

บทที่ 2

กรอบแนวคิดทางทฤษฎีและเอกสารที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดทางทฤษฎีและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาโดยใช้พื้นฐานทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทน ใช้ข้อมูลรายเดือนซึ่งเป็นมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ตั้งแต่วันที่จดทะเบียนกองทุนของแต่ละกอง ถึง ปี 2553 ทั้งหมด 6 นโยบาย เพื่อหาอัตราผลตอบแทนของการลงทุนของกองทุนหุ้นระยะยาว และวัดประสิทธิภาพของผลตอบแทนจากการลงทุนของกองทุนฯ รายเดือน โดยใช้ตัวแปร Sharpe Index และวิธีการวิเคราะห์แบบสโตแคสติก ดอมิแนนซ์ (Stochastic Dominance) โดยเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของแต่ละนโยบาย เพื่อให้นักลงทุนสามารถเลือกตัดสินใจลงทุนในกองทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และได้รับความพอใจที่คาดหวังสูงสุด

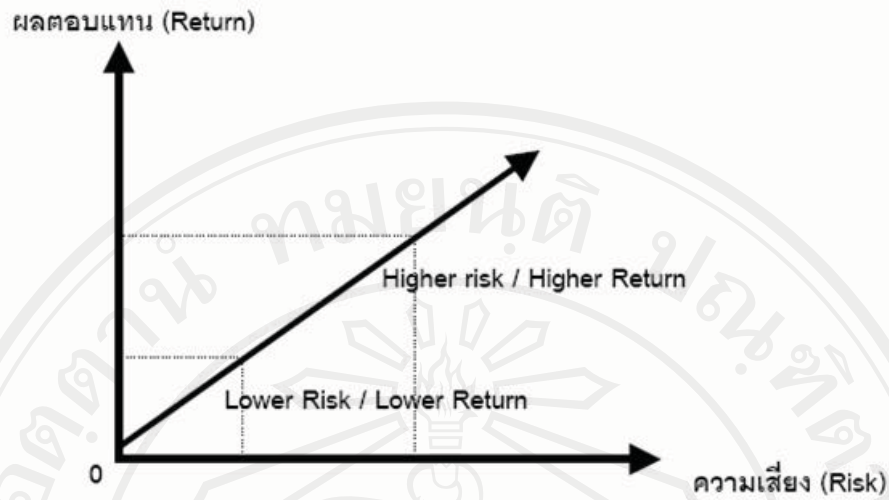
การศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนหุ้นระยะยาว ที่บริหารจัดการ โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ครั้งนี้ ผู้ศึกษาใช้แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

2.1.1 อรรถประโยชน์และความต้องการของผู้บริโภค (Utility and Consumer Demand)

จากพฤติกรรมในทางเศรษฐกิจของบุคคลนั้น อยู่บนพื้นฐานของทฤษฎีที่เกี่ยวกับการเลือก (Theory of choice) คือ ภายใต้สถานการณ์หนึ่งบุคคลจะทำการจัดการรายได้ที่เป็นตัวเงิน เพื่อซื้อสินค้าและบริการในอันที่จะทำให้เกิดอรรถประโยชน์หรือความพอใจสูงสุด ภายใต้งบประมาณที่มีอยู่จำกัด อย่างไรก็ตามเมื่อสถานการณ์ของการเลือกนั้นเผชิญกับความไม่แน่นอนบุคคลจะมีทางเลือกที่แตกต่างไปตามระดับของความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้น

