57 ของกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่ง รองลงมาคือกองทุนรวมที่มีลักษณะการกระจายการลงทุนน้อยกว่าเกณฑ์คิดเป็นร้อยละ 31.19 ของกองทุนตราสารแห่งหนึ่ง แต่ในปี พ.ศ. 2550 กองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งที่ไม่มีลักษณะพิเศษยังคงมีสัดส่วนเป็นอันดับหนึ่ง แต่ก็มีสัดส่วนที่ลดลงคงเหลือเป็นร้อยละ 36.34 ของกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่ง รองลงมาคือกองทุนรวมที่มีลักษณะการกระจายการลงทุนน้อยกว่าเกณฑ์คิดเป็นร้อยละ 23.1 ของกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่ง และกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศคิดเป็นร้อยละ 21.77% ของกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่ง นอกจากนี้แล้วยังมีกองทุนรวมที่มีลักษณะโครงการใหม่ ๆ เกิดขึ้นมาหลายโครงการ เช่น กองทุนรวมคุ่มครองเงินต้น กองทุนรวมหน่วยลงทุน และกองทุนรวมอีทีเอฟ เป็นต้น ซึ่งกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งลักษณะโครงการใหม่ ๆ เหล่านี้เกิดขึ้นเนื่องมาจากการได้รับการส่งเสริมจากทางภาครัฐ ซึ่งจะได้กล่าวถึงในหัวข้อต่อไป

ตารางที่ 4.1

ลักษณะโครงการของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

หน่วย : ล้านบาท

ลักษณะโครงการ	ม.ค. 2546		พ.ค. 2550	
	NAV	%	NAV	%
กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ	2,241	2.19%	13,396	1.60%
กองทุนรวมค้ำประกันเงินต้น	na.	na.	102,971	12.28%
กองทุนรวมตลาดเงิน	18	0.02%	34,875	4.16%
กองทุนรวมที่มีการกระจายการลงทุนน้อยกว่าเกณฑ์	31,914	31.19%	193,793	23.11%
กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ	443	0.43%	182,539	21.77%
กองทุนรวมสำหรับผู้ลงทุนในต่างประเทศ	7,767	7.59%	58	0.01%
กองทุนรวมหน่วยลงทุน	na.	na.	1,390	0.17%
กองทุนรวมอิตีเอฟ, ดัชนี	na.	na.	4,793	0.57%
ไม่มีลักษณะพิเศษ	59,923	58.57%	304,686	36.34%
รวมกองทุนรวมตราสารแห่งนี้	102,306	100%	838,501	100%

ที่มา : รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

4.2.2 ส่วนแบ่งการตลาดของธุรกิจจัดการกองทุนรวม

ปัจจุบัน ณ ก.ค. 2550 มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) ทั้งหมด 21 บริษัท โดยในภาพรวมทั้งหมดของธุรกิจกองทุนรวมจะพบว่า บลจ.ไทยพาณิชย์มีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุด 19.07% รองลงมาคือ บลจ.กสิกรไทย 13.42%, บลจ.เอ็มเอฟซี 9.62%, บลจ.กรุงไทย 8.92%, บลจ.บัวหลวง 8.69%, บลจ.ทหารไทย 8.54% และบลจ.ไอเอ็นจี(ประเทศไทย) 8.17% ตามลำดับ ส่วนบลจ.อื่น ๆ ที่เหลืออีก 14 บริษัท มีส่วนแบ่งตลาดอยู่ในช่วง 0-4% ดังแสดงในตารางที่ 4.2

จากตารางที่ 4.2 เมื่อนำมาวิเคราะห์ระดับการรวมตัวของอุตสาหกรรม (industry concentration) ด้วยดัชนี Herfindahl (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2549, น.181)

$$H = M_1^2 + M_2^2 + \dots + M_n^2$$

$$H = 0.0892^2 + 0.1342^2 + 0.0854^2 + \dots + 0.0243^2$$

$$H = 0.09989$$

ซึ่งดัชนี Herfindahl จะมีค่าน้อยกว่า 1 เสมอและถ้าค่าดัชนี Herfindahl มีค่าน้อยจะหมายความว่าผู้แข่งขันจำนวนมากอยู่ในตลาด จากการคำนวณค่าดัชนี Herfindahl จะได้เท่ากับ 0.09989 แสดงว่าธุรกิจจัดการกองทุนรวมในปัจจุบันถือว่ามีผู้แข่งขันจำนวนมากจัดอยู่ในตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ พิเชิต อัคราทิพย์และคณะ(2544) ได้ทำการศึกษาเรื่องภาวะการณั้แข่งขันของธุรกิจจัดการกองทุนรวมโดยวัดระดับการรวมตัวของอุตสาหกรรมด้วยวิธีของ Herfindahl-Hirschman Index(HHI) พบว่าในปี พ.ศ. 2543 ค่าดัชนี HHI เท่ากับ 1,297 ซึ่งตีความได้ว่าธุรกิจจัดการกองทุนรวมมีการแข่งขันในระดับปานกลาง และตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 – 2543 ค่าดัชนี HHI มีค่าลดลงอย่างต่อเนื่องแสดงให้เห็นถึงสภาวะการแข่งขันของธุรกิจจัดการกองทุนรวมมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น

และเมื่อพิจารณาจากกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งจะพบว่า บลจ.ไทยพาณิชย์มีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุด 29.54% รองลงมาคือบลจ.กสิกรไทย 15.24%, บลจ.บัวหลวง 12.14%, บลจ.ทหารไทย 11.81% และบลจ.ยูโอบี(ไทย) 5.34% ตามลำดับ ส่วนบลจ.อื่นๆที่เหลือมีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ในช่วง 0-3% ดังแสดงในตารางที่ 4.2

จากตารางที่ 4.2 เมื่อนำมาคำนวณค่า Herfindahl ได้ค่าเท่ากับ 0.15 ตีความได้ว่าในตลาดกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีการแข่งขันพอสมควร มีตำแหน่งผู้นำตลาดอย่างชัดเจนคือ บลจ.ไทยพาณิชย์และบลจ.กสิกรไทย นอกจากนี้แล้วถึงแม้ว่าในปัจจุบันจะมีจำนวนบลจ. 21 บริษัท แต่บลจ.ที่ดำเนินการจัดตั้งกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่แท้จริงมีเพียง 17 บริษัทเท่านั้น อีก 4 บริษัทยังไม่มีการจัดตั้งกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง ถ้าในอนาคตปัจจัยทางการเมือง ปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเงินเอื้อต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง บลจ.ที่ยังไม่ได้จัดตั้ง

กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งทั้ง 4 บริษัทอาจเข้ามาจัดตั้งกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง ส่งผลให้การแข่งขันในกองทุนรวมประเภทนี้รุนแรงขึ้น

ตารางที่ 4.2

ส่วนแบ่งทางการตลาดของบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน	ตราสารหนี้		รวมกองทุนทุกประเภท	
	Mkt.share	Total Net Assets (Baht)*	Mkt.share	Total Net Assets (Baht)*
บลจ. กรุงไทย จำกัด (มหาชน)	3.17%	27,454,110,901	8.92%	133,210,753,795
บลจ. กสิกรไทย จำกัด	15.24%	131,876,874,360	13.42%	200,585,773,581
บลจ. ทหารไทย จำกัด	11.81%	102,187,362,148	8.54%	127,539,103,769
บลจ. ทีเอสไอ จำกัด	0.84%	7,273,208,564	0.77%	11,553,771,427
บลจ. ไทยพาณิชย์ จำกัด	29.54%	255,534,094,157	19.07%	284,983,029,969
บลจ. ธนชาติ จำกัด	5.02%	43,406,135,791	4.30%	64,234,120,971
บลจ. นครหลวงไทย จำกัด	2.03%	17,595,995,306	2.00%	29,947,936,580
บลจ. บีที จำกัด	2.13%	18,468,626,420	1.28%	19,142,527,156
บลจ. ฟินันซ่า จำกัด	0.00%	na.	0.21%	3,158,576,388
บลจ. แมงกอลไฟฟ์ (ประเทศไทย) จำกัด	0.00%	na.	0.07%	1,012,872,698
บลจ. ยูโอบี (ไทย) จำกัด	5.34%	46,159,592,746	4.23%	63,138,862,188
บลจ. อเบอร์ดีน จำกัด	0.12%	1,043,008,806	2.42%	36,210,645,758
บลจ. ออยุธยา จำกัด	3.49%	30,169,726,924	2.86%	42,678,734,927
บลจ. เอ็มเคพี จำกัด (มหาชน)	1.01%	8,694,999,620	9.62%	143,756,491,476
บลจ. แอสเซท พลัส จำกัด	1.28%	11,044,564,466	0.88%	13,208,861,516
บลจ. ไอเอ็นจี (ประเทศไทย) จำกัด	3.19%	27,602,905,478	8.17%	122,013,285,702
บลจ. ซีมิโก้ จำกัด	0.00%	na.	0.00%	3,224,575
บลจ. บัวหลวง จำกัด	12.14%	105,055,443,461	8.69%	129,823,124,208
บลจ. ปริมาเวสต์ จำกัด	3.02%	26,158,179,365	2.12%	31,607,823,743
บลจ. ฟิลลิป จำกัด	0.00%	na.	0.00%	6,066,159
บลจ. วรรณ จำกัด	0.62%	5,352,402,431	2.43%	36,352,217,628
รวม	100.00%	865,077,230,942	100.00%	1,494,167,804,212

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

หมายเหตุ: * ข้อมูลนี้ไม่รวมกองทุนที่มีการดำเนินการชำระบัญชีเพื่อเลิกกองทุน

4.3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่เกื้อหนุนต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

การศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้จะแยกการพิจารณาออกเป็น การศึกษาเกี่ยวกับกฎระเบียบเกี่ยวกับการจัดตั้งและการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ ตลาดซื้อขายตราสารแห่งนี้ (BEX) และอัตราดอกเบี้ย

4.3.1 กฎระเบียบเกี่ยวกับการจัดตั้งและการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

ในหัวข้อนี้จะเป็นการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับกฎระเบียบการจัดตั้งและการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 – 2549

(1) ในช่วงปี พ.ศ. 2547 ประกาศที่ส่งผลกระทบต่อกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่ง มี 2 ประเด็นที่สำคัญคือ

ประเด็นแรก : เกี่ยวกับการดำรงสภาพคล่องของกองทุนรวม

สาระสำคัญของประกาศเหล่านี้คือ เป็นการกำหนดการดำรงสภาพคล่องของกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งนี้ เพื่อป้องกันปัญหาความไม่สอดคล้องกันระหว่างสินทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุน(การลงทุนในสินทรัพย์ที่ขาดสภาพคล่อง) กับนโยบายการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ถ้ากองทุนรวมลงทุนในสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำแต่นโยบายการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนถี่ ถ้านักลงทุนมาขายคืนหน่วยลงทุนอาจทำให้กองทุนรวมไม่มีเงินสดเพียงพอที่จะซื้อคืนหน่วยลงทุนได้ จึงได้มีการกำหนดให้กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งนี้ต้องดำรงสภาพคล่องของกองทุนรวม ซึ่งในปีนี้มีประกาศเกี่ยวกับการดำรงสภาพคล่องของกองทุนออกมา 2 ฉบับคือ

ฉบับแรก ตามประกาศที่ กต.น.(ว) 18/2547 ได้มีการกำหนดให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่มีความถี่มาก (1 ถึง 7 วัน) ต้องดำรงสภาพคล่องระดับที่หนึ่งไม่น้อยกว่า 30% และสภาพคล่องระดับที่หนึ่งและสองรวมกันต้องไม่น้อยกว่า 80% ในขณะที่

กองทุนรวมที่มีนโยบายการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่มีความถี่น้อย (7 วันถึง 1 เดือน) ต้องดำรงสภาพคล่องระดับที่หนึ่งไม่น้อยกว่า 20% และระดับที่หนึ่งและสองรวมกันต้องไม่น้อยกว่า 50%

ฉบับที่สองตามประกาศที่ กลต.น.(ว) 57/2547 กำหนดให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่มีความถี่มาก (1 ถึง 7 วัน) ต้องดำรงสภาพคล่องระดับที่หนึ่งไม่น้อยกว่า 20% และต้องดำรงสภาพคล่องระดับที่หนึ่งและสองรวมกันไม่น้อยกว่า 60% ในขณะที่กองทุนรวมที่มีนโยบายการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่มีความถี่น้อย (7 ถึง 15 วัน) ต้องดำรงสภาพคล่องระดับที่หนึ่งไม่น้อยกว่า 15% และต้องดำรงสภาพคล่องระดับที่หนึ่งและสองรวมกันไม่น้อยกว่า 40%

ซึ่งการออกประกาศฉบับที่สองนอกจากได้มีการผ่อนคลายการดำรงสภาพคล่องของกองทุนแล้วยังมีการเพิ่มจำนวนหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องระดับที่หนึ่งและระดับที่สองเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายเน้นการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีความคล่องตัวในการจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์มากขึ้น ซึ่งนับว่าเป็นปัจจัยบวกต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง

ประเด็นที่สอง : เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมสามารถลงทุนได้

สาระสำคัญของประเด็นนี้คือ มีการออกประกาศให้กองทุนรวมสามารถลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีการจ่ายผลตอบแทนอ้างอิงกับตัวแปร (Structured Note)¹ และมีการอนุญาตให้กองทุนรวมสามารถลงทุนในกองทุนรวมต่างประเทศได้² เพื่อเป็นหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินของกองทุนรวม ซึ่งการออกประกาศสองฉบับนี้จะทำให้กองทุนรวมที่เน้นลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งสามารถเลือกลงทุนในตราสารหนึ่งที่มีความหลากหลายมากขึ้น เป็นปัจจัยบวกต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนึ่งต่อไปในอนาคต

¹ ตามประกาศที่ กลต.น. 959/2547

² ตามประกาศที่ กลต.น. 96/2547

(2) ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ประกาศที่ส่งผลกระทบต่อกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ มี 2 ประเด็นที่สำคัญคือ

ประเด็นแรก : เกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินในต่างประเทศเพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทุน และการกำหนดอัตราส่วนการลงทุนของกองทุน³

สาระสำคัญของประกาศเหล่านี้คือ เป็นการอนุญาตให้กองทุนรวมสามารถลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินในต่างประเทศได้ โดยประกาศในฉบับแรก ๆ จะกำหนดประเภทของหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินต่างประเทศและอัตราส่วนที่จะลงทุนค่อนข้างจำกัด ต่อมามีการขยายประเภทของหลักทรัพย์และอัตราส่วนการลงทุนมากขึ้น โดยสรุปแล้วกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งนี้จะได้รับอนุญาตให้ลงทุนในหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

