

การลงทุนเลียนแบบดัชนีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Index Investment in the Stock Exchange of Thailand)

กุศล เลี้ยวสกุล¹

บทคัดย่อ

บทความนี้นำเสนอแนวทางการลงทุนเลียนแบบดัชนีโดยใช้วิธีการศึกษาเชิงพรรณนาและรวบรวมข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและแหล่งอื่นๆ เพื่อนำมาวิเคราะห์และสังเคราะห์ประกอบการศึกษา การลงทุนเลียนแบบดัชนีมีข้อดีหลายประการ อาทิ ความเสี่ยงในการลงทุนต่ำ บุคคลที่มีประสบการณ์ด้านการลงทุนน้อยสามารถคาดหวังผลลัพธ์ได้ดีเมื่อเทียบกับนักลงทุนผู้เชี่ยวชาญซึ่งจะเห็นได้จากข้อมูลที่ว่าผู้จัดการกองทุนที่มีความรู้และประสบการณ์สูงจำนวนกึ่งหนึ่งสร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่ากองทุนดัชนี แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่สนับสนุนคือข้อสมมติตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ที่กล่าวว่าราคาหุ้นที่เกิดขึ้นจะสะท้อนข้อมูลที่กำหนดราคาหุ้นนั้นไว้ทั้งหมดแล้ว การสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดในระยะยาวนั้นเป็นเรื่องที่เป็นไปไม่ได้หากไม่ลงทุนแบบเพิ่มความเสี่ยงขึ้นด้วย การลงทุนเลียนแบบดัชนีมีความน่าสนใจมากขึ้นเพราะได้รับอานิสงส์จากผลตอบแทนจากเงินฝากต่ำลงและความผันผวนในตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มลดลง การลงทุนเลียนแบบดัชนีควรประยุกต์ใช้ร่วมกับการลงทุนระยะยาวและผู้ลงทุนควรพิจารณากระจายสัดส่วนเงินลงทุนไว้ในตราสารหนี้ตามความสามารถในการรับความเสี่ยงของแต่ละบุคคล

คำสำคัญ: การลงทุนเลียนแบบดัชนี ข้อสมมติตลาดมีประสิทธิภาพ

ABSTRACT

This study proposes guidelines for index investment. The study uses description method and collects data from the Stock Exchange of Thailand (SET) and other sources for analysis. There are several advantages of investment with index replication strategy such as low risk in investment. In addition, when investors with little experiences use this kind of strategy in investment, they could expect the returns better than expert investors did. Empirical data show that half of skilled fund managers generate returns lower than an index fund. Economics theory supporting such empirical data is the Efficient Market Hypothesis (EMH). The Efficient Market Hypothesis (EMH) states that current stock prices reflect all available information that determine those stock prices and delivering higher returns than the stock market as a whole in the long run is technically impossible without seeking investment with higher-risk adjustment. Lower deposit saving rates and stock price volatility in the SET make index investing more preferable. However, investment by index replication should be applied along with long-term investment. In addition, investors should diverse their portfolio by adjusting individual's risk.

Keywords: Index Investment, Efficient Market Hypothesis

¹ อาจารย์ประจำภาควิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ ศรีราชา มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ อีเมล kusunair@gmail.com

