



การประเมินผลการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ ด้วยวิธีการผสมผสานกลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ

วันที่รับบทความ: 27 พฤศจิกายน 2563

วันแก้ไขบทความ: 20 พฤษภาคม 2564

วันตอบรับบทความ: 13 สิงหาคม 2564

ณัฐนิชา กลีบบัวบาน^{1*} และ นิยม สุวรรณเดช²

บทคัดย่อ

การบริหารจัดการเงินลงทุนของกองทุนรวมจะต้องบริหารด้วยความเป็นมืออาชีพที่อาศัยกลยุทธ์เชิงรุก จึงจะส่งผลให้เงินลงทุนรายย่อยได้รับอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าตลาด การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อประเมินผลการบริหารจัดการ โดยวิธีการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black และเพื่อประเมินการบริหารจัดการโดยใช้กลยุทธ์เชิงรุกและกลยุทธ์เชิงรับ (Mix Active Portfolio With Passive Portfolio) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ มาตรวัด Treynor-Black ratio การวิจัยครั้งนี้เป็นการ วิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ กองทุนรวมตราสารทุนในกลุ่มประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large Cap) ในช่วงปี 2557-2561 เป็นระยะเวลา 60 เดือน จำนวน 105 กองทุน ใช้วิธีสุ่มตัวอย่างแบบ ขั้นภูมิ วิเคราะห์ข้อมูลโดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอย ผลการวิจัยพบว่า 1) ผู้จัดการกองทุนรวมใช้ความพยายาม ในการกระจายความเสี่ยงได้มีประสิทธิภาพเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าตลาด ยิ่งกองทุนใดมีค่า Appraisal Premium (AP) สูงยิ่งมีประสิทธิภาพสูง และ 2) ผู้จัดการกองทุนที่ศึกษาสามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Active Portfolio) เมื่อเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เชิงรับ (Passive Portfolio) กองทุนส่วนใหญ่สามารถบริหารจัดการกองทุนด้วย กลยุทธ์เชิงรุกได้เป็นผลสำเร็จถึงแม้ว่าตลาดทุนจะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพภายใต้ Efficient Market Hypothesis (EMH) แต่กองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่จากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาส่วนใหญ่ สามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุกมากกว่าการใช้กลยุทธ์เชิงรับ นอกจากนี้ผลการวิจัยทำให้นักลงทุนรายย่อยใน ประเทศไทยได้รับประโยชน์โดยที่นักลงทุนจะต้องเลือกกองทุนรวมที่เน้นใช้กลยุทธ์เชิงรุกมากกว่าเชิงรับ เพื่อให้ ได้รับผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับสูงกว่าตลาดหรือ Beat the Market

คำสำคัญ: กลยุทธ์เชิงรุก กลยุทธ์เชิงรับ

*Corresponding author e-mail: nusnichar.kr@ssru.ac.th

¹ อาจารย์ประจำสาขาการเงินการธนาคาร คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา e-mail: nusnichar.kr@ssru.ac.th

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขานวัตกรรมการจัดการ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา e-mail: niyom.su@ssru.ac.th



Assessment of Equity Large Cap Fund Management in Equity Large Cap by using a Mix Active Portfolio with Passive Portfolio

Received: 27 November 2020

Revised: 20 May 2021

Accepted: 13 August 2021

Natnichar Kleebbuabarn^{1*} and Niyom Suwandej²

Abstract

Mutual fund management must be managed professionally by using the active portfolio in order to earn a higher return than the market for the small investors. This research aimed to assess management by using the security selection under the Treynor-Black, and the mix of active portfolio and passive portfolio under the Sharp ratio and Treynor-Black ratio. This research was quantitative research and the sample group was 105 equity large-cap funds in equity large cap during 60 months (2014-2018) by using the stratified sampling method and the data was analyzed by using the regression analysis method. The findings revealed that; 1) the mutual fund manager made an effort to diversify all risks efficiently for higher return than the market, the higher the appraisal ratio, the higher the efficiency, and 2) the mutual fund manager who applied the active portfolio would gain more success in management compared with the passive portfolio, even the capital market was efficient under the Efficient Market Hypothesis (EMH). However, most of the equity large cap fund in equity large cap was applied by the active portfolio successfully. In addition, the findings of the research provide an advantage for retail investors in Thailand. The investors will have to choose mutual funds that are proactive rather than passive in order to earn a higher return than the market.

Keywords: active portfolio, passive portfolio

*Corresponding author e-mail: nusnichar.kr@ssru.ac.th

¹Lecturer, Finance and Banking, Faculty of Management Science, Suan sunandha Rajabhat University.
e-mail: nusnichar.kr@ssru.ac.th

²Assistant Professor, Management Innovation, College of Innovation and Management, Suan sunandha Rajabhat University.
e-mail: niyom.su@ssru.ac.th

บทนำ

กองทุนรวมสามารถกำหนดได้ว่าเป็นกองทุนที่อยู่ในรูปแบบของความไว้วางใจโดยผู้สนับสนุนและมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มเงินทุนโดยการขายหน่วยลงทุนเหล่านี้ให้กับประชาชนทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับรูปแบบและข้อบังคับที่แตกต่างกัน และการลงทุนในหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันด้วยข้อบังคับและรูปแบบเหล่านี้ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็สามารถระบุได้ว่ากองทุนรวมเป็นบริษัทวิชาชีพประเภทหนึ่งที่นำลงทุนต่าง ๆ มารวมกลุ่มกันลงทุนในหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน เช่น หุ้น พันธบัตร เป็นต้น บุคคลที่บริหารจัดการขั้นตอนเหล่านี้ทั้งหมดเกี่ยวกับกองทุนรวม เรียกว่าผู้จัดการพอร์ตการลงทุน และมีหน้าที่ในการควบคุมและซื้อขายหลักทรัพย์ทุกรูปแบบที่อยู่ภายใต้กองทุนเหล่านี้เพื่อดูแลผลขาดทุนและผลกำไรของหลักทรัพย์เหล่านี้ และดูแลสะสมเงินปันผลและผลประโยชน์ต่าง ๆ (Basu, 1977; Brown, Goetzmann, Ibbotson, & Ross, 1992) ปัจจุบันกองทุนรวมได้รับความนิยมจากนักลงทุนอย่างมากและธุรกิจกองทุนในประเทศต่างๆ เจริญรุ่งเรืองไปอย่างรวดเร็ว มูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนรวมประเภทต่าง ๆ ได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นในอัตราสูงกว่าสถาบันการเงินอื่น ๆ อาทิในสหรัฐอเมริกามูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนรวม (ปี 2553) สูงถึง 11.1 ล้านล้านดอลลาร์ และประชาชนทั่วไปได้หันไปใช้บริการของกองทุนรวมเป็นจำนวนสูงถึง 88.5 ล้านครัวเรือน (Jordan, Miller & Dolvin, 2012) การที่กองทุนรวมได้รับความนิยมจากการลงทุนนั้นประการแรกเป็นเพราะกองทุนรวมบริหารเงินของนักลงทุนด้วยการกระจายการลงทุนในหุ้นสามัญ พันธบัตร และตราสารทางการเงินต่างๆ เพื่อช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุน ประการที่สองผู้จัดการกองทุนรวมมีประสบการณ์ทักษะ และความเชี่ยวชาญในการตัดสินใจลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ในระดับสูงด้วยการจัดการลงทุนด้วยความเป็นมืออาชีพ ซึ่งนักลงทุนทั่วไปไม่มีความรู้ความชำนาญการเช่นนั้น ประการสุดท้าย นักลงทุนทั่วไปสามารถใช้เงินลงทุนเพียงจำนวนน้อย (Minimum Initial Investment) ก็สามารถลงทุนในกองทุนรวมได้ (Bodie, Kane & Marcus, 2011)