- (1) พันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลต่างประเทศหรือองค์การระหว่างประเทศ ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ investment grade
- (2) พันธบัตรที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจของต่างประเทศ ความน่าเชื่อถือระดับ investment grade
- (3) หุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทต่างประเทศ ความน่าเชื่อถือระดับ investment grade และได้รับการคัดเลือกให้ใช้คำนวณดัชนีตราสารหนี้
- (4) หน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศที่มีนโยบายเน้นการลงทุนในตราสารแห่งนี้
- (5) สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ IOSCO หรือ WFE โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันความเสี่ยง
- (6) หุ้นกู้อนุพันธ์ หรือตราสารทางการเงินที่มีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแฝง (Structured Note) ตัวแปรของหุ้นกู้อนุพันธ์หรือตราสารทางการเงินดังกล่าวต้องเป็นตราสารแห่งนี้ ราคาหรืออันดับความน่าเชื่อถือของตราสารแห่งนี้ดัชนีตราสารแห่งนี้ อัตราดอกเบี้ย หรืออัตราแลกเปลี่ยนเงิน เท่านั้น

การลงทุนในหลักทรัพย์ในข้อ (1)(2) รวมกันมีมูลค่าไม่เกิน 35% ของ NAV (ซึ่งก่อนหน้านี้อนุญาตให้ลงทุนรวมกันมีมูลค่าไม่เกิน 15% ของ NAV) และในกรณีเป็นกองทุนเปิดมูลค่า

³ ตามประกาศที่ สน. 7/2548, สน.13/2548, สน.14/2548, น.(ว) 11/2548 และ

ของพันธบัตรที่ลงทุนไม่เกิน 20% ของมูลค่าพันธบัตรที่ออกในคราวเดียวกัน ทางด้านหลักทรัพย์ ตาม (3)(4)(5)(6) กองทุนรวมลงทุนได้มีมูลค่าไม่เกิน 15% ของ NAV

ซึ่งจากประกาศเหล่านี้จะพบว่าเป็นการส่งเสริมให้กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีการขยายตัวเพิ่มขึ้น เพราะเมื่อจำนวนตราสารแห่งหนึ่งเพิ่มขึ้น ผู้จัดการกองทุนรวมมีโอกาสที่จะเลือกตราสารแห่งหนึ่งเข้ามาในพอร์ตการลงทุนมากขึ้น นอกจากนี้แล้วการที่กองทุนรวมสามารถลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศได้ทำให้มีการประกาศอนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนรวม ETF⁴

ประเด็นที่สอง : เกี่ยวกับการลงทุนในตราสารหนี้ของกองทุนรวม⁵

สาระสำคัญของประกาศเหล่านี้คือ การกำหนดประเภทของหลักทรัพย์และอัตราส่วนการลงทุนที่กองทุนรวมสามารถลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งได้ ซึ่งสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

ประเภทของตราสารหนี้ที่กองทุนรวมสามารถลงทุนได้จะขยายประเภทของตราสารหนี้มากขึ้นและโดยส่วนใหญ่แล้วตราสารหนี้ที่กองทุนรวมสามารถลงทุนได้ไม่ว่าจะเป็นตัวตราสารหรือผู้ออกตราสารต้องได้รับการจัดอันดับอยู่ในระดับ investment grade จากสถาบันจัดอันดับตามที่สำนักงานกำหนด ถ้าต่ำกว่าระดับนี้หรือไม่มีการจัดอันดับ ก็ต้องเป็นตราสารหนี้ที่ขึ้นทะเบียนกับศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้และมีผู้พร้อมเสนอราคาซื้อและในการเสนอขายตราสารหนี้ครั้งแรกต้องมีบริษัทจัดการซื้อเพื่อกองทุนรวมภายใต้การจัดการไม่ต่ำกว่า 3 บริษัท ซึ่งจากการกำหนดลักษณะดังกล่าวถึงแม้จะทำให้กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งไม่สามารถลงทุนในตราสารหนี้บางลักษณะได้ แต่ก็ส่งผลดีต่อไปในระยะยาวเนื่องจากตัวตราสารหนี้ที่กองทุนรวมจะลงทุนได้มีคุณภาพมากขึ้นและเป็นตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องในตลาด

ทางด้านอัตราส่วนการลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงค่อนข้างเด่นชัด กล่าวคือ ก่อนหน้านี้การลงทุนในตราสารหนี้มีการกำหนดอัตรา company limit ไม่เกิน 15% ของ NAV กรณีที่เป็นนิติ

⁴ กองทุนรวม ETF คือ กองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนบนพื้นฐานของดัชนีทางการเงิน และสามารถซื้อขายได้เหมือนหุ้นทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนสามารถทราบราคาของมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุน ETF ได้ทันที

⁵ อ่านประกาศเพิ่มเติมได้ที่ กสท.น.(ว) 25/2548 และ กสท.น.(ว) 28/2548

บุคคลทั่วไป และ company limit ไม่เกิน 20% กรณีเป็นสถาบันการเงิน และสามารถผ่อนผันเป็นไม่เกิน 25% ของ NAV กรณีเป็นกองทุน Specific Fund⁶

ในขณะที่ประกาศฉบับนี้จะกำหนดอัตราส่วนการลงทุนดังต่อไปนี้

- (1) ตราสารหนี้ภาครัฐไม่มี company limit (เพิ่มเติมเข้ามา)
- (2) กรณีที่ตัวตราสาร/ผู้ออก/ผู้รับรอง/ผู้รับอวัล/ผู้สลักหลักหรือผู้ค้ำประกันได้รับการจัดอันดับในระดับ investment grade จะมี company limit ไม่เกิน 15% ของ NAV (เหมือนเดิม)
- (3) กรณีเป็นธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน จะมี company limit ไม่เกิน 20% ของ NAV (เหมือนเดิม)
- (4) กรณีเป็นกองทุนประเภท Specific Fund สามารถมี company limit ไม่เกิน 25% ของ NAV (เหมือนเดิม)
- (5) กรณีเป็น Junk bond ให้ลงทุนรวมกันได้ไม่เกิน 15% ของ NAV และมี junk company limit ไม่เกิน 5% ของ NAV (เพิ่มเติม)

จากอัตราส่วนการลงทุนดังกล่าวโดยเฉพาะการลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐไม่มี company limit จะเป็นปัจจัยบวกที่ส่งเสริมให้เกิดการขยายตัวในกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งนี้

(3) ในช่วงปี พ.ศ. 2549 ประกาศที่ส่งผลกระทบต่อกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

ประกาศที่ สน. 28/2549 เรื่องการลงทุนและการมีไว้เพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทุนรวม โดยประกาศฉบับนี้เป็นการรวบรวมประกาศเกี่ยวกับการลงทุนและการมีไว้เพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทุนรวมในปีต่าง ๆ มารวมไว้ในฉบับเดียวกัน โดยมีเนื้อหาสาระสำคัญที่เกี่ยวกับกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้สรุปได้ดังต่อไปนี้

ประเภทของทรัพย์สินหรือสินทรัพย์ที่กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้สามารถลงทุนหรือมีไว้เพื่อเป็นสินทรัพย์ของกองทุนรวมได้มีการขยายประเภทของสินทรัพย์มาก

⁶ Specific Fund คือ กองทุนรวมที่มีการกระจายการลงทุนน้อยกว่าที่สำนักงาน กลต. กำหนด จึงเป็นกองทุนรวมที่มีความเสี่ยงมากกว่ากองทุนรวมโดยทั่วไป

ขึ้น โดยเฉพาะในส่วนของตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลต่างประเทศ ซึ่งประกาศก่อนหน้านี้จะหมายถึง “พันธบัตร” ที่รัฐบาลต่างประเทศ องค์กรหรือหน่วยงานของรัฐบาลต่างประเทศ รัฐวิสาหกิจตามกฎหมายต่างประเทศ หรือองค์การระหว่างประเทศ เป็นผู้ออกหรือผู้ค้ำประกัน เท่านั้น แต่ในประกาศฉบับนี้ได้ขยายขอบเขตของตราสารหนี้ภาครัฐต่างประเทศมากขึ้น จะรวมทั้ง ตัวเงินคลัง พันธบัตร ตัวแลกเงิน ตัวสัญญาใช้เงิน ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อพันธบัตร

ทางด้านอัตราส่วนการลงทุน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนการลงทุนที่มีสาระสำคัญ ได้แก่ การเพิ่มประเภทของตราสารแห่งหนึ่งที่กองทุนรวมสามารถลงทุนได้โดยไม่มี company limit โดยก่อนหน้านี้กองทุนรวมสามารถลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐอย่างไม่มี company limit เท่านั้น แต่ในประกาศฉบับนี้ตราสารแห่งหนึ่งที่กองทุนรวมสามารถลงทุนได้โดยไม่มี company limit ประกอบไปด้วย ตราสารหนี้ภาครัฐของไทย, เงินฝากในสถาบันการเงินตามกฎหมายไทย และ ตราสารหนี้ภาครัฐต่างประเทศอื่นได้แก่ ตราสารที่มีรูปแบบทำนองเดียวกับตราสารภาครัฐไทย ที่รัฐบาลต่างประเทศ องค์กรหรือหน่วยงานของรัฐบาลต่างประเทศ รัฐวิสาหกิจตามกฎหมาย ต่างประเทศ หรือองค์การระหว่างประเทศ เป็นผู้ออกหรือผู้ค้ำประกัน โดยมีการจัดอันดับความ น่าเชื่อถือในสองอันดับแรกและมีมูลค่ารวมกันไม่เกินร้อยละ 20 ของมูลค่าตราสารในแต่ละรุ่น

ซึ่งการออกประกาศฉบับนี้จะทำให้ตราสารแห่งหนึ่งที่กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุน ในตราสารแห่งนี้สามารถลงทุนได้มีจำนวนตราสารมากขึ้นและสามารถลงทุนได้ในอัตราส่วน เพิ่มขึ้น ดังนั้นประกาศฉบับนี้จึงเป็นปัจจัยบวกต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการ ลงทุนในตราสารแห่งนี้

สรุปผลของการออกกฎระเบียบเกี่ยวกับการจัดตั้งและการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ในช่วงปี พ.ศ. 2547 – 2549 มีการออก ประกาศที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ที่สำคัญๆ ได้แก่ การ กำหนดการดำรงสภาพคล่องของกองทุน การลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินในต่างประเทศเพื่อ เป็นสินทรัพย์ของกองทุน และการกำหนดให้การลงทุนในตราสารหนี้บางประเภทจะไม่มี company limit ซึ่งจะสังเกตว่าประกาศในช่วง 3 ปีนี้ โดยสาระสำคัญจะเป็นประกาศที่อนุญาตให้ กองทุนรวมสามารถลงทุนในตราสารหนี้ได้หลายประเภทมากขึ้น โดยเฉพาะในหลักทรัพย์หรือ ทรัพย์สินของต่างประเทศ ซึ่งส่งผลให้กองทุนรวมที่ลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศเจริญเติบโตขึ้น และมีโครงการลงทุนใหม่ ๆ เกิดขึ้น เช่น กองทุนรวมหน่วยลงทุนและกองทุนรวม ETF

ข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นจากกฎระเบียบที่ออกในช่วง พ.ศ. 2547 – 2549

เมื่อมาดูข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งดังแสดงในตารางที่ 4.3 พบว่านโยบายของภาครัฐส่งผลต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง โดยในปี พ.ศ. 2548 มีการจัดตั้งกองทุนรวมหน่วยลงทุนซึ่งสอดคล้องกับประกาศที่ออกมาในช่วงปี พ.ศ. 2548 ที่อนุญาตให้กองทุนรวมสามารถลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง และในปี พ.ศ. 2549 มีการจัดตั้งกองทุนรวมอีทีเอฟ, ดัชนีขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากการออกประกาศในปี พ.ศ. 2548

นอกจากนี้แล้วประกาศที่ออกมากในช่วง พ.ศ. 2547-2549 โดยส่วนใหญ่จะเป็นการอนุญาตให้กองทุนรวมสามารถลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินในต่างประเทศได้ ทำให้กองทุนรวมที่มีโครงการลงทุนที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินในต่างประเทศมีการขยายตัวเพิ่มขึ้น เช่น กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ก่อนธันวาคม 2547 มีเพียง 1 กองทุนเท่านั้นคือ กองทุนรวมเปิดไอดีเอ็นจีไทยตราสารหนี้เอเชีย (ING-FIF) แต่ ณ ธันวาคม 2548 มีการจัดตั้งกองทุนประเภทนี้เพิ่มมากขึ้นเป็น 8 กองทุน และในปัจจุบัน ณ พฤษภาคม 2550 มีการจัดตั้งกองทุนรวมประเภทนี้เพิ่มมากขึ้นเป็น 14 กองทุน และมีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิคิดเป็นร้อยละ 21.8 ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง ซึ่งพบว่ามี การขยายตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างชัดเจน

ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่ากฎระเบียบเกี่ยวกับการจัดตั้งและการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งเป็นปัจจัยที่เอื้อหนุนให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีการขยายตัวเพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะการขยายตัวของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศซึ่งเน้นการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินในต่างประเทศ และมีการจัดตั้งกองทุนรวมที่มีลักษณะโครงการใหม่ ๆ เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.3
ลักษณะโครงการของกองทุนรวมตราสารแห่งนี้

(NAV : ล้านบาท)

ลักษณะโครงการ	ม.ค. 2546		ม.ค. 2547		ม.ค. 2548		ม.ค. 2549		พ.ค. 2550	
	NAV	%								
กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ	2,241	2.19%	3,371	3.50%	5,106	3.90%	8,680	2.10%	13,396	1.60%
กองทุนรวมค้ำประกันเงินต้น	na.	na.	209	0.20%	2,956	2.20%	57,419	14.10%	102,971	12.30%
กองทุนรวมตลาดเงิน	18	0.02%	1,282	1.30%	3,032	2.30%	5,136	1.30%	34,875	4.20%
กองทุนรวมที่มีการกระจายการลงทุนน้อยกว่าเกณฑ์	31,914	31.19%	25,510	26.80%	32,975	25.00%	59,489	14.60%	193,793	23.10%
กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ	443	0.43%	1,330	1.40%	936	0.70%	56,039	13.80%	182,539	21.80%
กองทุนรวมสำหรับผู้ลงทุนในต่างประเทศ	7,767	7.59%	2,217	2.30%	2,613	2.00%	1,893	0.50%	58	0.00%
กองทุนรวมหน่วยลงทุน	na.	na.	na.	na.	na.	na.	2,305	0.60%	1,390	0.20%
กองทุนรวมอีทีเอฟ, ดัชนี	na.	na.	na.	na.	na.	na.	na.	na.	4,793	0.60%
ไม่มีลักษณะพิเศษ	59,923	58.57%	61,142	64.30%	84,371	63.90%	216,434	53.10%	304,686	36.30%
รวมกองทุนรวมตราสารแห่งนี้	102,306	100%	95,061	100%	131,989	100%	407,395	100%	838,501	100%

ที่มา : รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

4.3.2 ตลาดซื้อขายตราสารหนี้(BEX)

