

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในหุ้นสามัญ เป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจค่อนข้างมาก เนื่องจากการซื้อขายหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์สามารถทำได้ง่ายและรวดเร็ว ซึ่งนักลงทุนเชื่อว่าให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนประเภทอื่น โดยนักลงทุนจะให้ความสนใจเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทน (Return) และความเสี่ยง (Risk) แต่ละหลักทรัพย์จะมีผลตอบแทนที่แตกต่างกันไปตามสภาวะปัจจัยต่างๆ ที่เข้ามากระทบ ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาและผลตอบแทน ทำให้เกิดความเสี่ยงในการลงทุน

สำหรับนักลงทุนรายย่อยจะไม่สามารถติดตามข้อมูลข่าวสารและตัดสินใจในการลงทุนได้ทันเวลา เนื่องจากการขาดประสิทธิภาพในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ต่างๆ ตลอดจนนักลงทุนรายย่อยมีเงินทุนจำนวนน้อย ดังนั้นเพื่อให้ นักลงทุนรายย่อยสามารถเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยมีผลตอบแทนที่ดีและมีความเสี่ยงต่ำ รัฐบาลและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงพัฒนาสถาบันการเงินประเภทจัดการลงทุนที่จะมีส่วนช่วยสนับสนุนและคุ้มครองการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย จึงทำให้สถาบันการเงินประเภทจัดการลงทุนลักษณะ “กองทุนรวม” จึงเกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์

Active Fund เป็นการลงทุนเชิงรุกอยู่บนฐานความเชื่อว่า ตลาดที่เข้าลงทุนไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะทำหน้าที่ส่งผ่านข้อมูลต่างๆ ซึ่งมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาของหลักทรัพย์ในตลาดได้ ทั้งนี้จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดไม่ใช่ราคาที่เหมาะสม ดังนั้นการคำนวณหาราคาที่ควรจะเป็นเพื่อนำไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดดังกล่าว จึงเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับนักลงทุนที่เลือกใช้กลยุทธ์การลงทุนลักษณะนี้ ผู้จัดการกองทุนจะมีหน้าที่ที่จะหาข้อมูลดังกล่าวพร้อมกับบริหารกองทุนให้สามารถเอาชนะเกณฑ์มาตรฐานดังกล่าวให้ได้

Passive Fund เป็นการลงทุนเชิงรับ เชื่อในทฤษฎี ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) โดยเชื่อว่าราคาของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดเป็นราคาที่เหมาะสมแล้ว เนื่องจากสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาของหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี และยังเชื่ออีกว่าแทบจะเป็นไปไม่ได้เลย ที่ผู้ลงทุนจะสามารถเอาชนะผลตอบแทนของตลาดที่เข้าลงทุนได้อย่างสม่ำเสมอด้วยวิธีการลงทุนแบบเชิงรุก ในทางตรงกันข้ามทฤษฎีนี้เสนอว่า

การกระจายการลงทุนในลักษณะเดียวกันกับองค์ประกอบของตลาดคือวิธีการที่เหมาะสมที่สุด ดังนั้นผู้จัดการกองทุนควรจะบริหารกองทุนให้มีผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับดัชนีมาตรฐานมากที่สุด

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) เกือบทุกแห่งในประเทศไทย มีกลยุทธ์การลงทุนในเชิงรุก (Active Investment Strategy) เพื่อสร้างผลตอบแทนของกองทุนให้ได้มากกว่าผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงซึ่งถือเป็นเกณฑ์มาตรฐาน (Benchmark) ในที่นี้คือดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index) ในการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุน มีเพียง บลจ.บางแห่งเท่านั้น ที่บริหารกองทุนด้วยกลยุทธ์การลงทุนเชิงรับ (Passive Investment Strategy) โดยกลุ่มนี้จะมีเป้าหมายเพื่อให้กองทุนได้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับผลตอบแทนของดัชนีที่อ้างอิง

ความเสี่ยงของกองทุนที่ใช้กลยุทธ์เชิงรุก คือ ความเสี่ยงจากความผันผวนของดัชนีโดยรวม และความเสี่ยงจากหุ้นรายตัวที่เลือกไว้ในกองทุน ส่วนกองทุนที่บริหารด้วยกลยุทธ์เชิงรับ มีเพียงความเสี่ยงจากความผันผวนของดัชนีเท่านั้น

การบริหารกองทุนในลักษณะตามดัชนี (Passive Management) ไม่ได้มีจุดมุ่งหมายที่จะเอาชนะตลาดหรือเกณฑ์อ้างอิง กับการบริหารกองทุนในลักษณะที่จะพยายามเอาชนะตลาด (Active Management) ซึ่งเกิดจากความเชื่อของสมมติฐานที่ต่างกันทั้งสอง การบริหารรูปแบบใดจะให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงตามมาตรวัดที่ใช้ในการทดสอบแล้ว ให้ผลที่ดีกว่ากัน

