

บทที่ 2

แนวคิดทางทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดทางทฤษฎี

การลงทุนและความคาดหวังจากการลงทุน

การลงทุนคือการแปรสภาพเงินออมให้กลายเป็นเงินลงทุนเพื่อผลตอบแทนหรือความพึงพอใจที่คาดว่าจะได้ผลตอบแทนกลับมามากขึ้นแต่ก็จะมีความเสี่ยงมากขึ้นตามมาการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินใด ๆ ผู้ลงทุนควรกำหนดวัตถุประสงค์ในการลงทุน เพื่อการวางแผนการลงทุนและเลือกหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินที่จะลงทุนได้อย่างเหมาะสม วัตถุประสงค์ในการลงทุนของนักลงทุนที่สำคัญมีอยู่ด้วยกัน 4 ประการคือ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

1. การเพิ่มค่าของเงินทุน (capital appreciation) นักลงทุนต้องการให้หลักทรัพย์หรือทรัพย์สินที่ตนลงทุนไว้มีมูลค่าเพิ่มพูนขึ้นตลอดช่วงเวลาที่ลงทุนโดยการเพิ่มค่านั้นจะมาจากกำไรจากการลงทุนเป็นสำคัญ ดังนั้นหลักทรัพย์หรือการลงทุนที่เลือกจึงมักมีความเสี่ยงสูงแต่ก็มีโอกาสได้ผลตอบแทนสูงเช่นกัน

2. รายได้ประจำ (current income) นักลงทุนที่ต้องการได้รับรายได้เป็นประจำจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินที่ตนลงทุนไว้ จะมีแนวทางการลงทุนและการเลือกหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินที่ลงทุน ได้แก่ หุ้นทุนของบริษัทขนาดใหญ่หรือเลือกลงทุนในตราสารหนี้ได้แก่ หุ้นกู้ ตั๋วเงิน พันธบัตร เป็นต้น ผู้ที่เกษียณอายุงานแล้วมักต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ และให้รายได้ประจำจึงนิยมใช้กลยุทธ์การลงทุนประเภทนี้

3. การปกป้องเงินทุน (capital protection) นักลงทุนต้องการให้เงินลงทุนของตนมีความมั่นคงไม่ลดหรือเสียหายไป อันเป็นผลสืบเนื่องจากขาดทุนดังนั้นหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินที่ลงทุนจึงมีความเสี่ยงต่ำ และมีระยะเวลาลงทุนจึงค่อนข้างสั้น เพราะจะทำให้

สามารถคาดการณ์เหตุการณ์ได้ดีกว่าการลงทุนในระยะยาว เช่น การลงทุนในตั๋วเงินคลัง
ตัวสัญญาใช้เงินของสถาบันการเงิน เป็นต้น

4. ผลตอบแทนรวม (total return) นักลงทุนประสงค์ให้ความเสี่ยง และ
ผลตอบแทนในการลงทุนมีความเหมาะสม กล่าวคือไม่โน้มเอียงไปในเป้าหมายใด
เป้าหมายหนึ่งโดยเฉพาะ แต่เป็นการผสมผสานระหว่างสามเป้าหมายข้างต้นคือ Capital
Appreciation Current Income และ Capital Protection อย่างเหมาะสม เพื่อผลตอบแทนที่
ดีกว่าในทุกสถานการณ์ลงทุน ไม่ว่าจะในช่วงตลาดหุ้นร้อนแรง หรือซบเซา

วัตถุประสงค์ในการลงทุนเหล่านี้จะต้องนำมาพิจารณาให้สอดคล้องกับแนวคิด
ของนักลงทุน ในเรื่องของการยอมรับความเสี่ยงและผลตอบแทน ตลอดจนในเรื่องของ
ระยะเวลาการลงทุนให้สอดคล้องกับแผนการลงทุนของนักลงทุนรายนั้น ๆ

การลงทุน

การที่บุคคลมีรายได้มากกว่ารายจ่ายในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งจึงทำให้เกิดการออม
และเงินออมจำนวนนี้อาจนำไปลงทุนเพื่อก่อให้เกิดรายได้ หรือเก็บไว้เฉย ๆ ขึ้นอยู่กับ
พฤติกรรมของแต่ละบุคคล แต่การเก็บเงินออมไว้เองนอกจากจะไม่ก่อให้เกิดรายได้แล้ว
ค่าของเงินที่ลดลงตลอดเวลาอาจทำให้เงินจำนวนที่เก็บไว้มีมูลค่าลดลงไปจากเดิม
ด้วยเหตุผลนี้ บุคคลต่าง ๆ ที่มีเงินออมมักจะนำเงินออมไปหาประโยชน์ด้วยการลงทุน
ในรูปแบบต่าง ๆ เช่น การฝากธนาคาร ซื้อหุ้นซื้อบ้าน สร้างโรงงาน เป็นต้น โดยหวังว่า
ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ได้จะต้องคุ้มค้ำกับความเสี่งที่ต้องเผชิญ ซึ่งการลงทุนสามารถ
แบ่งได้เป็น 3 ประเภท คือ การลงทุนเพื่อบริโภค การลงทุนในธุรกิจ การลงทุน ในหลักทรัพย์
(Finnegan อ้างถึงใน เพชรี ชุมทรัพย์, 2549, หน้า 1-2)

ทางเลือกในการลงทุน

การลงทุนในหลักทรัพย์ โดยทั่วไปมีทางเลือกในการลงทุน 2 ทางเลือก คือ
(Finnegan อ้างถึงใน เพชรี ชุมทรัพย์, 2549, หน้า 4-5)

1. การลงทุนโดยตรง คือ การลงทุนที่บุคคลหรือเจ้าของเงินลงทุนต้องทำการตัดสินใจลงทุนเอง ข้อมูลและคำแนะนำที่ได้รับจากบุคคลภายนอกเป็นเพียงแนวทางในการประกอบการตัดสินใจเท่านั้น

2. การลงทุนทางอ้อม คือ การลงทุนที่สถาบันอื่นกระทำแทนเจ้าของเงินลงทุน และการตัดสินใจแทนเจ้าของเงินลงทุนด้วย เจ้าของเงินลงทุนไม่สามารถที่จะควบคุมการลงทุนของสถาบันเหล่านี้ได้ จะกระทำได้อีกก็เพียงแต่ก่อนการตัดสินใจลงทุนต้องศึกษาจุดมุ่งหมายในการลงทุนของสถาบันเหล่านั้นให้ดีเสียก่อน

ผลตอบแทนของการลงทุน

Finnegan (อ้างถึงใน เพชรี ชุมทรัพย์, 2549, หน้า 5-6) อธิบายเกี่ยวกับเรื่องผลตอบแทนของการลงทุน ไว้ดังนี้

1. ผลตอบแทน ผู้ลงทุนได้ลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินหรือลงทุนในรูปแบบอื่น ๆ ด้วยหวังว่ามูลค่าของเงินลงทุนจะสูงขึ้นและ/หรือได้รับกระแสเงินสดระหว่างงวดของการลงทุน โดยผลตอบแทนรวมทั้งสองรูปแบบนี้คุ้มกับอัตราเงินเฟ้อและความเสี่ยงจากการลงทุน ในการวิเคราะห์การลงทุนถือว่า ผู้ลงทุนไม่อิ่มในผลตอบแทน (no satiation) กล่าวคือ ณ ระดับความเสี่ยงเท่ากัน ยิ่งอัตราผลตอบแทนสูงผู้ลงทุนก็จะยิ่งพอใจ การวิเคราะห์ผลตอบแทนจึงแยกระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังได้กับผลตอบแทนที่ได้รับจริง นั่นคือ ผู้ลงทุนต้องตระหนักถึงความเสี่ยง ซึ่งจะต้องเกี่ยวข้องกับการลงทุนเสมอ

2. อัตราผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน คือ ผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในรูปแบบต่าง ๆ ดังนี้

2.1 กำไรส่วนทุน หมายถึง กำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ที่ลงทุน ผลตอบแทนนี้จะได้รับเมื่อสามารถขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงกว่าราคาต้นทุนที่ซื้อเข้ามา

2.2 เงินปันผล ผู้ลงทุนจะได้รับเมื่อถือครองหลักทรัพย์ไว้จนครบกำหนดจ่ายปันผล ซึ่งบริษัทอาจจ่ายในรูปของเงินสดหรือหุ้นก็ได้ และในบางบริษัทอาจมีการงดจ่ายปันผลชั่วคราวก็ได้

