



Equity Portfolio Management

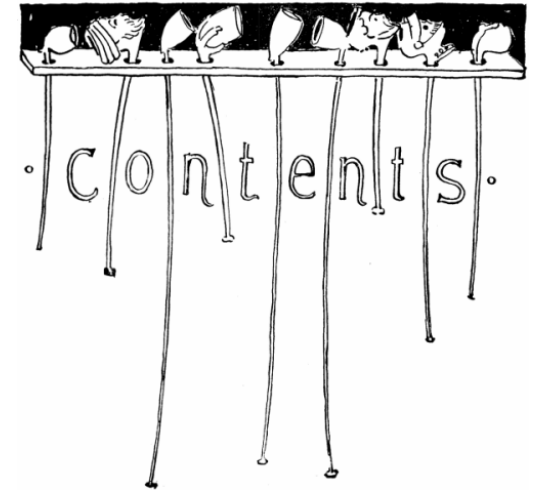
ผศ.ดร.ณัฐวุฒิ คุ้มมนเถียรชัย, CFA



- **Email:**
 - ❑ fbusnwk@ku.ac.th
- **Homepage:**
 - ❑ <http://fin.bus.ku.ac.th/nattawoot.htm>
- **Phone:**
 - ❑ 02-9428777 Ext. 1212
- **Mobile:**
 - ❑ 087- 5393525
- **Office:**
 - ❑ 9th floor, KBS Building 4

หัวข้ออภิปราย

- บทบาทของตราสารทุนในพอร์ตลงทุน
- วิธีการลงทุนในตราสารทุน
- การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน
- การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน
- การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน



เอกสารอ้างอิง

- CFA Program Curriculum
2016 - Level III – Volume
4: Fixed Income and
Equity Portfolio
Management
 - Reading 23: Equity Portfolio
Management



บทบาทของตราสารทุนในพอร์ต

Pension's Equity Allocations (Selected Major Markets)				
	Equity	Bonds	Real Estate and Alternative Assets	Cash
Australia	49%	14%	25%	12%
Canada	41	36	21	2
Japan	37	56	4	3
Netherlands	33	50	16	1
Switzerland	28	35	29	8
United Kingdom	55	35	7	3
United States	49	27	24	0
Average	47	33	19	1
Source: Towers Watson Global Pension Asset Study 2011, available at www.towerswatson.com .				

บทบาทของตราสารทุนในพอร์ต

- ประโยชน์ของตราสารทุนในพอร์ตลงทุน
 - การปกป้องนักลงทุนจากภาวะเงินเฟ้อ
 - กำไรของบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามภาวะเงินเฟ้อ
 - อุปสรรค
 - การรายงานผลกำไรเกินจริงของบางบริษัท
 - ภาษีเงินได้นิติบุคคลและภาษีกำไรจากส่วนต่างราคาไม่ได้ถูกปรับตามเงินเฟ้อ ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อลดผลตอบแทนที่แท้จริงหลังภาษีของนักลงทุน นอกจากราคาหุ้นจะลดลงมาเพื่อสะท้อนปฏิสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อและภาษี
 - ความสามารถของบริษัทในการส่งต่อเงินเฟ้อไปสู่ผู้บริโภค (ผ่านการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าและรายได้) มักจะแปรผกผันกับระดับการแข่งขันด้านราคาในกลุ่มอุตสาหกรรมของตนเอง

บทบาทของตราสารทุนในพอร์ต

- ประโยชน์ของตราสารทุนในพอร์ตลงทุน
 - ช่วยให้พอร์ตลงทุนเติบโต
 - สถิติในอดีตบ่งชี้ว่าอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงในระยะยาวของตราสารทุนสูงกว่าตราสารหนี้



บทบาทของตราสารทุนในพอร์ต

Equity Real Rates of Return, 1900 – 2010		
Country	Geometric Mean	Standard Deviation
Australia	7.7%	18.2%
Belgium	2.5	23.6
Canada	5.9	17.2
Denmark	5.1	20.9
Finland	5.4	30.3
France	3.1	23.5
Germany (excludes 1922-23)	3.1	32.2
Ireland	3.8	23.2
Italy	2.0	29.0
Japan	3.8	29.8
The Netherlands	5.0	21.8
New Zealand	5.8	19.7
Norway	4.2	27.4
South Africa	7.3	22.6
Spain	3.6	22.3
Sweden	6.3	22.9
Switzerland	4.2	19.8
United Kingdom	5.3	20.0
United States	6.3	20.3
World	5.5	17.7
Source: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011. Dimson, Marsh, and Staunton (2011).		

วิธีการลงทุนในตราสารทุน

- การบริหารกองทุนตราสารทุนแบบเชิงรับ (passive management)
 - นักลงทุนไม่พยายามเปลี่ยนแปลงหลักทรัพย์ที่ถือครองเพื่อให้สะท้อนถึงการคาดการณ์การลงทุนส่วนตัว
 - มักจะใช้วิธีเลียนแบบดัชนี ในการสร้างพอร์ตลงทุนเพื่อเลียนแบบผลตอบแทนการของดัชนีอ้างอิง
 - เมื่อใดที่หุ้นถูกเพิ่มหรือถูกถอดออกจากดัชนี หรือเมื่อนำหนักของหุ้นในดัชนีเปลี่ยนไปจากปรากฏการณ์บางอย่าง (เช่น การซื้อหุ้นคน หรือ SEO) พอร์ตจะต้องถูกปรับให้สอดคล้อง

วิธีการลงทุนในตราสารทุน

- การบริหารกองทุนตราสารทุนแบบเชิงรุก (active management)
 - ต้องการเอาชนะผลประกอบการของพอร์ตที่ใช้เป็นตัวชี้วัด (benchmark) ซึ่งโดยทั่วไปจะเป็นดัชนีราคาหุ้น
 - ทำได้ด้วยการคัดเลือกหุ้นจากส่วนประกอบของดัชนีอ้างอิง โดยถือหุ้นที่นักลงทุนคาดว่าจะมีผลประกอบการดีกว่าตัวชี้วัดในภาพรวม และหลีกเลี่ยงหุ้นที่คาดว่าจะมีผลประกอบการแย่กว่าตัวชี้วัดในภาพรวม

วิธีการลงทุนในตราสารทุน

- การบริหารกองทุนตราสารทุนแบบผสม (semiactive management)
 - ต้องการเอาชนะผลประกอบการของดัชนีอ้างอิง แต่ต้องการให้พอร์ตลงทุนสะกดรอยความเสี่ยงของดัชนีอ้างอิงด้วย
 - ออกแบบพอร์ตให้มีความผันผวนของผลตอบแทนไม่ต่างจากของตัวชี้วัดมากนัก

วิธีการลงทุนในตราสารทุน

- มาตรการวัดผลประกอบการของพอร์ตตราสารทุนเทียบกับตัวชี้วัด
 - ผลตอบแทนเชิงรุก (active return)
 - ผลตอบแทนของพอร์ตลงทุนส่วนที่เกินจากผลตอบแทนของพอร์ตที่ใช้เป็นตัวชี้วัด
 - ความเสี่ยงเชิงรุก (active risk)
 - หรือความเสี่ยงสะกดรอย (tracking risk) เป็นค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนเชิงรุก

วิธีการลงทุนในตราสารทุน

- มาตรการวัดผลประกอบการของพอร์ตตราสารทุนเทียบกับตัวชี้วัด
 - อัตราส่วนข้อมูล (information ratio)
 - อัตราส่วนระหว่างผลตอบแทนเชิงรุกกับความเสี่ยงเชิงรุก ซึ่งจะวัดระดับของประสิทธิภาพจากการที่ความเสี่ยงเชิงรุกจะเปลี่ยนเป็นผลตอบแทนเชิงรุกให้แก่นักลงทุน
 - นักลงทุนเชิงรับจะเชื่อว่าตลาดหุ้นมีประสิทธิภาพ และไม่เชื่อว่าการวิจัยหุ้นจะเพิ่มผลตอบแทนได้เพียงพอที่จะชดเชยต้นทุนของการวิจัยและต้นทุนธุรกรรม นักลงทุนเชิงรุกจะคิดตรงกันข้าม ส่วนนักลงทุนเชิงผสมจะเชื่อว่าเขาสามารถหาข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นที่ยังไม่ได้ถูกสะท้อนออกมาทางราคาได้ แต่จะทำโดยที่จำกัดความเสี่ยงสะกดรอยเอาไว้

วิธีการลงทุนในตราสารทุน

- มาตรการวัดผลประกอบการของพอร์ตตราสารทุนเทียบกับตัวชี้วัด

Indexing, Enhanced Indexing, and Active Approaches: A Comparison			
	Indexing	Enhanced Indexing	Active
Expected active return	0%	1% - 2%	2%+
Tracking risk	<1%	1% - 2%	4% +
Information ratio*	0	0.75	0.50
*Estimated values expected of first-quartile portfolio managers.			