ตลาดซื้อขายตราสารหนี้ถือว่ามีความสำคัญกับกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนี้เพราะเป็นตลาดที่ผู้จัดการกองทุนใช้สำหรับซื้อหรือขายตราสารหนี้เข้ามาในพอร์ตของกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งในหัวข้อนี้จะพิจารณาว่าตลาดซื้อขายตราสารหนี้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างไรบ้าง และการเกิดขึ้นของตลาดตราสารหนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Bond Electronic Exchange: BEX) มีผลต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนี้หรือไม่

ซึ่งจากการตรวจสอบพบว่า ผลจากการออกพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำให้มีการระดมเงินทุนโดยการออกหุ้นกู้ภาคเอกชนและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเพิ่มขึ้น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ก.ล.ต.) ตระหนักถึงความจำเป็นในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ จึงมอบหมายให้สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นแกนนำในการรวมกลุ่มผู้ค้าตราสารหนี้ เพื่อจัดตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealers Club) ขึ้นในปี พ.ศ. 2537 โดยมีวัตถุประสงค์เบื้องต้น เพื่อร่วมกันสร้างมาตรฐานการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง ต่อมาในปี พ.ศ. 2540 ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้ปรับโครงสร้างองค์กรและขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อจดทะเบียนเป็นศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (The Thai Bond Dealing Centre – ThaiBDC) นอกจากนี้ ThaiBDC พยายามดำเนินการเพิ่มประสิทธิภาพและความโปร่งใสในการเปิดเผยและรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้และผู้ออกตราสารหนี้ แต่เนื่องด้วยการซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทยโดยส่วนใหญ่ยังคงเป็นระบบการซื้อขายนอกตลาด เป็นการซื้อขายโดยการตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย (Over the Counter – OTC) ซึ่งมีผู้ค้าหลักเพียงบริษัทเงินทุนและธนาคารพาณิชย์เท่านั้น วิธีการซื้อขายแบบ OTC ซึ่งไม่มีข้อมูลทั้งทางด้านราคาและปริมาณการซื้อขายอย่างโปร่งใส จึงทำให้การตัดสินใจในการลงทุนสำหรับนักลงทุนทั้งในระดับนักลงทุนทั่วไป และนักลงทุนสถาบันเป็นไปได้ยาก ทำให้การลงทุนในตราสารหนี้ไม่เป็นที่นิยมของนักลงทุน

ปี พ.ศ. 2540 เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจประเทศต่าง ๆ ในเอเชียได้รับบทเรียนที่สำคัญเรื่องความไม่สมดุลของระบบการเงิน การออม และการลงทุน เงินออมจำนวนมากถูกนำไปลงทุนในตลาดตราสารหนี้ในประเทศที่พัฒนาแล้ว ด้วยสาเหตุที่ว่าตลาดตราสารหนี้ภายในประเทศและประเทศในภูมิภาคยังไม่พัฒนาเท่าที่ควร เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับ

นโยบายภาครัฐ และยังเป็น การเพิ่มทางเลือก และสร้างประโยชน์ต่อผู้ลงทุนรายย่อย คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมีมติในการกำหนดนโยบายส่งเสริมการลงทุน ในตราสารหนี้ของนักลงทุนรายย่อย โดยจัดตั้งตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange: BEX) ขึ้น และได้เปิดให้สามารถทำการซื้อขายตราสารหนี้อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน 2546 ต่อมาในการประชุมของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2547 จึงมีมติเพิ่มเติมให้มีการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ BEX เพื่อให้เกิดความ ครอบคลุมการพัฒนาตราสารหนี้โดยรวมไม่จำกัดเพียงการสร้างโอกาสให้นักลงทุนรายย่อย เท่านั้น ซึ่งถือได้ว่าเป็นการเข้ามามีส่วนร่วมอย่างจริงจังในการพัฒนาตราสารหนี้โดยสมบูรณ์ แบบ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การจัดตั้งตลาดตราสารหนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Bond Electronic Exchange: BEX) ถือได้ว่าเป็นตลาดรองในการซื้อขายตราสารหนี้ที่เป็นระบบแห่งแรกของประเทศไทย โดยในอดีตเมื่อผู้ออกตราสารหนี้ขายตราสารหนี้ให้กับนักลงทุนในตลาดแรกแล้ว เมื่อนัก ลงทุนต้องการจะขายตราสารหนี้ต้องหาผู้รับซื้อเอง ขณะที่เมื่อตลาดตราสารหนี้ (BEX) เกิดขึ้นนัก ลงทุนสามารถขาย/ซื้อตราสารหนี้ได้โดยส่งคำสั่งขาย/ซื้อผ่าน BEX การมี BEX จึงช่วยทำให้เกิด การซื้อขายเปลี่ยนมือของตราสารหนี้ได้ตลอดเวลา โดยโครงสร้างการซื้อขายตราสารหนี้ใน BEX แบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ

(1) การซื้อขายตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนรายย่อยทั่วไป (Retail Market) มี วัตถุประสงค์ให้นักลงทุนรายย่อยได้เข้ามามีโอกาสซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองได้โดยตรง

(2) การซื้อขายตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนสถาบันและผู้ค้าตราสารหนี้ (Wholesale Market) เป็นตลาดการซื้อขายตราสารหนี้สำหรับนักลงทุนสถาบันหรือผู้ค้าตราสารหนี้ โดยทำการ ซื้อขายผ่านระบบซื้อขายตราสารหนี้อิเล็กทรอนิกส์ (Electronic Trading Platform:ETP) ภายใต้ ชื่อFirsts(Fixed Income and Relate Securities System) โดยระบบ Firsts เป็นระบบที่ เอื้ออำนวยความสะดวกในด้านการส่งคำสั่งซื้อขายสำหรับนักลงทุนสถาบันและผู้ค้าตราสารหนี้ อีกทั้งระบบยังได้จัดสรรข้อมูลและเครื่องมือทางการเงินในการวิเคราะห์ราคาตราสารหนี้ ซึ่งผู้ค้า ตราสารหนี้และนักลงทุนสถาบันสามารถทราบราคาซื้อขายตราสารหนี้แบบ Real Time เป็นการ ลดต้นทุนในการทำธุรกรรมตราสารหนี้มีประสิทธิภาพ

จากระบบการซื้อขายที่สนับสนุนให้นักลงทุนรายย่อยเข้ามาลงทุนในตราสารแห่งหนี้ ได้ง่ายขึ้น ในมุมมองของผู้วิเคราะห์คาดการณ์ว่าต่อไปในอนาคตถึงแม้ว่าตลาด BEX จะทำให้

นักลงทุนรายย่อยเข้ามาลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งด้วยตนเองผ่านตลาด BEX ได้ง่ายขึ้น แต่ส่งผลกระทบต่อการขายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้น้อย เนื่องจากในตลาด BEX มูลค่าการลงทุนต่อ 1 สัญญามีมูลค่า 100,000 บาทซึ่งถือว่ามีมูลค่าค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับหน่วยลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีมูลค่าหน่วยลงทุนประมาณ 10 บาทและมีเงิน 10,000 บาทก็สามารถลงทุนได้ ประกอบกับนักลงทุนรายย่อยโดยส่วนใหญ่มีรายได้เฉลี่ยต่อเดือนต่ำกว่า 30,000 บาท (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต., (2545)) การสร้างพอร์ตการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีการกระจายความเสี่ยงที่ดีต้องลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมากกว่า 15 หลักทรัพย์ ซึ่งถ้าลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งด้วยตนเองผ่าน BEX จึงต้องใช้เงินลงทุนค่อนข้างสูง

นอกจากนี้แล้วการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งด้วยตนเอง ดอกเบี้ยรับ/กำไรจากการขายหรือส่วนลด จากตราสารแห่งนี้นักลงทุนรายย่อยจะต้องนำมาคำนวณภาษี ณ ปลายปี หรือ เลือกว่าจะหักภาษี ณ ที่จ่าย 15 % แต่ในกรณีที่กองทุนรวมลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งเงินได้จากตราสารแห่งหนึ่งได้รับการยกเว้นไม่ต้องนำมาเสียภาษี ในอนาคตจึงมีแนวโน้มที่นักลงทุนรายย่อยที่ต้องการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งยังคงเลือกการลงทุนผ่านกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมากกว่าการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งด้วยตนเองผ่านตลาด BEX

สำหรับนักลงทุนสถาบันซึ่งรวมทั้งกองทุนรวมด้วย การเกิดขึ้นของตลาด BEX ในอนาคตจะทำให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งได้รับประโยชน์เนื่องจากกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง พอร์ตการลงทุนส่วนใหญ่จะประกอบไปด้วยตราสารแห่งหนึ่ง ผู้จัดการกองทุนจึงต้องมีการจัดสรรตราสารแห่งหนึ่งเข้ามาในพอร์ตหรือจำหน่ายตราสารแห่งหนึ่งออกไป ดังนั้นตลาดซื้อขายตราสารแห่งหนึ่งจึงเป็นตลาดที่สำคัญ การจัดตั้งตลาด BEX จึงเป็นอีกช่องทางหนึ่งของผู้จัดการกองทุนในการซื้อหรือขายตราสารแห่งหนึ่งเข้ามาในพอร์ตการลงทุน ยิ่งตลาด BEX มีระบบการซื้อขายที่รองรับนักลงทุนประเภทสถาบัน จะทำให้กองทุนรวมทราบราคาซื้อขายแบบ Real Time เป็นการลดต้นทุนในการทำธุรกรรมตราสารหนึ่งอย่างมีประสิทธิภาพ ในอนาคตตลาด BEX น่าจะเป็นปัจจัยที่สนับสนุนการขายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง

ตารางที่ 4.4
มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ที่ซื้อขายในตลาดตราสารหนี้

สถิติสำคัญตลาดทุนไทย			
ประเภทของตลาดตราสารหนี้	2547	2548	2549
1.1 ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย			
จำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน	628	733	1,517
มูลค่าหลักทรัพย์ขึ้นทะเบียนคงค้าง (ล้านบาท)	2,402,257	3,122,739	3,951,315
มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (ล้านบาท)	12,120	15,856	28,622
1.2 Bond Electronic Exchange(BEX)			
จำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน	39	92	578
มูลค่าหลักทรัพย์จดทะเบียนคงค้าง (ล้านบาท)	194,854	770,464	3,141,965
มูลค่าซื้อขายทั้งหมด (ล้านบาท)	643	335	256

ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4.4 แสดงให้เห็นว่าการซื้อขายตราสารหนี้โดยส่วนใหญ่ยังคงซื้อขายผ่านศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และมีแนวโน้มที่จะซื้อขายเพิ่มขึ้นทุกปีตามการเจริญเติบโตของตราสารหนี้ โดยในปี พ.ศ. 2547, 2548 และ 2549 มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน 12,120 15,856 และ 28,622 ล้านบาทตามลำดับ

ทางด้านตลาด BEX ซึ่งเพิ่มจัดตั้งมีการนำตราสารหนี้มาจดทะเบียนในตลาดเพิ่มขึ้นทุกปี โดยในปี พ.ศ. 2547, 2548 และ 2549 มีการนำตราสารหนี้มาจดทะเบียนจำนวน 39 92 และ 578 รายการตามลำดับ มีมูลค่าซื้อขายทั้งหมด 643 335 และ 256 ล้านบาทตามลำดับ โดยมูลค่าซื้อขายตราสารหนี้ผ่าน BEX มีมูลค่าลดลงในแต่ละปี

จากปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ผ่านศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยที่เพิ่มขึ้นทุกปี ในขณะที่เดียวกันในตลาด BEX ก็ยังคงมีการซื้อขาย เป็นการสะท้อนว่าการเกิดขึ้นของตลาด BEX ไม่ได้เป็นปัจจัยลบต่อการขยายตัวของการซื้อขายผ่านศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และไม่ได้เป็นปัจจัยลบต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ นอกจากนี้แล้ว การเกิดขึ้นของ BEX ยังคงเป็นอีกช่องทางหนึ่งผู้จัดการกองทุนรวมจะใช้ในการจัดสรรตราสารหนี้เข้ามาในพอร์ตหรือจำหน่ายตราสารหนี้ออกไป

ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าตลอดระยะเวลา 3 ปีที่ผ่านมาการเกิดขึ้นของ BEX ไม่ได้เป็นปัจจัยลบต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ ในขณะที่เดียวกันก็ไม่สามารถสรุปได้ว่าการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เกิดจากการพัฒนาตลาด BEX และคาดการณ์ว่าการเกิดขึ้นของ BEX ในอนาคตน่าจะเอื้อหนุนให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ขยายตัวเพิ่มขึ้นเนื่องจากมีระบบการซื้อขายที่ทำให้กองทุนสามารถทำธุรกรรมตราสารแห่งนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

4.3.3 อัตราดอกเบี้ยในตลาด

อัตราดอกเบี้ยในตลาดมีผลต่อการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุน (required rate of return) โดยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่เปลี่ยนแปลงไป เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวสูงขึ้นนักลงทุนจึงต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น โดยในพ.ศ. 2547 อัตราดอกเบี้ยโดยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบมีการปรับตัวลดลงมาเรื่อย ๆ และลดลงต่ำสุดในไตรมาสที่สองของปี พ.ศ. 2548 และมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเรื่อย ๆ จนกระทั่งถึงปัจจุบัน (ดังตารางที่ 4.6)

ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อการเจริญเติบโตของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้หรือไม่ ในหัวข้อนี้จึงได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยในตลาดกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ โดยจะใช้ข้อมูลของอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบนำมาหาความสัมพันธ์กับ NAV ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ ซึ่งจากการทดสอบความสัมพันธ์ได้ค่า Correlation เท่ากับ 0.94243 หมายความว่า NAV ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยในตลาด เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวสูงขึ้นจะทำให้ NAV ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวต่ำลงจะทำให้ NAV ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีมูลค่าลดลง นอกจากนี้แล้วอัตราดอกเบี้ยในตลาดยังมีความสัมพันธ์กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้สูงซึ่งสังเกตได้จากค่า correlation ซึ่งมีค่าสูง จากความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงกล่าวได้ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ในช่วง ปี พ.ศ. 2547-2549 มีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดด

การที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดมีความสัมพันธ์กับการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ค่อนข้างมากเนื่องจาก การที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดในช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึงไตรมาสที่สองของปี พ.ศ. 2548 มีการปรับตัวลดลงต่ำสุด นักลงทุนรายย่อยที่ลงทุนในเงินฝากกับธนาคารพาณิชย์มีการย้ายการลงทุนมาสู่กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงต่ำสุดจากการศึกษาของพัชรี ธิระบัญญัติ พบว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้จะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายอื่น ๆ ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารลดลงจึงมีแนวโน้มที่นักลงทุนรายย่อยที่เคยลงทุนในเงินฝากกับธนาคารมีการย้ายการลงทุนมาสู่กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น จึงใจให้ผู้จัดการกองทุนรวมมีการจัดตั้งกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มีการขยายตัว

ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของบัญชา ศิริทิพย์ณ พบว่าลักษณะการฝากเงินของประชาชนในธนาคารพาณิชย์ ในช่วงปี พ.ศ. 2540 – 2547 เงินฝากออมทรัพย์มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น ขณะที่เงินฝากประจำแม้ยังคงมีสัดส่วนที่สูงกว่าเงินฝากออมทรัพย์แต่มีสัดส่วนที่ลดลงอย่างมาก และสาเหตุที่ทำให้เงินฝากประจำในระบบธนาคารพาณิชย์ลดลงเนื่องจากมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่ตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ของรัฐบาลและเอกชนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจากพฤติกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปของประชาชนทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินออมระยะยาวมาลงทุนในตราสารหนี้มากขึ้น ส่งผลให้กองทุนรวมตราสารหนี้ขยายตัวมากขึ้น

และตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่สองของปี พ.ศ. 2548 อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบมีการปรับตัวสูงขึ้น ในช่วงนี้จะทำให้ผู้ออกตราสารแห่งนี้มีการเร่งระดมทุนโดยการออกตราสารแห่งนี้เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากผู้ออกตราสารแห่งนี้คาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยต่อไปในอนาคตมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นจึงเร่งระดมทุนในขณะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงที่ต่ำเพราะจะทำต้นทุนในการระดมเงินทุนของภาคเอกชนต่ำลง ทำให้ในช่วงปีพ.ศ. 2548 และ 2549 มูลค่าคงค้างตราสารหนี้ในระบบเพิ่มสูงขึ้นเป็น 3,360 และ 4,088 พันล้านบาทตามลำดับ (ดังตารางที่ 4.5) ซึ่งการที่ในตลาดมีตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้นจึงเป็นแรงจูงใจให้ผู้จัดการกองทุนรวมมีการจัดตั้งกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้นประกอบกับในช่วงก่อนหน้านี้ออกกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าเงินฝากกับธนาคาร จึงมีแนวโน้มที่นักลงทุนรายย่อยจะลงทุนในกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่ม

สูงขึ้น ส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีอัตราการขายตัวในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาขึ้น

ตารางที่ 4.5
มูลค่าคงค้างของตราสารแห่งหนึ่งในระบบเศรษฐกิจ

หน่วย : พันล้านบาท

	2545	2546	Δ	2547	Δ	2548	Δ	2549	Δ
มูลค่าคงค้าง ตราสารหนึ่ง	2,345	2,540	8.3%	2,740	7.9%	3,360	22.6%	4,088	21.7%

ที่มา : รวบรวมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สรุป ปัจจัยทางด้านอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีการขายตัว โดยเฉพาะมีการขายตัวอย่างก้าวกระโดดในปี พ.ศ. 2548 โดยในช่วงไตรมาสแรกของปี พ.ศ. 2547 ถึงไตรมาสที่สองของปี พ.ศ. 2548 กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งมีการขายตัวเนื่องมาจากการลงทุนในกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งให้ผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนในกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ และให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าการฝากเงินออมทรัพย์กับสถาบันการเงิน จึงจูงใจให้ผู้ที่เคยฝากเงินกับสถาบันการเงินย้ายการลงทุนมาสู่กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งขายตัว

และในช่วงไตรมาสที่สองของปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2549 เป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาขึ้น ทำให้ผู้ออกตราสารหนึ่งคาดการณ์ว่าต่อไปในอนาคตอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวสูงขึ้น จึงมีการเร่งระดมเงินทุนโดยการออกตราสารแห่งหนึ่งเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ในตลาดมีตราสารแห่งหนึ่งเพิ่มสูงขึ้น จูงใจให้ผู้จัดการกองทุนรวมจัดตั้งโครงการที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งขายตัว

ตารางที่ 4.6
อัตราดอกเบี้ยเงินฝากถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของธนาคารพาณิชย์

พ.ศ.	ไตรมาส	ธพ.ไทย ขนาดใหญ่ 5 แห่ง*	ธพ.ไทย	สาขา ธพ. ต่างประเทศ	ธพ.ทั้งระบบ
2546	ไตรมาส 1	1.61	1.76	0.9	1.71
	ไตรมาส 2	1.39	1.54	0.84	1.51
	ไตรมาส 3	1.12	1.27	0.64	1.23
	ไตรมาส 4	1.02	1.12	0.7	1.09
2547	ไตรมาส 1	0.98	1.05	0.62	1.03
	ไตรมาส 2	0.95	1.03	0.65	1
	ไตรมาส 3	0.93	1	0.61	0.98
	ไตรมาส 4	0.92	0.99	0.8	0.98
2548	ไตรมาส 1	0.88	0.98	0.76	0.96
	ไตรมาส 2	0.87	0.99	1	0.99
	ไตรมาส 3	0.96	1.17	1.3	1.18
	ไตรมาส 4	1.27	1.55	2.03	1.59
2549	ไตรมาส 1	1.76	2.09	2.06	2.09
	ไตรมาส 2	2.3	2.6	2.91	2.63
	ไตรมาส 3	2.51	2.83	2.66	2.82
	ไตรมาส 4	2.57	2.87	3.05	2.89

ที่มา : ธนาคารพาณิชย์ และตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2546 ข้อมูลมาจาก DS IRO

หมายเหตุ : * ความหมายของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ถือตามขนาดของยอดเงินฝากรวมทุกประเภทของ ธนาคารพาณิชย์ไทย ได้แก่ ธ.กรุงเทพ ธ.กรุงไทย ธ.กสิกรไทย ธ.ไทยพาณิชย์ และ ธ.กรุงศรีอยุธยา และตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2549 เป็นต้นไป 5 ธนาคารพาณิชย์ไทยขนาดใหญ่ประกอบด้วย ธ.กรุงเทพฯ ธ.กรุงไทย ธ.กสิกรไทย ธ.ไทยพาณิชย์ และ ธ.ทหารไทย

บทที่ 5

ผลการศึกษาเชิงปริมาณ

ในบทนี้แบ่งการศึกษาออกเป็น 4 หัวข้อหลัก คือ การศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม การวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนรวมด้วยมาตรวัดของ Sharpe การเปรียบเทียบขนาดของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม และการศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe สูงสุดและต่ำสุดอย่างละ 5 อันดับ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจะเป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีผลการดำเนินงานตลอดช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2549 จำนวน 60 กองทุน เป็นกองทุนรวมเปิดที่ระดมทุนและลงทุนภายในประเทศ

5.1 การศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง

เป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งกับดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (Thai BMA Government Bond Index : TBDC G Index) และอัตราดอกเบี้ยถั่วเฉลี่ย ซึ่งอัตราดอกเบี้ยถั่วเฉลี่ยจะใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีโดยเฉลี่ย 3 ธนาคารคือ ธ.กรุงเทพ ธ.ไทยพาณิชย์ และ ธ.กสิกรไทย ซึ่งจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งในแต่ละปี พบว่า

ในช่วงปี พ.ศ. 2547 เป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในช่วงขาลง โดยในไตรมาสแรกถึงไตรมาสที่สี่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงร้อยละ 1.03 ถึง 0.98 ซึ่งจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเปรียบเทียบกับดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยถั่วเฉลี่ย พบว่า

เปรียบเทียบกับดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล : พบว่ากองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล มีเพียง 4 กองทุนเท่านั้นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล

เปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย : พบว่ากองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย มีเพียง 25 กองทุนเท่านั้นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย

กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่ INGGBRMF, BFRMF, SCBSOF6, SCBSOF5 และ AYFDEBT ตามลำดับ กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายได้แก่ GBRF, RKFDC, T-CAP, CNS-FIX และ T-FIX ตามลำดับ

จากการศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรก พบว่า โดยส่วนใหญ่ในพอร์ตการลงทุนจะเป็นการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีอายุครบกำหนดอยู่ในช่วงระยะกลางถึงระยะยาว เช่นกองทุน INGGBRMF พอร์ตการลงทุนส่วนใหญ่จะเป็นตราสารแห่งหนึ่งประมาณ 54.06% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นตราสารแห่งหนึ่งที่มีอายุครบกำหนดมากกว่า 3 ปี และลงทุนในเงินฝากธนาคารประมาณ 36.44% และ กองทุนรวม AYFDEBT พอร์ตการลงทุนประกอบด้วยตั๋วสัญญาใช้เงินเมื่อทวงถาม 2.65% และหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนดในปี พ.ศ. 2552 – 2556 จำนวน 97.35%

จากการศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายพบว่าโดยส่วนใหญ่ในพอร์ตการลงทุนจะเป็นการลงทุนในตราสารหนึ่งระยะสั้นมีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปี เช่นกองทุน T-CAP พอร์ตการลงทุนประกอบด้วยพันธบัตรรัฐบาลประมาณ 56.17% ซึ่งส่วนใหญ่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปี และมีหุ้นกู้ประมาณ 26.22% ซึ่งหุ้นกู้ส่วนใหญ่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปี

สรุปในปี 2547 กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่ยังคงมีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย แต่อย่างไรก็ตามจำนวนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยยังคงมากกว่าจำนวนกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนมากกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกโดยส่วนใหญ่แล้วจะลงทุนในตราสารที่มีอายุครบกำหนดระยะกลางถึงระยะยาว ซึ่งการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในช่วงขาลง ตราสารหนึ่งที้ออกมาก่อนปี พ.ศ. 2547 จะมีราคาสูงขึ้นยิ่งเป็นตราสารแห่งหนึ่งระยะยาวจะให้อัตราผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้น จึงทำให้กองทุนรวมที่ถือตราสารที่มีอายุครบกำหนดระยะกลางและระยะยาวให้ผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนรวมที่โดยส่วนใหญ่ถือครองตราสารที่มีระยะสั้น ส่วนทางด้านกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายจากการศึกษาพอร์ตการลงทุนพบว่าโดยส่วนใหญ่ในพอร์ตการลงทุนจะประกอบไปด้วยตราสารที่มีอายุครบกำหนดสั้นหรือเป็นการลงทุนในตราสารที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน

จากการศึกษานี้เองมีข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุนรายย่อยสำหรับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่ง ถ้าอัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลงนักลงทุนรายย่อยควรที่จะเลือกกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ระยะกลางถึงระยะยาว เพราะการลงทุนในกองทุนรวมดังกล่าวจะให้ผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนในกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้น

ในช่วง ปี พ.ศ. 2548 เป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงต่ำสุดในไตรมาสแรก และปรับตัวสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในช่วงร้อยละ 0.96 ถึง 1.59 ซึ่งจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเปรียบเทียบกับดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย พบว่า

เปรียบเทียบกับดัชนีพันธบัตรรัฐบาล : พบว่า กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล มีเพียง 12 กองทุนเท่านั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล

เปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย : พบว่ากองทุนรวมโดยส่วนใหญ่ยังคงมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย มีเพียง 20 กองทุนเท่านั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย และในช่วงอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นนี้มีแนวโน้มสูงขึ้นไปกองทุนรวมจะให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย

กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่ BFRMF, T-CAP, UOBMF3, UOBMF1 และ UOBMF2 ตามลำดับ กองทุนรวมที่มีผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายได้แก่ TTW4, ABIG, AYFDEBT2, AYFDEBT และ INGGBRMF ตามลำดับ เป็นที่น่าสังเกตว่ากองทุนรวม INGGBRMF ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดในปีพ.ศ. 2547 แต่ในปี พ.ศ. 2548 กลับเป็นกองทุนที่ให้ผลตอบแทนต่ำสุด และกองทุนรวม T-CAP ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 58 ในปี พ.ศ. 2547 แต่ในปี พ.ศ. 2548 กลับให้ผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 2 สาเหตุที่เป็นเช่นนี้เนื่องจากกองทุน INGGBRMF โดยส่วนใหญ่จะเน้นลงทุนในตราสารที่มีอายุครบกำหนดระยะยาว เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเพิ่มสูงขึ้นทำให้ราคาของตราสารที่กองทุนรวมถืออยู่มีราคาลดลงมากกว่าตราสารระยะสั้นและระยะกลาง ทำให้กองทุนรวมมีมูลค่าลดลง ในขณะที่กองทุนรวม T-CAP โดยส่วนใหญ่แล้วจะถือตราสารที่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปีเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเพิ่มสูงขึ้นประกอบกับตราสารที่กองทุนรวมถืออยู่ครบกำหนด กองทุนรวมจึงนำเงินไปลงทุนในตราสารอื่นที่ให้ผลตอบแทนตามตลาดได้ นอกจากนี้กองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การจัดการของบลจ.ยูโอบี (T-CAP, UOBMF3, UOBMF1, UOBMF2) เป็นกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรก

จากการศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกและต่ำสุด 5 อันดับสุดท้าย พบว่า กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนดระยะกลางถึงระยะยาวเริ่มมีการปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนมาลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนดระยะสั้นมากขึ้น และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกโดยส่วนใหญ่จะเป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนี่ระยะสั้น

สรุปในปี 2548 ซึ่งเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงต่ำสุดและเริ่มปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาสที่ 2 กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล แต่เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่ยังคงมีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยและมีแนวโน้มสูงขึ้นที่จะให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย และในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงปรับตัวสูงขึ้นกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในตราสารระยะสั้นจะให้ผลตอบแทนมากกว่ากองทุนรวมที่เน้นลงทุนในตราสารหนี่ระยะยาว เนื่องจากกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในตราสารระยะยาวมีความเสี่ยงเรื่องอัตราดอกเบี้ยเข้ามาเกี่ยวข้อง

ในช่วงปี พ.ศ. 2549 เป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้น โดยในไตรมาสแรกและไตรมาสที่สี่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงร้อยละ 2.09 ถึง 2.89 ตามลำดับ ซึ่งจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปรียบเทียบกับดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย พบว่า

เปรียบเทียบกับดัชนีพันธบัตรรัฐบาล : พบว่ากองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล มีเพียง 5 กองทุนเท่านั้นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล

เปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย : พบว่ากองทุนรวมโดยส่วนใหญ่ยังคงมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย มีเพียง 15 กองทุนเท่านั้นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย และมีแนวโน้มสูงขึ้นที่กองทุนรวมจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย

กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่ AYFDEBT2, AYFDEBT, BFRMF, T-CAP และ SCBSOF6 ตามลำดับ กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายได้แก่ KTDF, TI, TTW4, TSARN และ INGGBRMF ตามลำดับ เป็นที่น่าสังเกตว่ากองทุน AYFDEBT2 และ AYFDEBT เคยเป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 58 และ 59 ในปี พ.ศ. 2548 แต่ในปี พ.ศ. 2549 กลับเป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 1 และ 2 ตามลำดับ ซึ่ง