2.3 ดอกเบี้ย หรือส่วนลด ผู้ลงทุนจะได้รับเมื่อถือครองหลักทรัพย์ไว้จนครบกำหนดแล้วแต่หลักทรัพย์ที่ลงทุน เช่นการลงทุนในหุ้นก็จะได้ผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ย หรือลงทุนในตั๋วเงินก็จะได้ผลตอบแทนในรูปแบบส่วนลดเป็นต้น

2.4 ผลตอบแทนอื่น ๆ ที่ได้รับ ขึ้นอยู่กับประเภทหลักทรัพย์ที่ลงทุน เช่น ถ้าลงทุนในหุ้นสามัญอาจได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของสิทธิการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งเป็นสิทธิที่ผู้ถือหุ้นรายเดิมจะสามารถจองซื้อหุ้นใหม่ของบริษัทก่อนบุคคลภายนอกตามราคาที่กำหนดไว้ซึ่งต่ำกว่าราคาที่เสนอขายในตลาดช่วงนั้น โดยไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมและค่านายหน้า

3. อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังที่จะได้รับจากการลงทุน เพราะการที่ผู้ลงทุนไม่สามารถรู้เหตุการณ์ล่วงหน้าได้ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ได้รับจะเป็นจำนวนเท่าไร และมีความแน่นอนแค่ไหน หากขึ้นอยู่กับความเป็นไปได้ของการคาดการณ์หรือความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์นั้นในภายภาคหน้า ดังนั้น ค่าความคาดหวังของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนจึงมีลักษณะเป็นตัวแปรสุ่ม ซึ่งไม่สามารถบอกเป็นค่าของโอกาสที่เกิดขึ้น

การแจกแจงความน่าจะเป็น อาจเป็นลักษณะของภาวะวิสัยหรืออัตวิสัยก็ได้ การแจกแจงความน่าจะเป็นในลักษณะของภาวะวิสัย เป็นการแจกแจงความน่าจะเป็นซึ่งกำหนดขึ้นโดยการใช้ข้อมูลในอดีต ส่วนการแจกแจงความน่าจะเป็นในลักษณะอัตวิสัยเป็นการแจกแจงความน่าจะเป็นซึ่งเป็นการกำหนดขึ้นโดยคำแนะนำของนักวิเคราะห์ที่มีความเชี่ยวชาญทางด้านนี้ ดังนั้น การแจกแจงความน่าจะเป็นของเหตุการณ์เหล่านั้นที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต จึงมีอิทธิพลต่อการแจกแจงรูปแบบของความน่าจะเป็นในอนาคตมากขึ้น

สำหรับการคำนวณอัตราผลตอบแทน ของกองทุนนั้นจะใช้การคำนวณ 2 วิธี คือ วิธีแรกจะคำนวณโดยใช้ราคาหน่วยลงทุน และวิธีที่สองจะคำนวณโดยใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของหน่วยลงทุน (NAV) โดยมีสูตรการคำนวณที่เกี่ยวข้อง ดังนี้ (Sharpe อ้างถึงใน สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2549)

3.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากราคาหน่วยลงทุน เป็นการพิจารณาผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับจากเงินปันผลส่วนเกินหรือส่วนขาดทุน เมื่อมีการซื้อขายก่อนครบกำหนดไถ่ถอน ณ ราคาตลาดของหน่วยลงทุน

กรณีไม่มีการจ่ายปันผล

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

กรณีมีการจ่ายปันผล

$$R_{it} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

โดย

R_{it} = อัตราของผลตอบแทนของหน่วยลงทุน i

$P_{i,t}$ = ราคาปิดของหน่วยลงทุน i ณ เวลา t

$D_{i,t}$ = เงินปันผลของหน่วยลงทุน i ซึ่งมีวันหมดสิทธิในการรับเงินปันผล (XD) ในเวลา t

3.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน (NAV) เป็นการพิจารณาผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน ซึ่งจะสะท้อนมูลค่าในอนาคตของกองทุน

กรณีไม่มีการจ่ายปันผล

$$R_{i,t} = \frac{(NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1})}{NAV_{i,t-1}}$$

กรณีมีการจ่ายปันผล

$$R_{i,t} = \frac{(NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1}) + D_{i,t}}{NAV_{i,t-1}}$$

โดย

$R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุน i ณ เวลา t

$NAV_{i,t}$ = ราคาปิดของหน่วยลงทุน i ณ เวลา t

$NAV_{i,t-1}$ = ราคาปิดของหน่วยลงทุน i ณ เวลา $t-1$

$D_{i,t}$ = เงินปันผลของหน่วยลงทุน i ซึ่งมีวันหมดสิทธิในการ
รับเงินปันผล (XD) ในเวลา t

ความเสี่ยง (risk)

ความเสี่ยง โดยทั่วไปหมายถึงโอกาสหรือความน่าจะเป็นไปได้ของเหตุการณ์ที่ไม่พึงประสงค์จะเกิดขึ้น และเมื่อกล่าวถึงความเสี่ยงจากการลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งในการพิจารณาการลงทุน เพราะหมายถึงโอกาสที่จะไม่ได้รับอัตราผลตอบแทนที่คาดเอาไว้ ยิ่งอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนมากขึ้น การลงทุนนั้นยังมีความเสี่ยงสูงขึ้น ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้ (Sharpe อ้างถึงใน สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2551)

1. ประเภทของความเสี่ยง ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนเบี่ยงเบนไปจากผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้ หรือความเสี่ยงจากการลงทุน ประกอบไปด้วยความเสี่ยง 2 ประเภทรวมกัน ได้แก่ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงที่ไม่สามารถกระจายความเสี่ยงได้ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงที่สามารถกระจายความเสี่ยงได้

1.1 ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือความเสี่ยงของตลาด หรือความเสี่ยงที่ไม่สามารถกระจายความเสี่ยงได้ ความเสี่ยงประเภทนี้จะมีผลต่อหลักทรัพย์ทุก ๆ หลักทรัพย์ที่มีอยู่ในระบบหรือในตลาด ความเสี่ยงประเภทนี้เกิดขึ้นเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจัยเหล่านั้นจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทุก ๆ หลักทรัพย์ที่มีอยู่ในระบบ ปัจจัยเหล่านั้นมีอยู่หลายชนิด เช่น

1.1.1 ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในระบบ จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุก ๆ หลักทรัพย์ที่มีอยู่ในระบบ

1.1.2 ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อหรืออำนาจซื้อ เกิดขึ้นเมื่อค่าของเงินลดลง ซึ่งจะทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงลดลงด้วย

1.1.3 ความเสี่ยงจากภาวะตลาด เกิดจากการเปลี่ยนแปลงการคาดคะเนของผู้ลงทุน เช่น คาดว่าบริษัททั่ว ๆ ไป จะมีผลการดำเนินงานลดลง ทำให้ราคาหุ้นลดลง หรืออาจเป็นความตกใจกลัวในภาวะใดภาวะหนึ่ง เช่น เมื่อเกิดความเปลี่ยนแปลงทางการเมือง เกิดภาวะสงคราม เกิดภัยธรรมชาติ เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ เป็นต้น

1.2 ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงที่สามารถกระจายความเสี่ยงได้ ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะกับผลตอบแทนจากการลงทุนของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งในระบบ สืบเนื่องมาจากผลการดำเนินงานของธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์นั้น ๆ ได้แก่

1.2.1 ความเสี่ยงทางธุรกิจ หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์ เช่น ความเสี่ยงทางด้านการตลาด การผลิต การบริหารงาน เป็นต้น

1.2.2 ความเสี่ยงทางการเงิน หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการวางโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจผู้ออกหลักทรัพย์

2. การวัดความเสี่ยง การวัดความเสี่ยงจากการลงทุนในทางสถิติ จะหมายถึงการเบี่ยงเบนของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจากผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งสามารถพิจารณาได้จาก ค่าความแปรปรวน หรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ดังนั้น ในการวัดค่าความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์จึงสามารถวัดไว้ 2 วิธี

2.1 วัดจากค่าความแปรปรวน

$$\sigma^2 = \sum [R_i - E(R_i)]^2 PR_i$$

โดย

$$\sigma^2 = \text{ค่าความแปรปรวนหรือค่าความเสี่ยง}$$

$$R_i = \text{ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุน}$$

$$E(R_i) = \text{ผลตอบแทนที่คาดหวัง}$$

$$PR_i = \text{ความน่าจะเป็นที่จะได้รับผลตอบแทน } R_i$$

จากค่าความแปรปรวน (σ^2) ซึ่งแสดงออกมาเป็นค่ายกกำลังสองของผลตอบแทน ทำให้ค่าความแปรปรวนไม่สามารถบอกถึงระดับการเบี่ยงเบน หรือความเสี่ยงได้อย่างชัดเจนเท่าไร ดังนั้น ในทางปฏิบัติจึงนิยมใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่า