2.1.2 ความเสี่ยงในการลงทุน (Investment Risk) ตามทฤษฎีของการลงทุนความเสี่ยงใน

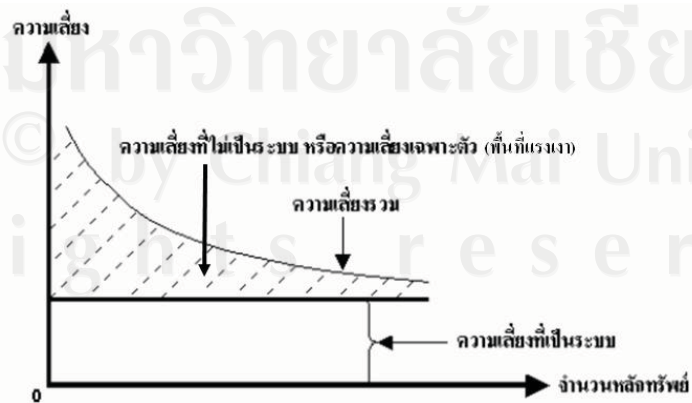
การลงทุน คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นได้รับจริง (Actual Return) คลาดเคลื่อนหรือเบี่ยงเบนหรือแตกต่างไปจากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นคาดหวังไว้ว่าจะได้รับ (Expected Return) ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน ระดับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินใด ๆ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับความเสี่ยง กล่าวคือ หากระดับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น ระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องแบกรับจากการลงทุนนั้นก็จะสูงขึ้นด้วยเสมอ ดังแสดงในรูปที่ 2.1



รูปที่ 2.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง
ที่มา : การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์ (พรอนงค์ บุญราตรีกุล, 2548)

ความเสี่ยงในการลงทุน มาจากปัจจัยสำคัญ 2 ประเภท ดังรูปที่ 2.2 คือ

1. ความเสี่ยงที่เกิดจาก ปัจจัยมหภาค (Macro Factors) ได้แก่ Pervasive Risk และ Systematic Risk เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดทุนโดยรวม จึงเป็นความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนไม่อาจจัดให้หมดไปจากการลงทุนนั้นได้
2. ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยจุลภาค (Micro Factors) ได้แก่ Unsystematic Risk หรือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงเฉพาะตัว ที่เมื่อเกิดขึ้นแล้วจะกระทบหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง โดยเฉพาะ ผู้ลงทุนสามารถจัดหรือลดความเสี่ยงประเภทนี้ได้ โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายตัวที่พิจารณาคัดเลือกอย่างถี่ถ้วนแล้ว



รูปที่ 2.2 แสดงความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ
ที่มา : การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์ (พรอนงค์ บุญราตรีกุล, 2548)

ความเสี่ยงของกลุ่มลงทุนจะพิจารณาผลกระทบที่มาจากกระจายความเสี่ยงในกลุ่มลงทุน หรือเรียกว่า Diversification Effect เข้ามาในการคำนวณความเสี่ยงรวมของกลุ่มลงทุนด้วย โดยพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์มีมากน้อย หรือเป็นไปในทิศทางเดียวกัน หรือตรงข้ามกัน

2.1.3 ความไม่แน่นอน (Uncertainty) พฤติกรรมภายใต้ความไม่แน่นอน (Behavior under Uncertainty) สมมติว่า utility function

- 1) มี single argument “wealth” วัดในรูปหน่วยที่เป็นเงิน
- 2) มีลักษณะเพิ่มขึ้นอย่างเข้มงวด
- 3) มีลักษณะที่ต่อเนื่องด้วย first and second - order derivatives ที่เป็นแบบต่อเนื่องด้วย

ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่งที่พึงพอใจ (Increasing Wealth Preference) ที่แสดงถึงความมั่งคั่ง ยิ่งมากยิ่งขึ้น จะพิสูจน์โดยใช้ฟังก์ชันความพอใจ คือ ถ้ามีความมั่งคั่งที่ดีกว่าก็จะถูกเลือก ดังนั้นฟังก์ชันความพอใจจะเป็นการเพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอ โดยที่ฟังก์ชันความพอใจจะมีการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่ง ถ้า $u'(w) \geq 0$ ที่ทุกๆ ค่าของ w : Wealth ด้วย มีอย่างน้อย 1 ค่าที่ไม่เท่าเทียมกัน

2.1.4 อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted return)

จากการตัดสินใจลงทุนอยู่ภายใต้ปัจจัย 2 ตัว คือ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยง การวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มการลงทุนจึงควรใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted return) เป็นตัวบ่งชี้ผลการดำเนินงาน แนวทางการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มการลงทุน โดยคำนึงถึงปัจจัยทางด้านอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นหลัก โดยใช้แนวคิดมาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe

2.1.5 มาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe

มาตรวัดของวิลเลียม ชาร์ป (William Sharpe, 1966:134) เป็นมาตรวัดที่พิจารณาอัตราผลตอบแทนส่วนชดเชยความเสี่ยงต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยง โดยรวม ดังนี้

$$S_{pi} = \frac{(\bar{R}_{pi} - \bar{R}_f)}{\sigma_{pi}}$$

โดยที่ S_{pi} = มาตรวัดของวิลเลียม ชาร์ป

\bar{R}_{pi} = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกองทุนหุ้นระยะยาวที่ i
ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง โดยที่ $i = 1, \dots, 6$