กองทุนรวมส่วนใหญ่กำหนดเป้าหมายว่าจะดำเนินการบริหารจัดการในการลงทุนให้มีประสิทธิภาพด้วยกลยุทธ์การคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) โดยมุ่งเน้นที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนอื่น ๆ ที่มีภาวะความเสี่ยงระดับเดียวกัน (Jordan, Miller & Dolvin, 2012) ในสภาพการณ์ที่เป็นจริงผู้จัดการกองทุนจะสามารถบริหารจัดการในการลงทุนให้มีประสิทธิภาพด้วยการที่บรรลุผลให้ได้รับอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าจะกระทำได้อย่างไร ทั้งนี้เพราะสภาพการณ์ของตลาดหุ้นตั้งอยู่บนพื้นฐานของดุลยภาพหรือเรียกว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ตามแนวคิดของ Fama (1972); Brown & Reilly (2009); Bodie, Kane & Marcus (2011) กล่าวว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ เรียกว่า Efficient Market Hypothesis (EMH) ภายใต้แนวคิดดังกล่าวในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ จะปรับตัวอย่างรวดเร็วตามภาวะของข้อมูลใหม่ และผลก็คือราคาหลักทรัพย์ที่เป็นอยู่ในขณะใดขณะหนึ่งจะสะท้อนถึงข้อมูลต่าง ๆ อย่างครบถ้วนสมบูรณ์ กล่าวคือราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในตลาดจะรวบรวมข้อมูลในอดีตซึ่งสะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน ปริมาณการซื้อขาย รวมถึงข้อมูลในอดีตอื่น ๆ เมื่อราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสะท้อนถึงข้อมูลในอดีตต่าง ๆ อย่างสมบูรณ์จะมีนัยสำคัญที่ว่านักลงทุนจะดำเนินการลงทุนเพื่อแสวงหาหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าปกติเพื่อให้ผลตอบแทนในระดับสูงย่อมจะเป็นไปได้ยาก เพราะเหตุว่าข้อได้เปรียบเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนไว้ในราคาที่เป็นอยู่อย่างครบถ้วนและนักลงทุนรายอื่น ๆ ได้ใช้กันอย่างสมบูรณ์แล้วด้วย นักลงทุนที่จะประยุกต์ใช้วิธีวิเคราะห์ด้วยวิธีเทคนิคต่าง ๆ จึงไม่ได้รับประโยชน์แต่อย่างใด

สำหรับประเทศไทย กองทุนรวมมีการจัดประเภทโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งเป็น 10 ประเภท ได้แก่ กองทุนรวมตลาดเงิน กองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาว กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น กองทุนรวมผสม กองทุนรวมผสมยืดหยุ่น กองทุนรวมหน่วยลงทุน กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมใบสำคัญแสดงสิทธิ และกองทุนรวมกลุ่มธุรกิจ เป็นต้น เมื่อพิจารณาการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงและมีโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนสูงก็คือ ประเภทกองทุนรวมตราสารทุนในกลุ่มประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large Cap) ซึ่งกองทุนประเภทนี้มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนประเภทต่าง ๆ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ลงทุนให้กองทุนรวมอื่น ๆ เป็นต้น เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงได้สูง เนื่องจากเป็นการนำเงินไปลงทุนในตราสารทุนที่มีความผันผวนของราคาและมีความเสี่ยงที่ค่อนข้างสูง แต่ก็ให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูงเช่นเดียวกัน อีกทั้งเป็นกลุ่มกองทุนที่จัดตั้งมายาวนานไม่น้อยกว่า 10 ปี มีจำนวนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเป็นจำนวนมาก และพบว่าในปี 2561 กองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large Cap) มีปริมาณเงินไหลเข้าสุทธิมากที่สุดเมื่อเทียบกับกองทุนกลุ่มอื่น แสดงว่านักลงทุนที่ไม่ต้องการจัดการลงทุนด้วยตนเอง หรือไม่มีความสามารถในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ในตลาดทุน จึงอาศัยความเป็นมืออาชีพของกองทุนรวมให้บริหารจัดการเงินลงทุนให้กับตนเอง ด้วยการเข้ามาลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนในกลุ่ม ประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large Cap) เป็นจำนวนมาก ซึ่งแสดงไว้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กองทุนรวม 10 อันดับที่มีกระแสเงินสดสุทธิมากที่สุด(ล้านบาท)

ประเภทกองทุน	จำนวนเงิน
Equity Large-Cap	128,783
Foreign Investment Bond Fix Term	95,914
Property-Indirect Global	37,130
Aggressive Allocation	33,130
Conserative Allocation	18,248
Global Equity	17,471
China Equity	17,323
Asia Pacific ex-Japan Equity	13,904
Emerging Market Equity	8,427
ASEAN Equity	6,682

ที่มา: มอร์นิ่งสตาร์ไคเร็ค (2561)

ฉะนั้นแล้วสิ่งที่นักลงทุนย่อมต้องการก็คือผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงกว่าตลาดหรือสูงกว่าการนำเงินไปซื้อพันธบัตรหรือฝากธนาคาร ดังนั้น การบริหารจัดการกองทุนรวมในกลุ่มตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ จะให้ได้รับผลตอบแทนสูงผู้จัดการกองทุนต้องมีความเป็นมืออาชีพในการนำเงินไปลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงหรือมีปัจจัยพื้นฐานดีและต้องประยุกต์ใช้กลยุทธ์ในการลงทุนเชิงรุก อาทิการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) เพื่อได้รับผลตอบแทนในระดับสูงกว่าปกติ (Abnormal Return) หรือเรียกได้ว่าผู้จัดการ

กองทุนรวมจะต้องสามารถทำการลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนในลักษณะที่ “Beat the Market” หมายความว่าผู้จัดการกองทุนจะต้องบริหารจัดการลงทุนให้ได้รับอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนอื่น ๆ ที่มีสถานะความเสี่ยงระดับเดียวกัน (Jordan, Miller & Dolvin, 2012) มีการประเมินว่ากองทุนตราสารทุนในกองทุนรวมมีความสามารถในการให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า แต่ในขณะเดียวกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับกองทุนเหล่านี้ก็มีมากกว่า เนื่องจากราคาหุ้นที่มีความผันผวน อย่างไรก็ตามความเสี่ยงนี้สามารถลดลงได้ด้วยการกระจายการลงทุนหรือการลงทุนในหุ้นที่แตกต่างกัน กองทุนเหล่านี้มีราคาที่ไม่แพงและมีสภาพคล่องที่น้อยด้วยเช่นกัน ในบริบทของกองทุนแบบเชิงรุกและกองทุนแบบเชิงรับสามารถระบุได้ว่าผลตอบแทนของตลาดทั้งหมดจะขึ้นอยู่กับกองทุนทั้ง 2 ประเภทนี้ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือผลตอบแทนของตลาดจะต้องได้รับการประเมินจากประสิทธิภาพของกองทุนแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับในเวลาเดียวกัน (Sharpe, 1964) หากมีการประเมินกองทุนรวมด้วยวิธีมาตรวัดชาร์ป (Sharpe Ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการภายใต้ Active Portfolio เปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ประเภท Passive Portfolio ซึ่งภายใต้ตัวแบบ Treynor-Black จะทำให้นักลงทุนรายย่อยรับรู้ข้อมูลการใช้กลยุทธ์เชิงรุกหรือเชิงรับในการบริหารเงินลงทุนของกองทุนรวม