2.2 วัดจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

$$\sigma = (\sigma^2)^{1/2}$$

โดย

$$\sigma = \text{ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน}$$

3. การวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบ Sharpe (1978, pp. 426-442) ได้คิดค้นแบบจำลองที่ เรียกว่า Single Index Model ซึ่งเป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยรวมของตลาด โดยมีข้อสมมติฐานสำคัญว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดในเชิงเส้นตรง เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเพิ่มสูงขึ้น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะสูงขึ้นตาม ในทางกลับกันเมื่ออัตราของผลตอบแทนของตลาดลดลง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะลดลงตามไปด้วย ดังสมการ

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

โดย

$$R_i = \text{อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์}$$

$$R_m = \text{อัตราผลตอบแทนของตลาด}$$

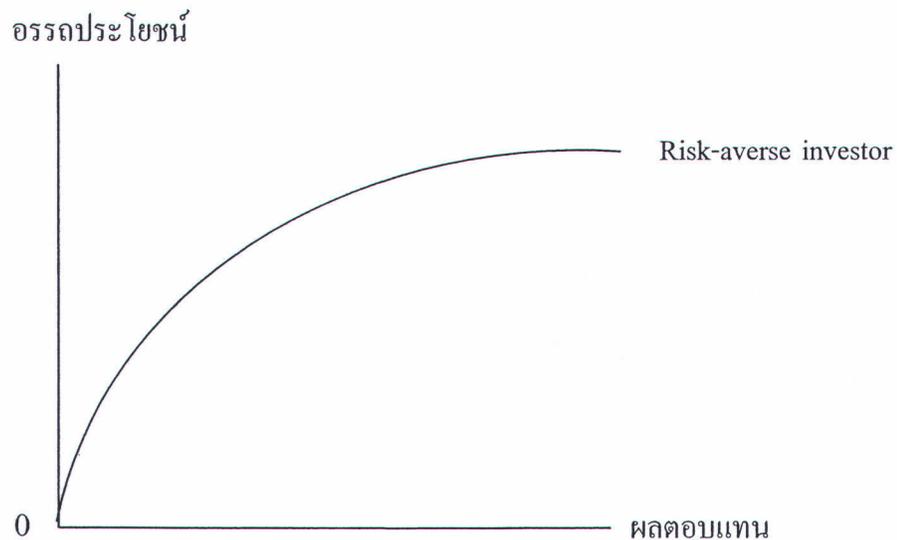
$$\alpha_i = \text{ค่าคงที่ (alpha coefficient) หรือจุดตัดแกน Y ของเส้นถดถอย แสดงถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดไม่เปลี่ยนแปลง}$$

$$\beta_i = \text{ค่าความชันของเส้นถดถอย หรือ Beta Coefficient ของหลักทรัพย์ i}$$

$$e_i = \text{ค่าส่วนผิดพลาด หรือค่าความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนที่อธิบายไม่ได้}$$

การศึกษาทางเศรษฐศาสตร์ เป็นการศึกษาว่า มนุษย์ที่มีเหตุผล (rational) และสังคมจะจัดสรรทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดอย่างไรให้มีประสิทธิภาพและเกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ในทางทฤษฎีการลงทุนสมัยใหม่มีการศึกษาว่า เมื่อนักลงทุนต้องเผชิญความไม่แน่นอน นักลงทุนจะมีวิธีการเลือกตัดสินใจอย่างไร เพื่อที่จะทำให้เกิดประสิทธิภาพ และนักลงทุนได้รับอรรถประโยชน์จากการลงทุนสูงสุดเช่นกัน

อรรถประโยชน์เป็นเครื่องมือวัดความยินดี อยู่ดี ที่เกิดจากการได้บริโภคสินค้าและบริการ และที่สำคัญ คือ เกิดจากความมั่งคั่งในรูปของตัวเงิน เนื่องจากความมั่งคั่งในรูปของตัวเงินสามารถที่จะเปลี่ยนไปสู่การบริโภคได้ โดยการนำเงินไปซื้อสินค้าและบริการมาบริโภค ซึ่งในทฤษฎีการลงทุน เมื่อก้าวถึงอรรถประโยชน์ หมายถึงอรรถประโยชน์จากการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน



ภาพ 1 ฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของ Risk-averse investor

ที่มา. จาก *Modern Investment Theory* (p. 134), by R. A. Haugen, 1993, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

ทั้งนี้ การที่จะพิจารณาว่านักลงทุนได้รับอรรถประโยชน์จากการลงทุนมากน้อยเพียงไร ขึ้นอยู่กับลักษณะของการลงทุนแต่ละบุคคล โดยทั่วไปสามารถแบ่งนักลงทุนออกได้ 3 ประเภท ดังนี้ (Haugen, 1993, pp. 134-136)

1. นักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (risk-averse investor) นักลงทุนประเภทนี้ทุก ๆ ระดับของผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นอรรถประโยชน์จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดน้อยถอยลง เนื่องจากผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ทำให้นักลงทุนต้องเผชิญความเสี่ยงมากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนในประเภทนี้ไม่ชอบความเสี่ยง อรรถประโยชน์ที่ได้รับจากการเพิ่มของผลตอบแทนจะเพิ่มขึ้นในอัตราลดน้อยถอยลง เพราะหมายถึงว่านักลงทุนจะต้องรับความเสี่ยงที่มากขึ้น ในที่นี้สามารถแสดงภาพของอรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง ดังแสดงในภาพ 1

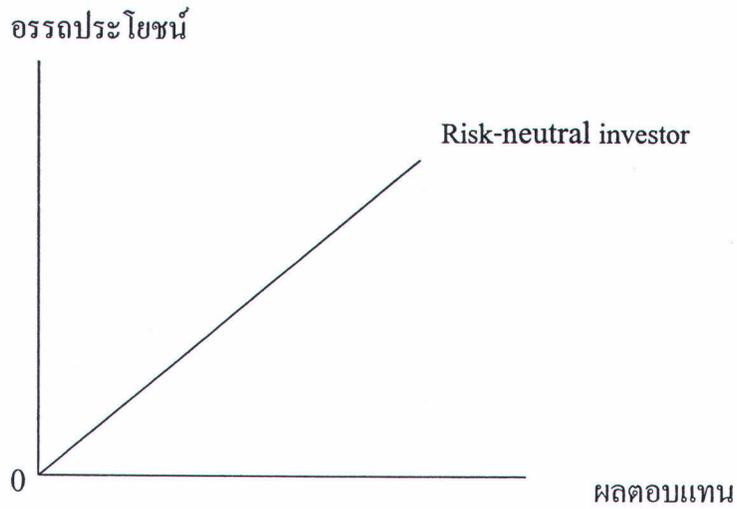
ภาพ 1 ฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของ Risk-averse investor แกนตั้งเป็นอรรถประโยชน์ แกนนอนเป็นผลตอบแทน เส้นกราฟแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอรรถประโยชน์และผลตอบแทนทางบวก แต่จะเห็นชัดว่า ความชันลดลงเมื่อผลตอบแทนสูงขึ้น นั่นคือ อรรถประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงเมื่อผลตอบแทนสูงขึ้น

2. นักลงทุนที่ไม่สนใจความเสี่ยง (Risk-neutral investor) นักลงทุนประเภทนี้ในทุก ๆ ระดับของผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น จะทำให้อรรถประโยชน์ได้รับเพิ่มขึ้นในอัตรากว่าที่ ดังแสดงในภาพ 2

จากภาพ 2 แกนตั้งแสดงอรรถประโยชน์ของ Risk-neutral investor แกนนอนแสดงผลตอบแทน เส้นกราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอรรถประโยชน์ในทางบวก คือ เมื่อผลตอบแทนเพิ่มขึ้น อรรถประโยชน์เพิ่มขึ้น แต่ความชันของเส้นกราฟคงที่ เมื่อผลตอบแทนสูงขึ้น นั่นคือ อรรถประโยชน์เพิ่มขึ้นในอัตรากว่าที่เมื่อผลตอบแทนสูงขึ้น

