

บทที่ 1

บทนำ

หลักการและเหตุผล

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) ได้มีการจัดตั้งเมื่อวันที่ 30 เมษายน 2518 (จີรต์น์ สังก์แก้ว, 2543) เพื่อเป็นศูนย์กลางการระดมเงินทุนจากผู้ที่มีเงินออมไปยังธุรกิจที่ต้องการเงินทุน โดยผู้ประกอบการที่ต้องการเงินทุนจะออกหลักทรัพย์ จำหน่ายแก่ผู้ที่มีเงินทุน การออกหลักทรัพย์จำหน่ายครั้งแรกเรียกว่า “ตลาดแรก” (Primary Market) แต่การซื้อขายหุ้นในตลาดแรกนั้นจะไม่ประสบผลสำเร็จเท่าที่ควร ถ้าผู้ซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกไม่สามารถเปลี่ยนหลักทรัพย์ที่ถืออยู่เป็นเงินสดในยามที่ต้องการได้ ดังนั้นจึงมี “ตลาดรอง” (Secondary Market) เกิดขึ้นเพื่อให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่อง (Liquidity) และมีความสามารถในการเปลี่ยนมือ (Marketability)

โดยทั่วไปแล้ว สิ่งที่นักลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คือได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งประกอบด้วยผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) และผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend) แต่ในความเป็นจริงแล้วผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังไว้กับผลตอบแทนที่ได้รับจริงนั้น อาจแตกต่างกัน เนื่องจากปัจจัยที่มีอิทธิพลทำให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เกิดการเปลี่ยนแปลง มี 2 ประเภท คือ ประเภทแรกปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดแต่ระดับความรุนแรง และทิศทางของปัจจัยดังกล่าวจะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละหลักทรัพย์ ปัจจัยเหล่านี้ได้แก่อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ภาวะทางการเมือง เศรษฐกิจและสังคม เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นสาเหตุให้เกิดความเสี่ยงที่เรียกว่า “ความเสี่ยงที่เป็นระบบ” ส่วนปัจจัยประเภทที่สองคือ ปัจจัยที่มีอิทธิพลเฉพาะหลักทรัพย์แต่ละตัว ซึ่งเป็นปัจจัยภายในแต่ละกิจการ ได้แก่ สภาพคล่องและความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ความสามารถในการดำเนินงาน และประสิทธิภาพในการบริหารงานของแต่ละบริษัท ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นสาเหตุให้เกิด “ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ”

อย่างไรก็ตามสำหรับนักลงทุนบางรายอาจจะไม่สามารถติดตามข้อมูลข่าวสาร และตัดสินใจในการลงทุนได้ทันเวลา เนื่องจากการขาดประสบการณ์ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ และขาด

ความรู้ความเข้าใจในการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ตลอดจนนักลงทุนรายย่อยเป็นนักลงทุนที่มีเงินทุนจำนวนน้อย ดังนั้นเพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยสามารถเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยมีผลตอบแทนที่ดีและมีความเสี่ยงต่ำนั้น รัฐบาลและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงมุ่งหวังการพัฒนาสถาบันการเงินประเภทจัดการลงทุน ซึ่งจะมีส่วนช่วยในการสนับสนุน และคุ้มครองการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย พัฒนาการสถาบันการเงินประเภทจัดการลงทุนลักษณะ “กองทุนรวม” จึงเกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ (“10 คำถามก่อนคิดจะลงทุน”, 2544)

กองทุนรวมจึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุนรายย่อยหรือนักลงทุนที่ไม่ค่อยติดตามความเป็นไปหรือความเคลื่อนไหวของภาวะการลงทุน โดยที่เงินของนักลงทุนรายย่อยจะถูกนำมารวมกันโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม หรือเรียกย่อว่า “บลจ.” ผู้อาสาเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนนั้น ไปลงทุนในตราสารหรือหลักทรัพย์ต่างๆ ที่หลากหลาย จึงเป็นการกระจายความเสี่ยง อีกทั้งกองทุนรวมยังมีให้เลือกมากมายแตกต่างกันไปตามวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุนของแต่ละกองทุนรวม ผู้ที่ทำหน้าที่บริหารเงินกองจะเป็นมืออาชีพที่มีความเชี่ยวชาญทางนี้ และมีทางการคือสำนักงาน ก.ล.ต. เป็นผู้กำกับดูแลไม่ให้ผู้ลงทุนถูกเอาเปรียบ (“กองทุนรวม”, 2544)