การบริหารจัดการเงินลงทุนของกองทุนรวมภายใต้สถานการณ์ของตลาดทุนเป็นตลาดที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานที่เรียกว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) โดยส่วนใหญ่กองทุนรวมจะกำหนดเป้าหมายว่าจะดำเนินการบริหารจัดการในการลงทุนให้มีประสิทธิภาพ โดยมุ่งเน้นที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนอื่นๆ สำหรับในประเทศไทยกองทุนรวมได้มีการพัฒนาเครื่องมือสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีมาตรฐานและมีความสะดวกแก่นักลงทุนทั่วไปเป็นอย่างมาก โดยที่นักลงทุนประเภทบุคคลรายย่อยที่ไม่ต้องการจัดการลงทุนด้วยตนเองหรือไม่มีความสามารถในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะตัดสินใจใช้บริการกองทุนรวม โดยเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large Cap) เป็นที่นิยมจากปริมาณเงินไหลเข้าสูงที่สุดเมื่อเทียบกับกองทุนกลุ่มอื่น ทั้งนี้สิ่งที่นักลงทุนรายย่อยควรให้ความสนใจคือการบริหารงานเชิงรุกของกองทุนรวมเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาด เพราะการบริหารด้วยกลยุทธ์เชิงรับจะมีลักษณะที่ไม่ได้มุ่งเน้นที่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติจะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนในระดับเดียวกับตลาดไปด้วย ดังนั้น ผู้วิจัยสนใจศึกษาการประเมินผลการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ ด้วยวิธีการผสมผสานกลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ ซึ่งการประเมินผลการบริหารจัดการกองทุนรวมมีความสำคัญต่อผลประโยชน์ของนักลงทุนและมีความสำคัญต่อคุณภาพของกองทุนรวมในฐานะที่เป็นสถาบันการเงินชั้นนำของประเทศ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อประเมินผลการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ โดยวิธีการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black
2. เพื่อประเมินการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ โดยวิธีการผสมผสานกลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ (Mix Active Portfolio with Passive Portfolio) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ Treynor- Black ratio

ทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดเกี่ยวกับการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection)

Treynor และ Black (Treynor & Black 1973) เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกินต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบการวิเคราะห์หลักทรัพย์ถือว่าการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกประเภทหนึ่ง เพราะจะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด อีกนัยหนึ่ง α_j จะมีค่าเป็นบวก ซึ่งจะมีหลักทรัพย์หลายหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทน เช่นนั้นผู้ลงทุนที่บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าวอาจจะต้องใช้ต้นทุนในเกณฑ์สูง เนื่องจากในการกระจายความเสี่ยงผู้บริหารพยายามขจัดความเสี่ยงเฉพาะบางอย่างออกไป ดังนั้นผู้จัดการกองทุนจึงต้องพยายามสร้างความสมดุลระหว่างการลงทุนในเชิงรุกและการลงทุนเชิงรับ ในการเลือกหลักทรัพย์และความพยายามในการกระจายความเสี่ยง ซึ่งจะประกอบด้วยกลุ่มหลักทรัพย์จำนวนหนึ่ง ภายใต้มาตรวัดนี้ Treynor-Black ผู้จัดการกองทุนจะสามารถเลือกหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่าระดับดุลยภาพได้เป็นผลสำเร็จนั้นขึ้นอยู่กับอัตราส่วนระหว่างองศาของราคาที่ mispricing กับความเสี่ยงนอกระบบ ดังนั้นอัตราส่วน

$$\frac{\alpha_A}{\sigma(e_A)}$$

จึงใช้เป็นมาตรวัดผลสัมฤทธิ์ของการดำเนินงานของกองทุนรวมได้ ซึ่งจะเรียกว่า Appraisal Premium (AP) ดังนั้นนักวิเคราะห์ที่ต้องการคัดสรรหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพจะใช้อัตราส่วนนี้ประเมิน “Appraisal Premium” (ค่าส่วนเกินจากอัตราส่วน) ซึ่งค่าอัตราส่วน AP ยิ่งสูงการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) จะยิ่งมีประสิทธิภาพ (Super Performance)

แนวคิดกลยุทธ์เชิงรับ

มาตรวัดชาร์ป หรือ Sharpe Ratio (Sharpe, 1964) เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมบนพื้นฐานของการวิเคราะห์กลุ่มหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Rate) กับหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง (Risky Portfolio) ผู้ลงทุนสามารถคำนวณสัดส่วนของเงินลงทุนระดับดุลยภาพและอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ รวมทั้งสภาวะความเสี่ยงที่กลุ่มหลักทรัพย์ในระดับดุลยภาพได้ นอกจากนี้ผู้ลงทุนสามารถคำนวณอัตราส่วนชาร์ป (Sharpe Ratio): SR เป็น

$$SR = \frac{E(r_p - r_f)}{\sigma_p}$$

อัตราส่วนนี้บางทีเรียกว่า อัตราส่วน Reward-to-Volatility ratio ภายใต้เส้น Chronic myeloid leukemia (CML) อาทิเช่น $SR = .38$ จะหมายความว่า นักลงทุนจะได้รับอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มร้อยละ .38 สำหรับทุกค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 1 เป็นต้น ด้วยเหตุนี้ผู้จัดการกองทุนที่ประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรับจึงพิจารณาและประเมินได้ว่าเป็นการเหมาะสม

แนวคิดเกี่ยวกับกลยุทธ์เชิงรุก

ทฤษฎีที่ Treynor-Black ได้พัฒนาขึ้นซึ่งถือว่าเป็นองค์ความรู้ และนวัตกรรมใหม่ในการจัดการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ ข้อพิสูจน์มาตรวัด $TB = \alpha_p / \sigma_{ep}$ จะเป็นดังต่อไปนี้ (Treynor & Black 1973)

ในขั้นแรก บนพื้นฐานของข้อสมมุติที่ว่า ราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในตลาดมีราคาใกล้เคียงกับราคาดุลยภาพ และอาศัยทฤษฎี Single Index Model สำหรับคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หนึ่งใด (r_i)

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f) + e_i \quad \text{-----} \quad (1)$$

ในที่นี้ e_i ตัวแปรที่แสดงความเสี่ยงประเภทนอกระบบ Treynor-Black ถือว่าการประเมินราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มหลักทรัพย์ต่าง ๆ จะเป็นไปตามสมการ CAPM (Capital Asset Pricing Model) กลุ่มหลักทรัพย์ของตลาดมีประสิทธิภาพ และความเสี่ยงนอกระบบ (e_i) เป็นอิสระจากกลุ่มหลักทรัพย์อื่น สำหรับการวิเคราะห์ช่วงจังหวะในการลงทุนในขั้นแรกที่มีลักษณะเป็นเชิงรับ (Passive Portfolio) ผู้จัดการกองทุนได้มีการประเมินอัตราผลตอบแทนจากดัชนีของตลาด (r_m) และค่าแปรปรวนของตลาด (σ_m^2) ไว้เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