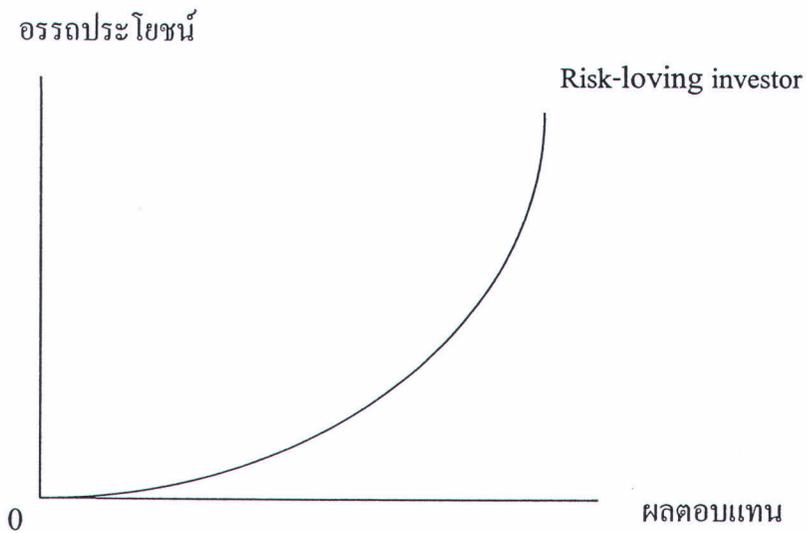
3. นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยง (Risk-loving investor) นักลงทุนที่ชอบความเสี่ยงในทุก ๆ ระดับของผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นอรรถประโยชน์จะเพิ่มในอัตราที่เพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าจะมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจากผลตอบแทนที่สูงขึ้น





ภาพ 2 ฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของ Risk-neutral investor

ที่มา. จาก *Modern Investment Theory* (p. 135), by R. A. Haugen, 1993, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.



ภาพ 3 ฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของ Risk-loving investor

ที่มา. จาก *Modern Investment Theory* (p. 136), by R. A. Haugen, 1993, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

จากภาพ 3 กราฟแสดงฟังก์ชันอรรถประโยชน์ของ Risk-loving investor แกนตั้งเป็นอรรถประโยชน์ แกนนอนเป็นผลตอบแทน เส้นกราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอรรถประโยชน์ผลตอบแทนในทางบวก กล่าวคือ เมื่อผลบวกเพิ่มขึ้น อรรถประโยชน์เพิ่มขึ้น แต่จะเห็นว่า ความชันของเส้นกราฟเพิ่มขึ้นเมื่อผลตอบแทนสูงขึ้น นั่นคืออรรถประโยชน์เพิ่มขึ้นในอัตราเพิ่มขึ้น เมื่อผลตอบแทนสูงขึ้น

ทฤษฎีแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์

ทฤษฎีแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ เป็นแบบจำลองที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์การลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่พัฒนามาจากการนำแนวคิดเชิงทฤษฎีของ Markowitz (Markowitz อ้างถึงใน เพชร ชุมทรัพย์, 2549, หน้า 20-25) เพื่ออธิบายถึงการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์นั้น ถ้าการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง โครงการนั้นควรจะได้รับผลตอบแทนสูงด้วย

แบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model--CAPM) เป็นแบบจำลองคุณภาพของความสัมพัทธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงภายใต้แบบจำลอง CAPM ความเสี่ยงในที่นี้หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือความเสี่ยงที่สามารถจัดได้ด้วยวิธีการกระจายการลงทุน

ข้อสมมติฐานของตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ CAPM

1. นักลงทุนแต่ละคนต้องการความพอใจสูงสุดจากผลตอบแทนในการลงทุน โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ ตามแนวคิดของ Markowitz
2. นักลงทุนโดยทั่วไปจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์โดยเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวัง กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์และนักลงทุนเป็นผู้หลีกเลี่ยงความเสี่ยง มีความหวังอรรถประโยชน์จากการลงทุนสูงสุด
3. ให้นักลงทุนมีสินทรัพย์ที่เลือกลงทุนได้ 2 ประเภท คือ สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่ให้อัตราผลตอบแทนที่ไม่แน่นอนตายตัว ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องเผชิญ และสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงให้อัตราผลตอบแทนที่แน่นอนตายตัว
4. นักลงทุนสามารถจัดการเงินทุนได้โดยการกู้ยืมมาหรือให้กู้ยืมแก่นักลงทุนอื่นได้ในปริมาณไม่จำกัด ณ อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง

5. ตลาดมีลักษณะที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนสามารถรับรู้ข่าวสารได้อย่างทั่วถึง
6. ผู้ลงทุนทุกคนอยู่ในช่วงเวลาเดียวกัน
7. การลงทุนทุกประเภทสามารถแบ่งเป็นหน่วยย่อยได้ไม่จำกัด ไม่ว่าจะป็นกรณีหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์
8. ตลาดสินทรัพย์มีลักษณะสมบูรณ์ ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีเรื่องภาษีกฎระเบียบ หรือข้อห้ามในการซื้อขายแบบ Short Sales
9. ไม่มีอัตราเงินเฟ้อและไม่มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย
10. นักลงทุนทุกคนมีการพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและจากความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์เหมือนกันและลักษณะเดียวกัน

จากข้อสมมติฐานดังกล่าวว่า นักลงทุนมีความคาดหวังเหมือนกัน และนักลงทุนเป็นผู้มีเหตุผลและเป็นผู้หลีกเลี่ยงความเสี่ยง ทำให้นักลงทุนทุกคนสนใจลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และกลุ่มสินทรัพย์ที่อยู่บนเส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพคือ สนใจกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดเหมือนกันทุกคน

การที่หลักทรัพย์กลุ่มตลาด เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่รวมหลักทรัพย์ทุกชนิดที่มีผู้ถือครอง คุณภาพจึงเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงในน้ำหนักของหลักทรัพย์ที่ถูกกำหนดจากราคาของหลักทรัพย์ ถ้าหลักทรัพย์ชนิดหนึ่งราคาถูกกว่าอีกชนิดหนึ่งเมื่อเทียบจากความเสี่ยงเดียวกัน นักลงทุนจะเลือกซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาถูกกว่า ทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นสูงขึ้น และขายหลักทรัพย์ที่ราคาแพงกว่าทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นลดลง ซึ่งกระบวนการนี้ทำให้ราคาถูกผลักดันสู่จุดคุณภาพในที่สุด และผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์อยู่ในระดับสูงสุด ณ แต่ละระดับความเสี่ยง

จากแบบจำลอง CAPM นี้จะสนใจเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ เนื่องจากอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า การกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์สามารถจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้ อย่างไรก็ตาม CAPM กล่าวว่า การลงทุนที่มีความเสี่ยงใด ๆ ก็ควรจะได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยงบวกอัตราความเสี่ยงของตลาดดังสมการ

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i$$

โดย

$$\begin{aligned}
 E(R_i) &= \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์ } i \\
 R_f &= \text{อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง} \\
 &\quad \text{เช่น เงินฝากประจำ 1 ปี หรือพันธบัตรรัฐบาล} \\
 E(R_m) &= \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากตลาด} \\
 E(R_m) - R_f &= \text{อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น} \\
 \beta_i &= \text{ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ } i
 \end{aligned}$$

การวัดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (portfolio performance measure) ต้องพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนที่เกิดขึ้น กล่าวคือ ณ ระดับความเสี่ยงเดียวกันหลักทรัพย์ใดให้ผลตอบแทนสูงย่อมแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีด้วย ในการศึกษารุ่นนี้จะวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจากอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยใช้แบบจำลองที่ประยุกต์มาจากพื้นฐานทฤษฎี CAPM ใช้มาตรวัดดังนี้

ทฤษฎีแนวคิดมาตรวัดตามตัวแบบ Jensen (*Jensen's portfolio performance measure*)

จากแนวความคิดของ Jensen (อ้างถึงใน เพชรี ชุมทรัพย์, 2549, หน้า 40) ที่อาศัยแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนที่เกิดขึ้นแล้วเปรียบเทียบกับเกณฑ์ผลการดำเนินงานที่ควรจะเป็น ซึ่งคำนวณโดยใช้แนวคิด Capital Asset Pricing Model เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นหรือ อัลฟา (Alpha: α) ของกองทุน สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i$$