\bar{R}_f = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

σ_p = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนหุ้นระยะยาว
แต่ละกอง

มาตรวัดของ Sharpe เป็นการวัดผลการดำเนินงานของกองทุน โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว โดยความเสี่ยงที่ใช้ตามแนวความคิดนี้ได้แก่ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน ซึ่งมาตรวัด Sharpe จะมีความเหมาะสมในสถานการณ์ซึ่งกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนใดๆ เป็นเพียงกลุ่มหลักทรัพย์เดียวของผู้ลงทุน ซึ่งเปรียบได้กับการที่สมาชิกกองทุนสำรองเลี้ยงชีพนั้น สามารถเลือกลงทุนได้เพียงกองทุนเดียว ซึ่งความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะต้องได้รับมาก็คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนของกองทุนฯ ทั้งหมด ในกรณีนี้ ควรใช้มาตรวัดของ Sharpe วัดผลการดำเนินงานของกองทุนนั้น ๆ เนื่องจากมาตรวัดนี้ใช้ค่าความเสี่ยงรวมของกองทุนเป็นตัวปรับค่าอัตราผลตอบแทน

เนื่องจาก Sharpe Index เป็นมาตรวัดที่คำนวณโดยใช้หลักการปรับฐานของอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่เกิดขึ้นทั้งหมดให้อยู่บนฐานเดียวกัน (Risk Adjusted Basis) จึงสามารถนำไปใช้วัดผลการดำเนินงานของกลุ่มการลงทุนได้ ซึ่งถ้ากลุ่มการลงทุนที่มี ค่า Sharpe Index สูง จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า กลุ่มการลงทุนที่มี ค่า Sharpe Index ที่มีค่าต่ำกว่า

2.1.6 การวิเคราะห์โดยใช้ สโตแคสติก ดอมิแนนซ์ (Stochastic Dominance Analysis)

เป็นหลักการที่เกี่ยวกับการเลือกในสถานการณ์ที่มีความเสี่ยง เพื่อระบุสภาพความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในความชอบหลายๆ ทาง และแก้ปัญหาทางเลือกที่มีความเสี่ยง โดยการเปรียบเทียบกองทุนหรือกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนใดๆ ใช้แนวคิดที่มีข้อสมมุติที่ว่านักลงทุนเป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse) และผลตอบแทนกระจายตัวในโค้งปกติ (Normal Distribution) ในความเป็นจริงอาจไม่เป็นเช่นนั้น กล่าวคือนักลงทุนอาจจะเป็นผู้ที่ชอบความเสี่ยงก็ได้ ดังนั้นจึงมีแนวคิดในการเปรียบเทียบกองทุนหรือกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน เพื่อหลีกเลี่ยงข้อจำกัดของข้อสมมุติดังกล่าว สโตแคสติก ดอมิแนนซ์ จะทำการตั้งสมมติฐานต่างๆ ดังนี้

- 1) แต่ละบุคคลคาดหวังความพอใจสูงสุด
- 2) ทำการเปรียบเทียบ 2 ทางเลือก โดยที่ทางเลือกเหล่านั้นไม่ได้มีการรวมตัวกันแบบโค้งหงาย จึงจะถูกเลือกได้
- 3) การวิเคราะห์แบบสโตแคสติก ดอมิแนนซ์ ถูกพัฒนาขึ้นบนพื้นฐานของที่น่าจะเป็นของการกระจายของตัวแปรสุ่มต่างๆ

เพื่อใช้จัดลำดับกิจกรรมที่มีความไม่แน่นอน เช่น การกระจายค่าความน่าจะเป็น ซึ่งใช้ข้อจำกัดเพียงเล็กน้อยในการพิจารณาฟังก์ชันความพอใจของผู้ตัดสินใจ เพราะไม่ต้องการรูปแบบ

ฟังก์ชันความพอใจที่เจาะจง และไม่ต้องการข้อสมมติที่เกี่ยวกับการกระจายค่าความน่าจะเป็นของผลลัพธ์ที่ได้ ดังนั้นจึงใช้กฎการตัดสินใจทั่วไป โดยสโทแคสติก ดอมิแนนซ์ จะสมมติให้แต่ละบุคคลคาดหวังความพอใจของความมั่งคั่งที่สูงสุด