จากการศึกษาพอร์ตการลงทุนของ AYFDEBT พบว่า ณ 30 มิ.ย. 47 กองทุนเน้นลงทุนในหุ้นกู้ ประมาณ 97.35% และเป็นหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนดในช่วง 5-10 ปีทั้งหมด ซึ่งขณะนี้เป็นช่วงที่ อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลงการลงทุนในหุ้นกุดังกล่าวทำให้มูลค่าของกองทุนเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 กองทุน AYFDEBT เป็นกองทุนที่ให้ผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 5 แต่ในปี พ.ศ. 2548 อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นหุ้นกู้ที่กองทุนถืออยู่จึงมีราคาลดลง ทำให้กองทุนมีมูลค่าลดลง ในปีนี้กองทุนจึงมีอัตราผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 59 และในปีพ.ศ. 2549 มีการปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนมาลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปีประมาณ 60% และเป็นหุ้นกู้ที่มี อายุครบกำหนด 1-3 ปีประมาณ 40%

สรุปในปี 2549 เป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาขึ้น กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มี ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าทั้งดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและดอกเบี้ยเฉลี่ย และมีแนวโน้มที่จะมีผลตอบแทน ต่ำลงเรื่อย ๆ กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นหรือระยะกลางยังคงให้ ผลตอบแทนที่ดีกว่า และกองทุนรวมที่เคยเน้นการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวเริ่มมีการ ปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนมาลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นหรือตราสารที่ออกใหม่ในช่วงนี้มาก ยิ่งขึ้น

ตลอดระยะเวลา 3 ปี กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่ยังคงมีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่า ทั้งต่อดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย มีกองทุนเพียง 8 กองทุนเท่านั้นที่ให้อัตรา ผลตอบแทนมากกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาล และมีเพียง 20 กองทุนเท่านั้นที่ให้อัตราผลตอบแทน มากกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย แต่อย่างไรก็ตามจากการศึกษาก็พบว่าถึงแม้กองทุนรวมจะให้อัตรา ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าทั้งต่อดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย แต่จำนวนกองทุนที่ให้ อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยก็ยังคงมากกว่ากองทุนที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล และจากการศึกษาทำให้ทราบว่าในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลงมี แนวโน้มที่สูงขึ้นที่กองทุนรวมจะให้ผลตอบแทนมากกว่าทั้งต่อดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและอัตรา ดอกเบี้ยเฉลี่ย แต่ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาขึ้น กองทุนรวมตราสารหนี้จะให้ผลตอบแทน ที่ต่ำกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยอย่างเด่นชัด

กองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่ BFRMF, AYFDEBT2, T-CAP, SCBSOF6 และ SCBSOF5 ตามลำดับ กองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับ สุดท้ายได้แก่ TI, CNS-FIX, TTW4, TSARN และ INGGBRMF ตามลำดับ

สิ่งที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้คือ กองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งในปัจจุบันนี้มีลักษณะโครงการลงทุนที่แตกต่างกันเป็นอย่างมาก บางกองทุนเน้นการลงทุนในตราสารระยะสั้น บางกองทุนเน้นการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งระยะยาว ในการพิจารณาเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารแห่งนี้นักลงทุนรายย่อยควรคาดการณ์เกี่ยวกับแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดด้วย ถ้าคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะมีแนวโน้มที่ลดลงควรเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในเงินฝากหรือตราสารแห่งหนึ่งที่มีอายุครบกำหนดต่ำกว่า 1 ปี และถ้าคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดมีแนวโน้มที่จะลดลงควรเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในเงินฝากหรือตราสารแห่งหนึ่งที่มีอายุครบกำหนดมากกว่า 1 ปี ข้อเสนอแนะสำหรับการคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยจะสังเกตได้จากปริมาณคงค้างของตราสารหนึ่งในระบบเศรษฐกิจ โดยทั่วไปแล้วถ้าผู้ออกตราสารแห่งหนึ่งคาดการณ์ว่าในอนาคตอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้น ผู้ออกตราสารจะเร่งออกตราสารมากขึ้น ทำให้ในระบบเศรษฐกิจมีปริมาณคงค้างของตราสารหนึ่งเพิ่มมากขึ้น ในช่วงนี้นักลงทุนรายย่อยควรที่ลงเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งที่เน้นการลงทุนในตราสารหรือเงินฝากที่มีระยะเวลาครบกำหนดไม่เกิน 1 ปี และถ้าผู้ออกตราสารแห่งหนึ่งคาดการณ์ว่าในอนาคตอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะต่ำลง ผู้ออกตราสารจะชะลอการออกตราสาร ทำให้ในระบบเศรษฐกิจมีปริมาณคงค้างของตราสารแห่งหนึ่งลดลง ในช่วงนี้นักลงทุนรายย่อยควรที่จะเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในเงินฝากหรือตราสารที่มีอายุครบกำหนดมากกว่า 1 ปี

และจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนในแต่ละปี และตลอดระยะเวลา 3 ปี พบว่ากองทุนรวม BFRMF ซึ่งอยู่ภายใต้การบริหารของบลจ.บัวหลวง เป็นกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดอยู่ใน 5 อันดับแรกตลอด ซึ่งเป็นการสะท้อนว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีการคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยได้ได้อย่างแม่นยำทำให้สามารถลงทุนในตราสารได้อย่างถูกต้องจังหวะเวลา ทำให้กองทุนรวม BFRMF สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนอยู่ในอันดับต้น ๆ มาตลอดทั้ง 3 ปี

ตารางที่ 5.1
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนรวมตลอดระยะเวลา 3 ปี
และแต่ละปี ในช่วง พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2549

ชื่อย่อกองทุน	Return 2547	rank	Return 2548	rank	Return 2549	rank	Return 3 years	rank
TBDC G Index	0.2415		0.0075		0.4525		0.2339	
Ave Fix	0.0833		0.1291		0.3521		0.1912	
BFRMF	0.4186	2	1.0792	1	0.7550	3	0.7604	1
AYFDEBT2	0.0130	47	-0.5958	58	1.4872	1	0.3097	2
T-CAP	-0.0693	58	0.2416	2	0.7204	4	0.3080	3
SCBSOF6	0.2909	3	0.1104	27	0.4986	5	0.3002	4
SCBSOF5	0.2745	4	0.1879	9	0.3865	10	0.2832	5
UOBMF3	0.1802	7	0.2154	3	0.3307	26	0.2439	6
UOBMF1	0.1732	9	0.2076	4	0.3378	21	0.2414	7
TFIRMF	0.2322	6	0.1228	23	0.3578	14	0.2378	8
UOBMF2	0.1585	12	0.2021	5	0.3336	25	0.2335	9
TFCB	0.1618	11	0.1182	25	0.3949	8	0.2267	10
TSB	0.1651	10	0.1222	24	0.3862	11	0.2262	11
TFSF	0.1320	14	0.1685	11	0.3702	13	0.2262	12
ING TCMF	0.1136	19	0.1881	8	0.3529	15	0.2212	13
ING TFIF	0.1160	17	0.1800	10	0.3514	16	0.2187	14
NFRMF	0.1755	8	0.0041	49	0.4436	6	0.2087	15
ONE-FAR	0.0609	33	0.1982	6	0.3377	22	0.2028	16
TMBMF	0.0970	21	0.1678	12	0.3281	30	0.2005	17
TMBTM	0.0743	27	0.1656	13	0.3341	23	0.1947	18
M-RMF	0.0738	28	0.1632	14	0.3338	24	0.1936	19
AYFGOVRMF	0.0344	43	0.1900	7	0.3402	19	0.1926	20
ABI	0.0299	44	0.1335	17	0.3869	9	0.1878	21
NMRMF	0.0590	34	0.1394	15	0.3504	17	0.1865	22

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 5.1 (ต่อ)
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนรวมตลอดระยะเวลา 3 ปี
และแต่ละปีในช่วง พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2549

ชื่อย่อกองทุน	Return 2547	rank	Return 2548	rank	Return 2549	rank	Return 3 years	rank
TBDC G Index	0.2415		0.0075		0.4525		0.2339	
Ave Fix	0.0833		0.1291		0.3521		0.1912	
MFF	0.0934	23	0.1320	19	0.3240	31	0.1857	23
RMF2	0.0714	29	0.1325	18	0.3289	28	0.1806	24
SCBRM1	0.0835	25	0.1380	16	0.3087	34	0.1794	25
TSFIRMF	0.1263	16	0.1025	28	0.3047	36	0.1793	26
F-RMF	0.0899	24	0.0530	39	0.3845	12	0.1782	27
NGRMF	0.0045	48	0.0801	34	0.4254	7	0.1747	28
AYFDEBT	0.2343	5	-0.9787	59	1.2721	2	0.1742	29
SCBRM2	0.0680	31	0.1152	26	0.3135	32	0.1684	30
RKMM	0.0709	30	0.1244	22	0.2960	39	0.1664	31
MMRF	0.0474	41	0.1272	21	0.2982	37	0.1608	32
RKFC	0.0552	35	0.0866	31	0.3287	29	0.1598	33
AYFSPLUS	0.1139	18	0.0649	36	0.2961	38	0.1596	34
UOBSVRMF	0.0423	42	0.1306	20	0.2944	40	0.1590	35
RKCB	0.0544	36	0.0837	32	0.3295	27	0.1587	36
PFF	0.1086	20	0.0724	35	0.2849	43	0.1566	37
M-FIX	0.1275	15	0.0201	46	0.3119	33	0.1539	38
FIRF	0.0803	26	0.0121	47	0.3393	20	0.1457	39
PFI-RMF	0.0648	32	0.1001	29	0.2616	46	0.1444	40
ABSI-RMF	0.0529	37	-0.0303	52	0.3481	18	0.1256	41
M-SAVING	0.0273	45	0.0559	38	0.2793	44	0.1235	42
PGB-RMF	-0.0042	50	0.0834	33	0.2643	45	0.1179	43

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 5.1 (ต่อ)
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนรวมตลอดระยะเวลา 3 ปี
และแต่ละปี ในช่วง พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2549

ชื่อย่อกองทุน	Return 2547	rank	Return 2548	rank	Return 2549	rank	Return 3 years	rank
TBDC G Index	0.2415		0.0075		0.4525		0.2339	
AveFix	0.0833		0.1291		0.3521		0.1912	
M-BOND	-0.0322	54	0.0634	37	0.2925	41	0.1119	44
AYFSINC	0.0965	22	0.0220	45	0.1896	48	0.1029	45
UOBGBRMF	0.0273	46	0.0947	30	0.1482	49	0.0918	46
GBRF	-0.0606	56	-0.0357	53	0.3056	35	0.0735	47
ABIG	0.0475	40	-0.1385	57	0.2885	42	0.0664	48
TFF	0.1324	13	-0.0681	54	0.0921	51	0.0499	49
ONE-DP	0.0486	39	-0.0290	51	0.0790	52	0.0324	50
T-FIX	-0.2500	60	0.0341	42	0.2562	47	0.0209	51
RKMMD	-0.0111	52	0.0375	41	0.0326	54	0.0206	52
ATMF	0.0510	38	-0.1084	55	0.1164	50	0.0188	53
RKFDC	-0.0614	57	0.0315	43	0.0746	53	0.0171	54
KTDF	-0.0022	49	0.0454	40	-0.0499	56	-0.0022	55
TI	-0.0088	51	-0.0027	50	-0.1341	57	-0.0497	56
CNS-FIX	-0.1874	59	0.0105	48	-0.0151	55	-0.0605	57
TTW4	-0.0441	55	-0.1252	56	-8.1255	58	-2.8427	58
TSARN	-0.0253	53	0.0275	44	-8.3487	59	-2.8609	59
INGGBRMF	28.9690	1	-141.9278	60	-1393.56	60	-47.1714	60

ที่มา : จากการคำนวณ

5.2 การวัดประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุน ในตราสารแห่งหนึ่ง

การวัดประสิทธิภาพการลงทุนของกองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่งจะใช้มาตรวัดของ Sharpe เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ เนื่องจากกองทุนรวมแต่ละกองนั้นมีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่แตกต่างกันไม่สามารถนำมาผลตอบแทนมาเปรียบเทียบได้โดยตรง จึงต้องทำการปรับด้วยค่าความเสี่ยงของแต่ละกองทุนรวมเพื่อนำมาเปรียบเทียบกัน ในการศึกษาค้างนี้จะใช้ t - bill อายุ 1 เดือนเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง และใช้ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (ThaiBMA Government Bond Index : TBDC G Index) เป็นตัวแทนของตลาด ซึ่งจากการศึกษาพบว่า

ในช่วงปี พ.ศ. 2547 กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่ดีน้อยกว่าตลาด มีเพียง 15 กองทุนเท่านั้นที่มีค่า Sharpe มากกว่าเกณฑ์มาตรฐาน กองทุนรวมที่ให้ค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับแรกคือ UOBMF2, UOBMF1, UOBMF3, SCBSOF6 และ TSB ตามลำดับและกองทุนรวมที่ให้ค่า Sharpe ต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายคือ MMRF, TMBTM, UOBSVRMF, NMRMF และ M SAVING ตามลำดับ และจากผลการศึกษาในตารางที่ 4.1 ใน พ.ศ. 2547 กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่ INGGBRMF, BFRMF, SCBSOF6, SCBSOF5 และ AYPDEBTตามลำดับ กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายได้แก่ GBRF, RKFDC, T-CAP, CNS-FIX และ T-FIX ตามลำดับ ซึ่งจากผลการศึกษาดังกล่าว สรุปได้ว่ากองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดไม่จำเป็นต้องเป็นกองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุด หรือเป็นกองทุนรวมที่นำลงทุนที่สุดภายใต้ความเสี่ยงเดียวกัน และกองทุนรวมของบลจ.ยูโอบี(ไทย)ได้ค่า Sharpe สูงสุด 3 อันดับแรก (UOBMF2, UOBMF1, UOBMF3) ขณะเดียวกันก็มีกองทุนรวม UOBSVRMF ซึ่งเป็นของบลจ.ยูโอบี(ไทย) มีค่า Sharpe ในลำดับที่ 58 เช่นกัน ซึ่งเป็นการสะท้อนว่า การพิจารณาความมีประสิทธิภาพของการบริหารกองทุนจะพิจารณาจาก บลจ.ไม่ได้ ต้องพิจารณาจากการบริหารงานของผู้จัดการกองทุนด้วย

และเมื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมได้ Correlation เท่ากับ 0.042 หมายความว่า กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงไม่จำเป็นต้องเป็นกองทุนที่มีการบริหารพอร์ตที่มีประสิทธิภาพสูงสุดหรือเป็นกองทุนที่นำลงทุนที่สุด อย่างไรก็ตามกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นมีแนวโน้มที่จะบริหารพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพสูงขึ้น

และเมื่อนำอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนมาทดสอบความสัมพันธ์ด้วยค่า t-Test อีกครั้งก็ได้ผลสรุปเช่นเดียวกัน ได้ค่า Prob(t-Test) = 0.8057 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนไม่ได้มีความสัมพันธ์กัน