ถึงแม้ว่ากองทุนรวมจะกระจายความเสี่ยงโดยการเลือกจัดการลงทุนที่หลากหลายทั้งในหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรือหลักทรัพย์อื่น โดยผู้จัดการกองทุนรวมจะเป็นผู้เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ตามวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมนั้นๆ อย่างไรก็ตามการลงทุนในกองทุนรวมก็ยังมีความเสี่ยง ผู้ถือหน่วยลงทุนอาจได้รับเงินลงทุนคืนมากกว่าหรือน้อยกว่าเงินลงทุนเริ่มแรกได้ เช่นเดียวกับการลงทุนในรูปแบบอื่นๆ ซึ่งผู้ลงทุนในกองทุนรวมอาจจะมีกำไรหรือขาดทุนก็ได้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2543) ดังนั้นการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมต่างๆ จะเป็นแนวทางช่วยให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนและระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องการ

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. ศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมในประเทศไทย
2. ศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย

ประโยชน์ที่ได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมในประเทศไทย
2. ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนแต่ละประเภทเมื่อเทียบกับ

ตลาด

3. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้สนใจในกองทุนรวมสามารถนำข้อมูลที่ได้ไปเป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจเลือกลงทุนต่อไป

ขอบเขตการศึกษา

ทำการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมในประเทศไทยแบ่งแยกตามนโยบายการลงทุนของกองทุนรวม เปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนแต่ละประเภท และเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงระหว่างกองทุนประเภทต่างๆ กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาด โดยมีขอบเขตในการศึกษาเฉพาะกองทุนรวมซึ่งมีหน่วยลงทุนซื้อขายอยู่ในประเทศไทย และเป็นกองทุนรวมที่มีข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ (Portfolio Holdings) ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน โดยใช้ข้อมูลทุดิถีภูมิรายเดือนตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2540 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2544

ขอบเขตประชากร

กองทุนรวมในประเทศไทย ที่มีหน่วยลงทุนซื้อขายอยู่ในประเทศไทย และเป็นกองทุนรวมที่มีข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ (Portfolio Holdings) ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ตั้งแต่ เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2540 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2544 จะเป็นการศึกษาข้อมูลกองทุนรวมรายเดือน ของกองทุนรวมจำนวน 282 หน่วยลงทุน โดยแบ่งเป็น กองทุนรวมตราสารแห่งทุน 120 กองทุน, กองทุนรวมตราสารแห่งหนี้ 111 กองทุน, กองทุนรวมผสม 11 กองทุน, กองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น 39 กองทุน, กองทุนรวมหน่วยลงทุน 1 กองทุน

วิธีการศึกษา

1. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษานี้เป็นการรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม, สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, ธนาคารแห่งประเทศไทย และเอกสาร วารสารรายงานเศรษฐกิจ และการเงิน โดยจะทำการศึกษาข้อมูลเป็นรายเดือนในด้าน

1.1 ข้อมูลเกี่ยวกับความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ ราคา ปริมาณ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์

1.2 ข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงจะใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยฝากประจำ 1 ปีเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์

1.3 นโยบายการลงทุน ราคาเสนอขาย วันเวลาที่ผู้ลงทุนสามารถขายคืนหน่วยลงทุน ผู้ดูแลผลประโยชน์ ของกองทุนรวม

1.4 ข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ของกองทุนรวม

1.5 ข้อมูลผลการดำเนินงานบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม

ซึ่งการศึกษานี้ได้ทำการแบ่งช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาออกเป็น 4 ช่วง และได้