ขั้นที่สอง นักวิเคราะห์ของกองทุนจะทำการเลือกวิเคราะห์โดยเจาะจงในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ต้องการจุดมุ่งหมาย ก็คือต้องการจะสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทเชิงรุก (Active Portfolio) โดยวิธีนำกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้วิเคราะห์ไว้เหล่านั้นมาผสมผสานกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นส่วนประกอบของดัชนีหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์ (k) จะแสดงไว้เป็นดังนี้

$$r_k = r_f + \beta_k(r_m - r_f) + e_k + \alpha_k \quad \text{-----} \quad (2)$$

ในที่นี้ α_k จะแสดงถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติอันเกิดจาก Mispricing ของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ด้วยเหตุนี้ สำหรับแต่ละหลักทรัพย์ผู้วิจัยได้คำนวณตัวแปร α_p , β และความเสี่ยงนอกระบบ $\sigma^2(e_k)$ ถ้าหากปรากฏว่าจากการประเมินแล้ว α_k มีค่าเป็นศูนย์ นักวิเคราะห์ของกองทุนรวมควรจะยึดอยู่กับกลยุทธ์เชิงรับ (passive portfolio) โดยจะพยายามเลียนแบบกลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนีหลักทรัพย์ โดยทั่วไปการคำนวณมักจะพบว่าค่า α_k จะมีค่าเป็นบวกและที่เป็นลบคละกันไป

ขั้นที่สาม เมื่อนักวิเคราะห์สามารถจัดสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเชิงรุก (Active portfolio) ได้แล้วควรจะดำเนินการอย่างไรต่อไป สมมุติว่ากลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก (A) ได้ถูกสร้างขึ้นซึ่งประกอบด้วยสัมประสิทธิ์ต่าง ๆ คือ α_A ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า β_A และความเสี่ยงนอกระบบ $\sigma^2(e_A)$ ค่าแปรปรวนรวมของกลุ่มหลักทรัพย์นี้จะมีค่าดังนี้

$$\sigma_A^2 = \beta_A^2 \sigma_M^2 + \sigma^2(e_A)$$

และค่าแปรปรวนรวมจะเป็น

$$\text{Cov} = (r_A, r_M)^2 = \beta_A \sigma_M^2$$

$$\left(\text{จากค่านิยามของค่า } \beta_A = \frac{\text{Cov}_{r_A r_M}}{\sigma_A^2} \right)$$

ขั้นต่อไปจะต้องคำนวณอัตราผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์และน้ำหนักของแต่ละกลุ่มถ้าหากผู้จัดการกองทุนดำเนินการลงทุนด้วยสัดส่วน W ในกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก และสัดส่วน $(1-W)$ ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่เป็นดัชนีของตลาดหรือกลุ่มเชิงรับ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์จะเป็นดังนี้

$$r_p = W r_A + (1 - W) r_M$$

ขั้นตอนต่อไป ผู้จัดการกองทุนจะกำหนด น้ำหนักหรือสัดส่วนของเงินลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกและกลุ่มเชิงรับได้อย่างไร ในกรณีที่กลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสองเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทที่มีความเสี่ยงน้ำหนักของ Optimal Risky Portfolio ระหว่างสองกลุ่มจะเป็น (Bodie, Kane & Marcus, 2002)

$$W_A = \frac{[E(r_A) - r_f] \sigma_M^2 - [E(r_M) - r_f] \text{Cov}(r_A, r_M)}{[E(r_A) - r_f] \sigma_M^2 + [E(r_M) - r_f] \sigma_A^2 - [E(r_A) - r_f + E(r_M) - r_f] \text{Cov}(r_A, r_M)} \dots\dots\dots (3)$$

โดยควรจะสังเกต ดังนี้

$$E(r_A) - r_f = \alpha_A + \beta_A R_M \quad \text{ในที่นี้} \quad R_M = E(R_M) - r_f$$

$$\text{Cov}(R_A, R_M) = \beta_A \sigma_M^2 \quad R_A = E(R_A) - r_f$$

$$\sigma_A^2 = \beta_A^2 \sigma_M^2 + \sigma^2(e_A)$$

$$[E(R_A) - r_f + [E(r_M) - r_f] = (\alpha_A) + \beta R_M) + R_M$$

$$= \alpha_A + R_M (1 + \beta_A)$$

โดยการนำค่าเหล่านี้ไปแทนค่าในสมการ (1) จะได้รับสัดส่วนของการลงทุนระดับดุลยภาพ (W^*) ดังนี้

$$W^* = \frac{\alpha_A}{\alpha_A(1 - \beta_A) + R_M \sigma^2(e_A) / \sigma_M^2} \dots\dots\dots (4)$$

เราจะเริ่มด้วยกรณีที่ $\beta_A = 1$ แทนค่าในสมการ (2) น้ำหนักของการลงทุนระดับดุลยภาพจะเป็นดังนี้

$$W_0 = \frac{\frac{\alpha_A}{R_M}}{\frac{\sigma^2(e_A)}{\sigma_M^2}} = \frac{\alpha_A / \sigma^2(e_A)}{R_M / \sigma_M^2} \dots\dots\dots (5)$$

ดังนั้น ในกรณีที่ความเสี่ยงในระบบ (ตลาด) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดสรรด้วยกลยุทธ์เชิงรุกมีค่าเฉลี่ยคือ $\beta_A = 1$ สัดส่วนของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก A จะวัดได้จากอัตราส่วน

$$\left[\frac{\text{แอลฟา}}{\text{อัตราผลตอบแทนส่วนเกินทางการตลาด}} \right] \text{หารด้วยอัตราส่วน} \frac{\text{ความเสี่ยงนอกระบบ}}{\text{ความเสี่ยงทางตลาด}}$$

ความสัมพันธ์ระหว่าง W_1 และ W_0 จากสมการ (3) อาจจะได้ดังนี้

$$W_A^* = \frac{W_0}{1 + (1 - \beta_A)W_0} \dots\dots\dots (6)$$

นั่นคือ เมื่อ β_A เพิ่มขึ้น สัดส่วนของการลงทุนระดับดุลยภาพ W^* จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วยเพราะเหตุว่าเมื่อความเสี่ยงในระบบของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกเพิ่ม ผลประโยชน์ที่จะได้รับการกระจายความเสี่ยงด้วยดัชนี M จะน้อยลงและผู้จัดการกองทุนจะได้รับประโยชน์จากราคาหลักทรัพย์ที่ไม่เข้าสู่ดุลยภาพ (Miss Pricing) โดยทั่วไปเป็นที่ยอมรับกันว่าค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก จะมีค่าประมาณ 1 และสัดส่วนของการลงทุนดุลยภาพ W^* จะมีค่าใกล้เคียงกับ W_0 เมื่อเราทราบค่าดุลยภาพ ระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก W^* กับกลุ่มเชิงรับบนพื้นฐานกลุ่มหลักทรัพย์ของดัชนีแล้วเราอาจจะพิจารณาอัตราส่วน Reward to Variability ของกลุ่มหลักทรัพย์ $\frac{[E(R_A) - R_f]}{\sigma_A}$