ในช่วงปี พ.ศ. 2548 กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่แยกว่าตลาด มีเพียง 4 กองทุนเท่านั้นที่มีค่า Sharpe มากกว่าเกณฑ์มาตรฐาน กองทุนรวมที่มีค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับแรก คือ BFRMF, T CAP, INGGBRMF, AYFGOVRMF และ RMF2 ตามลำดับและกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe ต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายคือ KTDF, UOBSVRMF, PFF, PFI RMF และ PGB RMF ตามลำดับ กองทุนรวมที่มีผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่ BFRMF, T-CAP, UOBMF3, UOBMF1 และ UOBMF2 ตามลำดับ กองทุนรวมที่มีผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายได้แก่ TTW4, ABIG, AYFDEBT2, AYFDEBT และ INGGBRMF ตามลำดับ ซึ่งจากการศึกษาดังกล่าวสรุปได้ว่ากองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดไม่จำเป็นต้องเป็นกองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพสูงสุด พิจารณาจากกองทุนรวม INGGBRMF ได้ค่า Sharpe อยู่ในอันดับที่ 3 แต่ให้ผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 60 แต่ก็มีแนวโน้มที่กองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนสูงจะมีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพสูงขึ้น พิจารณาจากกองทุน BFRMF และ T-CAP ที่มีค่า Sharpe อยู่ในอันดับที่ 1 และ 2 ในขณะเดียวกันก็ให้ผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 1 และ 2 เช่นกัน

เมื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมได้ พบว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมไม่ได้มีความสัมพันธ์กัน

เมื่อนำอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนมาทดสอบความสัมพันธ์ด้วยค่า t-Test อีกครั้งก็ได้ผลสรุปเช่นเดียวกัน ได้ค่า Prob(t-Test) = 0.999 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมไม่ได้มีความสัมพันธ์กัน

ในช่วงปี พ.ศ. 2549 กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่แยกว่าตลาด มีเพียง 6 กองทุนเท่านั้นที่มีค่า Sharpe มากกว่าเกณฑ์มาตรฐาน กองทุนรวมที่มีค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับแรก คือ AYFDEBT2, SCBSOF6, AYFDEBT, NFRMF และ T-CAP

ตามลำดับ และกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe ต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายคือ ABIG, M-SAVING, PFI-RMF, PGB-RMF และ UOBSVRMF ตามลำดับ

และเมื่อวัดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมได้ Correlation เท่ากับ -0.0834 ได้เครื่องหมายเป็นลบหมายความว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางผกผันกัน กล่าวคือ กองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นมีแนวโน้มที่จะบริหารพอร์ตต่ำลงหรือลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมก็มีความสัมพันธ์กันน้อย กล่าวคือ กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงไม่จำเป็นต้องเป็นกองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตที่มีประสิทธิภาพสูงสุดหรือเป็นกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด

และเมื่อนำอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมมาทดสอบความสัมพันธ์ด้วยค่า t-Test อีกครั้ง ก็ได้ผลสรุปเช่นเดียวกัน ได้ค่า Prob(t-Test) เท่ากับ 0.6284 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จึงสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตของกองทุนรวมไม่ได้มีความสัมพันธ์กัน

ตลอดระยะเวลา 3 ปี กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่ดีน้อยกว่าตลาด มีเพียง 11 กองทุนเท่านั้นที่มีค่า Sharpe มากกว่าเกณฑ์มาตรฐาน โดยกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่ BFRMF, SCBSOF6, SCBSOF5, T-CAP และ AYPDEBT2 ตามลำดับ และกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe ต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายได้แก่ PFF, UOBSVRMF, M-SAVIN, PGB RMF และ PFI RMF ตามลำดับ

สรุป ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2549 โดยส่วนใหญ่กองทุนรวมยังคงมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด นอกจากนี้แล้วจากการศึกษายังสรุปได้ว่ากองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดไม่จำเป็นต้องเป็นกองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุดหรือเป็นกองทุนรวมที่นำลงทุนที่สุด เนื่องจากกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่สูงอาจนำเงินไปลงทุนในตราสารที่มีความเสี่ยงสูงทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูง แต่เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับ 1 หน่วยความเสี่ยงเดียวกันกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดอาจเป็นกองทุนที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่แย่ที่สุดก็ได้ แต่อย่างไรก็ตามจากการศึกษาพบว่ากองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตที่มีประสิทธิภาพอยู่ในอันดับต้น ๆ มี

แนวโน้มที่จะบริหารพอร์ตการลงทุนในปีต่อไปอยู่ในอันดับต้น ๆ ด้วย เช่นกองทุน BFRMF ได้ค่า Sharpe ในปีพ.ศ. 2547, 2548, 2549 และตลอด 3 ปีในลำดับที่ 15, 1, 8 และ 1 ตามลำดับ และกองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตอยู่ในอันดับสุดท้าย ในปีถัดไปมีแนวโน้มที่จะบริหารพอร์ตอยู่ในอันดับสุดท้ายเช่นเดิม เช่นกองทุน PGB-RMF ได้ค่า Sharpe ในปี พ.ศ. 2547, 2548, 2549 และตลอด 3 ปี ในลำดับที่ 55, 60,59 และ 59 ตามลำดับ

ตารางที่ 5.2

เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนกับค่า Sharpe ของแต่ละกองทุน
ตลอดระยะเวลา 3 ปีและในแต่ละปีในช่วง พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2549

ชื่อย่อกองทุน	Sharpe 47	rank	Sharpe 48	rank	Sharpe49	rank	Sharpe3 year	rank
เกณฑ์	0.1159		-0.0934		0.0485		-0.0912	
BFRMF	0.1172	15	0.1806	1	-0.0122	8	0.1419	1
SCBSOF6	1.3116	4	-0.2830	11	0.3303	2	0.1258	2
SCBSOF5	0.6724	6	-0.2885	12	-0.1120	12	0.1144	3
T-CAP	-0.4182	40	0.0204	2	0.1404	5	0.0538	4
AYFDEBT2	-0.0129	18	-0.2504	8	0.4143	1	0.0326	5
AYFDEBT	0.1114	16	-0.2175	6	0.2526	3	-0.0202	6
UOBMF3	2.6791	3	-0.6190	35	-0.9848	51	-0.0249	7
UOBMF1	2.7616	2	-0.9116	39	-0.7987	45	-0.0482	8
TFCB	0.1470	13	-0.2544	9	0.0282	7	-0.0760	9
TFIRMF	0.5423	7	-0.6634	37	-0.3616	26	-0.0771	10
TSB	1.2883	5	-0.4295	23	-0.0638	9	-0.0809	11
NFRMF	0.4909	8	-0.5409	31	0.2378	4	-0.1171	12
TFSF	0.2960	11	-0.4740	26	-0.1667	14	-0.1358	13
UOBMF2	2.8415	1	-1.0638	43	-0.9351	50	-0.1371	14
AYFGOVRMF	-0.3106	32	-0.0479	4	-0.0740	10	-0.1392	15
ABI	-0.1423	22	-0.5656	33	-0.2278	18	-0.1544	16
RMF2	-0.2558	28	-0.1445	5	-0.1978	16	-0.1561	17
TTW4	-0.2089	24	-0.4844	27	-0.3082	20	-0.1854	18
INGGBRMF	-0.5270	44	0.0034	3	-0.3065	19	-0.1855	19
TSARN	-0.2671	29	-0.5390	30	-0.3161	21	-0.1868	20
NGRMF	-0.4855	41	-0.3060	15	0.1152	6	-0.1940	21
ING TCMF	0.4514	9	-0.9436	40	-0.7705	42	-0.2146	22
ATMF	-0.1262	21	-0.3606	18	-0.2125	17	-0.2219	23
AYFSINC	-0.3836	39	-0.2277	7	-0.5876	37	-0.2310	24

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 5.2 (ต่อ)

เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนกับค่า Sharpe ของแต่ละกองทุน
ตลอดระยะเวลา 3 ปีและในแต่ละปีในช่วง พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2549

ชื่อย่อกองทุน	Sharpe 47	rank	Sharpe 48	rank	Sharpe49	rank	Sharpe 3 year	rank
F-RMF	-0.3763	38	-0.5637	32	-0.1072	11	-0.2399	25
ING TFIF	0.4324	10	-1.2323	46	-0.8596	46	-0.2446	26
ABSI RMF	-0.1865	23	-0.3496	16	-0.7120	41	-0.2546	27
AYFSPLUS	-0.0685	20	-0.3039	14	-0.5238	34	-0.2641	28
ONE FAR	-0.3160	33	-0.6422	36	-0.5665	36	-0.2726	29
T FIX	-0.4919	42	-0.5797	34	-0.1245	13	-0.2823	30
FIRF	-0.2172	26	-0.4326	24	-0.3453	23	-0.2961	31
MFF	-0.2760	30	-0.4273	22	-0.3468	24	-0.3023	32
RKFC	-0.3016	31	-0.3664	19	-0.4632	30	-0.3111	33
SCBRM2	-1.0847	54	-1.9748	54	-0.1922	15	-0.3243	34
RKCB	-0.3377	34	-0.4190	21	-0.4709	31	-0.3340	35
RKMMD	-0.6200	45	-0.4612	25	-0.3500	25	-0.3585	36
ABIG	-0.3406	35	-0.4991	28	-1.5590	56	-0.3747	37
ONE DP	-0.2110	25	-0.2762	10	-0.7834	44	-0.3842	38
TFF	0.2555	12	-0.5181	29	-0.4944	33	-0.3916	39
GBRF	-0.6281	46	-0.4115	20	-0.3363	22	-0.3942	40
RKFDC	-0.6761	49	-0.3501	17	-0.4058	27	-0.4007	41
NMRMF	-1.7765	59	-1.1164	45	-0.4368	29	-0.4030	42
TMBMF	-0.6656	47	-1.8250	53	-1.1968	54	-0.4233	43
M RMF	-0.7771	51	-1.4498	48	-0.8682	47	-0.4242	44
TMBTM	-1.6750	57	-1.5488	49	-1.2029	55	-0.4311	45
TI	-0.4921	43	-0.7686	38	-0.4226	28	-0.4468	46
KTDF	-0.3500	36	-2.7956	56	-0.4898	32	-0.4543	47
UOBGBRMF	-0.2487	27	-1.7073	50	-0.5441	35	-0.4702	48
M FIX	0.1197	14	-0.9647	41	-0.6179	38	-0.4862	49

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 5.2 (ต่อ)

เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนกับค่า Sharpe ของแต่ละกองทุน
ตลอดระยะเวลา 3 ปีและในแต่ละปีในช่วง พ.ศ. 2543 ถึง พ.ศ. 2549

ชื่อย่อกองทุน	Sharpe 47	rank	Sharpe 48	rank	Sharpe49	rank	Sharpe 3 year	rank
TSFIRMF	0.0670	17	-1.3849	47	-0.8776	48	-0.5247	50
CNS FIX	-1.0446	53	-0.2961	13	-0.6447	39	-0.5717	51
SCBRM1	-0.7504	50	-1.7834	52	-0.9302	49	-0.5758	52
RKMM	-0.3755	37	-1.0213	42	-1.0949	52	-0.5923	53
MMRF	-1.3013	56	-1.7175	51	-1.1019	53	-0.6852	54
M BOND	-0.9536	52	-1.1139	44	-0.7738	43	-0.6895	55
PFF	-0.0292	19	-3.6507	58	-0.7019	40	-0.7022	56
UOBSVRFM	-1.7555	58	-3.0025	57	-2.3044	60	-0.7620	57
M SAVING	-1.8698	60	-2.0206	55	-1.6561	57	-0.9188	58
PGB RMF	-1.1697	55	-6.6361	60	-2.1098	59	-0.9759	59
PFI RMF	-0.6702	48	-5.9293	59	-2.0060	58	-0.9966	60

ที่มา : จากการคำนวณ

5.3 การศึกษาขนาดของกองทุนร่วมกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

การศึกษาในหัวข้อนี้เพื่อต้องการทราบว่ากองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากองทุนที่มีขนาดเล็กหรือไม่ โดยใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนรวมตลอดระยะเวลา 3 ปีมาเปรียบเทียบกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของแต่ละกองทุนรวม

ตารางที่ 5.3 พบว่า ตลอดระยะเวลา 3 ปีกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรกคือ กองทุน BFRMF, AYFDEBT2, T-CAP, SCBSOF6 และ SCBSOF5 ตามลำดับ ในขณะที่กองทุนที่มี NAV สูงสุด 5 อันดับแรกคือ TMBMF, TMBTM, ING TCMF, GBRF และ TFCB ตามลำดับ ซึ่งจากข้อมูลที่ได้สะท้อนให้เห็นว่ากองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ไม่จำเป็นต้องให้ผลตอบแทนมากกว่ากองทุนรวมที่มีขนาดเล็ก และกองทุนรวมที่มีขนาดเล็กไม่ได้ให้ผลตอบแทนที่แย่ที่สุด โดยพิจารณาจากกองทุน TFIRMF ที่มีขนาดกองทุนอยู่ในอันดับที่ 54 แต่ให้ผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 9 นอกจากนี้แล้วเมื่อนำอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนมาหาความสัมพันธ์กับ NAV ได้ค่า Correlation เท่ากับ 0.0527 ซึ่งมีค่าเป็นบวกหมายความว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับ NAV มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมมีค่าเพิ่มขึ้นมีแนวโน้มที่จะทำให้ NAV ของกองทุนรวมเพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตามก็มีความสัมพันธ์กันน้อย และเมื่อนำมาทดสอบด้วยค่าสถิติ t-test ได้ค่า Prob(F-statistic)=0.763837 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมไม่ขึ้นกับขนาดของกองทุนรวม

ดังนั้นจากการศึกษาทั้ง 3 วิธีจึงสรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมไม่ขึ้นกับขนาดของกองทุนรวม กองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ไม่จำเป็นต้องให้ผลตอบแทนมากกว่ากองทุนรวมที่มีขนาดเล็ก และกองทุนรวมที่มีขนาดเล็กก็ไม่จำเป็นต้องได้ผลตอบแทนน้อยกว่ากองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ แต่อย่างไรก็ตามมีแนวโน้มที่กองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนสูงจะมีขนาดกองทุนรวมเพิ่มขึ้น เนื่องมาจากกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนสูงมีแนวโน้มที่คนจะหันมาลงทุนเพิ่มขึ้น

จากการศึกษากองทุนรวมที่มี NAV สูงสุด 5 อันดับแรกพบว่า โดยส่วนใหญ่แล้วแต่ละกองทุนจะมีตัวแทนจำหน่ายหน่วยลงทุนหลายบริษัท หรือ บริษัทที่เป็นตัวแทนจำหน่ายจะเป็นธนาคารขนาดใหญ่มีช่องทางการจำหน่ายหลายช่องทาง เช่นกองทุน TMBMF และ TMBTM มี