นิยามชื่อช่วงระยะเวลาแต่ละช่วงซึ่งสอดคล้องกับภาวะการในขณะนั้นๆ อันได้แก่

ช่วงที่ 1 ช่วงผลิบาน ตั้งแต่ พ.ศ. 2520 ถึง พ.ศ. 2535

ช่วงที่ 2 ช่วงเบ่งบาน ตั้งแต่ พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2538

ช่วงที่ 3 ช่วงร่วงโรย ตั้งแต่ พ.ศ. 2539 ถึง พ.ศ. 2541

ช่วงที่ 4 ช่วงผลัดใบ ตั้งแต่ พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2544

โดยช่วงที่ 1 ถึง ช่วงที่ 3 จะเป็นการศึกษาแนวโน้มภาวะการของกองทุนรวมในประเทศไทยที่เกิดขึ้นในช่วงก่อน และ ระหว่างวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนในช่วงเวลาที่ 4 จะเป็นการศึกษาสถานะของกองทุนรวมในปัจจุบัน(เดือนธันวาคม พ.ศ. 2544) ซึ่งในการศึกษานี้จะวิเคราะห์หาอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของกองทุนรวม ในช่วงคาบเกี่ยวระหว่างช่วงที่ 3 จนไปถึง ช่วงที่ 4 คือตั้งแต่เดือน มิถุนายน 2540 ถึง เดือน ธันวาคม 2544

2. การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลจะทำโดยใช้ SPSS/PC ในรูปของตาราง ความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ประกอบการอธิบายเชิงพรรณนา โดยอ้างอิงบนพื้นฐานของทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz

(Markowitz Portfolio Theory) และทฤษฎีตลาดทุนตามแนวคิดของ William F. Sharpe โดยจะวิเคราะห์ผลตอบแทน และความเสี่ยงของกองทุนประเภทต่างๆ เปรียบเทียบกับผลตอบแทน และความเสี่ยงของตลาด ซึ่งจะได้สมการที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา (จรัลน์ สังข์แก้ว, 2543) มีดังต่อไปนี้

2.1 อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

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

โดยที่

- R_{pt} = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน ณ เวลาที่ t
 NAV_t = มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน ณ เวลาที่ t
 NAV_{t-1} = มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน ณ เวลาที่ $t-1$
 D_t = เงินปันผลจ่ายในเวลา t

2.2 ความเสี่ยงของกองทุนรวม

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

โดยที่

- σ_p = ความเสี่ยงรวมของกองทุนรวม วัดด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
 R_{pt} = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน ณ เวลาที่ t
 \bar{R}_p = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด
 n = จำนวนงวดที่ทำการวิเคราะห์

2.3 ค่าเบต้าของกองทุนรวม (ตัวบ่งชี้ทิศทางและความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม)

$$\beta_p = \frac{Cov(R_p, R_m)}{\sigma_m^2}$$

หรือ

$$\beta_p = \sigma_{pm} / \sigma_m^2$$

โดยที่

- β_p = ค่าเบต้าของกองทุนรวม

σ_{pm} = ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม กับอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งสามารถหาได้จาก

$$\sigma_{pm} = \sigma_p \sigma_m \rho_{pm}$$

σ_m^2 = ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด

3. การประเมินประสิทธิภาพของกองทุนรวม

โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง โดยใช้มาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สมการ Capital Market Line (CML) โดยที่ค่ามาตรวัดของ Sharpe (Sharpe's Measure)

$$\text{มาตรวัดของ Sharpe} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

เกณฑ์อ้างอิงกับตลาด ค่าอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว

$$\text{เกณฑ์ตามมาตรวัดของ Sharpe} = \frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$$

ถ้าค่า $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$ มากกว่า $\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวม อยู่เหนือ CML (Capital Market Line) แสดงถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด

ถ้าค่า $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$ น้อยกว่า $\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวม อยู่ใต้ CML (Capital Market Line) แสดงถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ด้อยกว่าตลาด