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ William F. Sharpe (1991)

- อธิบายว่าทำไมนักลงทุนโดยเฉลี่ยแล้วไม่ควรหวังที่จะเอาชนะดัชนีราคาหุ้น
 - ก่อนหักต้นทุน ผลตอบแทนของกองทุนที่โดยเฉลี่ยแล้วถูกบริหารแบบเชิงรุก จะเท่ากับผลตอบแทนของกองทุนที่โดยเฉลี่ยแล้วถูกบริหารแบบเชิงรับ
 - ก่อนหักต้นทุน ผลตอบแทนของกองทุนที่โดยเฉลี่ยแล้วถูกบริหารแบบเชิงรุก จะน้อยกว่าผลตอบแทนของกองทุนที่โดยเฉลี่ยแล้วถูกบริหารแบบเชิงรับ
 - กองทุนที่บริหารแบบเชิงรับที่ผ่านมามีการหมุนเวียนพอร์ตและค่าบริหารที่ค่อนข้างต่ำ ซึ่งทำให้เกิดประสิทธิภาพด้านภาษี

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ข้อดีของ indexing

- ประสิทธิภาพของข้อมูลด้านราคาของตลาดตราสารทุนของบริษัทขนาดใหญ่ ทำให้วิธีเลียนแบบดัชนีได้เปรียบ
- ในตลาดตราสารทุนของบริษัทขนาดเล็กที่มีประสิทธิภาพน้อย การบริหารเชิงรุกอาจสร้างโอกาสในการหาผลตอบแทนเพิ่ม แต่ก็มาพร้อมกับต้นทุนในการทำธุรกรรมที่สูงขึ้น
- การเลียนแบบดัชนีเป็นทางเลือกที่ดีในการเข้าไปลงทุนในตลาดที่นักลงทุนไม่คุ้นเคยมากนัก

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

- ตัวชี้วัดที่ดีนอกจากจะใช้วัดผลประกอบการของพอร์ตลงทุนแล้ว จะต้องเป็นตัวแทนจรรยาบรรณการลงทุนของผู้จัดการกองทุนด้วย
 - เช่น ถ้าตัวชี้วัดคือดัชนี S&P 500 ผู้จัดการกองทุนมีแนวโน้มสูงที่จะไม่ลงทุนในหุ้นประเทศรัสเซีย
- ใช้วัดผลตอบแทนของตลาด เพื่อเป็นฐานของการสร้างกองทุนเลียนแบบดัชนี หรือเพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น หรือเพื่อวิเคราะห์ทางเทคนิค และวัดระดับความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นที่สนใจ

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ตัวบ่งชี้ลักษณะของดัชนี

- ขอบเขตของจักรวาลหุ้นที่เป็นส่วนประกอบดัชนี
- เกณฑ์ในการคัดเลือกหุ้นเข้าเป็นส่วนประกอบดัชนี
- วิธีคิณน้ำหนักรของส่วนประกอบดัชนีแต่ละตัว
- วิธีคิดผลตอบแทน

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ทางเลือกในการคิดน้ำหนักของส่วนประกอบดัชนี

■ ราคาตลาด (price weighted)

- ใช้ราคาตลาดเป็นตัวบ่งชี้น้ำหนักของส่วนประกอบดัชนีแต่ละตัว
- ค่าดัชนี = ผลรวมของราคาของส่วนประกอบดัชนีทั้งหมด ÷ จำนวนส่วนประกอบดัชนี
 - ถ้ามีการแตกพาร์หรือการเปลี่ยนแปลงส่วนประกอบของดัชนี จะต้องมีการปรับสูตรให้สอดคล้องกับเหตุการณ์ด้วย
- ผลประกอบการของดัชนีที่คิดจากราคาตลาดจะสะท้อนถึงผลประกอบการของพอร์ตลงทุนที่สร้างโดยการถือหุ้นที่เป็นส่วนประกอบดัชนีอย่างละ 1 หุ้น

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ทางเลือกในการคิदन้าหนักของส่วนประกอบดัชนี

■ ราคาตลาด (price weighted)

- ดัชนีที่คิดจากราคาตลาดมักจะเอนเอียงไปยังหุ้นที่มีราคาสูงสุด
- ข้อดีคือความง่ายของการคิดค่าดัชนี และความง่ายของการสร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนีดังกล่าว

■ มูลค่าตลาด (value weighted)

- ใช้มูลค่าตลาด (market cap = ราคาหุ้น $\times$ จำนวนหุ้น) คิदन้าหนักส่วนประกอบดัชนี
- น้ำหนักของหุ้น i = มูลค่าตลาดของหุ้น $i \div$ มูลค่าตลาดของส่วนประกอบดัชนีทั้งหมดรวมกัน

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ทางเลือกในการคิดน้ำหนักของส่วนประกอบดัชนี

■ มูลค่าตลาด (value weighted)

- ผลประกอบการของดัชนีที่คิดจากราคาตลาดจะสะท้อนถึงผลประกอบการของพอร์ตลงทุนที่สร้างโดยการซื้อหุ้นที่เป็นตัวประกอบดัชนีทุกๆ หน่วยที่ถูกออกโดยบริษัทที่เป็นเจ้าของหุ้น เช่น ถ้าหุ้น i เป็นส่วนประกอบดัชนีตัวหนึ่ง และบริษัท i มีหุ้นที่ชำระแล้ว (outstanding shares) ทั้งหมด N หุ้น พอร์ตเลียนแบบดัชนีที่คิดจากมูลค่าตลาดจะเป็นพอร์ตที่ถือหุ้น i ทั้งหมด N หุ้น
- ดัชนีที่คิดจากมูลค่าตลาดจะปรับตัวเองถ้ามีการแตกพาร์ (stock split) หรือการรวมหุ้น (reverse stock split) หรือการจ่ายปันผล เนื่องจากเหตุการณ์ดังกล่าวจะถูกสะท้อนออกมาทั้งในแง่ของจำนวนหุ้นที่ชำระแล้วและราคาหุ้น

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ทางเลือกในการคิดน้ำหนักของส่วนประกอบดัชนี

■ มูลค่าตลาด (value weighted)

- นิยมปรับค่าดัชนีที่คิดจากมูลค่าตลาดด้วยจำนวนหุ้นที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงเพื่อการซื้อขายได้ปกติ (free float) โดยการปรับแต่งดังกล่าวมักจะยกเว้นการถือหุ้นไขว้ระหว่างบริษัท (corporate cross-holding) การถือหุ้นขนาดใหญ่ของผู้ก่อตั้งบริษัท และการถือหุ้นของรัฐบาลในกิจการที่เป็นรัฐวิสาหกิจ โดยดัชนีที่ปรับแต่งด้วย free float จะถูกเรียกว่า float-weighted index และจะสะท้อนถึงผลประกอบการของพอร์ตลงทุนที่สร้างขึ้นด้วยการถือหุ้นที่เป็นตัวประกอบดัชนีทุกๆ หน่วยที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงเพื่อการซื้อขายได้ปกติ

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ทางเลือกในการคิดน้ำหนักของส่วนประกอบดัชนี

■ มูลค่าตลาด (value weighted)

- ดัชนีที่คิดจากมูลค่าตลาดเอนเอียงเข้าหาหุ้นของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด โดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ที่อยู่ในตลาดมาเป็นเวลานาน และบริษัทที่มีมูลค่าสูงเกินไป (overvalued) ซึ่งราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นมาในช่วงที่ผ่านมาเยอะที่สุด ผลจากความเอนเอียงดังกล่าว ทำให้นักวิชาการหลายรายเสนอให้ปรับ market cap ตามพื้นฐานของตัวประกอบดัชนี เช่น ปรับค่า market cap ลงมา ถ้า PE ของตัวประกอบสูงเกินค่ามาตรฐาน ฯลฯ
- ข้อเสียของพอร์ตที่เลียนแบบดัชนีที่คิดจากมูลค่าตลาด ได้แก่ พอร์ตอาจประกอบด้วยหุ้นไม่กี่ตัว ทำให้ไม่มีการกระจายความเสี่ยงน้อยไป และอาจขัดกับกฎเกณฑ์การถือครองของกองทุนบางกอง

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ทางเลือกในการคิดน้ำหนักของส่วนประกอบดัชนี

■ น้ำหนักเท่ากัน (equal weighted)

- น้ำหนักของหุ้นแต่ละตัวที่เป็นส่วนประกอบดัชนีจะเท่ากัน
- ผลประกอบการของดัชนีที่ถ่วงน้ำหนักเท่ากันจะสะท้อนถึงผลประกอบการของพอร์ตลงทุนที่สร้างโดยการซื้อหุ้นที่เป็นตัวประกอบดัชนีแต่ละตัวด้วยจำนวนเงินลงทุนที่เท่ากัน
- พอร์ตที่สร้างเลียนแบบดัชนีที่ถ่วงน้ำหนักเท่ากันจะต้องถูกปรับเป็นประจำ เพื่อให้ให้น้ำหนักของตัวประกอบกลับมาเท่ากันอีกครั้ง เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นจะทำให้ให้น้ำหนักของตัวประกอบดัชนีเปลี่ยนแปลงไปจากตอนเริ่มต้นที่น้ำหนักเท่ากัน

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ดัชนีราคาหุ้น

□ ทางเลือกในการคิดน้ำหนักของส่วนประกอบดัชนี

■ น้ำหนักเท่ากัน (equal weighted)

□ ข้อเสีย

- เอนเอียงเข้าหาบริษัทขนาดเล็ก (small company bias) เนื่องจากดัชนีที่ถ่วงน้ำหนักเท่ากันประกอบด้วยหุ้นของบริษัทขนาดเล็กคิดเป็นสัดส่วนที่มากกว่าของบริษัทขนาดใหญ่
- ต้องปรับพอร์ตเลียนแบบดัชนีที่ถ่วงน้ำหนักเท่ากันบ่อยครั้งเพื่อให้น้ำหนักของส่วนประกอบเท่ากันเสมอ ทำให้มีต้นทุนในการทำธุรกรรมค่อนข้างสูง
- การบริหารพอร์ตเลียนแบบดัชนีที่ถ่วงน้ำหนักเท่ากันอาจทำได้ยากถ้าส่วนประกอบดัชนีบางตัวไม่มีสภาพคล่อง

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 1

- Stephen Alcorn เป็นผู้บริหารกองทุนของ Amanda Management, Inco. (AAM) ในเดือนมีนาคม ปี 2010 ลูกค้ายื่นคำร้องขอให้ Alcorn ให้บริหารเงินลงทุนจำนวน \$10,000,000 แบบเชิงรุก โดยลงทุนในตราสารทุน ในสัญญาว่าจ้างระบุค่าส่วนแบ่งจากผลกำไรแบบสมมาตร (symmetric incentive fee) ในอัตรา \$10,000 ต่อ 100 bps ของผลตอบแทนส่วนที่เกินจากดัชนีที่ใช้เป็นตัวชี้วัด ถ้าได้ผลตอบแทนเชิงรุกติดลบ ค่าบริหารกองทุน (management fee) ก็จะลดลงในอัตราเดียวกันด้วย