ตัวแทนจำหน่าย 6 และ 9 บริษัทตามลำดับ และทั้งสองกองทุนมีมูลค่าขั้นต่ำในการซื้อครั้งแรก 2,000 บาทและมีมูลค่าขั้นต่ำในการซื้อครั้งต่อไป 1 บาทเท่ากัน ในขณะที่กองทุนรวมที่มีขนาดเล็กโดยส่วนใหญ่จะมีตัวแทนจำหน่ายหน่วยลงทุนน้อย หรือถ้าจำหน่ายกับธนาคารขนาดใหญ่ก็จะมี มูลค่าขั้นต่ำในการซื้อครั้งแรกและมีมูลค่าขั้นต่ำในการซื้อครั้งต่อไปมีมูลค่าสูงทำให้ขายกองทุนได้น้อย

ตารางที่ 5.3

เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนรวมกับขนาดของกองทุนรวม

ชื่อย่อกองทุน	Mean	rank	Maximum	Minimum	Std. Dev.	NAV (ลบ.)	rank
Correlation ของ Mean กับ NAV = 0.0527							
Prob(F-statistic)=0.763837							
TMBMF	0.2039	17	0.3906	0.0794	0.1037	23,988.62	1
TMBTM	0.1987	18	0.3901	0.0535	0.1140	12,140.41	2
ING TCMF	0.2248	12	0.4013	0.1000	0.1071	4,998.79	3
GBRF	0.0651	48	0.8064	-1.2628	0.4635	2,349.35	4
TFCB	0.2231	13	0.8710	-0.7944	0.3256	1,852.26	5
SCBRM1	0.1832	23	0.4414	0.0263	0.1122	1,356.25	6
UOBFM1	0.2438	7	0.4401	0.1365	0.0833	1,209.22	7
SCBRM2	0.1725	28	0.9683	-0.5213	0.2323	1,190.93	8
BFRMF	0.8531	1	7.7807	-7.9869	4.2657	1,112.46	9
FIRF	0.1430	40	0.7167	-0.9835	0.3539	1,008.08	10
TFSF	0.2282	11	0.4845	-0.0829	0.1445	862.9299	11
KTDF	-0.0084	55	0.6320	-2.5669	0.5641	780.4318	12
UOBFM2	0.2362	8	0.4139	0.1341	0.0851	732.4299	13
RKCB	0.1583	34	0.6574	-0.6160	0.2682	721.8205	14
TSARN	-2.9571	59	0.9912	-100.0000	17.1588	710.2875	15
AYFSINC	0.1002	45	1.5197	-2.2988	0.6390	702.4310	16
ATMF	0.0120	53	3.4994	-2.4282	1.0630	495.9022	17
MMRF	0.1634	32	0.3906	-0.0287	0.1233	494.1231	18
ONE-DP	0.0254	50	1.1739	-1.7513	0.5790	377.1958	19
ABIG	0.0655	47	0.4280	-2.3737	0.4865	361.3647	20
UOBFM3	0.2459	6	0.4309	0.1414	0.0767	332.8347	21
T-CAP	0.3103	3	2.8923	-2.7064	1.1611	321.7533	22

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 5.3 (ต่อ)

เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนรวมกับขนาดของกองทุนรวม

ชื่อย่อกองทุน	Mean	rank	Maximum	Minimum	Std. Dev.	NAV (ลบ.)	rank
ONE FAR	0.2068	16	0.4645	-0.3433	0.1505	317.7297	23
ING TFIF	0.2218	14	0.4062	0.0975	0.1066	306.2286	24
AYFGOVRMF	0.1799	25	1.3262	-1.0833	0.4877	304.7572	25
RMF2	0.1822	24	1.5004	-1.4085	0.4204	300.6665	26
UOBGBRMF	0.0874	46	0.5644	-1.1968	0.3412	288.2883	27
TFF	0.0460	49	0.6175	-1.7993	0.5153	273.0731	28
AYFDEBT	0.1670	31	12.8603	-14.3712	4.0107	262.8949	29
NGRMF	0.1715	29	1.0766	-0.8887	0.3932	260.2277	30
TSFIRMF	0.1777	27	0.4444	-0.1396	0.1338	258.5012	31
SCBSOF6	0.2914	4	1.0066	-0.6274	0.3466	235.6849	32
PFF	0.1577	36	0.5664	-0.0223	0.1284	233.0811	33
MFF	0.1884	22	0.6589	-0.2264	0.1965	231.8863	34
RKFC	0.1567	37	0.6897	-0.6962	0.2928	231.7720	35
AYFSPLUS	0.1580	35	0.7875	-1.4043	0.3402	225.0247	36
SCBSOF5	0.2666	5	0.4802	-0.1755	0.1637	214.4411	37
T-FIX	0.0144	52	2.8885	-2.3192	0.8268	200.9988	38
ABI	0.1898	21	0.5471	-1.7067	0.3758	182.0424	39
UOBSVRMF	0.1626	33	0.3500	-0.0399	0.1118	169.3815	40
TI	-0.0550	56	1.0720	-3.3619	0.6777	150.1471	41
PGB-RMF	0.1208	42	0.3357	-0.2787	0.1302	149.7868	42
RKFDC	0.0111	54	1.5135	-1.7164	0.5909	148.7768	43
M-RMF	0.1973	19	0.4156	0.0000	0.1191	119.6102	44
CNS-FIX	-0.0707	57	1.7752	-1.2027	0.5572	114.1713	45
AYFDEBT2	0.3401	2	8.0614	-8.7848	2.8326	106.3662	46
NMRMF	0.1910	20	0.4407	-0.0019	0.1411	103.1745	47
F-RMF	0.1780	26	0.8121	-0.5994	0.2911	96.7747	48
NFRMF	0.2086	15	0.6482	-0.8602	0.3346	91.1239	49

ที่มา : จากการคำนวณ

ตารางที่ 5.3 (ต่อ)

เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนรวมกับขนาดของกองทุนรวม

ชื่อย่อกองทุน	Mean	rank	Maximum	Minimum	Std. Dev.	NAV (ลบ.)	rank
TSB	0.2291	10	0.6187	-0.3650	0.2313	82.3141	50
TTW4	-2.9348	58	0.7404	-100.00	17.1649	72.7870	51
RKMM	0.1690	30	0.3822	-0.1500	0.1331	64.5870	52
ABS-RMF	0.1116	44	0.8812	-1.4435	0.5352	64.2952	53
TFIRMF	0.2327	9	0.5342	-0.2143	0.1960	58.6708	54
M-SAVING	0.1257	41	0.3582	-0.0953	0.1329	54.9766	55
PFI-RMF	0.1469	39	0.3431	-0.0688	0.1013	39.2124	56
M-FIX	0.1520	38	0.5206	-0.4850	0.1971	36.6495	57
RKMMD	0.0184	51	2.2394	-1.5364	0.6402	32.2169	58
INGGBRMF	-710.2189	60	742.5150	(22,346.30)	3,829.91	30.6303	59
M-BOND	0.1142	43	0.4655	-0.3993	0.1938	22.5911	60

ที่มา : จากการคำนวณ

5.4 การศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe สูงสุดและต่ำสุดอย่างละ 5 อันดับ

โดยปกติแล้วอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุนในตราสารหนี้ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของตราสารหนี้และอายุของตราสารหนี้ ตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงมากเช่นตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนนักลงทุนก็ต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ตัวนั้นมากกว่า ส่วนตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงน้อยเช่นพันธบัตรรัฐบาลนักลงทุนก็ต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ตัวนั้นน้อย ส่วนอายุของตราสารหนี้ก็มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการโดยตราสารหนี้ที่มีอายุมากปกติจะมีความเสี่ยงมากกว่าตราสารหนี้ที่มีอายุน้อย ดังนั้นโดยปกติแล้วตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนดมากก็จะให้อัตราผลตอบแทนที่มีมากกว่าตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า

การศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่ให้ค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับ

กองทุน BFRMF มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งภาครัฐระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี และถ้าเป็นการลงทุนในตราสารหนึ่งภาคเอกชนก็จะลงทุนในหุ้นที่ได้รับการจัดอันดับตั้งแต่ A+ เป็นต้นไป ซึ่งจากพอร์ตการลงทุนพบว่าการลงทุนให้ความสำคัญกับเงินฝากธนาคาร, P/N, B/E ในสัดส่วน 48.10% และลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจระยะสั้นไม่เกิน 1 ปีในสัดส่วน 41.47% ซึ่งการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีความเสี่ยงน้อยและเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น ปกติแล้วอัตราผลตอบแทนที่กองทุนได้รับจะต้องน้อย แต่ในกรณีของกองทุน BFRMF กลับให้ผลตอบแทนมากที่สุดและมีค่า Sharpe สูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนอื่น ๆ เป็นการสะท้อนว่ากองทุนนี้เป็นกองทุนที่น่าลงทุนผู้จัดการกองทุนรวมมีการบริหารพอร์ตได้อย่างมีประสิทธิภาพ ลงทุนในตราสารหนี้ที่ Low risk High return

กองทุน SCBSOF6 มีนโยบายการลงทุนโดยจะเน้นการลงทุนในหุ้นกู้ ตัวแลกเปลี่ยน ตัวสัญญาใช้เงินของบริษัทที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานที่ดี และมีความมั่นคง เป็นการสะท้อนว่าการลงทุนของกองทุนนี้เน้นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง ผลตอบแทนที่กองทุนนี้จะได้รับต้องให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย เมื่อพิจารณาจากพอร์ตการลงทุน พบว่า มีการลงทุนในหุ้นกู้ในสัดส่วน 97.40% ซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่ได้รับการจัดอันดับ A-

(tha) ประมาณ 48.82% และได้รับการจัดอันดับ BBB ประมาณ 33.44% เป็นการลงทุนในหุ้นกู้ที่มีความเสี่ยงสูงเมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนอื่น ๆ แต่กลับได้รับผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 4 และมีค่า Sharpe อยู่ในอันดับที่ 2 เป็นการลงทุนที่เป็นไปตามหลัก High Risk High Return

กองทุนรวม T-CAP มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งและหรือเงินฝาก พอร์ตการลงทุนลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจ 98.58% ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนด 5-10 ปีประมาณ 85.29% ได้รับผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 3 และได้ค่า Sharpe อยู่ในอันดับที่ 4 เป็นการลงทุนที่เป็นไปตามหลัก High Risk High Return

กองทุนรวม AYPDEBT2 มีนโยบายเน้นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีหลักประกันทั้งหมดหรือบางส่วนที่ออกโดยบริษัททั่วไปทั้งที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานดี ทรัพย์สินส่วนที่เหลือจะลงทุนในเงินฝากและตราสารหนี้ระยะสั้นเพื่อสภาพคล่องของกองทุน ในพอร์ตมีการลงทุนในหุ้นกู้ 40.22% ซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่ไม่ได้รับการจัดอันดับทั้งหมด กองทุนรวมได้รับอัตราผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 2 เป็นไปตามหลัก High Risk High Return และได้ค่า Sharpe อยู่ในอันดับที่ 5

กองทุน AYPDEBT มีนโยบายเน้นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีหลักประกันทั้งหมดหรือบางส่วนที่ออกโดยบริษัททั่วไปทั้งที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานดี ทรัพย์สินส่วนที่เหลือจะลงทุนในเงินฝากและตราสารหนี้ระยะสั้นเพื่อสภาพคล่องของกองทุน ในพอร์ตมีการลงทุนในหุ้นกู้ 32.15% ซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่ได้รับการจัดอันดับ A ประมาณ 17.58% และที่ไม่ได้รับการจัดอันดับประมาณ 14.56% , ลงทุนในเงินฝากธนาคาร 20.97%, ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและตั๋วเงินคลังที่มีอายุน้อยกว่า 1 ปี 11.31%, ลงทุนในพันธบัตรรพท.ที่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปี 31.78% สรุปแล้วโดยส่วนใหญ่กองทุนจะลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐที่มีอายุสั้น ทำให้ได้อัตราผลตอบแทนอยู่ในอันดับที่ 29 เป็นไปตามหลัก High Risk High Return แต่มีค่า Sharpe อยู่ในอันดับที่ 6 แสดงว่าเป็นกองทุนรวมที่น่าสนใจ

สรุป โดยส่วนใหญ่กองทุนที่ได้ค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับแรก จะเป็นกองทุนที่เน้นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงจึงทำให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น ตามหลัก High Risk High Return แต่มีกองทุนรวม BFRMF ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยง

น้อยแต่กลับได้รับอัตราผลตอบแทนและมีค่า Sharpe สูงสุด ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่น่าสนใจลงทุน ผู้จัดการมีการบริหารพอร์ตได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด

การศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่ได้ Sharpe ต่ำสุด 5 อันดับสุดท้าย

กองทุนรวม PFI RMF มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ซึ่งเป็นตราสาร แห่งนี้ เงินฝาก และหรือเงินฝากระยะสั้นเพื่อสภาพคล่อง และเงินฝากระยะยาวเพื่อการลงทุน โดยการลงทุนในตราสารแห่งนี้จะให้ความสำคัญในตราสารที่มีความมั่นคง พอร์ตการลงทุนโดย ส่วนใหญ่จะลงทุนในตั๋วเงินคลังอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปีประมาณ 94.63% ทำให้ได้อัตรา ผลตอบแทนในลำดับที่ 39 และมีค่า Sharpe ในลำดับที่ 60

กองทุนรวม PGM-RMF มีนโยบายการลงทุนเพื่อส่งเสริมการออมแบบต่อเนื่องระยะ ยาวเพื่อการเลี้ยงชีพหลังเกษียณอายุของประชาชน โดยนำเงินทุนที่ระดมได้ไปลงทุนในพันธบัตร รัฐบาล พันธบัตรที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน และดอกเบี้ยเป็นหลัก พอร์ตการลงทุนโดยส่วน ใหญ่จะลงทุนในตั๋วเงินคลังอายุคงเหลือน้อยกว่า 1 ปีประมาณ 98.00% ทำให้ได้อัตรา ผลตอบแทนในลำดับที่ 42 และมีค่า Sharpe ในลำดับที่ 59

กองทุนรวม M-SAVING มีนโยบายการลงทุนในเงินฝาก ตราสารแห่งนี้ อุดหนุนทาง การเงิน หรือตราสารทางการเงินอื่นใดที่มีกำหนดชำระคืนเมื่อทวงถามหรือไม่เกิน 1 ปีนับแต่วันที่ ลงทุน ในพอร์ตการลงทุนโดยส่วนใหญ่จะลงทุนในพันธบัตรที่ออกโดยรพท.ประมาณ 53.99% และลงทุนในเงินฝากประมาณ 37.18% ทำให้ได้อัตราผลตอบแทนในลำดับที่ 41 และมีค่า Sharpe ในลำดับที่ 58

กองทุนรวม UOBSVRF มีนโยบายการลงทุนที่มุ่งลงทุนในเงินฝาก ตราสารหนี้ ระยะสั้น ทั้งภาครัฐและภาคเอกชนที่มีความมั่นคงสูง พอร์ตการลงทุนโดยส่วนใหญ่จะลงทุนในเงิน ฝากธนาคารประมาณ 84.69% ทำให้ได้อัตราผลตอบแทนในลำดับที่ 33 และมีค่า Sharpe ใน ลำดับที่ 57