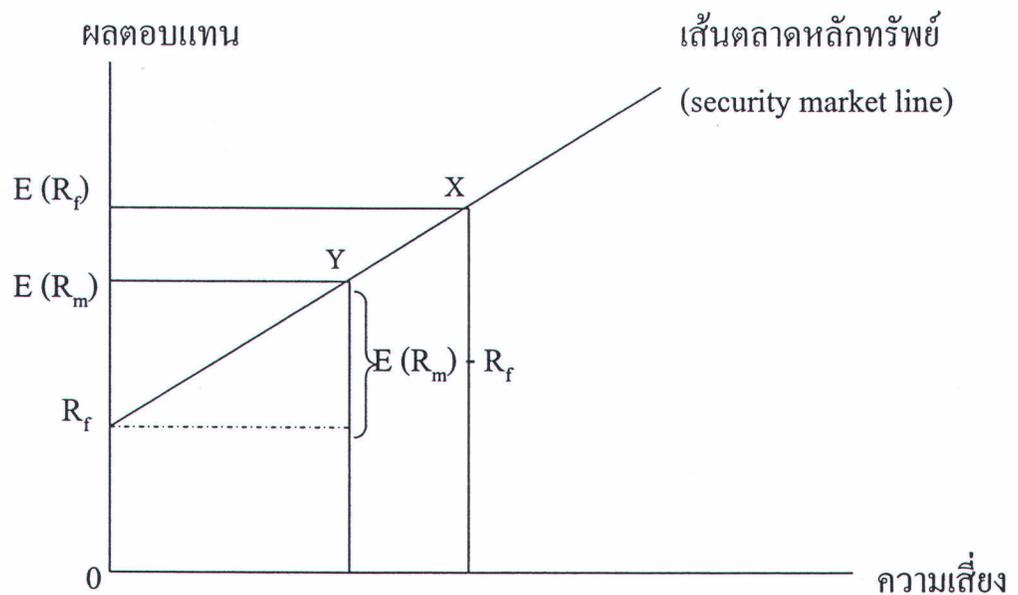
$$\alpha = R_i - E(R_i)$$

$$\text{หรือ } \alpha = R_i - [R_f + E(R_m) \beta_i]$$

โดย

$$E(R_i) = \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์ } i$$

- R_f = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ในที่นี้หมายถึง
 พันธบัตรรัฐบาล
 $E(R_m)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากตลาด
 R_i = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
 α = มาตรการวัดของ Jensen
 $E(R_m) - R_f$ = อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น



ภาพ 4 เส้นตลาดหลักทรัพย์ (security market line)

ที่มา. จาก การลงทุน (พิมพ์ครั้งที่ 3, หน้า 39), โดย จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2543, กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

จากภาพ 4 ทุกจุดบนเส้นตลาดหลักทรัพย์แสดงถึงดุลยภาพในตลาดหลักทรัพย์ ไม่มีอุปสงค์ส่วนเกิน ในกรณีพิจารณาหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง ตลาดหลักทรัพย์จะเกิดภาวะดุลยภาพต่อเมื่อราคาตลาดเท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์เหล่านั้น เมื่อไหร่ก็ตามที่ราคาของตลาดยังไม่เท่ากับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะทำให้เป็นที่

สนใจของนักลงทุน ซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาของหลักทรัพย์นั้นมีการเคลื่อนไหวสูงขึ้น ซึ่งจะให้อัตราของผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นอยู่บนเส้นหลักทรัพย์อีกครั้งหนึ่ง

ดังนั้น ณ จุดดุลยภาพที่ค่าเบต้าเท่ากับอัตราผลตอบแทนตลาดเท่ากับ 1 ซึ่งมีผลทำให้ค่า α ที่คำนวณได้จากดัชนีตลาดหลักทรัพย์และดัชนีพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้เกณฑ์ในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตามทฤษฎีของ Jensen มีค่าเท่ากับศูนย์ ดังนั้น

ถ้าค่า α มีค่าเป็นบวก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมสูงกว่าอัตราของผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงเท่ากันนั้น

ถ้าค่า α มีค่าเป็นลบ แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยงเท่ากันนั้น

ทฤษฎีแนวคิดมาตรวัดตามตัวแบบ Treynor (*Treynor's Portfolio Performance Measure*)

จากแนวคิดของ Treynor (อ้างถึงใน เพชรี จุมทรัพย์, 2549, หน้า 41) ใช้วัดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยใช้แนวคิดเกี่ยวกับเส้นลักษณะของกองทุนรวมในรูปของ Treynor Index ซึ่งความชันของเส้น Characteristic Line ได้แก่ ค่า Beta Coefficient ซึ่งเป็นค่าความชันของเส้น อันเป็นการวัดความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบ ดังนั้น การเปรียบเทียบความเสี่ยงนี้จะช่วยให้ให้นักลงทุนสามารถเห็นถึงความเบี่ยงเบนของอัตราผลตอบแทนได้มีแนวทางการคำนวณดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Treynor Index} &= \text{Risk Premium/Systematic Risk} \\ &= (R_i - R_f)/\beta_i \end{aligned}$$

$$\text{เกณฑ์มาตรวัดของ Treynor} = (R_m - R_f)/\beta_m$$

โดย

R_i = อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุน i

R_f = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ในที่นี้ คือ อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของพันธบัตรรัฐบาล

R_m = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในตลาด

β_i = Beta Coefficient ของกองทุน i

β_m = Beta Coefficient ของตลาดมีค่าเท่ากับ 1 เสมอ

Treynor Index เป็นการคำนวณค่าโดยการนำผลต่างของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มลงทุน และอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงมาสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับตลาดหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มลงทุน โดย Treynor Index เป็นการปรับฐานอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของระบบให้มาอยู่ในกลุ่มพื้นฐานเดียวกัน

ถ้า Treynor Index มีค่ามากกว่าเกณฑ์วัดของ Treynor แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่นเหนือ security market line แสดงว่า มีประสิทธิภาพการลงทุนจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาด

ทฤษฎีแนวคิดมาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe (Sharpe's portfolio performance measure)

Sharpe (1978, p. 148) ได้คิดเครื่องมือที่ใช้ในการวัดประสิทธิภาพการทำงาน ของกองทุนรวมที่เรียกว่า Sharpe Index ที่ใช้วัดผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบอัตราของผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว ได้แก่ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน มีแนวทางในการคำนวณดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Sharpe Index} &= \text{Risk Premium/Total Risk} \\ &= (R_i - R_f)/\sigma_i \end{aligned}$$

$$\text{เกณฑ์มาตรวัดของ Sharpe} = (R_m - R_f)/\sigma_m$$

โดย

R_i = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

R_f = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของพันธบัตรรัฐบาล)

R_m = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในตลาด

σ_i = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

$$= \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

$\frac{\sigma_i}{R_i}$ = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของตลาด

R_i = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุน

n = จำนวนของข้อมูลที่ใช้ศึกษา

ถ้าค่าของ Sharpe Index มากกว่าเกณฑ์มาตรฐานของ Sharpe แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์หลักกองทุนรวมอยู่เหนือ security market line แสดงว่า ผลการดำเนินการของกองทุนรวมดีกว่าตลาด

ความสำคัญของนโยบายการจ่ายเงินปันผล

Shim and Siegel (2000, pp. 283-284) กล่าวว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความสำคัญเนื่องจากเหตุผลดังต่อไปนี้

1. นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลต่อความพึงพอใจของผู้ถือหุ้นที่มีต่อบริษัทถ้าบริษัทจ่ายหรือจ่ายเงินปันผลลดลงจะทำให้ผู้ถือหุ้นมองว่าฐานะทางการเงินของบริษัทกำลังมีปัญหา ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นขายหุ้นออกมาจนทำให้ราคาหุ้นของบริษัทลดต่ำลง เปิดโอกาสให้บุคคลภายนอกเข้ามาซื้อหุ้นส่วนใหญ่จนกระทั่งมีอำนาจควบคุมบริษัทในที่สุด
2. นโยบายการจ่ายเงินปันผลกระทบต่อแผนทางการเงินและงบประมาณรายจ่ายการลงทุน (Financial program and capital budget) ของบริษัท
3. นโยบายการจ่ายเงินปันผลกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนเงินสดต่ำอาจถูกเจ้าหนี้บังคับไม่ให้จ่ายเงินปันผล

4. นโยบายการจ่ายเงินปันผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะการจ่ายเงินปันผลทำให้กำไรสะสมลดลง ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น

หลักเกณฑ์และเงื่อนไขการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมหาชน

ชัยสิทธิ์ ตราชูธรรม และชัยพล ตราชูธรรม (2543, หน้า 141-143) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมหาชนต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขและหลักเกณฑ์ตามมาตรา 115-118 ของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ดังนี้

1. บริษัทมหาชนจะจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไรมิได้ และในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล (พ.ร.บ.บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคหนึ่ง)

2. ให้แบ่งเงินปันผลตามจำนวนหุ้น หุ้นละเท่าๆ กัน เว้นแต่จะมีข้อบังคับกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในเรื่องหุ้นบุริมสิทธิ (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคสอง)

3. การจ่ายเงินปันผลจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น แต่คณะกรรมการบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราวเมื่อข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้ทำได้และคณะกรรมการเห็นว่าบริษัทมีกำไรสมควร พอที่จะจ่ายและเมื่อได้จ่ายเงินปันผลแล้วให้คณะกรรมการรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวต่อไป (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคสองและวรรคสาม)

4. การจ่ายเงินปันผลนี้ให้กระทำภายใน 1 เดือน นับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือคณะกรรมการบริษัทลงมติแล้วแต่กรณี ทั้งนี้ให้แจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นกับให้โฆษณาคำบอกกล่าวการจ่ายเงินปันผลนั้นในหน้าหนังสือพิมพ์ด้วย หากคณะกรรมการบริษัทไม่ปฏิบัติตามข้อ 4 นี้มีความผิด ต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 20,000 บาท (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคสี่)

5. บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของกำไรสุทธิประจำปีหักด้วยยอดเงินขาดทุนสะสมยกมา (ถ้ามี) จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับ

หรือกฎหมายอื่นกำหนดให้ต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น (พ.ร.บ. บริษัท มหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 116)

6. ในกรณีที่บริษัทยังจำหน่ายหุ้นไม่ครบตามจำนวนที่จดทะเบียนไว้หรือบริษัทได้จดทะเบียนเพิ่มทุนแล้ว บริษัทจะจ่ายเงินปันผลทั้งหมดหรือบางส่วน โดยออกเป็นหุ้นสามัญใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้น (หุ้นปันผล) โดยได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก็ได้ (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 117)

ในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยฝ่าฝืนข้อ 1-6 ดังกล่าวเป็นเหตุให้เจ้าหนี้ของบริษัทเสียหาย เจ้าหนี้จะฟ้องผู้ถือหุ้นให้คืนเงินปันผลที่ได้รับไปแล้วก็ได้ โดยต้องฟ้องภายใน 1 ปี นับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติ แต่ผู้ถือหุ้นคนใดได้รับเงินปันผลไปแล้วโดยสุจริตจะบังคับให้ผู้ถือหุ้นคนนั้นคืนเงินไม่ได้ (พ.ร.บ. บริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 118)

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง



งานวิจัยในประเทศ

สุพัฒนา เจนคำริ (2540) ศึกษาเรื่อง อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนเปิดตราสารหนี้ รวมทั้งศึกษาถึงความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนเปิดตราสารหนี้ โดยใช้ทฤษฎีแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model--CAPM) เป็นพื้นฐานในการศึกษาและวัดความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน โดยใช้ดัชนีของ Treynor และ Jensen โดยใช้มูลค่าสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน (NAV) ในช่วงเดือนกันยายน 2538 ถึงเดือนกันยายน 2539 ของกองทุนจำนวน 10 กองทุน

ผลการศึกษา พบว่า กองทุนตราสารหนี้ทั้ง 10 กองทุนมีอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ย 10.54% ต่อปี น้อยกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจากการลงทุนในตราสารหนี้ ซึ่งให้ผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 12.68 ต่อปี แต่ให้ผลตอบแทนมากกว่าการฝากเงินแบบประจำ 1 ปีของธนาคารพาณิชย์ที่ให้ผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 10.10 ต่อปี ซึ่งกองทุน

ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ก็คือ กองทุน RKFC และกองทุนที่ให้ผลตอบแทนต่ำสุด ก็คือ กองทุน BOND2 และเมื่อพิจารณาความเสี่ยงของการลงทุน โดยเฉลี่ยมีความเสี่ยงของการลงทุนเท่ากับร้อยละ 14.35 ต่อปี ต่ำกว่าตลาดตราสารหนี้ซึ่งเท่ากับร้อยละ 17.76 ต่อปี ด้านความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนและผลตอบแทนของตลาดตราสารหนี้มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ กองทุนส่วนใหญ่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้า น้อยกว่า 1 นั่นคือ ถ้าผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนไป ผลตอบแทนของกองทุนจะมีการเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าการกระจายความเสี่ยงกองทุนที่มีความสามารถในการกระจายความเสี่ยงมากที่สุด คือ กองทุน BOND 1 และกองทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงต่ำที่สุด คือ กองทุน RKFC

การวัดความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนด้วยดัชนี Sharpe และ Jensen พบว่า กองทุนมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์สูงที่สุดตามวิธีของ Sharpe คือ FIX 1 ตามวิธีของ Sharpe คือ T1MM และตามวิธีของ Jensen คือ RKFC และกองทุนที่มีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ต่ำสุดทั้ง 3 คือ กองทุน BOND 2

ศิริพร พรไชยะ (2543) ศึกษาเรื่อง การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย กรณีศึกษา: กองทุนตราสารทุน ช่วงปี พ.ศ. 2542-2543 โดยศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวม จำนวน 77 กองทุน เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน (equity funds) ในประเทศไทย ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2539 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2542 ซึ่งเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย และตลาดหุ้นตกต่ำ โดยศึกษาทั้งกองทุนปิด (closed-end fund) และกองทุนเปิด (opened-end fund) เฉพาะกองทุนที่ยังดำเนินการอยู่ ณ วันที่ 25 มิถุนายน พ.ศ. 2542 โดยมีระยะเวลาการดำเนินงานอยู่ในช่วงที่ศึกษาไม่น้อยกว่า 15 เดือน วิธีการศึกษาจะใช้การวิเคราะห์ถดถอยอย่างง่าย (simple regression analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square--OLS) โดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model--CAPM) เป็นเครื่องมือในการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนผิดปกติของกองทุน พิจารณาจากค่า α_j พบว่า กองทุนที่ศึกษา ยกเว้นกองทุน BKD และ SSB ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ แต่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ โดยกองทุนปิดทุกกองทุนให้ผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นลบ

เฉลี่ยเท่ากับ -0.10236 มีกองทุนที่มีค่า α_j ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยจำนวน 11 กองทุนและสูงกว่าค่าเฉลี่ยจำนวน 11 กองทุน ส่วนกองทุนเปิดทุกกองทุนผลตอบแทนผิดปกติเป็นลบ โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.146757 มีกองทุนที่มีค่า α_j ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยจำนวน 6 กองทุนและสูงกว่าค่าเฉลี่ยจำนวน 49 กองทุน

ในแง่ของความเสี่ยง พิจารณาจากค่า β_j ซึ่งเป็นค่าที่แสดงความตอบสนองของกองทุนต่อตลาดพบว่า เกือบทุกกองทุนมีผลตอบแทนในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ยกเว้นกองทุนเปิด SCBRT แต่มีการตอบสนองต่อผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด

ผลการศึกษา สรุปได้ว่า ในช่วงที่ตลาดอยู่ในภาวะตกต่ำ กองทุนจะลงทุนอย่างระมัดระวัง เพื่อลดการขาดทุนในภาวะตลาดซบเซา โดยเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างจะมั่นคง โดยราคาหลักทรัพย์นั้นจะไม่ตกต่ำอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์อื่น ๆ และขณะเดียวกันจะไม่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงตลาดคึกคัก ซึ่งหมายความว่า ความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงราคามีน้อย นอกจากนี้ผลการศึกษายังระบุถึงความไม่แตกต่างกันระหว่างกองทุนปิดและกองทุนเปิดในแง่ของผลตอบแทน และความเสี่ยงที่ต้องเผชิญ

จักรฉัตรเทพ กรินชัย (2544) ศึกษาเรื่อง *การเปรียบเทียบความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนและผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทยจำแนกตามนโยบายการลงทุน* ซึ่งแบ่งเป็นกองทุนตราสารทุน กองทุนตราสารหนี้ และกองทุนแบบผสม ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2543 ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ เป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ ซึ่งได้ทำการหาอัตราผลตอบแทนและใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการหาความเสี่ยงในการลงทุน จากนั้นหาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ในส่วนของการดำเนินผลการดำเนินงานใช้มาตรวัดตามแบบของ Jensen, Treynor, Sharpe และ Treynor-Black