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานวิจัยนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุน ที่บริหารในลักษณะ Active และ Passive Management โดยใช้ Risk-adjusted return จำนวน 4 มาตรวัดซึ่งได้แก่ Treynor, Sharpe, Jensen และ Appraisal Ratio เป็นเครื่องมือการศึกษา และใช้เครื่องมือทางสถิติแบบ Nonparametric ทดสอบความน่าเชื่อถือของความแตกต่างของ Ratio ระหว่างกองทุน Active และ Passive Management

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

1.3.1 **Passive management** จะใช้กองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายลงทุนใน SET50 โดยพิจารณาจากลายลักษณ์อักษรในหนังสือชี้ชวนกองทุน และไม่มีการจ่ายปันผล มีทั้งสิ้น 5 กองทุน (จาก 4 บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน) ดังนี้

- กองทุนเปิดเคซีที 50 (K-SET50) บริหารโดย บลจ.กสิกรไทย
- กองทุนเปิด วรรณเอเอ็มซีที 50 (1AMSET50) บริหารโดย บลจ.วรรณ
- กองทุนเปิดทหารไทย SET50 (TMB50) บริหารโดย บลจ.ทหารไทย
- กองทุนเปิด JUMBO25 (JB25) บริหารโดย บลจ.ทหารไทย
- กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ซีที อินเด็กซ์ ฟันด์ (SCBSET) บริหารโดย บลจ.

ไทยพาณิชย์

1.3.2 **Active management** จะใช้กองทุนรวมตราสารทุนทั่วไป ที่ไม่มีการจ่ายปันผล คัดเลือกกองทุนจากขนาดของกองทุน (NAV; Net Asset Value) ที่ใกล้เคียงกับ Passive ที่สุด โดยมีการจับคู่ 1 กองทุน Passive ต่อ 3 กองทุน Active มีจำนวนทั้งสิ้น 10 กองทุน (15 คู่เปรียบเทียบ มีบางกองทุนซ้ำกัน) โดยกองทุนต่างๆ จากการใช้เกณฑ์ที่กำหนด มีดังนี้

- กองทุนเปิดอเบอร์ดีนโกรท (ABG) บริหารโดย บลจ.อเบอร์ดีน
- กองทุนเปิดอเบอร์ดีนสมอลแคป (ABSM) บริหารโดย บลจ.อเบอร์ดีน
- กองทุนเปิดอยุธยาอีควิตี้ (AYFSEQ) บริหารโดย บลจ.อยุธยา
- กองทุนเปิดทีแอฟเอควิตี้ (TFEQ) บริหารโดย บลจ.กสิกรไทย
- กองทุนเปิดไอเอ็นจีไทยอีควิตี้ฟันด์ (INGTEF) บริหารโดย บลจ.ไอเอ็นจี
- กองทุนเปิด ทีสโก้ สแตรทิจิก ฟันด์ (TSF) บริหารโดย บลจ.ทีสโก้
- กองทุนเปิดทีสโก้ทวีทุน (TISCOEGF) บริหารโดย บลจ.ทีสโก้
- กองทุนเปิดดวงข้าวหุ้นทุน (RKEC) บริหารโดย บลจ.กสิกรไทย
- กองทุนเปิดไอเอฟซีทีร่วมทุน (IRT) บริหารโดย บลจ.เอ็มเอฟซี
- ทรัพย์สินบัวหลวง (B-SUB) บริหารโดย บลจ.บัวหลวง