กองทุนรวม PFF มีนโยบายการลงทุนในเงินฝากระยะสั้นเพื่อเพิ่มสภาพคล่อง และตราสารแห่งนี้หรือเงินฝากระยะยาวเพื่อการลงทุน โดยการลงทุนในตราสารแห่งนี้จะให้ความสำคัญในตราสารที่มีความมั่นคง พอร์ตการลงทุนโดยส่วนใหญ่จะลงทุนในเงินฝาก 91.53% ทำให้ได้อัตราผลตอบแทนในลำดับที่ 36 และมีค่า Sharpe ในลำดับที่ 56

สรุป โดยส่วนใหญ่แล้วกองทุนที่มีค่า Sharpe ต่ำสุด 5 อันดับสุดท้าย จะเป็นกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ระยะสั้นหรือเงินฝากระยะสั้น

จากการศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่ให้ค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับและต่ำสุด 5 อันดับ ทำให้ได้ข้อสรุปว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง จะทำให้กองทุนรวมได้อัตราผลตอบแทนสูง และกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำจะทำให้กองทุนรวมได้รับผลตอบแทนที่ต่ำตามไปด้วยเป็นไปตามหลัก High Risk High Return และเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงเดียวกันก็ยังคงพบว่า กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาครบกำหนดระยะกลางถึงระยะยาว (ความเสี่ยงสูง) ยังคงเป็นกองทุนที่น่าลงทุนมากกว่าหรือเป็นกองทุนที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพดีกว่า กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาครบกำหนดสั้น (ความเสี่ยงต่ำ) ยกเว้นกองทุน BFRMF ที่มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าแต่ได้รับผลตอบแทนสูงสุดและบริหารพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด

ตารางที่ 5.4

พอร์ตการลงทุนของกองทุนรวม ณ ธ.ค. 2549

กองทุนที่มีค่า Sharpe สูงสุด			กองทุนที่มีค่า Sharpe ต่ำสุด		
BFRMF	หุ้นกู้	10.37%	PFI RMF	หุ้นกู้	1.48%
	เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	48.10%		เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	98.71%
	พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	41.47%		พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	0.00%
	สินทรัพย์อื่น ๆ	0.06%		สินทรัพย์อื่น ๆ	-0.19%
SCBSOF6	หุ้นกู้	97.40%	PGB RMF	หุ้นกู้	0.00%
	เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	0.55%		เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	100.0%
	พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	2.12%		พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	0.00%
	สินทรัพย์อื่น ๆ	-0.07%		สินทรัพย์อื่น ๆ	0.00%
T-CAP	หุ้นกู้	0.63%	M-SAVING	หุ้นกู้	11.88%
	เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	0.85%		เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	38.08%
	พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	98.58%		พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	53.09%
	สินทรัพย์อื่น ๆ	-0.06%		สินทรัพย์อื่น ๆ	-3.05%
AYFDEBT2	หุ้นกู้	40.22%	UOBSVRMF	หุ้นกู้	0.00%
	เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	29.83%		เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	84.69%
	พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	28.99%		พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	15.33%
	สินทรัพย์อื่น ๆ	0.96%		สินทรัพย์อื่น ๆ	-0.02%
AYFDEBT	หุ้นกู้	32.15%	PFF	หุ้นกู้	8.59%
	เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	36.10%		เงินฝากธนาคาร, P/N, B/E	91.53%
	พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	31.78%		พันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ	0.00%

ที่มา : รวบรวมจากรายงานประจำปีของแต่ละบลจ. และข้อมูลจากสนง.คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

บทที่ 6

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการขยายตัวของกองทุนรวม อัตราผลตอบแทน การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม และการศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มี นโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ ชนิดระดมทุนและลงทุนภายในประเทศ (Local Funds) ประเภทกองทุนเปิด (Open-end Funds) ในช่วงเดือนมกราคม 2547 ถึงธันวาคม 2549 จำนวน 60 กองทุน ผลการศึกษาสรุปได้ดังนี้

6.1 สรุปผลการศึกษา

6.1.1 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้

จากการศึกษาพบว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีความสำคัญต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้มาก โดยในช่วงไตรมาสแรกของปี พ.ศ. 2547 ถึงไตรมาสที่สองของปี พ.ศ. 2548 ซึ่งเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงต่ำสุด กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่ากองทุนรวมประเภทอื่น ๆ ประกอบกับการลดต่ำลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคาร นักลงทุนที่เคยลงทุนในเงินฝากกับธนาคารพาณิชย์ จึงมีการย้ายการลงทุนมาสู่กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ขยายตัว

และในไตรมาสที่สามของปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2549 อัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ผู้ออกตราสารแห่งนี้คาดการณ์ว่าทิศทางของอัตราดอกเบี้ยต่อไปในอนาคตจะปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ผู้ออกตราสารแห่งนี้มีการระดมทุนโดยการออกตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ในตลาดมีจำนวนตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น จึงใจให้ผู้จัดการกองทุนรวมมีการจัดตั้งโครงการกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ขยายตัว

จากการศึกษาเกี่ยวกับภาวะเปรียบเทียบเกี่ยวกับการจัดตั้งและการลงทุนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง พบว่าภาครัฐมีการออกกฎหมายที่สนับสนุนให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมมีการจัดตั้งกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งในลักษณะโครงการใหม่ ๆ เกิดขึ้น คือ กองทุนรวมหน่วยลงทุน และกองทุนรวมอีทีเอฟ นอกจากนี้แล้วการอนุญาตให้กองทุนรวมสามารถลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินในต่างประเทศได้ทำให้กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศมีอัตราการขยายตัวเพิ่มสูงขึ้น โดย ณ ม.ค. 2546 มีมูลค่าคิดเป็นร้อยละ 0.43 ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งทั้งหมด แต่ ณ พ.ค. 2550 มีมูลค่าคิดเป็นร้อยละ 21.80 ของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งทั้งหมด

จากการศึกษาเกี่ยวกับการพัฒนาตลาดตราสารแห่งหนึ่ง (BEX) ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาไม่สามารถสรุปได้ว่าส่งผลให้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งขยายตัว แต่คาดการณ์ว่าต่อไปในอนาคตการพัฒนาตลาด (BEX) น่าจะเป็นปัจจัยบวกต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง เนื่องจากในตลาด (BEX) มีระบบการซื้อขายที่เอื้อให้กองทุนรวมสามารถทำธุรกรรมตราสารหนึ่งที่มีประสิทธิภาพ ลดต้นทุนในการค้นหาราคาหรือจับคู่ผู้ซื้อขาย

6.1.2 อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งตลอดระยะเวลา 3 ปี พบว่า กองทุนรวมโดยส่วนใหญ่ยังคงให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด มีเพียง 8 กองทุนเท่านั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล (Thai BMA Government Bond Index : TBDC G Index) และมีเพียง 20 กองทุนเท่านั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย โดยกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับแรก ได้แก่ กองทุน BFRMF, AYFDEBT2, T-CAP, SCBSOF6 และ SCBSOF5 ตามลำดับ และกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับสุดท้าย ได้แก่ กองทุน TI, CNS-FIX, TTW4, TSARN และ INGGBRMF ตามลำดับ

จากการศึกษาพบว่าในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลง มีแนวโน้มสูงขึ้นที่กองทุนรวมจะให้ผลตอบแทนมากกว่าดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย ในช่วงนี้กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนึ่งที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีอายุครบ

กำหนดระยะกลางถึงระยะยาวจะให้ผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนดน้อยกว่า 1 ปี

และเมื่ออัตราดอกเบี้ยเริ่มปรับตัวสูงขึ้นกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุครบกำหนดระยะกลางถึงระยะยาวจะให้อัตราผลตอบแทนที่ลดลง และกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเนื่องจากสามารถปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกมาใหม่ ๆ ที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้ง่ายกว่า

6.1.3 ประสิทธิภาพการบริหารพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวม

การดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งตลอดระยะเวลา 3 ปี โดยส่วนใหญ่กองทุนรวมยังคงมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด มีเพียง 11 กองทุนเท่านั้นที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าเกณฑ์มาตรฐาน โดยกองทุนที่มีค่า Sharpe สูงสุด 5 อันดับแรกได้แก่กองทุน BFRMF, SCBSOF6, SCBSOF5, T-CAP และ AYFDEBT2 ตามลำดับ และกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe ต่ำสุด 5 อันดับสุดท้ายได้แก่กองทุน PFF, UOBSVRMF, M-SAVING, PGB-RMF และ PFI-RMF ตามลำดับ

นอกจากนี้แล้วจากการศึกษายังสรุปได้ว่ากองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดไม่จำเป็นต้องเป็นกองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่ดีที่สุดหรือเป็นกองทุนรวมที่น่าลงทุนที่สุด เนื่องจากกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่สูงอาจนำเงินไปลงทุนในตราสารที่มีความเสี่ยงสูงทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูง แต่เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับ 1 หน่วยความเสี่ยงเดียวกันกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดอาจเป็นกองทุนที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่แย่ที่สุดก็ได้ และจากการศึกษาพบว่าโดยส่วนใหญ่กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีอายุครบกำหนดระยะกลางถึงระยะยาว ยังคงเป็นกองทุนที่น่าลงทุน (มีค่า Sharpe อยู่ในอันดับต้น ๆ) มากกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีอายุครบกำหนดระยะสั้น (มีค่า Sharpe อยู่ในอันดับท้าย ๆ)

และจากการศึกษาพบว่ากองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตที่มีประสิทธิภาพอยู่ในอันดับต้น ๆ มีแนวโน้มที่จะบริหารพอร์ตการลงทุนในปีต่อไปอยู่ในอันดับต้น ๆ และกองทุนรวมที่มีการบริหารพอร์ตอยู่ในอันดับสุดท้าย ในปีถัดไปมีแนวโน้มที่จะบริหารพอร์ตอยู่ในอันดับสุดท้าย

6.1.4 การศึกษาขนาดของกองทุนกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

จากการศึกษาพบว่าขนาดของกองทุนรวมไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม กล่าวคือ กองทุนรวมที่มีขนาด NAV สูงไม่จำเป็นต้องมีอัตราผลตอบแทนที่สูง และกองทุนรวมที่มีขนาด NAV ต่ำไม่ได้มีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำตามไปด้วย แต่ก็มีแนวโน้มที่กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงจะมีขนาด NAV สูงขึ้นเนื่องจากนักลงทุนทยอยหันมาลงทุนเพิ่มขึ้น

กองทุนที่มีขนาด NAV สูงส่วนใหญ่แล้วมีสาเหตุมาจากมีตัวแทนจำหน่ายหน่วยลงทุนหลายบริษัทหรือบริษัทที่รับจำหน่ายหน่วยลงทุนจะเป็นธนาคารขนาดใหญ่ที่มีจำนวนสาขา มาก ทำให้ขายหน่วยลงทุนได้มาก ส่วนอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมนั้นขึ้นอยู่กับ การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในตลาดของผู้จัดการกองทุน ถ้าผู้จัดการกองทุนสามารถคาดการณ์อัตรา ดอกเบี้ยในตลาดได้อย่างแม่นยำและเลือกลงทุนในตราสารแห่งนี้ได้ถูกจังหวะจะทำให้กองทุน รวมมีอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ผู้จัดการกองทุน BFRMF มีการบริหาร พอร์ตการลงทุนของกองทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด

6.1.5 การวิเคราะห์พอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่มีค่า Sharpe ต่ำสุดและ สูงสุดอย่างละ 5 อันดับ ตลอดระยะเวลา 3 ปี

จากการศึกษาพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมที่ให้ค่า Sharpe สูงสุดและต่ำสุด อย่างละ 5 อันดับ ทำให้ได้ข้อสรุปว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยง สูงจะทำให้กองทุนรวมได้อัตราผลตอบแทนสูง และกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ ที่มีความเสี่ยงต่ำจะทำให้กองทุนรวมได้รับผลตอบแทนที่ต่ำเป็นไปตามหลัก High Risk High Return และเมื่อนำมาเปรียบเทียบต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงเดียวกันก็ยังคงพบว่า กองทุนรวมที่มี นโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง (ตราสารที่มีอายุครบกำหนดระยะกลางถึงระยะ ยาว) ยังคงเป็นกองทุนที่น่าลงทุนหรือเป็นกองทุนที่มีการบริหารพอร์ตการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ มากกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำ (ตราสารที่มีอายุครบ กำหนดน้อยกว่า 1 ปี) ยกเว้นกองทุน BFRMF ที่มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าแต่ ได้รับผลตอบแทนสูงสุดและบริหารพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด

6.2 ข้อเสนอแนะและปัญหาอุปสรรค

6.2.1 ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษา

1. สำหรับนักลงทุนรายย่อยที่ต้องการลงทุนในกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง ในการพิจารณาเลือกกองทุนรวมไม่สามารถพิจารณาจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมได้ นักลงทุนรายย่อยควรที่จะพิจารณาจากผู้จัดการกองทุนรวม
2. ในการลงทุนในกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง นักลงทุนรายย่อยควรคาดการณ์เกี่ยวกับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยด้วย โดยถ้าคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นควรเลือกที่จะลงทุนในกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่เน้นการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีระยะครบกำหนดสั้น และถ้าคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตมีแนวโน้มปรับตัวลดลงควรเลือกที่จะลงทุนในกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีการลงทุนในตราสารหนึ่งที่มีอายุครบกำหนดระยะกลางถึงระยะยาว
3. ในการคาดการณ์เกี่ยวกับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยมีข้อเสนอแนะให้ พิจารณาจากมูลค่าตราสารแห่งหนึ่งที่ออกมาในตลาด ถ้าตราสารแห่งหนึ่งในระบบมีปริมาณมากเป็นการสะท้อนว่าผู้ออกตราสารแห่งหนึ่งมองว่าต่อไปในอนาคตอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้น จึงเร่งระดมออกตราสารแห่งหนึ่งมากขึ้น

6.2.2 ปัญหา อุปสรรค และข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

การศึกษาค้างครั้งนี้มีข้อจำกัดด้านระยะเวลาในการศึกษาซึ่งมีระยะเวลาเพียง 36 เดือนเท่านั้นตั้งแต่ มกราคม 2547 ถึงธันวาคม 2549 ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งจึงไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ในเชิงปริมาณได้ และจำนวนกองทุนรวมที่นำมาศึกษาเป็นกองทุนรวมที่เปิดดำเนินการตลอดช่วงระยะเวลา 3 ปี จำนวน 60 กองทุนเท่านั้น และในปัจจุบันกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งที่มีโครงการเป็นกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศมีอัตราการขยายตัวอย่างเด่นชัดควรมีการศึกษาเกี่ยวกับกองทุนรวมประเภทนี้