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นลบ และประเภทกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ กองทุนตราสารหนี้ ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ -0.0934 และประเภทที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด คือ

กองทุนตราสารทุน ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ -0.3012 ส่วนความเสี่ยงของกองทุน ซึ่งได้ใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการวัด พบว่า ประเภทกองทุนรวมที่ให้ความเสี่ยงสูงสุดคือ กองทุนตราสารทุน ความเสี่ยงมีค่าเท่ากับ 4.5916 และประเภทกองทุนรวมที่ให้ความเสี่ยงต่ำสุดมีค่าเท่ากับ 0.9563 ส่วนการศึกษาความสัมพันธ์ของกองทุนจำแนกตามนโยบายของกองทุน พบว่า กองทุนตราสารทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดมากที่สุด รองลงมาเป็นแบบผสม ส่วนกองทุนตราสารหนี้ พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยค่าความสัมพันธ์ที่ได้จะมีทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของตลาด โดยมีค่าความสัมพันธ์น้อยที่สุด จากการศึกษาวัดผลการดำเนินงานตามมาตรวัดของ Jensen และ Treynor-Black พบว่า กองทุนที่ให้ผลการดำเนินงานดีที่สุด คือ กองทุนผสม ส่วนมาตรวัดของ Sharpe กองทุนที่ให้ผลการดำเนินงานดีที่สุด คือ กองทุนตราสารหนี้

ศุภชัย ศรีสุชาติ (2545) ศึกษาเรื่อง *การประเมินความสามารถของกองทุนรวมในประเทศไทย* ศึกษาเกี่ยวกับกองทุนรวมทุกประเภทตั้งแต่กองทุนมีการจัดตั้งจนถึงปี พ.ศ. 2543 จำนวน 144 กองทุน ข้อมูลเป็นรายเดือน แนวความคิดในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้รูปแบบของ Jensen โดยให้นำหน้าไปยั้งค่าสถิติที่เรียกว่า ค่าอัลฟา ของตัวแบบถ้ามีค่าสูงจะสรุปได้ว่า กองทุนนั้นมีค่าความสามารถผลิตผลตอบแทนที่สูงกว่าความสามารถที่ตลาดผลิตได้ ก็แสดงว่ามีความสามารถในการคัดสรรหุ้น แต่มีข้อจำกัดในรูปแบบนี้ คือ ผู้บริหารของกองทุนมีความสามารถในการพยากรณ์และลงทุนให้ถูกจังหวะของเวลาหรือมีกลยุทธ์ได้หลายวิธี โดยได้นำเสนอรูปแบบของ Treynor and Mazuy ได้เพิ่มให้มีพจน์กำลังสอง รูปแบบของ Henriksson and Merton โดยเพิ่มตัวแปรหุ่น เข้าไปในสมการ

ผลการศึกษา พบว่า ในการหาความสามารถในการคาดการณ์ตลาด ได้พิจารณาจากตัวแบบของ Treynor and Mazuy พบว่า กองทุนส่วนใหญ่ไม่ได้แสดงความสามารถในการคาดการณ์ตลาดอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ มี 106 กองทุน มีค่าสถิติเป็นบวกแต่เมื่อตรวจสอบค่านัยสำคัญ พบว่า มีค่าใกล้ศูนย์ และกองทุนที่มีค่าความสามารถที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 มี 19 กองทุนและระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มี 15 กองทุน เมื่อพิจารณากองทุนที่มีความสามารถเป็นลบนั้น มี 14 กองทุน

เป็นกองทุนประเภทตราสารหนี้ ถือเป็นสัดส่วนที่มากเมื่อเทียบกับกองทุนประเภทอื่น ส่วนการศึกษาโดยรูปแบบของ Henriksson and Merton นั้นผลไม่แตกต่างจากวิธีของ Treynor and Mazuy พบว่า กองทุนส่วนใหญ่ไม่ได้แสดงความสามารถในการคาดการณ์ตลาดอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ มี 43 กองทุน ที่มีค่าความสามารถเป็นบวก และมีค่าความสามารถเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 มี 19 กองทุน และระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มี 17 กองทุน ส่วนกองทุนมีค่าความสามารถที่เป็นลบ มี 100 กองทุน แต่มีเพียง 1 กองทุนนั้นที่มีค่าความสามารถเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนในการศึกษาความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบของค่า Alpha ในการศึกษาตัวแบบของ Jensen พบว่า ค่าสถิติส่วนใหญ่มีค่าเป็นลบจำนวน 188 กองทุน หรือร้อยละ 75 ของกองทุนทั้งหมด และมีค่าความสามารถเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยระบบความเชื่อมั่นร้อยละ 90 มี 45 กองทุน และระดับเชื่อมั่นร้อยละ 95 มี 27 กองทุน ในขณะที่กองทุนที่มีค่าความสามารถเป็นบวกนั้นมี 11 กองทุน พิจารณาถึงรูปแบบการลงทุน พบว่า กองทุนหุ้นส่วนใหญ่มีค่าที่เป็นลบในอัตราส่วนที่สูงในรูปแบบของ Treynor and Mazuy พบว่า ส่วนใหญ่กองทุนมีค่าความสามารถเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ มี 112 กองทุน ที่มีค่าความสามารถเป็นลบ และมีค่าความสามารถเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 มี 58 กองทุน และมีระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มี 27 กองทุน ส่วนกองทุนที่ค่าความสามารถเป็นบวกมี 32 กองทุน และมีค่าความสามารถเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มี 15 กองทุนหรือร้อยละ 10 ของกองทุนทั้งหมด เมื่อพิจารณารูปแบบการลงทุนแล้วสามารถชี้วัดว่า กองทุนส่วนใหญ่มีค่าความสามารถ คือ กองทุนตราสารทุน ส่วนการศึกษาตัวแบบ Henriksson and Merton พบว่า กองทุนส่วนใหญ่ไม่ได้แสดงความสามารถในการคัดสรรหลักทรัพย์ กล่าวคือ 109 กองทุน ที่มีค่าความสามารถเป็นลบและมีค่าความสามารถเป็นร้อยละ 95 มี 14 กองทุนและกองทุนที่มีค่าความสามารถเป็นบวกจำนวน 34 กองทุน และมีค่าความสามารถเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 มี 18 กองทุน และระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มี 16 กองทุน

พัชรี ธีระบัญชาศักดิ์ (2547) ศึกษาเรื่อง การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย จำแนกตามนโยบายการลงทุน เพื่อทำการเปรียบเทียบ

อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง รวมถึงการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 จำแนกตามนโยบายการลงทุน (กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ และ
 กองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น) โดยมีการศึกษาในแต่ละสถานะของอัตราดอกเบี้ย
 กองทุนรวมที่ใช้เป็นตัวอย่างเป็นกองทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงสุด 5 กองทุน ใน
 แต่ละนโยบายการลงทุน ในช่วงตั้งแต่ พ.ศ. 2542-2546 โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของ
 กองทุน

ผลการศึกษาพบว่า สำหรับอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงในช่วงที่อัตราดอกเบี้ย
 ลดลงอย่างมาก กองทุนรวมตราสารหนี้มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุด และมีความเสี่ยงต่ำ
 ที่สุด เนื่องจากการที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างมากส่งผลให้ผลตอบแทนของพันธบัตร
 สูงขึ้น สำหรับในช่วงเวลาอื่น ๆ นั้น อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงเป็นไปตามหลัก
 High Risks High Returns กล่าวคือ กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดในช่วงที่อัตรา
 ดอกเบี้ยค่อนข้างคงที่ และในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงมาอยู่ในระดับต่ำมาก ได้แก่
 กองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น ตามลำดับ

ในด้านการวัดผลการดำเนินงานด้วยมาตรวัด Jensen, Treynor, Sharpe และ
 Treynor-Black พบว่า มาตรวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 4 มาตรวัดให้ผล
 เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และยังพบอีกว่า ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลง
 อย่างมาก กองทุนรวมตราสารหนี้มีผลการดำเนินงานดีที่สุด ทั้งนี้เนื่องจากการที่อัตรา
 ดอกเบี้ยลดลงมาก และตลาดตราสารหนี้มีการขยายตัวให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาด
 หลักทรัพย์มาก แต่ในช่วงเวลาต่อมาเมื่อตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวดีขึ้น ขณะที่ตลาด
 ตราสารหนี้เริ่มมีผลตอบแทนลดลง ส่งผลให้ช่วงนี้ กองทุนรวมตราสารทุนมีผลการ-
 ดำเนินงานดีที่สุดสำหรับในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับต่ำมาก
 อันส่งผลให้ผลตอบแทนของพันธบัตรสูงขึ้นตาม ประกอบกับเป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์
 มีอัตราขยายตัวสูงมากจึงส่งผลให้กองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น ซึ่งมีการลงทุนทั้งใน
 ตราสารหนี้ และตราสารทุนเป็นกองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในช่วงเวลานั้น