กำหนดให้ x คือ ระดับความมั่งคั่ง
 $f(x)$ คือ ฟังก์ชันความน่าจะเป็นของแต่ละระดับความมั่งคั่งของทางเลือก f
 $g(x)$ คือ ฟังก์ชันความน่าจะเป็นของแต่ละระดับความมั่งคั่งของทางเลือก g
 $u(x)$ คือ ฟังก์ชันอรรถประโยชน์

สามารถเขียนความพอใจที่คาดหวังระหว่างทางเลือกที่คาดหวังแตกต่างกัน ดังนี้

$$\int_{-\infty}^{\infty} u(x)f(x)dx - \int_{-\infty}^{\infty} u(x)g(x)dx$$

เขียนได้เป็น

$$\int_{-\infty}^{\infty} u(x)(f(x) - g(x))dx$$

ถ้าชอบทางเลือก f มากกว่าทางเลือก g เครื่องหมายหน้าพจน์จะเป็นบวก

ถ้าชอบทางเลือก g มากกว่าทางเลือก f เครื่องหมายหน้าพจน์จะเป็นลบ

2.1.7 สโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1 (First Order Stochastic Dominance: FSD)

สโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1 (ในรูปที่ 2.3) เป็นการวัดความพอใจที่มีข้อสมมติในการอ้างอิง เพราะข้อสมมติต่างๆ จะเป็นของนักลงทุนผู้ที่ชอบที่จะได้รับเงิน หรือถือเงินมากกว่าที่จะได้เงินจำนวนน้อย และไม่ได้รับความพึงพอใจในปัญหาที่จะแก้ไขได้ ซึ่งแนวคิดนี้ได้นำเสนอโดย Hader, J. and Russell, W. (1969) โดยนำเสนอการมาอินทิเกรต

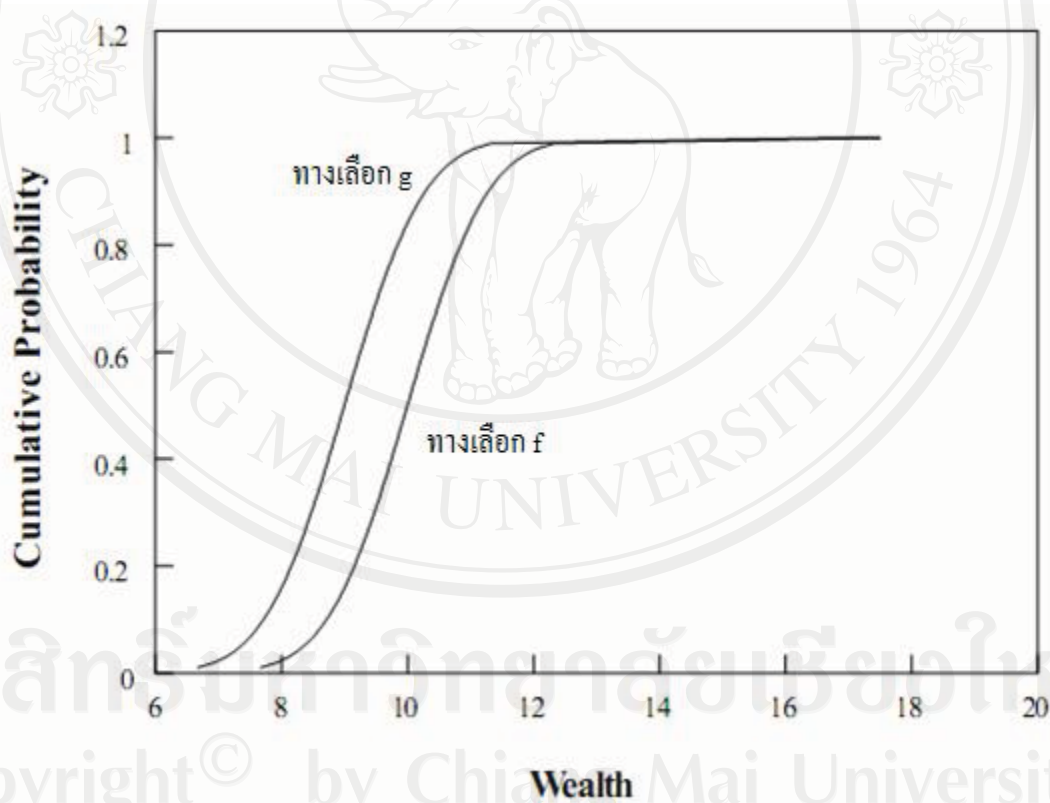
กำหนดให้ $F(x) = \int_{-\infty}^x f(x)dx$ และ $G(x) = \int_{-\infty}^x g(x)dx$