ว่าเป็นอย่างไร โดยใช้มาตรวัดชาร์พยกาลังสอง (S_P^2) วัดกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเราจะสามารถแบ่งแยกผลของกลุ่มหลักทรัพย์จาก Index และกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกได้ (Bodie, Kane & Marcus, 2002) ดังนี้

$$S_P^2 = S_M^2 + \frac{\sigma_A^2}{\sigma^2(e_A)} = \left[\frac{(R_M)}{\sigma_M} \right]^2 + \left[\frac{(\sigma_A)}{\sigma^2(e_A)} \right]^2$$

จากการแบ่งแยกมาตรวัดชาร์พของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงนี้จะช่วยให้เราสร้างกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกได้ Treynor & Black (1973) ซึ่งเน้นว่ากลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกจะให้ผลตอบแทนในระดับสูงสุดเมื่ออัตราส่วนแอลฟาต่อความเสี่ยงนอกระบบมีค่าสูงสุด

$$\frac{\alpha_A}{\sigma(e_A)} : \left[\frac{\text{อัตราส่วนแอลฟา}}{\text{ความเสี่ยงนอกระบบ}} \right]$$

และอัตราส่วนนี้จะมีค่าสูง เมื่อผู้จัดการกองทุนเลือกสัดส่วนของหลักทรัพย์ที่วิเคราะห์ k ดังนี้

$$W_K = \frac{\frac{\alpha_K}{\sigma^2(e_K)}}{\sum_{i=1}^n \frac{\alpha_i}{\sigma^2(e_i)}} \dots\dots\dots (7)$$

หมายความว่า สัดส่วนของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก จะขึ้นอยู่กับอัตราส่วนระหว่างองศาแห่งภาวะบิดเบือน (หรือการขาดดุลยภาพ) ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ α_K กับ ความเสี่ยงนอกระบบ $\sigma^2(e_K)$

สำหรับส่วนข้างล่างเป็นเพียงปัจจัยที่ประกันว่าผลบวกของสัดส่วนของกลุ่มหลักทรัพย์มีค่าเป็นหนึ่ง (หรือ 100 %) จะสังเกตได้ว่ากำลังสองของ Sharpe's Measure เกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์ดุลยภาพจะสูงกว่ามาตรวัดชาร์พของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรับดังนี้

$$\left[\frac{\alpha_A}{\sigma(e_A)} \right]^2$$

ลักษณะการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงด้วยนโยบายเชิงรุก

1. สัดส่วนดุลยภาพของหลักทรัพย์ $W_i = \frac{\alpha_i / \sigma_{(ei)}^2}{\sum_{i=1}^n \alpha_i / \sigma_{(ei)}^2}$
2. ค่าสัมประสิทธิ์แอลฟาของกลุ่มหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่าง $\alpha_A = \sum W_i \alpha_i$
3. สัมประสิทธิ์เบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก $\beta_A = \sum W_i \beta_i$
4. ค่าแปรปรวนนอกระบบของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก $\sigma_{(eA)}^2 = \sum W_i^2 \sigma_{(ei)}^2$
5. สัดส่วนระหว่างหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบระดับดุลยภาพของกลุ่มหลักทรัพย์

$$W_0 = \frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}^2} = \frac{\alpha_A}{\frac{E(R_M)}{\sigma_M^2}}$$

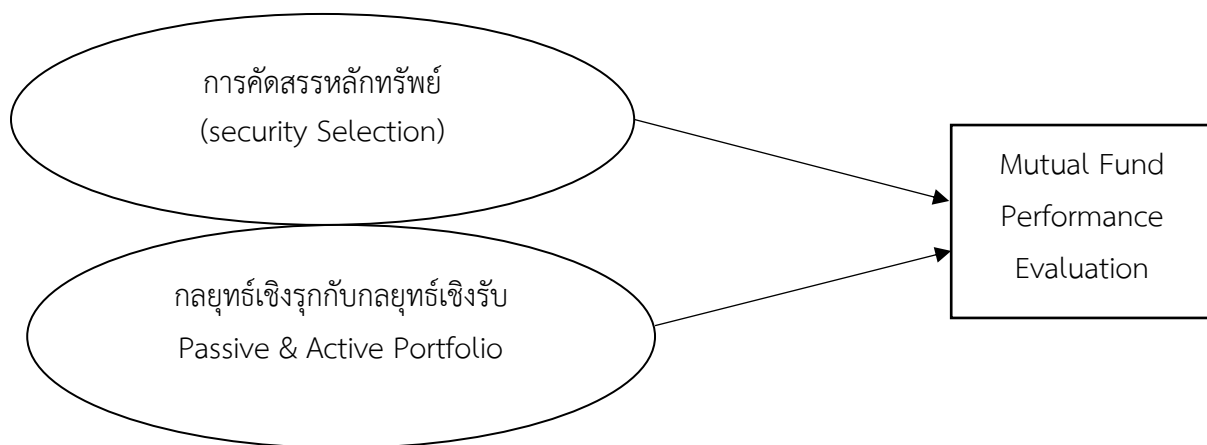
6. สัดส่วนระดับดุลยภาพของน้ำหนักในกลุ่มหลักทรัพย์ $W_A^* = \frac{W_0}{1 + (1 - \beta_A) W_0}$
7. จำแนกกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรับกับกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก Sharpe's Measure

$$S_p^2 = \left[\frac{R_m}{\sigma_m} \right]^2 + \left[\frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}} \right]^2$$

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Wermers (2000) "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses" ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกา พบว่า กองทุนที่ใช้นโยบายเชิงรุกด้วยวิธี High turnover สามารถได้รับผลตอบแทนในปี 2000 สูงกว่าดัชนีหลักทรัพย์ S&P 500 Index เป็นจำนวนมาก ชื่อนี้แสดงว่า ผู้จัดการกองทุนรวมสามารถบริหารจัดการกองทุนให้ได้รับ beat the market ได้

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากร คือ ข้อมูล NAV (Net Asset Value) รายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุน ประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large-Cap) ที่จดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ก.ล.ต.) และจัดตั้งมาแล้วไม่ต่ำกว่า 10 ปี และปัจจุบันยังดำเนินการอยู่ ผู้วิจัยจะกำหนดกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเหมาะสมกับการศึกษาภายใต้แนวคิดของ Roscoe (1996) สูตรที่ใช้คำนวณขนาดของกลุ่มตัวอย่าง (N) จะเป็นดังนี้

$$N = \left(\frac{Z\sigma}{e} \right)^2$$

โดยที่ 2 หมายถึง คะแนนมาตรฐาน Z-Score ตามตาราง Standard Distribution Function ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 5 (Confidence Level) ค่า Z จะเท่ากับ 1.96 ค่า σ คือเบี่ยงเบนมาตรฐานของประชากรจะคำนวณได้โดยวิธีกำหนดช่วงของค่าตัวแปรที่ศึกษาที่เป็นค่าสูงสุดลบด้วยค่าต่ำสุด ซึ่งจะเป็นค่าประมาณร้อยละ 97.7 ภายในช่วงระยะเวลา Standard Deviations ของโค้งปกติซึ่งจะประมาณ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่างได้เป็น 1.70 ส่วนค่า E หมายถึง ข้อผิดพลาดที่ยอมรับได้จากการวิเคราะห์ เพื่อประเมินผลการบริหารจัดการด้านการลงทุนของกองทุนรวม โดยผู้วิจัยจะยอมรับข้อผิดพลาด (Tolerance Error) ร้อยละ .325 ดังนั้นจากข้อมูลเหล่านี้ ผู้วิจัยกำหนดกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาด

$$\begin{aligned} N &= \frac{(1.96+1.70)^2}{0.325^2} \\ &= \frac{11.1022}{.105} \\ &= 105 \text{ กองทุน} \end{aligned}$$