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 1

□ ทั้งนี้ สัญญาว่าจ้างไม่ได้ระบุวิธีการสร้างดัชนีตัวชี้วัดเอาไว้ ต่อมา Alcorn ได้เลือกลงทุนในหุ้นของ 6 บริษัทดังต่อไปนี้ (โดยได้ผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา 6.5% ในปีนั้น)

- Exxon Corporation
- McDonald's Corporation
- Intel Corporation
- Merck & Co.
- Wal-Mart Stores
- Microsoft Corporation

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 1

Equity Market Data for the Share of Six Companies						
	Share Price 31-Mar-10	Share Price 31-Mar-11	Price Change	Market Value of Shares 31-Mar-10 (Millions)	Market Value of Shares 31-Mar-11 (Millions)	Free Float Factor
Exxon	\$67.00	\$84.11	25.5%	\$316,231	\$396,988	1
McDonald's	66.68	76.13	14.2	71,788	81,962	1
Intel	15.57	20.20	29.7	123,130	159,745	1
Merck	37.43	33.03	-11.8	116,357	102,679	1
Wal-Mart	55.60	52.10	-6.3	209,001	195,844	0.51
Microsoft	29.30	25.40	-13.3	256,865	222,675	0.88
Total				\$1,093,372	\$1,159,893	

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 1

- คำนวณผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาของดัชนีที่ประกอบด้วยหุ้น 6 ตัว โดยสร้างดัชนีด้วยวิธีต่อไปนี้
 - Price-weighted
 - Value-weighted
 - Float-weighted
 - Equal-weighted
- แนะนำดัชนีที่ลูกค้าควรระบุเป็นตัวชี้วัดเพื่อคำนวณค่าส่วนแบ่งจากผลกำไร และคำนวณค่าส่วนแบ่งดังกล่าว

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

- เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ
 - พอร์ตเลียนแบบดัชนี (indexed portfolio)
 - ประเภทของพอร์ตเลียนแบบดัชนี
 - กองทุนรวมเลียนแบบดัชนี (index mutual funds)
 - Exchange-traded funds (ETFs) ซึ่งถูกสร้างขึ้นเพื่อเลียนแบบดัชนีที่ใช้เป็นตัวชี้วัด
 - บัญชีเดี่ยว (separate account) หรือบัญชีรวม (pooled account) ของลูกค้าที่เป็นนักลงทุนสถาบันที่ถูกออกแบบมาเพื่อสะท้อนดัชนีที่ใช้เป็นตัวชี้วัด
 - เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีค่าใช้จ่ายต่ำ

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ

□ พอร์ตเลียนแบบดัชนี (indexed portfolio)

■ วิธีสร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนี

□ Full replication

- ซื้อหุ้นทุกตัวที่เป็นตัวประกอบของดัชนีในสัดส่วนเท่ากับน้ำหนักของตัวประกอบนั้นในดัชนี
- เหมาะสำหรับดัชนีที่มีตัวประกอบไม่เยอะ (น้อยกว่า 1,000) และตัวประกอบทุกตัวมีสภาพคล่อง
- ข้อดีคือมีความเสี่ยงสะกดรอยต่ำ และถ้าเป็นการเลียนแบบดัชนีที่คิดจากมูลค่าตลาด พอร์ตจะปรับตัวเองตามดัชนีอัตโนมัติเมื่อราคาหุ้นเปลี่ยน การซื้อขายหุ้นจึงจำเป็นเฉพาะตอนนำปันผลมาลงทุนต่อ และเมื่อตัวประกอบดัชนีเปลี่ยนแปลงเท่านั้น

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

- เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ
 - พอร์ตเลียนแบบดัชนี (indexed portfolio)
 - วิธีสร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนี
 - Full replication
 - ผลตอบแทนจากพอร์ตเลียนแบบดัชนีที่สร้างด้วยวิธี full replication จะมีผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนของตัวดัชนีเป็นจำนวนเท่ากับผลรวมของ (1) ต้นทุนในการบริหารกองทุน (2) ต้นทุนธุรกรรมในการปรับพอร์ตเพื่อให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของตัวประกอบดัชนี (3) ต้นทุนธุรกรรมในการซื้อขายหุ้น (4) การขาดทุนจากการถือเงินสดในช่วงตลาดขึ้น

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

- เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ
 - พอร์ตเลียนแบบดัชนี (indexed portfolio)
 - วิธีสร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนี
 - Full replication
 - การใช้วิธี full replication สร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนีที่มีตัวประกอบจำนวนมากที่ไม่มีสภาพคล่องจะส่งผลทำให้พอร์ตมีผลประกอบการด้อยกว่าตัวดัชนี เนื่องจากต้นทุนธุรกรรมที่ดัชนีไม่มีแต่พอร์ตต้องเผชิญ เช่น ค่าคอมมิชชั่นของโบรกเกอร์ ช่วงห่างราคาเสนอซื้อ-เสนอขาย ภาษี และผลกระทบด้านราคาจากการซื้อขายขนาดใหญ่

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ

□ พอร์ตเลียนแบบดัชนี (indexed portfolio)

■ วิธีสร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนี

□ Stratified sampling

- แบ่งตัวประกอบดัชนีออกเป็นเซลล์ต่างๆ โดยใช้พื้นฐานของหุ้นเป็นตัวคัดกรอง เช่น มูลค่าตลาด ประเภทอุตสาหกรรม คุณค่า ระดับการโต ฯลฯ
- สร้างพอร์ตด้วยการสุ่มเลือกหุ้นในแต่ละเซลล์ออกมาจำนวนหนึ่ง โดยต้องให้น้ำหนักของหุ้นที่ถูกเลือกมาทั้งหมดรวมกันเท่ากับน้ำหนักของเซลล์ในดัชนี เช่น ตัวประกอบทั้งหมดในเซลล์มีน้ำหนัก 2% ในดัชนี แต่หุ้น 2 ตัว ที่ถูกสุ่มเลือกมามีน้ำหนัก 0.3% และ 0.5% จึงเพิ่มน้ำหนักลงทุนในหุ้นแต่ละตัวขึ้นเป็น 0.75% และ 1.25% ตามลำดับ

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

- เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ
 - พอร์ตเลียนแบบดัชนี (indexed portfolio)
 - วิธีสร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนี
 - Optimization
 - ใช้แบบจำลองพหุปัจจัยเสี่ยง (multifactor risk model) เพื่อวัดระดับของความเสี่ยงแต่ละประเภทของพอร์ตกับตัวประกอบดัชนีแต่ละตัว โดยปัจจัยเสี่ยงที่นิยมใช้ ได้แก่ มูลค่าตลาด ค่าบีต้า ประเภทอุตสาหกรรม และตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มหภาค เช่น อัตราดอกเบี้ย
 - กำหนดฟังก์ชันวัตถุประสงค์ (objective function) เพื่อใช้เลือกน้ำหนักของตัวประกอบที่ใช้ในการสร้างพอร์ตซึ่งทำให้ความเสี่ยงสะกดรอยต่ำที่สุด ภายใต้ข้อจำกัด (constraints) บางประการ

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

■ เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ

□ พอร์ตเลียนแบบดัชนี (indexed portfolio)

■ วิธีสร้างพอร์ตเลียนแบบดัชนี

□ Optimization

- วิธี optimization จะพิจารณาค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างปัจจัยเสี่ยงที่ใช้อธิบายผลตอบแทนของหุ้น ในขณะที่วิธี stratified sampling ที่จะตั้งสมมติฐานว่าปัจจัยเสี่ยงแต่ละตัวเป็นอิสระจากกัน
- ข้อเสีย: (1) ยากที่จะระบุแบบจำลองที่สามารถวัดความเสี่ยงของหุ้นได้อย่างสมบูรณ์ (2) ใช้ความแตกต่างระหว่างความเสี่ยงของหุ้นและดัชนีในการสร้างพอร์ต ทั้งๆ ที่อาจเป็นแค่ความผิดพลาดจากการสุ่มกลุ่มตัวอย่าง (3) ต้องซื้อขายเพื่อปรับพอร์ตบ่อยครั้งเพื่อให้ความเสี่ยงของพอร์ตสอดคล้องกับของดัชนี

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

- เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ
 - สัญญาฟิวเจอร์ดัชนีราคาหุ้น (equity index futures)
 - Portfolio trade
 - ตะกร้าหลักทรัพย์ถูกซื้อขายเป็นหน่วย หรือซื้อขายหลักทรัพย์หลายๆ ตัวในคราวเดียวกัน
 - สัญญา futures ดัชนี
 - ข้อเสีย คือ สัญญาฟิวเจอร์ที่ใกล้หมดอายุจะมีการซื้อขายมากที่สุดทำให้นักลงทุนต้องเข้าทำสัญญาฟิวเจอร์ใหม่บ่อยครั้งเพื่อคงความเสี่ยงในตลาดไว้
 - ในสหรัฐฯ มูลค่าการซื้อขายสัญญาฟิวเจอร์ดัชนี S&P 500 สูงกว่ามูลค่าการซื้อขายตัวประกอบดัชนีดังกล่าว

การลงทุนเชิงรับในตราสารทุน

- เครื่องมือในการลงทุนแบบเชิงรับ
 - สัญญาสวอปผลตอบแทนรวมของหุ้น (equity total return swap)
 - คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งได้รับเงินที่คิดจากผลตอบแทนรวมของดัชนีอ้างอิง และอีกฝ่ายจะได้รับเงินที่คิดจากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวบางประเภท เช่น Libor
 - การเข้าทำสัญญาสวอปดังกล่าว ทำให้ผู้มีฐานภาษีสูงหลีกเลี่ยงภาษีที่อาจเกิดขึ้นจากการกระจายความเสี่ยง
 - อาจใช้สัญญาสวอปดังกล่าวปรับพอร์ตเพื่อให้กลับเข้าสู่สัดส่วนการลงทุนในระดับยุทธศาสตร์ (strategic asset allocation) โดยมีค่าธรรมเนียมที่ถูกลงกว่าการปรับพอร์ตด้วยการซื้อขายหุ้นโดยตรง

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นคุณค่า (value)