ดังนั้น $[u(x)(F(x) - G(x))] - \int_{-\infty}^x u'(x)(F(x) - G(x))dx$

เนื่องจากพจน์ทางด้านซ้ายมืออยู่ทางซ้ายของการกระจายของความน่าจะเป็น ที่ความน่าจะเป็นของความถี่สะสมเท่ากับศูนย์ ดังนั้นทำการอินทิเกรตบางส่วน (Integrate by Part) จะได้

$$-\int_{-\infty}^{\infty} u'(x)(f(x) - g(x))dx$$

โดยเพิ่มข้อสมมติเข้าไปเพื่อกำหนดเครื่องหมายของสมการ เช่น สมมติว่ายังไม่ได้รับความพึงพอใจ โดยชอบความพอใจมากกว่า $u'(x) > 0$ ที่ทุกๆ x ดังนั้นพจน์นี้จึงมีเครื่องหมายเป็นบวกเสมอ แสดงว่านำเครื่องหมายมาจากพจน์ของ $F(x) - G(x)$ ซึ่งแสดงความแตกต่างระหว่างความน่าจะเป็นของการกระจายแบบสะสม ซึ่งสามารถเพิ่มสมมติฐานเข้าไปอีกว่าความแตกต่างระหว่าง $F(x)$ และ $G(x)$ เป็นค่าลบหรือศูนย์ ที่ทุกๆ ค่าของ x ดังนั้นเส้นการกระจายของทางเลือก f จะนูนหรือมีแนวโน้มอยู่ทางขวามือของความน่าจะเป็นแบบสะสมของทางเลือก g ที่ระดับความมั่งคั่งเท่ากับ 7 จะมีพื้นที่ใต้กราฟของการกระจาย $g(x)$ ที่มากกว่า $f(x)$ ที่ทุกๆ ระดับของ x โดยที่ $F(x) \leq G(x)$ แสดงถึงคุณสมบัติที่ว่าค่าเฉลี่ยของความมั่งคั่งของทางเลือก f จะมากกว่าทางเลือก g และที่ทุกๆ ระดับของความน่าจะเป็นที่จะได้รับความมั่งคั่งอย่างน้อยที่สุดภายใต้ทางเลือก f จะมากกว่าทางเลือก g



รูปที่ 2.3 แสดงการวิเคราะห์โดยใช้สโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1

ที่มา : Ranking mutual funds using unconventional utility theory and stochastic dominance (Vinod, H. D., 2004)

ดังนั้นระหว่างการกระจายที่มีความเสี่ยงของ 2 ทางเลือกที่ทุกๆ ระดับความพอใจที่สูงสุด ดังนั้นความน่าจะเป็นของการกระจายของทางเลือก f จะมีอำนาจดีกว่าทางเลือก g สรุปได้ว่า

ทางเลือก f มีลักษณะเด่นเหนือทางเลือก g โดยใช้สโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1 ดังรูปที่ 2.3 เมื่อผู้ที่ตัดสินใจมีความพอใจในความมั่งคั่งหน่วยสุดท้ายเป็นบวก ที่ทุกระดับของ x ($u'(x) > 0$) และที่ทุกๆ ความน่าจะเป็นสะสมของค่า x ภายใต้การกระจายของ $f(x) \leq g(x)$ ถ้ามีการกระจายของผลตอบแทนด้วยความถี่สะสม (Cumulative Distribution Function: CDF) ดังนั้นทางเลือก f จะให้ผลตอบแทนสูงกว่าทางเลือก g หรือทางเลือก f เด่นกว่าทางเลือก g โดยใช้สโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1 จะเขียนได้เป็น

$$F \geq_1 G \text{ ถ้า } F(x) \leq G(x) \text{ ที่ระดับ } x \text{ ใดๆ } x \in [-\infty, \infty]$$