กลุ่มตัวอย่าง ข้อมูล NAV (Net Asset Value) รายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุน ประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large-Cap) จำนวน 105 กองทุน รวบรวมข้อมูลจากสมาคมบริษัทจัดการลงทุนปี 2563 ศึกษาในช่วงเดือนมกราคม 2557 – เดือนธันวาคม 2561 (รวม 5 ปี)

วิธีการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ แหล่งข้อมูลที่ใช้คือฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ธนาคารแห่งประเทศไทย และสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC) ซึ่งข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วย

1. ข้อมูลราคาปิดมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value : NAV) ของกองทุนรวมประเภทเปิด รวบรวมข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2557 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2561 จำนวน 60 เดือน แหล่งข้อมูลจากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC) เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมประเภทเปิดของแต่ละกองทุนรวม (Thai Mutualfund, 2561)

2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ รายเดือน ตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2557 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2561 จำนวน 60 เดือน แหล่งข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนตลาด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

3. อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล รายเดือนตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2557 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2561 รายเดือน แหล่งข้อมูลจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2563) เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง เนื่องจากตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลเป็นการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยงโดยมีรัฐบาลเป็นผู้ค้ำประกันความเสี่ยงจึงใช้เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง

เครื่องมือในการวิเคราะห์

1. **มาตรวัด Information Ratio** ประยุกต์โดยมาตรวัด Treynor-Black ผู้จัดการกองทุนจะสามารถเลือกหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่าระดับดุลยภาพได้เป็นผลสำเร็จนั้นจะขึ้นอยู่กับอัตราส่วนระหว่างองศาของราคาที่ mispricing กับความเสี่ยงนอกระบบ

$$\frac{\alpha_A}{\sigma(e_A)}$$

จึงใช้เป็นมาตรวัดผลสัมฤทธิ์ของการดำเนินงานของกองทุนรวม ได้ซึ่งจะเรียกว่า Appraisal Premium (AP) ดังนั้น นักวิเคราะห์ที่ต้องการคัดสรรหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพจะใช้อัตราส่วนนี้ประเมิน “Appraisal Premium” (ค่าส่วนเกินจากอัตราส่วน) ซึ่งค่าอัตราส่วน AP ยิ่งสูงการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) จะยิ่งมีประสิทธิภาพ (Super Performance)

2. การผสมผสานกลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ (Mix Active Portfolio with Passive Portfolio)

ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ มาตรวัด Treynor- Black ratio

มาตรวัดชาร์ฟ (Sharpe Measure) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการภายใต้ Active Portfolio เปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ประเภท Passive Portfolio ซึ่งภายใต้ตัวแบบ Treynor-Black กำหนดว่า มาตรวัดชาร์ฟยกกำลังสองของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการในระดับดุลยภาพภายใต้นโยบายเชิงรุก (Active Portfolio) จะมีค่าสูงกว่ามาตรวัดชาร์ฟที่บริหารจัดการภายใต้นโยบายเชิงรับด้วยขนาดเท่ากับค่ากำลังสองของอัตราส่วน Information Ratio ของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก ดังนี้

$$S_p^2 = \left[\frac{R_m}{\sigma_m} \right]^2 + \left[\frac{\alpha_A}{\sigma(e_A)} \right]^2$$

นำมาเปรียบเทียบกับมาตรวัดชาร์ฟของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการด้วยกลยุทธ์เชิงรับ

$$\frac{ER_M - r_f}{\sigma_M}$$

ในประเด็นนี้จำเป็นต้องใช้ตัวอย่างประกอบ ในการคำนวณหา $S_p^2 = \left[\frac{R_m}{\sigma_m} \right]^2 + \left[\frac{\alpha_A}{\sigma(e_A)} \right]^2$ ดังนี้

สมมติว่า กองทุนรวมแห่งหนึ่งเป็นประเภทกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ผู้จัดการกองทุนรวมได้รวบรวมข้อมูลในกลุ่มหลักทรัพย์สามหลักทรัพย์ตัวแปรที่ศึกษา ดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงการใช้กลุ่มหลักทรัพย์สามหลักทรัพย์

หลักทรัพย์	$\alpha(\%)$	β	$\sigma_e(\%)$	$\frac{\alpha}{\sigma_e}$
1	7	1.6	45	.1556
2	-5	1.0	32	-.1563
3	3	0.5	26	.1154

ในที่นี้ กำหนดให้อัตรา Risk-free rate ร้อยละ 3 และผลตอบแทนของตลาดร้อยละ 11 นั่นคือในขณะนี้ ศึกษา $r_M - r_f = 11 - 3 =$ ร้อยละ 8 ค่า $\sigma_M = 20\%$

ดังนั้น จากข้อมูลอัตราส่วน Sharpe สำหรับตลาดจะมีค่า 0.40 ดังนี้

$$\frac{E(r_M - r_f)}{\sigma_M} = \frac{8}{20} = .40$$

จะเห็นได้ว่าค่านี้เป็นมาตรวัดชี้ของการบริหารจัดการกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรับเพราะประยุกต์ใช้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของตลาดเป็นเกณฑ์มาตรฐาน การวิเคราะห์เพื่อกำหนดและเปรียบเทียบระหว่างกลยุทธ์เชิงรับและกลยุทธ์เชิงรุก

ภายใต้ตัวแบบ Treynor-Black ตามที่ผู้วิจัยได้บทวนแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องไว้ในบทที่ 2 มาตรวัดชี้กำลังสองจะแบ่งแยกผลประโยชน์จากกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทเชิงรับ (index Portfolios) S_M^2 กับกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกไว้ดังนี้

$$S_p^2 = \left[\frac{R_m}{\sigma_m} \right]^2 + \left[\frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}} \right]^2$$