ตารางที่ 1.1

แสดงการ Matching ระหว่างกองทุน Passive และ Active Fund

NO.	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง
1	TMBAM	กองทุนเปิดทหารไทย SET50	TMB50	2,702.32	29/03/01
2	ABERDEEN	กองทุนเปิดเบอร์ลินโกรท	ABG	2,649.94	18/07/97
3	TMBAM	กองทุนเปิด JUMBO 25	JB25	2,160.61	09/09/04
4	KAsset	กองทุนเปิดทีแอมเอควิตี้	TFEQ	1,613.22	15/11/02
5	SCBAM	ไทยพาณิชย์เซีท อินเด็กซ์ ฟันด์	SCBSET	1,426.25	20/08/96
6	AYF	กองทุนเปิดอยุธยาอิคิวตี	AYFSEQ	1,083.74	23/01/04
7	ING FUNDS	กองทุนเปิดไอเอ็นจีไทยอิคิวตีฟันด์	INGTEF	722.45	28/05/99
8	BBLAM	บัวแก้ว	BJA	626.12	03/11/93
9	SCBAM	ไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์	SCBTS	608.76	24/11/93
10	SCBAM	ไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์ 3	SCBTS3	590.16	27/01/94
11	SCBAM	ไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์ 2	SCBTS2	437.76	13/12/93
12	BBLAM	บัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน	B-INFRA	419.76	07/11/94
13	ABERDEEN	กองทุนเบอร์ลินสยามลีดเดอร์	ABSL	361.01	04/03/04
14	BBLAM	บัวหลวงธนคม	BTK	300.63	15/08/94
15	BBLAM	บัวหลวงทศพล	BTP	297.20	07/10/94
16	THANACHART FUND	กองทุนเปิดธนชาตหุ้นเพิ่มทวี	N-SET	284.19	18/09/03
17	THANACHART FUND	กองทุนเปิดธนชาตดัชนีตามเนทอล พลัส	NF-PLUS	254.82	19/02/04
18	SCBAM	ไทยพาณิชย์มีนคง	SCBMF	238.77	10/08/92
19	ABERDEEN	กองทุนเปิดเบอร์ลินสมอลแคป	ABSM	232.57	02/06/05
20	TISCOASSET	กองทุนเปิด ทีเอสไอ สแตรทิจิก ฟันด์	TSF	219.86	16/03/04
21	ONEAM	กองทุนเปิด วรรณเฉลิมเซีท 50	1AMSET50	219.26	27/11/03
22	KAsset	กองทุนเปิดรวงข้าวหุ้นทุน	RKEC	210.98	20/12/94
23	TISCOASSET	กองทุนเปิดทีเอสไอหุ้นทุน	TISCOEGF	202.34	15/12/92
24	MFC	กองทุนเปิดไอเอฟซีทีวีหุ้นทุน	IRT	201.53	10/02/95
25	BBLAM	ทรัพย์บัวหลวง	B-SUB	199.93	17/03/95
26	KAsset	กองทุนเปิดเค ซีท 50	K-SET50	199.57	11/04/05
27	BBLAM	บัวแก้ว 2	BJA2	178.89	04/03/94
28	SCIA	กองทุนเปิดแมกซ์หุ้นทุน	MAX EQ	155.71	03/08/04
29	SCBAM	ไทยพาณิชย์ธนอนันต์	SCBDA	109.80	26/09/94
30	UOBAM	สมาร์ท แอคทีฟ เซท 100	UOBSAS100	85.42	12/05/05
31	AYF	กองทุนเปิดอยุธยาอาร์กซ์หุ้นทุน	DYNAMIC	80.79	06/11/03
32	ONEAM	กองทุนเปิด เอกทวีคุณ	ONE-G	69.08	31/07/92
33	MFC	กองทุนเปิดลินกียูโนหุ้น	SF5	61.49	14/08/87
34	MFC	กองทุนเปิดยูโนเด็ค	UNF	26.10	09/03/94
35	MFC	กองทุนเปิดธีรทรัพย์	TS	23.40	04/04/94
36	MFC	กองทุนทรัพย์สมบูรณ์	SSB	11.90	26/09/86

ที่มา: ประยุกต์จาก <http://www.aimc.or.th>

จากตาราง 1.1 กองทุนที่เป็น Passive ประกอบไปด้วย กองทุนเปิดทหารไทย SET50 (TMB50), กองทุนเปิด JUMBO 25 (JB25), ไทยพาณิชย์เซท อินเด็คส์ ฟันด์ (SCBSET), กองทุนเปิด วรรณเอเอ็มเซท 50 (1AMSET50) และกองทุนเปิดเค เซท 50 (K-SET50)

เมื่อได้กองทุนที่บริหารในลักษณะ Passive Management ดังกล่าวแล้ว สิ่งที่จะต้องดำเนินการปฏิบัติต่อไปคือ การหากองทุนที่มีการบริหารในลักษณะ Active Management มาเปรียบเทียบกับกองทุนประเภท Passive ข้างต้น ในที่นี้เรียกว่าการ Matching ซึ่งประโยชน์ของการ Matching คือทำให้กองทุนที่มีการบริหารแตกต่างกันดังกล่าวสามารถเปรียบเทียบกันได้โดยใช้ขนาดของกองทุน (NAV; Net Asset Value) เป็นเกณฑ์ที่ใช้ในการเปรียบเทียบ

หลักการในการ Matching คือนำเอากองทุน Passive เป็นกองทุนหลักแล้วเลือกกองทุน Active Fund ที่มีขนาดของกองทุนใกล้เคียงกันกับ Passive Fund มากที่สุด 3 อันดับ เนื่องจากจำนวนของกองทุน Passive Fund มีน้อยกว่า Active Fund ในที่นี้การ Matching ของกองทุนเปิดทหารไทย SET50 (TMB50, Size 2,702.32 ล้านบาท) คือ กองทุนเปิดเบอร์ดินโกรท (ABG, Size 2,649.94 ล้านบาท), กองทุนเปิดทีแฟมเอควิตี้ (TFEQ, Size 1,613.22 ล้านบาท) และกองทุนเปิดอยุธยาอิควิตี้ (AYFSEQ, Size 1,083.74 ล้านบาท)