งานวิจัยต่างประเทศ

Lehman and Modest (1985) ศึกษาเรื่อง Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmarks Comparisons ซึ่งเป็นการคำนวณประสิทธิภาพของกองทุนรวมโดยเปรียบเทียบกับมาตรฐานและการใช้มาตรฐานการเปรียบเทียบที่ค้นคว้าหาความสัมพันธ์ของการจัดการกองทุนว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสัมพันธ์และอ่อนไหวไปตามการเลือกดัชนีมาตรฐานในการเปรียบเทียบหรือไม่โดยใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง APT ในการหาคำตอบในงานวิจัยชิ้นนี้ ซึ่งพบว่า การเลือกดัชนีมาตรฐานในการเปรียบเทียบกองทุนรวมมีความสัมพันธ์และเหมาะสมกับความคาดหวังในผลกำไรและความเสี่ยงในการลงทุนในกองทุนรวม นอกจากนี้การใช้วิธี APT ในการใช้เป็นดัชนีมาตรฐานเปรียบเทียบกับนั้นมีความอ่อนไหวกับการลงทุนในกองทุนรวมมาก การสรุปผลหาความแตกต่างของประสิทธิภาพของกองทุนรวมมีผลกระทบกับหลักทรัพย์ขนาดเล็กในการวิเคราะห์ประเมินความจำเป็นของรูปแบบมาตรฐานการเปรียบเทียบเพื่อให้เห็นความเป็นไปได้ในการบรรลุถึงขั้นตอนสำหรับหลักทรัพย์ 750 หลักทรัพย์ในตลาด อย่างไรก็ตาม การจัดลำดับกองทุนไม่ได้มีความอ่อนไหวกับจำนวนของหุ้นจากความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งมีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยสรุปเราพบว่า การใช้มาตรฐานเปรียบเทียบทุกวิธีมีผลต่อความผิดปกติของประสิทธิภาพของกองทุนรวม

Reilly and Brown (1997) ศึกษาเรื่อง *Investment Analysis Portfolio Management* โดยศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมแบบเปิด จำนวน 20 กองทุน ในช่วง ค.ศ. 1992-1998 ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายเดือน เลือกใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ S&P 500 แทนอัตราผลตอบแทนตลาด และคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนจากสมการผลตอบแทนรวมของกองทุน โดยเลือกใช้อัตราถัวเฉลี่ยของ T-bills เท่ากับร้อยละ 6.2 เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และผลตอบแทนที่คำนวณได้จากสมการจะไม่คำนึงถึงค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย

ผลการศึกษาพบว่า โดยเฉลี่ยแล้วเมื่อไม่มีต้นทุนทางธุรกรรม (transaction costs) ในช่วงเวลาดังกล่าว กองทุนที่เลือกศึกษา 20 กองทุนนี้ ส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานอยู่ในเกณฑ์ดีกว่าที่คาดการณ์ และพบว่าทุกวิธีการที่ใช้วัดให้ลำดับผลการดำเนินงานของ

แต่ละกองทุนใกล้เคียงกันทั้ง Sharpe Measure และ Treynor Measure คือ มี 11 ใน 20 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด และค่าเฉลี่ยของทั้ง Sharpe Measure และ Treynor Measure ก็มีค่ามากกว่าตลาด ส่วนการวัดโดย Jensen Measure ก็พบว่า มี 11 กองทุนที่มีค่า Intercept เป็นบวกอย่างไรก็ตามมีเพียง 5 กองทุนเท่านั้นที่ Positive Intercept มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนที่เป็น Negative Intercept ทุกค่าไม่มีค่าใดที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

Jones and Shanken (2002) ศึกษาเรื่อง Mutual Fund Performance with Learning Across Funds ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยตั้งสมมติฐานโดยใช้ความรู้เกี่ยวกับค่าอัลฟา ของเงินทุนซึ่งมีอิทธิพลต่อความเชื่อของ นักลงทุนสิ่งนี้จะเป็ นสิ่งที่ถูกต้อง ตราบเท่าที่นักลงทุนยังคาดหวัง เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุน โดย แบ่งความเชื่อเกี่ยวกับความสามารถของผู้จัดการเงินทุนทั่วไปมากขึ้นกว่าปกติ และ ความเชื่อมั่นเกี่ยวกับตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพ และได้พัฒนารอบแนวคิดอย่างง่าย สำหรับการรวบรวมข้อมูลตามลำดับก่อนหลังโดยอิสระ และการค้นหาที่สามารถกระทบ เนื้อหาตามความเชื่อในอดีตที่ผ่านมาในภายหลังเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุน รวมได้เหมือนกับการแบ่งสินทรัพย์

ในอีกด้านหนึ่งภายหลังที่ค่าอัลฟาเพิ่มสูงขึ้น โดยสูงที่สุด เพิ่มโดยปราศจากการรวม จำนวนของเงินทุนที่สูงและใหญ่สุดโดยการคาดคะเนการปฏิบัติตามอย่างแบบสุ่มนี้คือ ความเป็นจริงเมื่อผู้จัดการกองทุนขาดความรู้ความสามารถ ในทางตรงข้ามสำหรับ ข้อจำกัดในภายหลังนักลงทุนโดยรวมจะเชื่อคำแนะนำให้ลงทุนข้ามกองทุนเพื่อความ เป็นไปได้สำหรับผลการดำเนินงานที่ไม่ปกติค่าอัลฟาของแต่ละกองทุนจะประมาณการ น้อยลงไป โดยภาพรวมทำให้ภาพรวมบรรเทา ลง ในส่วนเพิ่มเติมการจำกัดการคาดคะเน เพื่อการดำรงอยู่ของกองทุนรวมทั่วไป ในงานวิจัยนี้ได้บอกค่าเฉลี่ยของค่าอัลฟาของ กองทุนรวมที่สูงกว่าความต้องการถือเงินลงทุน

Kacperczyk, Sialm, and Zheng (2005) ศึกษาเรื่อง On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds ซึ่งเป็นการสำรวจเกี่ยวกับข้อมูลก่อนการ ลงทุน แม้จะมีการเปิดเผยข้อมูลในการลงทุนอย่างมากตามความต้องการของผู้ลงทุน แต่ นักลงทุนส่วนใหญ่ก็ไม่ได้มีการศึกษาข้อมูลนั้นเพื่อใช้ในการจัดการลงทุน งานวิจัย ชิ้นนี้ได้นำเสนอผลกระทบจากการที่นักลงทุนไม่ได้มีการติดตามข้อมูลและสำรวจตลาด

การลงทุนว่าจะมีผลต่อผลตอบแทนในการลงทุนในกองทุน และใช้ช่วงเวลาของผลตอบแทนนานกว่าการศึกษาข้อมูลก่อนการลงทุนหรือไม่ ซึ่งได้กำหนดความแตกต่างระหว่างรายงานผลตอบแทนของกองทุนรวมกับผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยศึกษาตั้งแต่ยังไม่ได้ถือครองจนกระทั่งหักค่าใช้จ่ายในการลงทุนแล้ว ในการวิจัยได้ใช้ผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุน 2,500 หน่วยในประเทศสหรัฐฯ โดยมีระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1984-2003 งานวิจัยฉบับนี้แสดงให้เห็นว่ากองทุนที่ไม่เหมือนกันและแตกต่างกันในเรื่องของงวดเวลาถึงแม้ว่านักลงทุนไม่มีการสำรวจข้อมูลก่อนการลงทุนแต่ในบางกองทุนก็ยังคงสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีได้ แต่ในขณะเดียวกันในบางกองทุนถ้าไม่มีการศึกษาข้อมูลก่อนการลงทุนก็อาจทำให้เกิดความเสี่ยงจากการลงทุนได้ และที่สำคัญที่สุดงานวิจัยชิ้นนี้ได้ช่วยให้สามารถทำนายผลตอบแทนในอนาคตของการลงทุนในกองทุนรวมใด