จากข้อมูลในตารางที่ 2 นี้ มาตรวัดชี้กำลังสองของกลุ่มหลักทรัพย์ 3 หลักทรัพย์ประเภทเชิงรุกจะเป็น

$$S_p^2 = \left[\frac{.08}{.20} \right]^2 + \left[\frac{20.56}{82.62} \right]^2$$

$$= .16 + .0619 = .2219$$

$$\text{มาตรวัดชี้กำลังสอง } S_p = \sqrt{.2219}$$

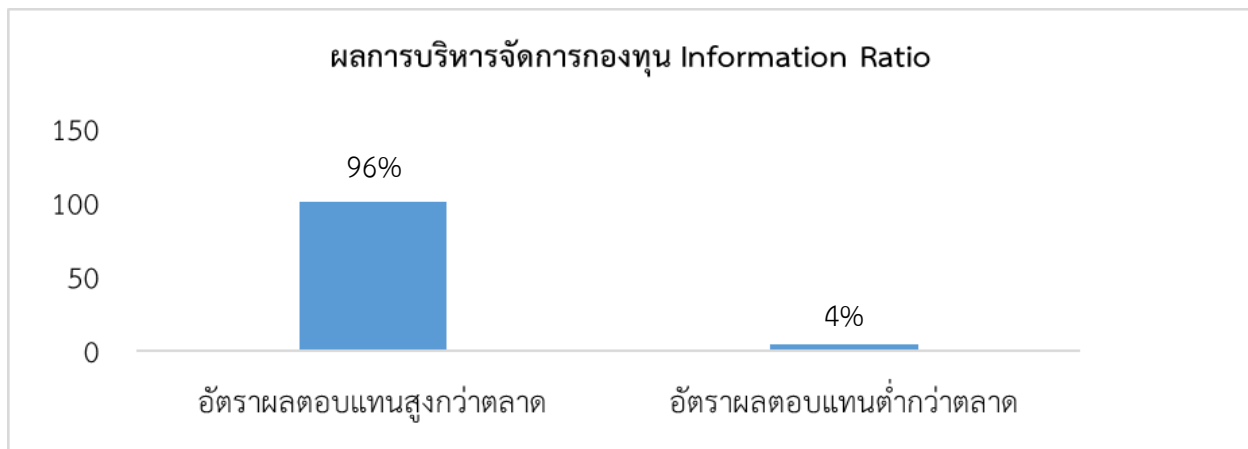
$$= .4711$$

จากการพิสูจน์ข้างบนนี้จึงเป็นที่ประจักษ์ว่า มาตรวัดชี้กำลังสองของกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทเชิงรุกมีค่า 0.4711 ซึ่งสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์เชิงรับ (Market Index Portfolio) ที่มีค่ามาตรวัดชี้กำลังสองเพียง 0.40

จากมาตรวัดชี้กำลังสอง (S_p^2) บ่งชี้ถึงวิธีสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนระดับดุลยภาพภายใต้กลยุทธ์เชิงรุก (Active Portfolio) หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนจะสามารถได้รับมูลค่าของมาตรวัดชี้กำลังสองในระดับสูงสุดจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน เมื่อกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการนั้นทำให้อัตราส่วน information ratio มีค่าสูงที่สุด นั่นคือจะต้องการให้อัตราส่วน $\frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}}$ มีค่าสูงสุด และอัตราส่วน Appraisal ratio $\frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}}$ จะบรรลุตำแหน่งสูงที่สุดได้

ผลการวิจัย

ส่วนที่ 1 Information Ratio เพื่อประเมินความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการเลือกหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่าระดับดุลยภาพได้เป็นผลสำเร็จมีผลทำให้นักลงทุนได้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาด ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ จำนวน 104 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 96 มีค่าอัตราส่วน AP (Appraisal Premium) เป็นบวก แสดงถึงผู้จัดการกองทุนสามารถบริหารเงินลงทุนด้วยการคัดสรรหลักทรัพย์ที่ทำให้ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าตลาด ส่วนอีกจำนวน 4 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 4 มีอัตราส่วน ap เป็นลบกล่าวคือได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2 ประเมินผลการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ โดยวิธีการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black

ส่วนที่ 2 ประเมินการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุน ประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ โดยวิธีการผสมผสานกลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ (Mix Active Portfolio With Passive Portfolio) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ Treynor- Black ratio (แสดงตัวอย่างผลการคำนวณที่ภาคผนวก)

คำนวณกลยุทธ์เชิงรุก

$$\begin{aligned}
 S_p^2 &= \left[\frac{R_m}{\sigma_m} \right]^2 + \left[\frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}} \right]^2 \\
 S_p^2 &= \left(\frac{0.35465}{3.47420} \right)^2 + \left(\frac{0.04812}{0.00377} \right)^2 \\
 &= 0.01042 + 162.68407 \\
 &= 162.69449 \\
 &= \sqrt{162.69449} \\
 &= 12.75518
 \end{aligned}$$

คำนวณกลยุทธ์เชิงรับ

$$\frac{E(r_M - r_f)}{\sigma_M}$$

$$= \left(\frac{.35465 - (-1.04972)}{3.47420} \right)$$

$$= 0.40423$$

จากการพิสูจน์ พบว่ามาตรวัดชาร์ฟของกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทเชิงรุกมีค่า 12.75518 ซึ่งสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์เชิงรับ (Market index portfolio) ที่มีค่ามาตรวัดชาร์ฟเพียง 0.40423 สรุปว่า กองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ มีการบริหารจัดการการลงทุนเชิงรุกมากกว่าเชิงรับ

ผลการวิจัย

ผลการประเมินการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ โดยวิธีการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black พบว่า อัตราส่วนระหว่างค่าแอลฟา (α_p) กับความเสี่ยงนอกระบบ σ_{ep} มีค่าส่วนเกินจากอัตราส่วน IR (Information Ratio) เป็นบวก จำนวน 101 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 96 ในกลุ่มตัวอย่าง นั้นหมายความว่าผู้จัดการกองทุนรวมใช้ความพยายามในการกระจายความเสี่ยงได้มีประสิทธิภาพเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าตลาด ยิ่งกองทุนใดมีค่า α_p สูงยิ่งมีประสิทธิภาพสูง ส่วนอีกจำนวน 4 กองทุน มีค่า α_p เป็นลบ นั้นหมายความว่าผู้จัดการกองทุนบริหารจัดการกองทุนในลักษณะกลยุทธ์เชิงรับซึ่งบริหารเลียนแบบตลาด ไม่พยายามทำการลงทุนที่จะให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เป็นตัวเปรียบเทียบ (Benchmarks)

ผลการประเมินการบริหารจัดการโดยการผสมผสานใช้กลยุทธ์เชิงรุกเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เชิงรับ (Mix Active Portfolio With Passive Portfolio) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ มาตรวัด Treynor- Black ratio พบว่า ผู้จัดการกองทุนที่ศึกษาสามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุก (Active Portfolio) เมื่อเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เชิงรับ (Passive Portfolio) กองทุนส่วนใหญ่สามารถบริหารจัดการกองทุนด้วยกลยุทธ์เชิงรุกมากกว่าบริหารด้วยกลยุทธ์เชิงรับถึงแม้ว่าตลาดทุนจะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพภายใต้ Efficient Market Hypothesis (EMH) แต่กองทุนรวมตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่จากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาส่วนใหญ่สามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุกได้เป็นผลสำเร็จ จากกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทเชิงรุกมีค่า 12.61 ซึ่งสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์เชิงรับ (Market Index Portfolio) ที่มีค่ามาตรวัดชาร์ฟเพียง 0.40 นั้นหมายความว่า ผู้จัดการกองทุนตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ มีทักษะที่สามารถบริหารจัดการกองทุนเพื่อได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติ (Abnormal Return) หรือเรียกได้ว่าผู้จัดการกองทุนรวมจะต้องสามารถทำการลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนอื่น ๆ ที่มีสถานะความเสี่ยงระดับเดียวกัน “Beat the Market”