- นักลงทุนเน้นคุณค่าสนใจซื้อหุ้นที่มีราคาถูกเมื่อเทียบกับกำไรหรือขนาดสินทรัพย์ มากกว่าโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัท

■ เหตุผลสนับสนุน

- หุ้นที่มีมูลค่าตกต่ำจากปัญหาการทำกำไรของบริษัท จะได้ประโยชน์ถ้ากำไรลู่กลับเข้าหาค่าเฉลี่ย (mean reversion) ซึ่งมักจะมาพร้อมกับการเพิ่มสูงขึ้นของค่า PE ของหุ้น
- นักลงทุนในความเป็นจริงมักมีปฏิกิริยาต่อข่าวร้ายเกินไป จึงทำให้นักลงทุนเน้นคุณค่ามีโอกาสดำกำไร

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นคุณค่า (value)

■ เหตุผลต่อต้าน

- นักลงทุนเน้นคุณค่ามักแต่กลัวว่าหุ้นจะมีราคาแพงไป แต่ไม่ได้สนใจเลยว่าหุ้นที่ราคาถูกอาจเป็นเพราะไม่มีโอกาสเติบโต
- หุ้นที่มีอัตราส่วนบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book to market ratio) สูง หรือมีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (price to book ratio) ต่ำ มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะตกต่ำทางการเงิน เลยให้ผลตอบแทนคาดหมายสูง (ราคาต่ำ) เพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นคุณค่า (value)

■ ปัจจัยที่ควรพิจารณาเวลาลงทุนแบบเน้นคุณค่า

- นานแค่ไหนราคาหุ้นถึงจะสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของมันออกมา และเหมาะสมกับสถานการณ์ของนักลงทุนหรือไม่
- มีตัวเร่งปฏิกิริยาหรือมีเหตุการณ์ใดๆ ที่จะทำให้ราคาของหุ้นสูงขึ้นเพื่อที่จะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริง

■ ประเภทของการลงทุนเน้นคุณค่า

- Low PE: หาหุ้นที่ขายที่ระดับราคาต่ำเมื่อเทียบกับกำไรปกติ (normal earnings) ของบริษัท
- Contrarian: หาหุ้นของบริษัทที่ถูกมองว่าถดถอยปัญหา และมีราคาตกต่ำ (มักขายที่ PE ต่ำกว่า 1) เพื่อหวังให้บริษัทพลิกสถานการณ์กลับมาได้
- High yield: หาหุ้นของบริษัทที่จ่ายอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนสูง

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นเติบโต (growth)

- ถ้านักลงทุนเน้นคุณค่าสนใจราคาหุ้น นักลงทุนเน้นเติบโตจะสนใจกำไรของบริษัทเป็นพิเศษ
 - ถ้าบริษัททำกำไรต่อหุ้นให้เติบโตได้ และอัตราส่วน PE ไม่ลดลง ราคาหุ้นในอนาคตจะสูงขึ้นเท่ากับอัตราการโตของกำไร
 - นักลงทุนเน้นเติบโตจะยอมจ่ายเพื่อซื้อหุ้นของบริษัทที่มีตัวคูณกำไรในระดับสูง ถ้าเขามั่นใจว่าบริษัทจะมีการโตในอัตราสูงเป็นพิเศษ
 - นักลงทุนเน้นเติบโตมักซื้อหุ้นในอุตสาหกรรมที่มีโอกาสเติบโตสูงในอนาคตเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่นในตลาด โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่มีความเกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี การสาธารณสุข และผลิตภัณฑ์เพื่อการบริโภค

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นเติบโต (growth)

■ ประเภทของการลงทุนแบบเน้นเติบโต

- Consistent growth: หาหุ้นของบริษัทที่มีสถิติการโตของยอดขาย อัตรากำไรระดับสูง และอัตรากำไรที่สามารถพยากรณ์ได้ อย่างต่อเนื่อง โดยหุ้นของบริษัทเหล่านี้มักจะถูกรับซื้อที่ระดับ PE ค่อนข้างสูง
- Earnings momentum: หาหุ้นของบริษัทที่มีอัตราการโตของกำไร ในช่วงไตรมาสปัจจุบันเทียบกับไตรมาสเดียวกันของปีที่แล้วในระดับที่สูง บริษัทดังกล่าวอาจมีศักยภาพในการเติบโตสูง แต่น่าจะไม่ยั่งยืนเท่ากับบริษัทที่มี consistent growth

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นเติบโต (growth)

■ เหตุผลสนับสนุน

- ตลาดน่าจะให้ส่วนเกินด้านราคาสำหรับบริษัทที่แสดงให้เห็นถึงศักยภาพในการเติบโตด้านกำไรต่อไปอีกนาน
- ในภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ บริษัทที่แสดงการโตด้านกำไรจะขาดแคลนและจะมีมูลค่าสูง ซึ่งจะเป็นโอกาสให้นักลงทุนเน้นเติบโตที่สามารถเสาะหาบริษัทที่มี earnings momentum ทำกำไรได้

■ เหตุผลต่อต้าน

- ในภาวะเศรษฐกิจขยายตัว บริษัทที่แสดงการโตด้านกำไรมีอยู่ล้นเหลือ ซึ่งอาจทำให้ส่วนเกินด้านราคาที่กล่าวถึงด้านบนหดตัวลงหรือหายไป

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นตลาด (market oriented)

- นักลงทุนแบบเน้นตลาดจะไม่จำกัดตัวเองด้วยปรัชญาของหุ้นคุณค่าหรือหุ้นเติบโต
- คำว่า “เน้นตลาด” หมายถึงพอร์ตหุ้นที่เกิดจากการลงทุนแบบเน้นตลาด มักจะมีผลประกอบการ สุขภาพทางการเงิน และ ศักยภาพการทำการใดในอนาคต ที่วัดจากค่า EPS ค่า PE ค่า PB ฯลฯ (โดยเฉลี่ยในช่วงวงจรการลงทุน) คล้ายคลึงกับของดัชนีราคาตลาดหุ้นมากกว่าพอร์ตหุ้นคุณค่าหรือพอร์ตหุ้นเติบโต

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นตลาด (market oriented)

- นักลงทุนแบบเน้นตลาดจะซื้อหุ้นโดยไม่สนใจว่าหุ้นนั้นจะสอดคล้องกับลักษณะของหุ้นคุณค่าหรือหุ้นเติบโต ตราบใดที่พวกเขาสามารถซื้อหุ้นนั้นได้ที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าแท้จริงของหุ้น โดยนักลงทุนอาจใช้แบบจำลอง DCF หรือวิธีการทางการเงินอื่นๆ ประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น
- นักลงทุนแบบเน้นตลาดอาจซื้อหุ้นที่มี PE สูง ถ้าเขาเชื่อว่าราคาเหมาะสมกับการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอนาคตของบริษัท หรืออาจจะซื้อหุ้นที่ออกโดยบริษัทที่อยู่ในช่วงขาลงในวงจรธุรกิจ ถ้าเขาเชื่อว่าบริษัทจะกลับมาได้ในระยะเวลาอันใกล้

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นตลาด (market oriented)

■ เหตุผลสนับสนุน

□ ความยืดหยุ่นของการลงทุนสูง

□ ได้ประโยชน์จากการวิจัยหุ้นที่ราคาผิดไปจากมูลค่าที่แท้จริง ถึงแม้ว่าหุ้นจะไม่สอดคล้องกับลักษณะอื่นๆ ของหุ้นคุณค่า

■ เหตุผลต่อต้าน

□ ถ้าหุ้นในพอร์ตได้ผลตอบแทนเทียบเท่าตลาด การใช้กลยุทธ์เชิงรับด้วยการลงทุนในกองทุนเลียนแบบดัชนีอาจจะมีต้นทุนต่ำกว่า

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นตลาด (market oriented)

■ ประเภทของการลงทุนแบบเน้นตลาด

□ Value bias

- พอร์ตหุ้นมีความเบี่ยงเบนไปยังหุ้นคุณค่า

□ Growth bias

- พอร์ตหุ้นมีความเบี่ยงเบนไปยังหุ้นเติบโต

□ Growth-at-a-reasonable-price

- ซื้อหุ้นของบริษัทที่มีศักยภาพเติบโตสูง ที่มีราคาต่ำเมื่อเทียบกับหุ้นเติบโตตัวอื่น

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นตลาด (market oriented)

■ ประเภทของการลงทุนแบบเน้นตลาด

□ Style rotator

- เลือกสไตล์การลงทุนที่คาดว่าจะให้ผลประกอบการที่ดีในตลาดในระยะสั้น

□ Small-capitalization equity

- เน้นลงทุนในหุ้นที่มีมูลค่าตลาดขนาดเล็ก เนื่องจากนักลงทุนมั่นใจว่ามีโอกาสในการทำกำไรสูงกว่าหุ้นที่มีมูลค่าตลาดขนาดใหญ่ที่มีผู้สนใจจำนวนมาก และเชื่อว่าบริษัทขนาดเล็กมีศักยภาพในการเติบโต (ถ้าโมเดลธุรกิจของบริษัทดีจริง) สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้เริ่มต้นจากมูลค่าตลาดระดับเล็ก และสายธุรกิจค่อนข้างจับจุดไม่กระจาย

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ สไตล์การลงทุน

□ เน้นตลาด (market oriented)

■ ประเภทของการลงทุนแบบเน้นตลาด

□ Mid-capitalization equity

- เน้นลงทุนในหุ้นที่มีมูลค่าตลาดขนาดกลาง โดยนักลงทุนเชื่อว่าหุ้นขนาดกลางมีผู้สนใจน้อยกว่าหุ้นขนาดใหญ่ มีความเข้มแข็งทางการเงินสูงกว่าหุ้นขนาดเล็ก และมีความผันผวนด้านราคาต่ำกว่าหุ้นขนาดเล็ก