ซึ่งการกระจายค่าความน่าจะเป็นแบบสะสม (Cumulative Probability: CP) ของทางเลือก f จะอยู่ทางขวามือของทางเลือก g เสมอที่ทุกๆ ระดับของ x ความน่าจะเป็นแบบสะสมของ x ที่ทางเลือก f จะได้รับระดับความมั่งคั่งที่สูงกว่าหรือดีกว่าทางเลือก g หมายความว่า การกระจายแบบสะสมของทางเลือกทั้ง 2 ต้องไม่เท่ากัน นักลงทุนมีค่าจะคาดหวังของผลตอบแทน (Expected Return) ของทางเลือก f ที่มากกว่าทางเลือก g (Vinod, H.D., 2004)

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

นัทที กัลชาญพิเศษ (2541) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการสร้างและการบริหารกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2536-2539 โดยสร้างกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่ประกอบด้วย กลุ่มสินทรัพย์เสี่ยง และสินทรัพย์ไม่เสี่ยง โดยคัดเลือกมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ แล้วคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุดในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มสื่อสาร กลุ่มสิ่งพิมพ์ กลุ่มยานยนต์ กลุ่มพลังงานกลุ่มโรงพยาบาล กลุ่มอาหาร แล้วนำมาสร้างกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนส่วนเพิ่มต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ได้เป็นกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน ซึ่งประกอบด้วยหลักทรัพย์ดังนี้ BBL, SHIN, TFB, MGR, LH, DS โดยพิจารณาหลักทรัพย์ไม่มีความเสี่ยงจากผลตอบแทนจากการฝากเงินแบบประจำ 3 เดือน ซึ่งให้อัตราดอกเบี้ยสูงสุด ณ ขณะนั้น โดยศึกษาจากแนวคิดจากการบริหารแบบแอกทีฟ พบว่ากลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่เหมาะสมตามแนวคิดแบบแอกทีฟ ให้ผลตอบแทนร้อยละ 53.33 ต่อปี ขณะที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ร้อยละ 3.2 ต่อปี และ กลุ่มสินทรัพย์ลงทุนที่สร้างขึ้นมีประสิทธิภาพดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ ทั้งการวัดแบบ Sharpe วัดผลตอบแทนส่วนเพิ่มต่อความเสี่ยงรวม และ Treynor วัดผลตอบแทนส่วนเพิ่มต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ

พิเชษฐ โพธิ์จรยากุล (2545) ได้ทำการศึกษาถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมทั่วไปที่เปิดดำเนินงาน และมีการลงทุนในประเทศไทยที่อยู่ภายใต้การบริหารของบริษัทจัดการ

กองทุนรวม 14 บริษัท ตั้งแต่เดือนมิถุนายนปี พ.ศ. 2540 ถึงเดือนธันวาคม ปี พ.ศ. 2544 การศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมมีอัตราต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ทั้งนี้เนื่องจากว่าช่วงเวลาที่ศึกษาประเทศไทยกำลังเข้าสู่ภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจ ทำให้ผลที่ได้จากการศึกษาไม่สอดคล้องกับทฤษฎี การศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนและผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวเป็นส่วนใหญ่ โดยมีค่าเบต้ารวม น้อยกว่า 1 แสดงว่า กองทุนส่วนใหญ่จะมีการปรับตัวที่ช้ากว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแบบหน่วยลงทุนและตราสารหนี้ จะให้ค่าเฉลี่ยเบต้าที่น้อยจนถึงติดลบ