การ Matching ของกองทุนเปิด JUMBO 25 (JB25, Size 2,160.61 ล้านบาท) คือ กองทุนเปิดเบอร์ดินโกรท (ABG, Size 2,649.94 ล้านบาท), กองทุนเปิดทีแฟมเอควิตี้ (TFEQ, Size 1,613.22 ล้านบาท) และกองทุนเปิดอยุธยาอิควิตี้ (AYFSEQ, Size 1,083.74 ล้านบาท) จะเห็นว่ากองทุน Active Fund ที่นำมาเปรียบเทียบจะเหมือนกันกับกองทุนเปิดทหารไทย SET50 (TMB50) เนื่องจาก ขนาดของกองทุนที่ใกล้เคียงที่สุดเป็นกองทุนเดียวกัน

การ Matching ของกองทุนเปิดไทยพาณิชย์เซท อินเด็คส์ ฟันด์ (SCBSET, Size 1,426.25 ล้านบาท) คือกองทุนเปิดทีแฟมเอควิตี้ (TFEQ, Size 1,613.22 ล้านบาท), กองทุนเปิดอยุธยาอิควิตี้ (AYFSEQ, Size 1,083.74 ล้านบาท) และกองทุนเปิดไอเอ็นจีไทยอิควิตี้ฟันด์ (INGTEF, Size 722.45 ล้านบาท)

การ Matching ของกองทุนเปิด วรรณเอเอ็มเซท 50 (1AMSET50, Size 219.26 ล้านบาท) คือ กองทุนเปิดเบอร์ดินสมอลแค็ป (ABSM, Size 232.57 ล้านบาท), กองทุนเปิด ทีเอสไอ สแตรทิจิก ฟันด์ (TSF, Size 219.86 ล้านบาท) และกองทุนเปิดรวงข้าวหุ้นทุน (RKEC, Size 210.98 ล้านบาท)

การ Matching ของกองทุนเปิดเค ซีท 50 (K-SET50, Size 199.57 ล้านบาท) คือ กองทุนเปิดทีสโก้ทวิทุน (TISCOEGF, Size 202.34 ล้านบาท), กองทุนเปิดไอเอฟซีทีร่วมทุน (IRT) และกองทุนเปิดทรัพย์บัวหลวง (B-SUB, Size 199.93 ล้านบาท)

เมื่อได้ทำการ Matching กองทุน Passive Fund ทั้ง 5 กองทุนแล้วสามารถแสดงการเปรียบเทียบกองทุนของการบริหารที่แตกต่างกันได้ตามตารางที่ 1.2

ตารางที่ 1.2
เปรียบเทียบกองทุนที่บริหารในลักษณะ Passive และ Active

กองทุนที่บริหารในลักษณะ Passive						กองทุนที่บริหารในลักษณะ Active ที่ใช้เปรียบเทียบ โดยใช้ขนาดกองทุนใกล้เคียงกัน 3 อันดับเป็นเกณฑ์					
NO.	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	
1	TMBAM	กองทุนเปิดทหารไทย SET50	TMB50	2,702.32	29/03/01	ABERDEEN	กองทุนเปิดเอเบอร์ดีนไกรท	ABG	2,649.94	18/07/97	
						KAsset	กองทุนเปิดทีเอ็มเอคิวิตี้	TFEQ	1,613.22	15/11/02	
						AYF	กองทุนเปิดอยุธยาคิวิตี้	AYFSEQ	1,083.74	23/01/04	
NO.	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	
2	TMBAM	กองทุนเปิด JUMBO 25	JB25	2,160.61	09/09/04	ABERDEEN	กองทุนเปิดเอเบอร์ดีนไกรท	ABG	2,649.94	18/07/97	
						KAsset	กองทุนเปิดทีเอ็มเอคิวิตี้	TFEQ	1,613.22	15/11/02	
						AYF	กองทุนเปิดอยุธยาคิวิตี้	AYFSEQ	1,083.74	23/01/04	
NO.	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	
3	SCBAM	กองทุนเปิดไทยพาณิชย์เอ็มจี อินดัสทรี ฟันด์	SCBSET	1,426.25	20/08/96	KAsset	กองทุนเปิดทีเอ็มเอคิวิตี้	TFEQ	1,613.22	15/11/02	
						AYF	กองทุนเปิดอยุธยาคิวิตี้	AYFSEQ	1,083.74	23/01/04	
						ING FUNDS	กองทุนเปิดไชน่าไทยคิวิตี้ฟันด์	INGTEF	722.45	28/05/99	

กองทุนที่บริหารในลักษณะ Passive						กองทุนที่บริหารในลักษณะ Active ที่ใช้เปรียบเทียบ โดยใช้ ขนาดกองทุนใกล้เคียงกัน 3 อันดับเป็นเกณฑ์					
	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	
NO.											
4	ONEAM	กองทุนเปิด วรรณเฉลิมเห็ท 50	1AMSET50	219.26	27/11/03	ABERDEEN	กองทุนเปิดเบอร์ธินสมอลแค็ท	ABSM	232.57	02/06/05	
						TISCOASSET	กองทุนเปิด ทีเอสไอ สเตรทจิก ฟันด์	TSF	219.86	16/03/04	
						KAsset	กองทุนเปิดดวงข้าวหุ้นทุน	RKEC	210.98	20/12/94	
NO.	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	บลจ.	ชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ขนาดกองทุน	วันที่จัดตั้ง	
5	KAsset	กองทุนเปิดเค เห็ท 50	K-SET50	199.57	11/04/05	TISCOASSET	กองทุนเปิดทีเอสไอให้วทุน	TISCOEGF	202.34	15/12/92	
						MFC	กองทุนเปิดไอเอฟทีทีีวทุน	IRT	201.53	10/02/95	
						BBLAM	ทรัพย์สินบัวหลวง	B-SUB	199.93	17/03/95	