□ Large-capitalization equity

- เน้นลงทุนในหุ้นที่มีมูลค่าตลาดขนาดใหญ่ โดยนักลงทุนเชื่อว่าหุ้นขนาดกลางมีผู้สนใจน้อยกว่าหุ้นขนาดใหญ่ มีความเข้มแข็งทางการเงินสูงกว่าหุ้นขนาดเล็ก และมีความผันผวนด้านราคาต่ำกว่าหุ้นขนาดเล็ก

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- การวิเคราะห์สไตล์การลงทุนแบบอิงผลตอบแทน
 - รู้จักกันในชื่อ returns-based style analysis โดยเน้นวิเคราะห์ลักษณะของพอร์ตหุ้นโดยรวมที่สะท้อนออกมาทางผลตอบแทนที่ได้รับจริงของพอร์ต
 - วิธีการ
 - ใช้การวิเคราะห์การถดถอย (regression) โดยใช้ผลตอบแทนของพอร์ตเป็นตัวแปรตามและใช้ผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นต่างๆ เป็นตัวแปรต้น โดยกำหนดข้อจำกัด (constraint) ให้สัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้น (หรือค่าบีต้า) ไม่เป็นลบและรวมกันได้ 1 ซึ่งจะทำให้ค่าบีต้าสะท้อนอัตราส่วนที่พอร์ตเน้นสไตล์การลงทุนที่ดัชนีเป็นตัวแทนออกมา

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- การวิเคราะห์สโตร์การลงทุนแบบอิงผลตอบแทน
 - คุณสมบัติของดัชนีที่ใช้เป็นตัวแปรต้น
 - แยกจากกันอย่างเด็ดขาด (mutually exclusive)
 - ละเอียดถี่ถ้วน (exhaustive) ซึ่งแปลว่า ดัชนีที่ถูกเลือกเป็นตัวแปรต้นรวมกันแล้วจะต้องสะท้อนจักรวาลการลงทุนทั้งหมดของผู้จัดการกองทุน
 - ดัชนีแต่ละตัวจะต้องสะท้อนถึงความเสี่ยงที่แตกต่างกัน (distinct sources of risk) หรือต้องไม่มีสหสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับสูง

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การวิเคราะห์สโตร์การลงทุนแบบอิงผลตอบแทน

□ ความหมายของค่าบีต้า

- ถ้าพอร์ตที่วิเคราะห์มีค่าบีต้าของดัชนีหุ้นคุณค่าขนาดใหญ่เท่ากับ 0.75 ของดัชนีหุ้นเติบโตขนาดใหญ่เท่ากับ 0 ของดัชนีหุ้นคุณค่าขนาดเล็กเท่ากับ 0.25 และของดัชนีหุ้นเติบโตขนาดเล็กเท่ากับ 0 หรือมีค่าน้ำหนักปัจจัย (factor weight) ของหุ้น 4 ประเภทเท่ากับ 75% 0% 25% และ 0% ตามลำดับ
- พอร์ตดังกล่าวจะมีมูลค่าสูงขึ้น 0.75 เท่า ถ้ามีอะไรเกิดขึ้นกับหุ้นคุณค่าขนาดใหญ่ขึ้น (และหุ้นกลุ่มอื่นไม่เปลี่ยนแปลง) และ 0.25 เท่า ถ้ามีอะไรเกิดขึ้นกับหุ้นคุณค่าขนาดเล็ก (และหุ้นกลุ่มอื่นไม่เปลี่ยนแปลง)
- พอร์ตลงทุนแบบเน้นคุณค่าและเสี่ยงลงทุนในหุ้นขนาดเล็กบางส่วน

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- การวิเคราะห์สไตล์การลงทุนแบบอิงผลตอบแทน
 - ค่าสถิติอื่นๆ ในการถดถอย
 - style fit = ค่าสัมประสิทธิ์แสดงการตัดสินใจ หรือ ค่า R^2
 - selection = $1 - \text{style fit}$
 - สัดส่วนความผันผวนของผลตอบแทนของพอร์ตที่ไม่สามารถถูกอธิบายได้ด้วยสไตล์การลงทุนที่เลือกใช้
 - ค่าความคลาดเคลื่อนในสมการถดถอย
 - เท่ากับความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตและพอร์ตลงทุนแบบเชิงรับที่มีสไตล์การลงทุนเดียวกันกับพอร์ตที่พิจารณา
 - เป็นผลตอบแทนจากการเลือกหุ้น (selection return) หรือผลตอบแทนจากความสามารถในการเลือกหุ้นเชิงรุก

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2

- Giles Hébert เป็นเจ้าหน้าที่ระดับสูงแผนกกองทุนบำนาญของบริษัท Compagnie Minière de l'Ouest SA (CMO) หนึ่งในบริษัทจัดการกองทุนที่ Hébert จ้างให้บริหารพอร์ตหุ้น ได้แก่ Arizona Capital Partners (ACP) โดย Hébert กำลังตรวจสอบผลงานการลงทุนของ ACP ในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2011
- CMO ตัดสินใจใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบเน้นเติบโตในหุ้นขนาดใหญ่และเลือกใช้กลยุทธ์เดียวกันของ ACP ในการบริหารสัดส่วนการลงทุนนี้ของพอร์ตหุ้นรวม

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2

- หลังจากเซ็นสัญญาธุรกิจกัน Hébert และ ACP ตกลงว่าจะใช้ดัชนี Russell 1000 Growth เป็นตัวแทนจกการตรวจสอบการลงทุนสำหรับกลยุทธ์ที่ CMO เลือก
- CMO เลือกใช้การวิเคราะห์สไตล์การลงทุนแบบอิงผลตอบแทนในการประเมินผลงานการลงทุนของ ACP

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2

- Hébert ทราบว่า ACP ได้ทำตามข้อตกลงในสัญญาโดยการจัดสรรเงินทุนของ CMO ทั้งหมดลงในหุ้นสหรัฐ Hébert จึงใช้ตัวชี้วัด 4 ตัวเพื่อเป็นตัวแปรต้นในการวิเคราะห์แบบ returns-based style analysis
 - Russell 1000 Growth Index (R1000G)
 - Russell 1000 Value Index (R1000V)
 - Russell 2000 Growth Index (R2000G)
 - Russell 2000 Value Index (R2000V)

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2

- Hébert ใช้ดัชนี R1000G เนื่องจากเป็นตัวชี้วัดของบัญชีลงทุนที่ CMO เปิดกับ ACP ดัชนี R1000V ถูกใช้เพื่อวัดระดับความคลาดเคลื่อนของผู้จัดการกองทุนจากการลงทุนเน้นเติบโตที่ CMO ต้องการ ส่วนดัชนี 2 ตัวสุดท้าย (R2000G และ R2000V) ถูกเลือกเพื่อวัดระดับความคลาดเคลื่อนของ ACP จากการลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่ที่ CMO ต้องการ

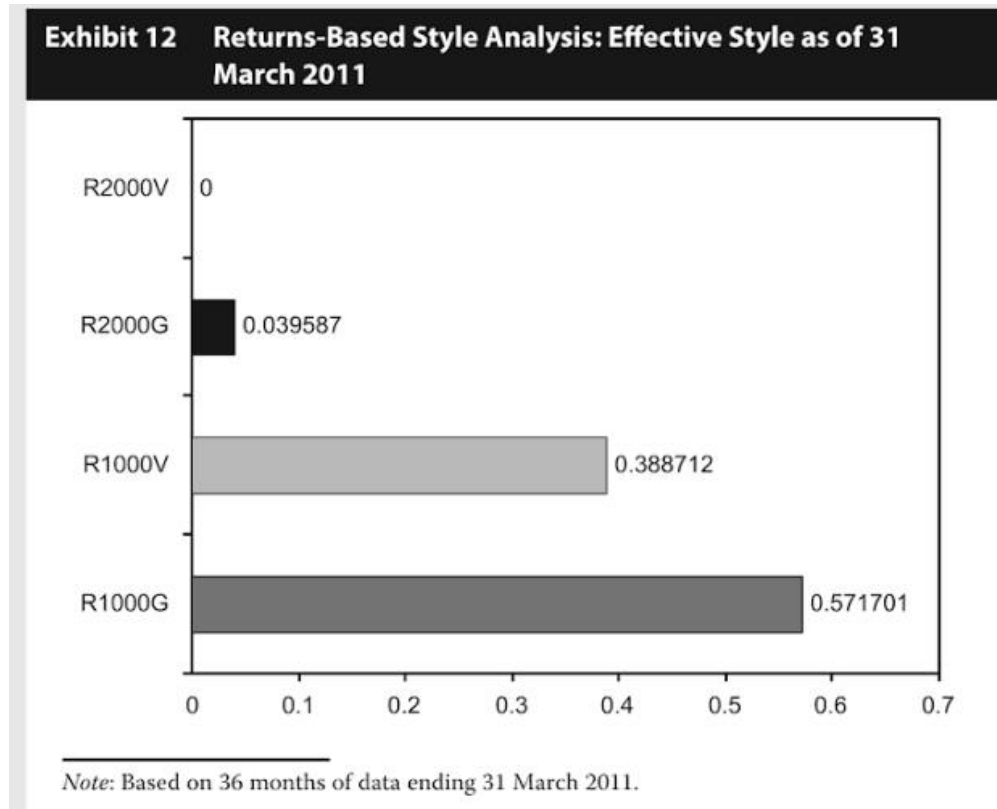
การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2

- Exhibit 12 แสดงผลของการวิเคราะห์แบบ returns-based style analysis โดยใช้ข้อมูลรายเดือนย้อนหลัง 3 ปี จนถึงวันที่ 30 มีนาคม 2011
 - Selection = 8.1%, Style fit = 91.9%, annualized active return = -0.38%, annualized tracking risk = 6.58%
- Exhibit 13 เป็นกราฟวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของค่าน้ำหนักของแต่ละปัจจัย (Factor) การลงทุนในแต่ละช่วงเวลา หรือ (rolling style chart) โดยใช้ข้อมูลรายเดือนย้อนหลัง 3 ปี จนถึงวันที่ 30 มีนาคม 2011