บทนำ

บุคคลทั่วไปที่มีเงินออมต่างต้องเผชิญปัญหาการจัดสรรเงินออมในสินทรัพย์รูปแบบต่างๆ เช่น เงินฝาก การเงิน และเศรษฐศาสตร์เป็นอย่างดี หากคนผู้นั้นไม่ได้เรียนมาในชั้นปริญญาก็ต้องศึกษาด้วยตนเองซึ่งก็อาจจะเป็นเรื่องยากเกินไปสำหรับบางคน สุดท้ายก็มักจบลงด้วยการตัดสินใจฝากเงินไว้กับธนาคารซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำมากทำให้สูญเสียโอกาสในการลงทุนเพื่อเพิ่มพูนความมั่งคั่งบทความนี้จะเสนอแผนการลงทุนที่ทำได้ง่ายและเหมาะกับนักลงทุนมือใหม่ที่ยังไม่มีประสบการณ์ที่เรียกว่า “การลงทุนเลียนแบบดัชนี” หลักการคือผู้ลงทุนจะสร้างพอร์ตโฟลิโอ¹ ที่เลียนแบบการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ สามารถทำได้โดยการซื้อหุ้นที่มีอยู่ทั้งหมดในสัดส่วนเดียวกับตลาดหรืออาจจะเลือกเพียงหุ้นขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าตลาดสูง (วัดจากมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้นๆ) ที่เป็นตัวแทนของทั้งตลาดก็ได้ เช่น ตลาดหุ้นไทยใช้ดัชนี SET50 ตลาดหุ้นอเมริกาใช้ดัชนี S&P500 ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวรากร นักลงทุนแบบเน้นคุณค่าชื่อดังของเมืองไทยได้ตั้งชื่อไว้ว่ามีสี่สั้นว่า “การลงทุนแบบเหวี่ยงแห” (นิเวศน์, 2551) โดยทั่วไปนักลงทุนบุคคลจะสร้างการลงทุนแบบนี้ได้ยากเพราะต้องใช้เงินจำนวนมาก ดังนั้นส่วนใหญ่จึงเป็นการลงทุนผ่านกองทุนรวม² ซึ่งกองทุนแบบนี้เรียกว่า “กองทุนดัชนี” (Index Fund)

ก่อนที่จะอธิบายข้อดีต่างๆ ของการลงทุนเลียนแบบดัชนีจะขอกล่าวถึงปัญหาพื้นฐานทางการลงทุนที่มีอยู่ 3 ประการ เพื่อที่จะให้ผู้อ่านเห็นว่าการลงทุนเลียนแบบดัชนีจะช่วยแก้ปัญหาเหล่านี้ได้อย่างไร

ธนาคาร พันธบัตร ที่ดิน ทองคำ แต่เมื่อนึกถึงการลงทุนในหุ้นสามัญก็มักจินตนาการว่าเป็นเรื่องไกลตัวและยากต่อการเข้าใจ ผู้ลงทุนต้องมีพื้นฐานความรู้ด้านบัญชี

1) ควรลงทุนในหุ้นตัวใด

2) ควรลงทุนในหุ้นแต่ละตัวในข้อ 1 เป็นสัดส่วนเท่าใด

3) ควรซื้อ – ขาย หุ้นดังกล่าวในช่วงเวลาใด

ปัญหาพื้นฐานทั้งสามประการนี้ท้าทายความสามารถของนักลงทุนทุกคน และการลงทุนเลียนแบบดัชนีจะช่วยแก้ปัญหาพื้นฐานทางการลงทุนในประการที่ 1 และ 2 ได้

ให้ผู้อ่านลองพิจารณาตัวอย่างของกองทุนรวมดัชนี TMB SET50 ของบลจ.ทหารไทย ในตารางที่ 1 จะเห็นว่ากองทุนดัชนีเลือกถือหุ้นของบริษัทจำนวนมาก โดยจะให้น้ำหนักตามมูลค่าของหุ้นตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของบริษัท ดังนั้นกองทุนดัชนีจึงมีการกระจายความเสี่ยงที่ดี เป็นไปตามหลักการที่ว่าอย่าใส่ไข่ทั้งหมดไว้ในตะกร้าใบเดียว (Don't put all your eggs in one basket) หากบริษัทหนึ่งเกิดการขาดทุนอย่างรุนแรงหรือต้องล้มเลิกกิจการทำให้ราคาหุ้นของบริษัทนั้นๆ ลดลงอย่างมากแต่มูลค่าการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอนี้จะถูกระทบไม่มากนัก ข้อดีประการที่สองคือกองทุนดัชนีลดความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นขนาดเล็ก เนื่องจากหุ้นของบริษัทขนาดเล็กมักจะถูกมองว่ามีความเสี่ยงมาก กองทุนดัชนีลดความเสี่ยงส่วนนี้ลงโดยลงทุนในหุ้นขนาดเล็กเป็นสัดส่วนที่น้อยหรือไม่ลงทุนเลย เช่น ในกรณีของกองทุน TMB SET50 ที่เลือกหุ้นขนาดใหญ่ที่เป็นตัวแทนของ SET index เพียง 50 ตัวแรกเท่านั้น