ที่มา: ประยุกต์จาก <http://www.aimc.or.th>

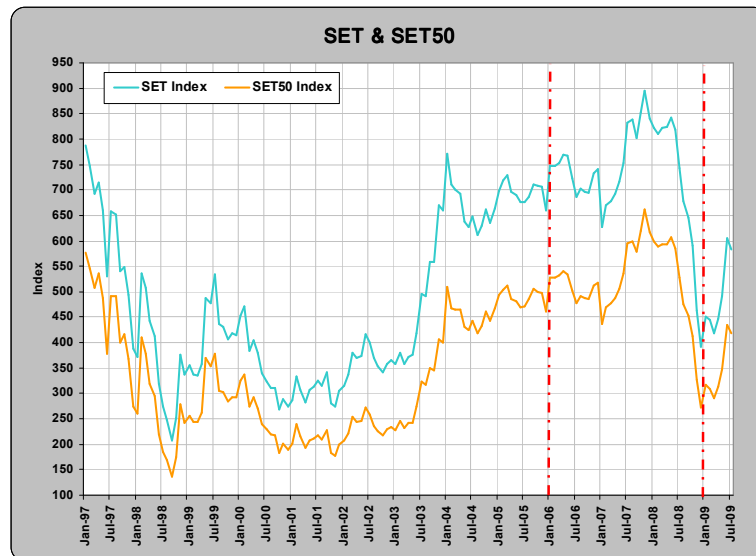
1.3.3 ผลตอบแทนและความเสี่ยง ในที่นี้จะใช้การคำนวณค่ามาตรวัดของ Treynor, Sharpe, Jensen และ Appraisal Ratio เป็นการประเมินผลประกอบการของกองทุน (การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (risk-adjusted return) ตามเหตุผลของ จีรต์น¹ สังก์แก้ว¹

“การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยดูเฉพาะอัตราผลตอบแทน อาจให้ภาพที่ไม่ถูกต้อง เนื่องจากผลตอบแทนที่สูงกว่ากองทุนอื่น อาจเนื่องจากกองทุนนั้นจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง และ/หรือ จัดสรรเงินลงทุนแบบกระจุกตัวในบางหลักทรัพย์ ในทางกลับกันกองทุนรวมบางกองทุนมีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำ แต่อาจมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าด้วย หากความพึงพอใจของผู้ลงทุนอยู่ภายใต้กรอบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง และผู้ลงทุนเป็นผู้หลีกเลี่ยงความเสี่ยง การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนจะต้องคำนึงถึง “ความเสี่ยง” ควบคู่ไปกับ “อัตราผลตอบแทน” ด้วย ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่นำมาเปรียบเทียบกัน จึงควรเป็นอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (risk-adjust return)”

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ เป็นข้อมูลรายสัปดาห์ ตั้งแต่เดือนมกราคม 2006 ถึง เดือนธันวาคม 2009 รวมทั้งสิ้น 157 สัปดาห์ จากภาพที่ 1.1 แสดงถึง SET และ SET50 Index ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1997-2009 จะเห็นได้ว่าช่วงที่ได้ทำการศึกษาคือช่วงปี ค.ศ. 2006-2008 มีลักษณะของแต่ละช่วงปีที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ในปี ค.ศ.2006 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะแกว่งตัวขึ้นลงไม่มากนัก (Side way) ปี ค.ศ.2007 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ มีลักษณะขาขึ้น (Upside) และปี ค.ศ.2008 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ มีลักษณะขาลงอย่างมาก (Down Side) โดยมีผลกระทบจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกลดลงเนื่องจากปัญหา Sub-prime ของประเทศสหรัฐอเมริกา และสำหรับภาพที่ 1.2 แสดงถึง SET และ SET50 Index ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1997-2009 โดยมีการปรับ (Adjust) ให้ปี 1997 เป็นปีฐานเพื่อดูการเคลื่อนไหวถึงความสัมพันธ์ระหว่าง SET และ SET50 Index