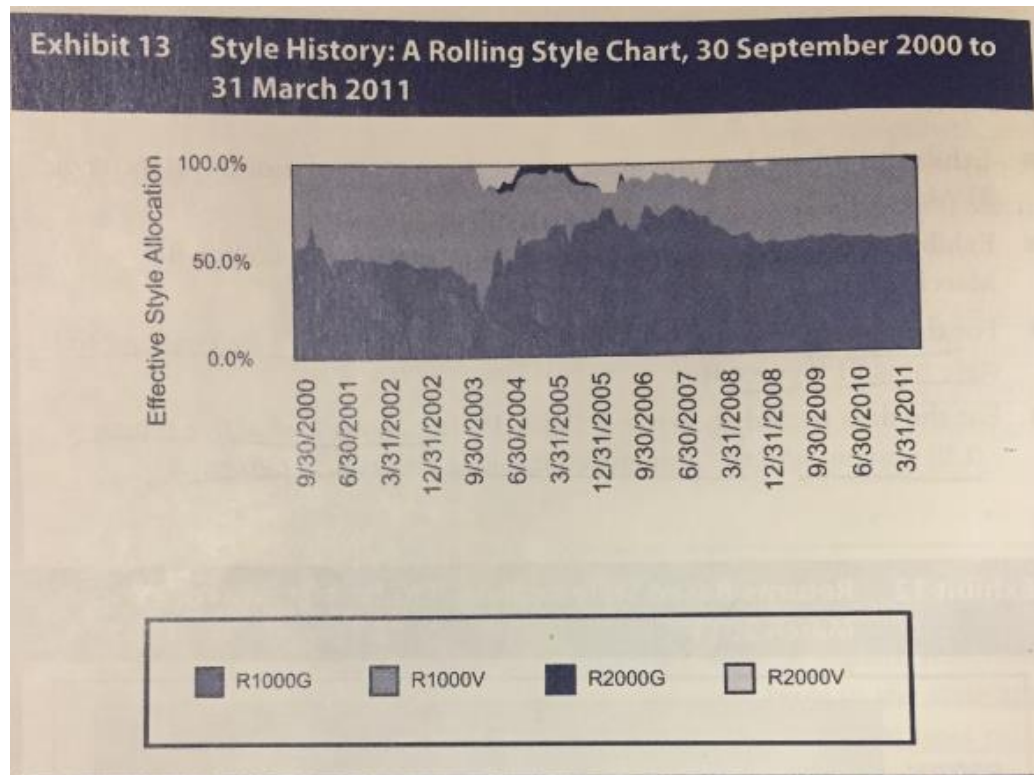
การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2



การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2



การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 2

□ คำถาม

- อธิบายว่า ACP บริหารเงินทุนของ CMO ตรงตามกลยุทธ์การลงทุนเชิงรุกแบบเน้นเติบโตในหุ้นขนาดใหญ่ของประเทศหรือไม่
- ใช้สถิติที่ผ่านมามาวิเคราะห์ว่าสไตล์การลงทุนของ ACP สอดคล้องกับความต้องการของ CMO หรือไม่
- คำนวณ information ratio ของ ACP และอธิบายนัยยะของตัวเลขที่คำนวณได้
- แนะนำว่า CMO ต้องมีแนวทางในการปฏิบัติอย่างไร

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 3

- Frank Harvey กำลังวิเคราะห์กองทุนรวมหุ้นสหรัฐฯ กองหนึ่งที่มีจุดประสงค์ว่าลงทุนเพื่อเติบโตและเพื่อสร้างรายได้ โดยมุ่งทิศทางการลงทุนไปที่หุ้นขนาดกลาง ในจรรยาบรรณการลงทุนของประเทศสหรัฐฯ Harvey เลือกใช้การวิเคราะห์แบบ returns-based style analysis เพื่อตรวจสอบความสอดคล้องของการลงทุนจริงๆ กับจุดประสงค์ที่กองทุนระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 3

□ ดัชนีต่อไปนี้ถูกเลือกใช้เป็นตัวแปรต้น

- S&P/Citigroup 500 Growth and Value ที่เน้นหุ้นขนาดใหญ่
- Russell 2000 Growth and Value ที่เน้นหุ้นขนาดเล็ก
- Russell 1000 Growth and Value ที่รวมหุ้นขนาดใหญ่และขนาดกลาง
- Russell Top 200 Growth and Value ที่เป็นตัวแทนหุ้นขนาดใหญ่สุด 200 อันดับแรกในดัชนี Russell 1000
- Russell Midcap Growth and Value ที่เป็นตัวแทนหุ้นขนาดเล็กที่สุด 800 ลำดับท้ายในดัชนี Russell 1000

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 3

- Harvey เลือกใช้ดัชนี S&P/Citigroup 500 Growth and Value และดัชนี Russell 2000 Growth and Value ในการวิเคราะห์ returns-based style analysis
- คำถาม
 - วิจารณ์การเลือกดัชนีของ Harvey
 - แนะนำสิ่งที่ถูกต้องให้ Harvey

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- การวิเคราะห์สไตล์การลงทุนแบบอิงการถือหุ้น
 - รู้จักกันในชื่อ holdings-based style analysis เป็นการจัดหมวดหมู่หุ้นที่ถูกถือในพอร์ตตามลักษณะของหุ้น และนำผลการจัดหมวดหมู่มารวมกันเพื่อสร้างข้อสรุปเกี่ยวกับสไตล์การลงทุนของพอร์ต ณ ขณะนั้น
 - ตัวแปรที่ใช้วิเคราะห์
 - มูลค่าของหุ้น
 - การลงทุนเน้นคุณค่า (เน้นเติบโต) จะเอนเอียงไปที่หุ้นที่มีค่า PE และ PB ต่ำ (สูง) และ dividend yield สูง (ต่ำ)
 - การลงทุนเน้นตลาดจะมีค่า PE PB และ dividend yield ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของตลาด

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การวิเคราะห์สไตล์การลงทุนแบบอิงการถือหุ้น

□ ตัวแปรที่ใช้วิเคราะห์

■ ตัวเลขพยากรณ์การโตของ EPS

- การลงทุนเน้นเติบโตมีแนวโน้มถือหุ้นของบริษัทที่มีอัตราการโตของกำไรสูงกว่าค่าเฉลี่ย หรือมี earnings momentum เป็นบวก
พอร์ตหุ้นเน้นเติบโตมักจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าพอร์ตหุ้นเน้นคุณค่า เนื่องจากบริษัทที่กำลังเติบโตมักจะเก็บกำไรสะสมไว้เป็นทุนในการขยายกิจการ

■ ความผันผวนของกำไร

- พอร์ตหุ้นเน้นคุณค่าจะถือหุ้นของบริษัทที่มีความผันผวนของกำไรที่สูงกว่าพอร์ตหุ้นเน้นเติบโต เนื่องจากต้องการจะถือหุ้นของบริษัทที่มีวงจรกำไร

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การวิเคราะห์สไตล์การลงทุนแบบอิงการถือหุ้น

□ ตัวแปรที่ใช้วิเคราะห์

■ สัดส่วนการลงทุนในแต่ละอุตสาหกรรม

- พอร์ตหุ้นเน้นคุณค่ามีแนวโน้มที่จะลงทุนในบริษัทที่อยู่อุตสาหกรรมการเงินและสาธารณูปโภคเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าพอร์ตหุ้นเน้นเติบโต เนื่องจากอุตสาหกรรมเหล่านี้มักจะมีเงินปันผลตอบแทนสูงและมีมูลค่าปานกลาง
- พอร์ตหุ้นเน้นเติบโตมีแนวโน้มที่จะลงทุนในบริษัทที่อยู่อุตสาหกรรมเทคโนโลยีด้านข่าวสารและสาธารณสุขเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าพอร์ตหุ้นเน้นคุณค่า เนื่องจากอุตสาหกรรมเหล่านี้ในปัจจุบัน ถือเป็นอุตสาหกรรมกำลังเติบโต

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- ตัวอย่างที่ 4
 - Charles Simpson เป็นนักวิเคราะห์ที่ต้องการวิเคราะห์สไตล์การลงทุนของพอร์ตหุ้นที่จ้างกองทุนบริหาร ใช้ข้อมูลใน Exhibit 14 ช่วย Simpson วิเคราะห์

Exhibit 14 Simpson's Portfolio Analysis (1)

	Portfolio	Market Benchmark
Number of stocks	30	750
Weighted-average market cap	\$37 billion	\$45 billion
Dividend yield	3%	2.1%
P/E	15	20
P/B	1.2	2
EPS growth (5-year projected)	10%	12%
<i>Sector</i>		
Consumer Discretionary	18%	13%
Consumer Staples	5	10
Energy	11	9
Finance	25	20
Health Care	2	7
Industrials	10	9
Information Technology	2	7
Materials	10	8
Telecommunications	5	10
Utilities	12	7

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

Exhibit 15 Two Approaches to Style Analysis: Advantages and Disadvantages

	Advantages	Disadvantages
Returns-based style analysis	■ Characterizes entire portfolio ■ Facilitates comparisons of portfolios ■ Aggregates the effect of the investment process ■ Different models usually give broadly similar results and portfolio characterizations ■ Clear theoretical basis for portfolio categorization ■ Requires minimal information ■ Can be executed quickly ■ Cost effective	■ May be ineffective in characterizing current style ■ Error in specifying indexes in the model may lead to inaccurate conclusions
Holdings-based style analysis	■ Characterizes each position ■ Facilitates comparisons of individual positions ■ In looking at present, may capture changes in style more quickly than returns-based analysis	■ Does not reflect the way many portfolio managers approach security selection ■ Requires specification of classification attributes for style; different specifications may give different results ■ More data intensive than returns-based analysis

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การวิเคราะห์สไตล์การลงทุนด้วย style box

□ Morningstar style box

- แบ่งหุ้นในพอร์ตออกเป็นกล่องๆ ด้วยการใช้มูลค่าตลาด (ขนาดใหญ่ กลาง เล็ก) จากบนลงล่าง และสไตล์การลงทุน (เน้นคุณค่า ผสม และเน้นเติบโต) จากซ้ายไปขวา

Morningstar Style Box for Vanguard Mid-Cap Growth Fund			
	Value	Blend	Growth
Large-cap	0	2	5
Mid-cap	7	27	58
Small-cap	1	0	0
Source: www.morningstar.com , October 2011.			