ภวิษฐ์พร วงศ์ศักดิ์ (2549) ทำการศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศโดยมีกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศที่ใช้ในการศึกษา 17 กองทุน ใช้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรายสัปดาห์ ระยะเวลาตั้งแต่ เมษายน พ.ศ. 2545 ถึง ธันวาคม พ.ศ.2548 การวิเคราะห์ใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (capital asset pricing model : CAPM) จากการทดสอบข้อมูลโดยวิธียูนิทรูท พบว่าข้อมูลอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศทุกกองทุนมีลักษณะหนึ่ง การหาค่าความเสี่ยง (β) พบว่า กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ 13 กองทุน มีค่าความเสี่ยง (β) เป็น บวก แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนอีก 4 กองทุนที่เหลือ มีความเสี่ยง(β) เป็น ลบแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของตลาด และจากการหาค่าความเสี่ยง พบว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศทั้ง 17 กองทุน มีค่าความเสี่ยง (β) น้อยกว่า 1 ทั้งหมด แสดงว่ามีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกองทุนในอัตราที่น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด จึงเรียกได้ว่าเป็นกองทุนประเภทปรับตัวช้า เมื่อนำอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศแต่ละกองทุนมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง พบว่า กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ เภมียณสุข (ตราสารหนี้) และ โครงการจัดการกองทุนเปิดโกลบอล บาลานซ์ ฟันด์ ออฟฟันด์ เป็นกองทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ส่วนกองทุนที่เหลืออีก 15 กองทุน ให้อัตราผลตอบแทนที่น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

วรัณญา นวะมะรัตน์ (2550) ศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนรวม เพื่อวิเคราะห์และเปรียบเทียบหากองทุนที่มีผลตอบแทนมาก หน่วยลงทุนดีที่สุด ความเสี่ยงต่ำที่สุด และสามารถบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ที่สุดเพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวม ในการศึกษาได้นำแนวความคิดพื้นฐานทฤษฎีแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) และประยุกต์ใช้แบบจำลองของ Sharpe Index, Treynor Index และ Jensen Index เพื่อวัดความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุน โดยคัดเลือกกองทุนเปิดตราสารทุนที่มีนโยบายการจ่ายปันผล จำนวน 10 กองทุน ที่มีระยะเวลา ในการดำเนินงานอยู่ในช่วงเดือน มกราคม พ.ศ. 2546 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2549 ซึ่งเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดี เฉลี่ยร้อยละ 5.7 ต่อปี ผลการศึกษาเมื่อพิจารณาเป็นรายกองทุน 22 พบว่ากองทุนที่มีผลตอบแทนดีที่สุด คือ กองทุนเปิด ทิสโก้หุ้นทุนปันผล (TISCOEDF) ส่วนกองทุนที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุด คือ กองทุนรวม วรรณพลัสวรรณ (ONE+1) หากพิจารณาทางด้านความเสี่ยง พบว่ากองทุนที่มีค่าความเสี่ยงสูงสุด คือ กองทุนเปิดทิสโก้หุ้นทุนปันผล (TISCOEDF) กองทุนที่มีค่าความเสี่ยงต่ำที่สุด คือ กองทุนเปิดธนาวรรณ (THANAI) จากการศึกษาทางด้านอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ผลการศึกษาเป็นไปตามทฤษฎีที่ว่าผลตอบแทนสูงความเสี่ยงสูง (High Risk High Return) ในส่วนของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของตลาด มีความสัมพันธ์กันอย่างน้อยสำคัญ 8 กองทุนจากทั้งหมด 10 กองทุน โดยมีกองทุนที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 จำนวน 4 กองทุน แสดงว่าเป็นกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปรับตัวเร็ว (Aggressive Fund) ส่วนกองทุนที่มีค่าเบต้าน้อยกว่า 1 มี 4 กองทุน แสดงว่าเป็นกองทุนประเภทปรับตัวช้า (Defensive Fund)

Surang Mainkamnurd (1996) ได้ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 51 กองทุน ในช่วงปี ค.ศ. 1992 – 1995 โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์รวม 168 สัปดาห์ มาตรฐานที่ใช้ได้แก่ มาตรฐานของ Sharpe มาตรฐานของ Treynor และมาตรฐานของ Jensen ส่วนเกณฑ์เปรียบเทียบนั้น ใช้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง โดยอัตราผลตอบแทนตลาดส่วนเกินคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดที่คำนวณจากดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงที่ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมมีผลงานดำเนินงานที่ต่ำกว่าผลการดำเนินงานของตลาด ซึ่งผู้วิจัยชี้ว่ากองทุนรวมควรกระจายความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบออกไป นอกจากนั้นยังพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ใช้มาตรฐานของ Sharpe และมาตรฐานของ Treynor ให้ผลที่คงเส้นคงวาตลอดช่วงเวลา

การศึกษา อันสรุปได้ว่า ผู้ลงทุนสามารถใช้ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวมเป็นข้อมูลเพื่อการตัดสินใจลงทุนได้