นิยามศัพท์

กองทุนรวมในประเทศไทย หมายถึง กองทรัสต์สินที่จัดตั้งและบริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมในประเทศไทยหรือเรียกย่อๆว่า "บลจ." โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนแก่ผู้ลงทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่ให้ผลตอบแทนและมีความเสี่ยงในการลงทุนแตกต่างกันไป อาทิเช่น ลงทุนในหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ เป็นต้น เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล หรือกำไรจากการขายหน่วยลงทุน

กองทุนปิด หมายถึง กองทุนรวมประเภทที่ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุน ซึ่งจะเป็นกองทุนที่มีกำหนดอายุโครงการไว้อย่างแน่นอน เมื่อครบอายุดังกล่าวผู้ลงทุนก็จะสามารถไถ่ถอนหน่วยลงทุนได้

กองทุนเปิด หมายถึง กองทุนรวมประเภทที่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนตามเวลาที่กำหนด ทำให้นักลงทุนสามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้ตลอดเวลา โดยที่กองทุนจะเปิดให้ซื้อหน่วยลงทุนกับบริษัทจัดการหรือตัวแทนและสามารถไถ่ถอนหน่วยลงทุนได้เป็นระยะๆ

กองทุนตราสารทุน หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายนำเงินไปลงทุนในตราสารทุน โดยที่ต้องรักษามูลค่าการลงทุนในตราสารทุน ไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ในรอบปีบัญชี

กองทุนตราสารหนี้ หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายนำเงินไปลงทุนในตราสารหนี้ เงินฝาก หรือหลักทรัพย์อื่นๆ

กองทุนผสม หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายนำเงินไปลงทุนทั้งในตราสารทุน และตราสารหนี้ โดยต้องมีสัดส่วนการลงทุนหรือมีตราสารทุนไว้ไม่เกินร้อยละ 65 และไม่น้อยกว่าร้อยละ 35 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ

กองทุนผสมแบบยืดหยุ่น หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายนำเงินไปลงทุนทั้งในตราสารทุน และตราสารหนี้ โดยไม่จำเป็นต้องรักษาสัดส่วนการลงทุนในตราสารประเภทต่างๆ การตัดสินใจของผู้จัดการกองทุนในลงทุนขึ้นอยู่กับภาวะการณ์ในขณะนั้น

กองทุนหน่วยลงทุน หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายนำเงินไปลงทุนในหน่วยลงทุน และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างๆ โดยจะต้องลงทุนหรือมีตราสารสิทธิดังกล่าว ไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ในรอบปีบัญชี

ความเสี่ยง หมายถึง ความเสี่ยงรวมของกองทุนรวมวัดด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

ตลาด หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินการจัดให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ และใช้ดัชนีของตลาดหลักทรัพย์เป็นดัชนีอ้างอิงในการหาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาด

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) หมายถึง บริษัทจัดการกองทุนรวมที่ทำหน้าที่ออกโครงการกองทุนรวมและนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนแก่ผู้ลงทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ที่ให้ผลตอบแทนและมีความเสี่ยงในการลงทุนแตกต่างกันไป อาทิเช่น ลงทุนในหุ้นทุนที่จดทะเบียน

ประสิทธิภาพ หมายถึง การที่กองทุนรวมสามารถดำเนินงานโดยให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ที่ระดับความเสี่ยงเท่ากัน โดยใช้มาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe เป็นเกณฑ์อ้างอิงในการตัดสินใจ

ผลตอบแทน หมายถึง อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมซึ่งคำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมต่อหนึ่งช่วงเวลา (1เดือน) ที่ปรับค่าด้วยเงินปันผลจ่าย

อัตราผลตอบแทนของตลาด หมายถึง อัตราที่เปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อหนึ่งช่วงเวลา (1เดือน)

อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง หมายถึง อัตราเฉลี่ยของดอกเบี้ยเงินฝากประจำหนึ่งปีของธนาคารพาณิชย์ต่อหนึ่งช่วงเวลา (1เดือน)