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- การเบี่ยงเบนออกนอกสไตล์ (style drift)
 - นักลงทุนมองว่า style drift หรือความไม่สอดคล้องกันของสไตล์การลงทุนใน 2 ช่วงเวลา เป็นอุปสรรคต่อการวางแผนลงทุนและการควบคุมความเสี่ยง
 - นักลงทุนควรกังวลถ้าผู้จัดการกองทุนที่ถูกจ้างให้บริหารเงินทุนเบี่ยงเบนออกนอกสไตล์การลงทุนที่ผู้จัดการกองทุนถนัด

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 5

- ใช้ข้อมูลใน Exhibit 19 ซึ่ง Simpson ใช้วิเคราะห์พอร์ตหุ้นในอีก 6 เดือนถัดมาช่วย Simpson วิเคราะห์ว่าสไตล์การลงทุนของผู้จัดการกองทุนเบี่ยงเบนไปหรือไม่

Exhibit 19 Simpson's Portfolio Analysis (2)

	Portfolio	Market Benchmark
Number of stocks	45	750
Weighted-average market cap	\$46 billion	\$45 billion
Dividend yield	2.0%	2.1%
P/E	19	20
P/B	1.9	2
EPS growth (5-year projected)	13%	12%
<i>Sector</i>		
Consumer Discretionary	15%	13%
Consumer Staples	8%	10%
Energy	11%	9%
Finance	22%	20%
Health Care	5%	7%
Industrials	10%	9%
Information Technology	5%	7%
Materials	10%	8%
Telecommunications	5%	10%
Utilities	9%	7%

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- การลงทุนที่รับผิดชอบต่อสังคม (socially responsible investing)
 - ผ�วกรวมจริยธรรมและความรับผิดชอบของสังคมเข้าไปในการตัดสินใจลงทุน
 - Negative SRI
 - ใช้กฎเกณฑ์ความรับผิดชอบของสังคมบางอย่าง เช่น รายได้ต้องไม่ได้มาจากการทำธุรกิจที่ไม่มีจริยธรรม หรือการปฏิบัติทางธุรกิจจะต้องไม่ส่งผลกระทบทางลบต่อสิ่งแวดล้อม สิทธิมนุษยชน ฯลฯ เพื่อจำกัดจ้กรวาลการลงทุนลงเหลือแค่หุ้นกลุ่มเล็กๆ ที่ผ่านกฎเกณฑ์ดังกล่าว

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

- การลงทุนที่รับผิดชอบต่อสังคม (socially responsible investing)
 - Positive SRI
 - ใช้กฎเกณฑ์ความรับผิดชอบต่อสังคมเพื่อระบุบริษัทที่มีคุณลักษณะที่ดีด้านจริยธรรม



การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

- ถ้าการลงทุนเน้นสไตส์สนใจลักษณะของหุ้น การลงทุนแบบ long-short จะสนใจเงื่อนไขบังคับของการลงทุน โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับเรื่องการยืมขายหุ้น (short selling)
- กลยุทธ์แบบ market-neutral long-short
 - ในกลยุทธ์ long-only แบบดั้งเดิม มูลค่าเพิ่มที่ผู้จัดการกองทุนสร้างให้พอร์ต ได้แก่ ค่าอัลฟา (alpha) หรือผลตอบแทนของพอร์ตส่วนที่เกินจากผลตอบแทนที่สอดคล้องกับความเสี่ยงของดัชนีที่ใช้เป็นตัวชี้วัด

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ กลยุทธ์แบบ market-neutral long-short

- กลยุทธ์แบบ market-neutral long short ให้มูลค่าเพิ่มเป็นค่าอัลฟา 2 ตัว ตัวหนึ่งมาจากสถานะ long ของการลงทุน ส่วนอีกตัวมาจากสถานะ short ของการลงทุน และมีค่าบีต้า (beta) ของพอร์ตโดยรวมเป็นศูนย์ ดังนั้นผลตอบแทนจากพอร์ตที่ใช้กลยุทธ์นี้จะถูกคาดหวังว่าจะไม่มีสหสัมพันธ์กับผลตอบแทนของตลาด ค่าอัลฟาที่ได้จากกลยุทธ์นี้ถูกเรียกว่า portable alpha เนื่องจากเป็นอัลฟาที่ได้จากการลงทุนในไม่มีสหสัมพันธ์กับตลาด หรือในอีกแง่ portable alpha เป็นกลยุทธ์การลงทุนที่ผู้จัดการกองทุนแยกอัลฟาออกจากบีต้า โดยค่าอัลฟาที่ได้เพิ่มไม่ใช่ค่าอัลฟาที่ได้จากการเผชิญความเสี่ยงที่เป็นระบบ

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ Pairs trade

- เป็นการใช้เงินเท่ากันลงทุนในสถานะ long ในหุ้น 1 ตัว (ที่มีราคาต่ำไป) และในสถานะ short ในหุ้นอีก 1 ตัว (ที่มีราคาสูงไป) โดยหุ้นทั้ง 2 ตัวอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน กลยุทธ์นี้มีความเสี่ยงเกือบจะทั้งหมดเท่ากับความเสี่ยงจำเพาะของหุ้น ซึ่งอาจจะให้ผลตอบแทนขาดทุนอย่างมาก ถ้าหุ้นที่ long ราคาตกต่ำ แต่หุ้นที่ short ราคาเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

- การใช้ leverage ในการลงทุนแบบ long-short เพื่อขยายความแตกต่างของขนาดอัลฟาในหุ้น 2 ตัว ทำให้ความเสี่ยงเพิ่มขึ้นอย่างมาก

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

- ความไม่มีประสิทธิภาพด้านราคาของสถานะ short ในตลาด
 - ไม่ค่อยมีนักลงทุนหาหุ้นที่มีมูลค่าสูงเกินไป เนื่องจากข้อจำกัดด้าน short selling
 - มีแรงจูงใจที่ผู้จัดการกองทุนจะ short หุ้น เพื่อทำ window-dressing
 - นักวิเคราะห์ด้านขาย (sell-side analyst) มักจะออกรายงานที่มีคำแนะนำให้ซื้อหุ้น มากกว่าคำแนะนำให้ขายหุ้น เพื่อให้ได้ค่าคอมมิชชั่นจากลูกค้าใหม่ และเพื่อหลีกเลี่ยงความไม่พอใจของลูกค้าที่มีหุ้นอยู่ในมืออยู่แล้ว

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ การ equitize พอร์ตที่ใช้กลยุทธ์ market-neutral long-short

- โดยการถือสัญญาฟิวเจอร์ดัชนีไปยาวๆ (ด้วยการ rollover) ทำให้พอร์ตลงทุนโดยรวมเผชิญความเสี่ยงของตลาดไปตลอดระยะเวลาลงทุน
- ทำได้ด้วยการเปิดสถานะ long ในสัญญาฟิวเจอร์ดัชนี และกำหนดเงินต้นให้เท่ากับเงินสดที่ได้จากการ short หุ้น ซึ่งกลยุทธ์นี้จะมีความเหมาะสมถ้านักลงทุนต้องการเพิ่มบีต้าเข้าไปในอัลฟ่าซึ่งเป็นผลตอบแทนเชิงรุกที่ได้รับจากความสามารถของผู้จัดการกองทุน long-short ในการเลือกหุ้นเข้าพอร์ต

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ การ equitize พอร์ตที่ใช้กลยุทธ์ market-neutral long-short

- ผลตอบแทนรวมของพอร์ต = กำไรหรือขาดทุนจากพอร์ต long-short + กำไรหรือขาดทุนจากสถานะ long ของสัญญาฟิวเจอร์ + ดอกเบี้ยที่ได้รับจากการลงทุนต่อเงินสดที่ได้มาจากการ short
- ETF อาจเป็นทางเลือกที่ดีกว่าสัญญาฟิวเจอร์ดัชนีที่อายุสั้น ในการทำกลยุทธ์ equitize หรือ de-equitize พอร์ต market-neutral long-short (ขึ้นอยู่กับต้นทุนในการเก็บรักษาและความสามารถในการยืมขายหน่วยลงทุนของ ETF ด้วย)
- ถ้าพอร์ต long-short ถูก equitize ผลประกอบการของพอร์ต ควรถูกเทียบกับดัชนีที่สอดคล้องกับเครื่องมือที่ใช้ equitize

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ ข้อจำกัดของกลยุทธ์แบบ long-only

- กลยุทธ์แบบ long-short ได้เปรียบพอร์ตแบบ long-only เนื่องจากความสามารถในการเข้าทำกำไรจากมุมมองเชิงลบที่มีต่อหุ้น
- ถ้านักลงทุนมีมุมมองทางลบต่อหุ้นตัวหนึ่งที่มีน้ำหนัก 5% ในดัชนี กลยุทธ์แบบ long-only ทำได้ดีที่สุดแต่ไม่ถือหุ้นตัวนั้น แต่ถ้านักลงทุนมีมุมมองทางบวกต่อหุ้นตัวหนึ่งที่มีน้ำหนัก 1% ในดัชนี กลยุทธ์แบบ long-only ทำได้ดีที่สุดแต่ใช้เงินทั้งหมดถือหุ้นตัวนั้น ทำให้เสียโอกาสการลงทุนไม่สมมาตร ซึ่งกลยุทธ์แบบ long-short จะแก้ปัญหาดังกล่าวได้ (ขึ้นอยู่กับข้อจำกัดของการกู้ยืมด้วย)