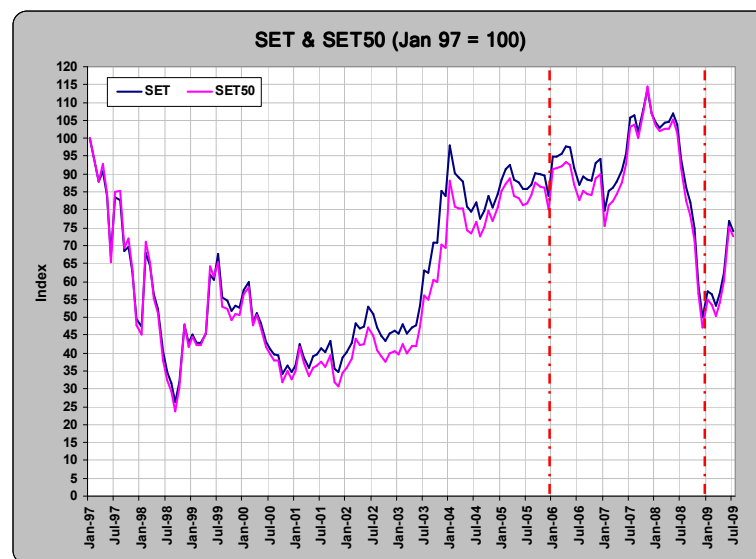
¹ จีรต์น สังก์แก้ว. (2544). การลงทุน.

ภาพที่ 1.1
SET และ SET 50 Index ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1997 – 2009



ที่มา: สร้างโดยโปรแกรม MS. Excel ข้อมูลดิบจากโปรแกรม bloomberg

ภาพที่ 1.2
SET และ SET 50 Index ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1997 – 2009 (Adjust Jan 97 = 100)



ที่มา: สร้างโดยโปรแกรม MS. Excel ข้อมูลดิบจากโปรแกรม bloomberg

1.4 กรอบการวิเคราะห์

วิธีการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน

1.4.1 การศึกษาเชิงพรรณนา ซึ่งได้จากการนำผลการศึกษามาวิเคราะห์ เพื่อเป็นแนวทางในการลงทุนต่อไป

1.4.2 การศึกษาเชิงปริมาณ โดยวิเคราะห์แต่ละกองทุน
ศึกษาเชิงปริมาณ โดยวิเคราะห์แต่ละกองทุน คำนวณหาประสิทธิภาพของการบริหารกองทุนทั้งสองประเภท เพื่อหาผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง ใช้ทฤษฎี Risk-Adjusted Model โดยหาจาก Sharpe, Treynor, Jensen, Appraisal Ratio² และเปรียบเทียบโดยใช้ Nonparametric Statistics

1.5 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

การศึกษาโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากแหล่งสำคัญ ดังนี้

1.5.1 ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์ – ทั้ง SET Index และ SET50 Index หาข้อมูลได้จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5.2 ข้อมูลกองทุนรวมและมูลค่าหน่วยลงทุน – นโยบายการลงทุนสามารถดูได้จากหนังสือชี้ชวนกองทุน มูลค่าหน่วยลงทุนสามารถหาได้จาก NAV Center ทั้งสองข้อมูลหาได้จาก website ของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC)³

1.5.3 สูตรคำนวณต่างๆ - จากสถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI), หนังสือวิชาการ เช่น การลงทุน หนังสือเกี่ยวกับเทคนิคการใช้สถิติเพื่องานวิจัย, งานวิจัยเฉพาะเรื่อง, วิทยานิพนธ์ จากคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

² สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2551). หนังสือความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์สำหรับผู้ขายหลักทรัพย์ (Single License).

³ <http://www.aimc.or.th>

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 เพื่อเข้าใจถึงการบริหารกองทุนตราสารทุนที่มีความแตกต่างกันระหว่างการบริหารเชิงรุก (Active Management) และบริหารเชิงรับ (Passive Management)

1.6.2 สามารถนำไปเป็นข้อมูลเพื่อตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุน ในจังหวะที่เหมาะสมกับสภาวะเศรษฐกิจ

1.7 นิยามศัพท์

กองทุนรวม (Mutual Fund) กองทรัพย์สินที่จัดตั้งและบริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมหรือเรียกย่อ ๆ ว่า " บลจ." มีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุน แก่ผู้ลงทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ที่ให้ผลตอบแทนและความเสี่ยงในการลงทุนแตกต่างกันไป อาทิเช่น ลงทุนในหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ เป็นต้น เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลหรือกำไรจากการขายหน่วยลงทุน

กองทุนรวมประเภทไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุน (กองทุนปิด) (Closed-End Fund) กองทุนรวมที่ บลจ. จะไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนจนกว่าจะครบกำหนดอายุกองทุนรวม เช่น 5 ปี 7 ปี เป็นต้น โดย บลจ. จะเสนอขายหน่วยลงทุนเพียงครั้งเดียวตอนเริ่มต้นโครงการ ทำให้หน่วยลงทุนของกองทุนรวมประเภทนี้มีจำนวนที่แน่นอนและเพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ผู้ลงทุน บลจ. มักนำหน่วยลงทุนไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้ โดยผ่านบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ในราคาตลาด ซึ่งอาจจะต่ำกว่า หรือสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหน่วยลงทุนนั้น ๆ

กองทุนรวมประเภทรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (กองทุนเปิด) (Open-End Fund) กองทุนรวมที่ บลจ. ขายหน่วยลงทุนและรับซื้อคืนหน่วยลงทุนตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ในโครงการ เช่น เปิดทำการซื้อขายเดือนละครั้ง สัปดาห์ละครั้ง หรือทุกวันทำการ ในราคาซื้อขายหน่วยลงทุนที่คำนวณจากราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนอยู่

กองทุนรวมตราสารแห่งทุน (Equity fund) กองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์ที่จะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนโดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ซึ่งตราสารแห่งทุนหมายความว่าหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ หุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น เป็นต้น

เงินปันผล (Dividend) ส่วนของกำไรของบริษัท (หรือกองทุนรวม) แบ่งจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ (หรือผู้ถือหุ้นย่อย) ตามสิทธิของแต่ละหุ้นปันผลแก่หุ้นบุริมสิทธิมักกำหนดไว้ตายตัวเป็นร้อยละของราคาตราไว้ แต่ปันผลแก่หุ้นสามัญ (หรือหุ้นย่อย) จะมากหรือน้อยเปลี่ยนแปลงไปตามผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละปี คณะกรรมการบริษัทจะประกาศจ่ายปันผลแก่หุ้นสามัญเป็นคราว ๆ ไป ปันผลอาจจ่ายเป็นเงินสดหรือหุ้นก็ได้ แต่การจะจ่ายหุ้นปันผลในประเทศไทยยังติดขัดเรื่องภาระภาษีซึ่งผู้เกี่ยวข้องกำลังพิจารณาแก้ไขอยู่

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ดัชนีราคาหุ้นประเภทที่คำนวณด้วยราคาหุ้นสามัญแบบถ่วงน้ำหนักด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียน เป็นดัชนีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคำนวณขึ้น โดยใช้หุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ในการคำนวณสูตรการคำนวณเป็นดังนี้

SET Index = ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหุ้นสามัญทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันปัจจุบัน x 100 / ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหุ้นสามัญทุกตัวข้างต้น ณ 30 เม.ย. 2518

= มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัว ณ วันปัจจุบัน x 100 / มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญข้างต้น ณ 30 เม.ย.2518

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันปัจจุบัน เทียบกับมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นดังกล่าว ณ วันฐาน ค่าเปลี่ยนแปลงของดัชนีนี้จึงแสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ด้วย

ตราสารแห่งทุน (Equity instruments) หมายถึงตราสารที่แสดงความเป็นเจ้าของกิจการในฐานะผู้ถือหุ้น การลงทุนในตราสารทุนนี้ จะมีความเสี่ยงมากกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ เพราะสิทธิเรียกร้องในทรัพย์สินของกิจการในกรณีที่เกิดการล้มละลายจะอยู่หลังเจ้าหนี้ ข้อดีของการเป็นเจ้าของ หรือผู้ถือหุ้นของกิจการก็คือ ถ้ากิจการมีกำไร จะมีส่วนแบ่งในกำไรของกิจการอย่างเต็มที่ในรูปของเงินปันผล แต่ในทางกลับกันถ้ากิจการขาดทุน ผู้เป็นเจ้าของอาจจะไม่ได้รับผลตอบแทนเลย เพราะกิจการไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้นอกจากนี้ผู้ลงทุนในตราสารทุนก็อาจจะได้รับกำไร หรือขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่อยู่ในตลาดด้วย ตัวอย่างตราสารทุน ได้แก่ หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

บริษัทจัดการลงทุน (Investment company หรือ investment management company) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทจัดการลงทุนโดยได้รับค่าธรรมเนียมเป็นผลตอบแทน บริษัทจัดการลงทุนจะจัดตั้งกองทุนรวมขึ้นมาโดยออกหน่วยลงทุนระดมเงินเข้ากองทุนรวม แล้วจัดสรรเงินที่ระดมได้ไปลงทุนต่าง ๆ

ตามที่ระบุไว้ในวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งกองทุนรวมนั้นๆ บริษัทประเภทนี้อาจเรียกว่า Management Company ด้วย บริษัทจัดการลงทุนช่วยให้เงินของผู้ลงทุนรายย่อยและผู้ลงทุนที่ยังขาดความรู้และทักษะการลงทุนในหลักทรัพย์ สามารถลงทุนได้อย่างมืออาชีพ มีการกระจายการลงทุนและมีสภาพคล่อง

ผลตอบแทนจากการลงทุน ผู้ลงทุนในกองทุนรวมจะได้รับผลตอบแทนใน 2 ลักษณะ ได้แก่ กำไรจากการขายหน่วยลงทุนและเงินปันผลของกองทุนรวม เงินปันผลหมายถึง ส่วนแบ่งกำไรของกองทุนนั้นๆ (ในกรณีเป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล) ถ้าเป็นบุคคลธรรมดาเงินปันผลจะถูกหักภาษี 10 % หรือนำมารวมคำนวณภาษีปลายปีในอัตราก้าวหน้า