อภิปรายผล

จากผลการศึกษาพบว่าตัวอย่างที่ศึกษากองทุนรวมกองทุนตราสารทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ในประเทศไทยมีความสามารถในการบริหารจัดการกองทุนด้วยกลยุทธ์เชิงรุกมากกว่ากลยุทธ์เชิงรับจากผลของค่า AP เป็นบวกถึงร้อยละ 96 แสดงผลถึงความมีประสิทธิภาพของการบริหารจัดการกองทุนรวม และประกอบกับผลการผสมผสานระหว่างการใช้กลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ (Mix Active Portfolio With Passive Portfolio) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ Treynor- Black ratio พบว่าส่วนใหญ่กองทุนที่ศึกษาสามารถบริหารจัดการกองทุนด้วยกลยุทธ์เชิงรุกมากกว่าเชิงรับ แสดงให้เห็นถึงการบริหารงานของผู้จัดการกองทุนด้วยการใช้ทักษะ (ไม่ใช่เพราะโชค) และมีความเป็นมืออาชีพให้ได้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาด แม้ว่าตลาดจะมีลักษณะที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) สาเหตุอาจเป็นเพราะประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนานักลงทุนรายย่อยเล็งเห็นความสำคัญของการลงทุนในกองทุนรวม โดยกองทุนรวมส่วนใหญ่จัดตั้งขึ้นจากสถาบันการเงินชั้นนำของประเทศ ดังนั้น ผู้จัดการกองทุนจึงมีการพัฒนาทักษะและบริหารกองทุนด้วยกลยุทธ์เชิงรุก เพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติ ซึ่งมีความสอดคล้องกับ Wermers (2000) ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกา พบว่า กองทุนที่ใช้นโยบายเชิงรุกด้วยวิธี High turnover สามารถได้รับผลตอบแทนในปี 2000 สูงกว่าดัชนีหลักทรัพย์ S&P 500 Index เป็นจำนวนมาก ข้อนี้แสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมสามารถบริหารจัดการกองทุนให้ได้รับ beat the market ได้

ข้อเสนอแนะ

1. ผู้จัดการกองทุนในฐานะเป็นผู้บริหารจัดการกองทุนต้องใช้ความเป็นมืออาชีพในการบริหารเงินลงทุนให้นักลงทุนรายย่อยได้รับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่าตลาดด้วยกลยุทธ์เชิงรุกมากกว่ากลยุทธ์เชิงรับ ซึ่งกลยุทธ์เชิงรับนั้นสามารถลอกเลียนแบบได้ง่ายจากตลาดทำให้นักลงทุนรายย่อยได้ผลตอบแทนที่คาดหวังค่อนข้างต่ำหรือเท่ากับตลาด
2. ผู้จัดการกองทุนรวมโดยทั่วไปควรมุ่งเน้นการบริหารจัดการในการลงทุนให้มีค่าแอลฟา (α) เป็นบวก เพราะถ้าค่าแอลฟา (α) เป็นศูนย์หรือเป็นลบแสดงว่าผู้จัดการกองทุนไม่ได้ใช้ทักษะในการบริหารกองทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุดเป็นการบริหารในลักษณะเชิงรับที่เป็นไปตามตลาดภาวะดุลยภาพหรือ Capital asset pricing model: CAPM จะส่งผลให้นักลงทุนรายย่อยไม่ได้รับประโยชน์สูงสุดจากการลงทุนในกองทุนรวม
3. กองทุนรวมโดยทั่วไปบริหารเงินลงทุนด้วยเงินลงทุนที่มีขนาดสูงและได้รับผลตอบแทนจาก Economy of scale ซึ่งนักลงทุนรายย่อยจะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนที่สูงหากผู้จัดการกองทุนในฐานะเป็นผู้บริหารจัดการกองทุนต้องใช้ความเป็นมืออาชีพในการบริหารเงินลงทุนให้นักลงทุนรายย่อยได้รับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่าตลาดด้วยกลยุทธ์เชิงรุกมากกว่ากลยุทธ์เชิงรับ ซึ่งกลยุทธ์เชิงรับนั้นสามารถลอกเลียนแบบได้ง่ายจากตลาดทำให้นักลงทุนรายย่อยได้ผลตอบแทนที่คาดหวังค่อนข้างต่ำหรือเท่ากับตลาด
4. การวิจัยครั้งต่อไปอาจวิเคราะห์ด้วยทฤษฎี option หรือศึกษาทฤษฎีตราสารอนุพันธ์อื่น เพื่อจะรู้ว่าในภาพความเป็นจริงกองทุนในประเทศไทยใช้กลยุทธ์เชิงรุกในระดับใด โดยนำผลงานวิจัยครั้งนี้สนับสนุนผลการศึกษา



เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2561). *ดัชนีตลาดหลักทรัพย์*. สืบค้นเมื่อ 10 พฤษภาคม 2563 สืบค้นจาก https://www.set.or.th/static/mktstat/Table_Index.xls?001.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2563). *FM_RT_001_S2 อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน (2548-ปัจจุบัน)*. สืบค้นเมื่อ 10 พฤษภาคม 2563 สืบค้นจาก https://www.bot.or.th/App/BTWS_STAT/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=223&language=TH
- มอร์นิ่งสตาร์ไคเร็ค. (2561). *สรุปภาพรวมกองทุนรวมปี 2018*. สืบค้นเมื่อ 10 พฤษภาคม 2563 สืบค้นจาก <https://1th.co/go4Nq4Nq4Nq>.
- Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, J. A. (2002). *Investments*. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, J. A. (2011). *Investments and Portfolio Management*. (9th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brown, K. C. & Reilly, F. (2009), *Analysis of Investments and Management of Portfolios*. (9th ed.). South Western Cengage Learning, Stamford, CT.
- Brown, S. J., Goetzmann, W., Ibbotson, R. G., & Ross, S. A. (1992). Survivorship bias in performance studies. *The Review of Financial Studies*, 5(4), 553-580.
- Fama, F.E. (1972), "Components of Investment Performance", *Journal of Finance*. 27(3), 551-567
- Jordan, D. J., Miller, W. T. & Dolvin, D. S. (2012). *Fundamentals of Investments: Valuation and management* (6th ed). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Roscoe. (1996). Cited in Kansiri Chanchaoen (2013). *Medical Research: Concept, Principle and Practic*. Nonthaburi: Pimpaluk.
- Sharpe, F. W. (1964), "Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.", *Journal of Business*, 19(3), 119-138.
- Thai Mutualfund. (2561). *Net Asset Value: NAV*. Retrieved May 10, 2020, from http://www.thaimutualfund.com/AIMC/aimc_navCenterDownload.jsp.
- Treynor, J. L. & Black, F. (1973). How to Use Security Analysis to Improve Security Selection. *Journal of Business*. 46(1), 233-265.
- Wermers, R. (2000). Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses. *Journal of Finance*. 55(4), 1655-1703.



Translated Thai References

Bank of Thailand. (2020). *FM_RT_001_S2 in the market Market (2005-present)*. Retrieved May 10, 2020, from https://www.bot.or.th/App/BTWS_STAT/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=223&language=TH. (in Thai)

Morningstar Direct. (2561). *List of items included in the year2018*. Retrieved May 10, 2020 from <https://1th.co/go4Nq4Nq4Nq>. (in Thai)

The Stock Exchange of Thailand. (2018). *Market Index*. Retrieved May 10, 2020, from https://www.set.or.th/static/mktstat/Table_Index.xls?001. (in Thai)