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ กลยุทธ์แบบ short extension

- เรียกอีกอย่างว่า partial long-short ปรับกลยุทธ์แบบ long-only ด้วยการกำหนดระดับการยืมขายที่สามารถใช้ได้ ซึ่งจะแก้ข้อจำกัดของกลยุทธ์ long-only ได้ส่วนหนึ่ง ในขณะที่ยังคงระดับของความเสี่ยงที่ต้องเผชิญไว้
- พอร์ต 130/30 ที่ใช้กลยุทธ์ short extension หมายถึง ผู้จัดการกองทุนสามารถ short หุ้นได้ 30% ของทุกๆ \$ ที่ลูกค้ามอบให้ ซึ่งจะทำให้กองทุนมีเงินทุน 1.3 เท่าของจำนวนที่ลูกค้ามอบให้ในการ long หุ้น กลยุทธ์ดังกล่าวทำให้กองทุนสามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลเชิงลบที่มีต่อหุ้น ในขณะเดียวกันก็จำกัดระดับการใช้ประโยชน์จากข้อมูลเชิงบวกไม่ให้มากเกินไป

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ กลยุทธ์แบบ short extension

- ต้นทุนของ short extension เท่ากับต้นทุนจากการส่งคำสั่งซื้อขายบวกกับต้นทุนค่ายืมขายหุ้นที่ต้องจ่ายให้โบรกเกอร์
- ข้อดี
 - สามารถใช้กลยุทธ์ short extension ถึงแม้ว่าตลาดฟิวเจอร์หรือตลาดสวอปไม่มีสภาพคล่อง ซึ่งจำเป็นต่อการ equitize กลยุทธ์ market-neutral long-short
 - การเพิ่มความสามารถในการ short ให้พอร์ตบางส่วน สามารถทำให้ความสามารถลงทุนของผู้จัดการกองทุนเปลี่ยนเป็นมูลค่าเพิ่มให้พอร์ตจำนวนมาก โดยเฉพาะมุมมองด้านลบต่อหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ การลงทุนแบบ long-short

□ กลยุทธ์แบบ short extension

■ ข้อเสีย

- กลยุทธ์นี้ได้รับผลตอบแทนตลาดและอัลฟาจากต้นทุนทางเดียวกัน ในขณะที่การ equitize กลยุทธ์แบบ market-neutral long-short ทำให้กองทุนได้รับผลตอบแทนตลาดจากต้นทุนหนึ่งและอัลฟาจากอีกต้นทุน ซึ่งทำให้นักลงทุนมีความยืดหยุ่นในการหาอัลฟาจากทุกที่ที่สามารถหาได้ โดยไม่ต้องปรับการจัดสรรพอร์ตระยะยาว (strategic asset allocation) ของตนเอง
- พอร์ต market-neutral long-short ถือเป็นสินทรัพย์ลงทุนทางเลือก เนื่องจากมีค่าบีต้าเท่ากับศูนย์ ส่วนพอร์ต short extension เป็นแค่ตัวแทนของกลยุทธ์ long-only เนื่องจากต้องเผชิญความเสี่ยงตลาดในระดับสูงเหมือนกัน

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ Sell disciplines/trading

- เป็นการกำหนดกฎเกณฑ์ในการขายหุ้นเพื่อสร้างเงินสด หรือเพื่อแทนที่ด้วยหุ้นอีกตัว
- Opportunity cost sell discipline
 - แทนที่หุ้นในพอร์ตด้วยหุ้นตัวใหม่ถ้ามีโอกาสที่ดีกว่า โดยหุ้นตัวใหม่จะมีผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (risk-adjusted return) โดยสุทธิแล้วสูงกว่าเดิม หลังพิจารณาต้นทุนในการทำธุรกรรม และผลของภาษีจากการแทนที่

การลงทุนเชิงรุกในตราสารทุน

■ Sell disciplines/trading

□ Valuation-level sell discipline

- นักลงทุนเน้นคุณค่าที่ซื้อหุ้นด้วยการพิจารณาค่า PE ของหุ้น อาจขายหุ้นทิ้งถ้าค่า PE ของหุ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต

□ Down-from-cost sell discipline

- ขายหุ้นทิ้งถ้าราคาหุ้นต่ำกว่าต้นทุนการซื้อที่กำหนดขึ้น

□ Up-from cost sell discipline

- ขายหุ้นทิ้งถ้าได้กำไรสูงกว่าต้นทุนการซื้อในระดับที่กำหนดขึ้น

□ Target price sell discipline

- ขายหุ้นทิ้งถ้าราคาหุ้นสูงกว่าราคาที่กำหนดขึ้น (ราคาที่กำหนดอาจเป็นมูลค่าแท้จริงของหุ้นที่ประเมินไว้)

การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน

■ แนวคิด

- กลยุทธ์แบบผสม (semiactive หรือ enhanced index) ถูกออกแบบมาเพื่อนักลงทุนที่ต้องการเอาชนะตัวชี้วัด ในขณะที่บริหารความเสี่ยงของพอร์ตไปด้วย โดยพอร์ตลงทุนแบบผสมจะถูกออกแบบให้เอาชนะดัชนีชี้วัด โดยที่ไม่เพิ่มความเสี่ยงให้แก่การลงทุนมากเกินไป
- ถึงแม้ว่าความเสี่ยงสะสมจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากกลยุทธ์แบบผสม แต่ผลตอบแทนส่วนที่เพิ่มขึ้นก็คุ้มค่า

การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน

■ ประเภทของกลยุทธ์แบบผสม

□ กลยุทธ์แบบผสมโดยใช้อนุพันธ์ (derivative-based)

- สร้างพอร์ตที่มีความเสี่ยงในตลาดหุ้นที่ต้องการด้วยการใช้อนุพันธ์และเพิ่มผลตอบแทนด้วยเครื่องมือบางอย่างที่ไม่ใช่การลงทุนในหุ้น
- กลยุทธ์ที่นิยมใช้กัน ได้แก่ การ equitize เงินสดด้วยสัญญาฟิวเจอร์ แล้วเพิ่มมูลค่าด้วยการปรับเปลี่ยน duration ของเงินสด เช่น ถ้าเส้นผลตอบแทนมีความชันสูง นักลงทุนควรใช้เงินสดลงทุนในตราสารหนี้ที่มี duration สูง เพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูง แต่ถ้าเส้นผลตอบแทนเป็นแนวนอน นักลงทุนควรใช้เงินสดลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุสั้น

การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน

■ ประเภทของกลยุทธ์แบบผสม

□ กลยุทธ์แบบผสมโดยใช้หุ้น (stock-based)

- สร้างอัลฟาด้วยการระบุหุ้นที่น่าจะชนะตลาด และหุ้นที่น่าจะแพ้ตลาด โดยควบคุมความเสี่ยงเพื่อจำกัดการเพิ่มน้ำหนักการลงทุน (overweighting) ในหุ้นที่ดี และจำกัดการลดน้ำหนักการลงทุน (underweighting) ในหุ้นที่ไม่ดี หรือจำกัดระดับความเสี่ยงที่พอร์ตมีต่อปัจจัยเสี่ยงด้านต่างๆ และระดับความเข้มข้นในอุตสาหกรรมบางแห่ง พอร์ตที่ถูกสร้างขึ้นจะเหมือนกับดัชนีตัวชี้วัดเกือบทุกด้าน ยกเว้นด้านที่นักลงทุนต้องการจะพนันเพื่อเอาชนะตลาด

การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน

- กฎพื้นฐานของการบริหารเชิงรุกของ Grinold and Kahn (2000)
 - $IR \approx IC\sqrt{\text{Breadth}}$
 - อัตราส่วนข้อมูล (information ratio) มีค่าประมาณเท่ากับ สิ่งที่เราได้เกี่ยวกับการลงทุน หรือค่าสัมประสิทธิ์ข้อมูล (information coefficient) คูณด้วย รากที่สองของความกว้างของวินัยการลงทุน หรือ จำนวนครั้งของการตัดสินใจลงทุนเชิงรุกต่อปี)
 - กลยุทธ์ที่มีวินัยการลงทุนไม่กว้าง จะต้องมีความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนค่อนข้างสูง ถึงจะผลิตอัตราส่วนข้อมูลเท่ากับ กลยุทธ์ที่มีวินัยการลงทุนกว้าง

การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 6

- Gerhardt Holz กำลังประเมินความสามารถของผู้จัดการกองทุน 2 คน
 - ผู้จัดการ A ติดตามหุ้น 500 ตัว โดยทำการพยากรณ์เกี่ยวกับหุ้นแต่ละตัวปีละครั้ง และมี IC ของแต่ละการพยากรณ์เท่ากับ 0.03
 - ผู้จัดการ B ติดตามหุ้น 100 ตัว โดยทำการพยากรณ์เกี่ยวกับหุ้นแต่ละตัวปีละครั้ง และมี IC ของแต่ละการพยากรณ์เป็นสองเท่าของผู้จัดการ A
- คำถาม
 - Holz ควรเลือกใช้ผู้จัดการคนใด

การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 7

- Heidi Erikson เป็นเจ้าหน้าที่การลงทุนที่บริหารกองทุนบำนาญขนาดใหญ่ในสวีเดน หัวหน้าของเธอต้องการลงทุนในผลิตภัณฑ์การลงทุนแบบผสมที่เน้นหุ้นในประเทศญี่ปุ่น และต้องการให้ Erikson ตรวจสอบทางเลือกในการลงทุนแบบผสมดังกล่าวโดยใช้ข้อมูลใน Exhibit 20

Exhibit 20 Semi-Active Alternatives		
	Expected Alpha	Tracking Risk
Stock-based semi-active	1.2%	2.7%
Derivative-based semi-active	1.0	2.1

การลงทุนแบบผสมในตราสารทุน

■ ตัวอย่างที่ 7

□ คำถาม

- อธิบายความแตกต่างระหว่างกลยุทธ์การลงทุนแบบผสมโดยใช้หุ้น (stock-based semiactive) และกลยุทธ์การลงทุนแบบผสมโดยใช้อนุพันธ์ (derivative-based semiactive)
- อธิบายเกณฑ์เชิงปริมาณที่ควรใช้ในการประเมินทางเลือกลงทุนทั้ง 2 ทาง
- แนะนำทางเลือกที่เหมาะสมให้แก่กองทุนบำนาญพร้อมทั้งอธิบายเหตุผล