มูลค่าหน่วยลงทุน มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกองทุนรวม

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (net asset value หรือ NAV) ทรัพย์สินของกองทุนรวมตามราคาตลาดในขณะใดขณะหนึ่งหักด้วยหนี้สินของกองทุนรวมนั้น สำหรับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยลงทุน หมายถึง มูลค่าสินทรัพย์สุทธิหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุนรวมนั้น มูลค่าสินทรัพย์ สุทธิต่อหน่วยลงทุนถือเป็นมูลค่าจริงของหน่วยลงทุน ณ วันที่ทำการคำนวณ การคำนวณดังกล่าวจะต้องได้รับการตรวจสอบ และให้ความเห็นชอบโดยผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมนั้น

หน่วยลงทุน (unit trust) หลักทรัพย์ที่ออกขายโดยบริษัทจัดการลงทุนเพื่อระดมเงินเข้ากองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้น แล้วจัดสรรเงินในกองทุนนั้น ลงทุนในตลาดการเงินตามเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวน เช่น ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ลงทุนในตราสารการเงิน ต่างๆ และฝากไว้กับสถาบันการเงิน เป็นต้น ผู้ถือหน่วยลงทุนมีฐานะร่วมเป็นเจ้าของกองทุนนั้นๆ และมีสิทธิได้รับเงินปันผลตอบแทนจากผลกำไรที่เกิดขึ้น หากถือไว้จนถึงกำหนดไถ่ถอนก็จะได้รับส่วนแบ่งคืนจากเงินกองทุนตามสัดส่วนของหน่วยลงทุนที่ถืออยู่

กลยุทธ์การลงทุนแบบแอคทีฟ (Active Strategy: Active Management) หมายถึง กลยุทธ์การลงทุนที่นักลงทุนวิเคราะห์แล้วเชื่อว่าตลาดของการลงทุนยังไม่มีประสิทธิภาพ โดยประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency) หมายถึงตลาดที่ราคาของตราสารหรือหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ดังนั้นเมื่อนักลงทุนเชื่อว่า ตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพจึงหมายความว่าราคาของตราสารหรือหลักทรัพย์ บางตัวหรืออาจจะทุกตัวในตลาดยังไม่ใช้ราคาที่เหมาะสมที่ได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้อง นักลงทุนจึงพยายามวิเคราะห์หาข้อมูลข่าวสารเพื่อคำนวณหาราคาที่เหมาะสมของตราสารเหล่านั้น ไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดเพื่อจะตัดสินใจ

ลงทุนต่อไป โดยเมื่อราคาตลาดสูงกว่าราคาที่คำนวณได้ หลักทรัพย์หรือตราสารนั้นจะมีราคาสูงเกินไป ไม่เหมาะสำหรับการลงทุน แต่ถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคาที่คำนวณได้ก็จะถือว่าหลักทรัพย์หรือตราสารนั้นมีราคาต่ำเกินไป ซึ่งพิจารณาว่าเป็นหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุนตามตลาด (Passive Strategy: Passive Management)

หมายถึง กลยุทธ์การลงทุนที่นักลงทุนมีความเชื่อมั่นว่า ตลาดของการลงทุนมีประสิทธิภาพอยู่แล้ว ดังนั้นราคาของตราสารที่ซื้อขายอยู่ในตลาดจึงเป็นราคาที่เหมาะสมอยู่แล้ว การกระทำการวิเคราะห์เพื่อไปหาตราสารที่ราคาถูก (ราคาที่เหมาะสมสูงกว่าราคาตลาด) หรือแพง (ราคาที่เหมาะสมต่ำกว่าราคาตลาด) เป็นการกระทำที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) หรือกล่าวในอีกทางหนึ่งคือกลุ่มการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Portfolio) หมายถึง กลุ่มการลงทุนที่ได้รับอัตราผลตอบแทนสูงสุดเมื่อเทียบกับกลุ่มการลงทุนที่มีความเสี่ยงเท่ากัน หรือกลุ่มการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำสุด เมื่อเทียบกับกลุ่มการลงทุนที่ได้รับอัตราผลตอบแทนเท่ากัน ดังนั้นเมื่อเชื่อว่าตลาดการลงทุนมีประสิทธิภาพ จึงหมายความว่ากลุ่มการลงทุนของตลาด (ประกอบไปด้วยหลักทรัพย์หรือตราสารทุกตัวในตลาด) เป็นกลุ่มการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นการลงทุนตามตลาดน่าจะเป็นการลงทุนที่มีประสิทธิภาพตามไปด้วย กล่าวโดยสรุป Passive Strategy คือ กลยุทธ์การลงทุนที่มีการลงทุนตามกลุ่มการลงทุนของตลาด (จัดกลุ่มการลงทุนให้เหมือนกับตลาด) ซึ่งในทางปฏิบัติอาจเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่มีนโยบายสร้างผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับดัชนีของตลาด (Index Fund)