ตารางที่ 1 สัดส่วนการลงทุนในหุ้น 10 ลำดับแรกของกองทุนรวมทหารไทย TMB SET50

No.	วันที่ 30 กันยายน 2557			วันที่ 30 ธันวาคม 2558		
	SET Code	Equities	Weight	SET Code	Equities	Weight
1	PTT	PTT Plc.	10.1%	PTT	PTT Plc.	8.9%
2	SCB	Siam Commercial Bank	7.0%	SCC	Siam Cement	7.1%
3	ADVANC	Advanced Info Service	6.5%	AOT	Airports of Thailand	6.3%
4	KBANK	Kasikorn Bank	6.5%	ADVANC	Advanced Info Service	5.8%

¹ การลงทุนทางพอร์ตโฟลิโอ (Portfolio Investment) คือการลงทุนที่กระจายสัดส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินต่างๆ เช่น หุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ เงินตราต่างประเทศ วัตถุประสงค์หลักคือการสร้างผลตอบแทนที่ดี ซึ่งแตกต่างจากการลงทุนทางตรง (Direct Investment) ที่มุ่งเน้นการควบคุมการดำเนินงานกิจการของบริษัทด้วย

² กองทุนรวม (Mutual Fund) เป็นเครื่องมือในการลงทุนแบบหนึ่ง โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมจะระดมทุนจากนักลงทุนรายย่อยหลายๆรายและนำไปลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ตามนโยบายการลงทุนที่ได้ประกาศไว้ในหนังสือชี้ชวน

No.	วันที่ 30 กันยายน 2557			วันที่ 30 ธันวาคม 2558		
	SET Code	Equities	Weight	SET Code	Equities	Weight
5	PTTEP	PTT Exploration & Production	6.2%	SCB	Siam Commercial Bank	5.2%
6	SCC	Siam Cement	5.3%	KBANK	Kasikorn Bank	4.6%
7	BBL	Bangkok Bank	4.4%	CPALL	CP All	4.5%
8	CPALL	CP All	3.8%	BDMS	Bangkok Dusit Medical Services	4.4%
9	KTB	Krungthai Bank	3.8%	BBL	Bangkok Bank	3.7%
10	AOT	Airports of Thailand	3.3%	KTB	Krungthai Bank	3.0%

ที่มา: <http://www.tmbam.co.th>

ข้อดีอีกประการหนึ่งคือ การปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนอย่างอัตโนมัติตามสภาพเศรษฐกิจ ในช่วงสิ้นปี 2558 กองทุนฯ จะลดสัดส่วนการลงทุนในหุ้นกลุ่มพลังงาน (PTT และ PTTEP) อย่างชัดเจนเพราะการที่ราคาน้ำมันลดลงอย่างมากทำให้อุตสาหกรรมนี้ไม่น่าลงทุน โดย PTTEP หรือบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม นั้นถูกลดสัดส่วนลงมากจนหลุดออกจาก 10 อันดับแรก กลุ่มธนาคาร (SCB BBL KBANK KTB) มีสัดส่วนลดลงจากเศรษฐกิจของประเทศที่ชะลอตัว ในขณะที่กลุ่มวัสดุก่อสร้าง (SCC) ขนส่ง (AOT) มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น และกลุ่มที่เข้ามาใหม่คือกลุ่มโรงพยาบาล โดยบริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS) การปรับเปลี่ยนแปลงนี้ไม่ได้เกิดจากความผันผวนของตลาด นั่นคือนักลงทุนส่วนใหญ่เชื่อว่าหุ้นของบริษัทเหล่านี้มีมูลค่ามากขึ้น/น้อยลงในช่วงเวลานั้นๆ³

บทความนี้มีวัตถุประสงค์หลักสองประการคือ

1. นำเสนอแนวคิดของกลยุทธ์การลงทุนเลียนแบบดัชนี พร้อมทั้งยกตัวอย่างการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. วิจัยข้อดี-ข้อเสียของกลยุทธ์การลงทุนเลียนแบบดัชนีโดยอิงตามหลักการทางเศรษฐศาสตร์และนำข้อมูลต่างๆ มาประกอบการวิจารณ์

แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์

แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่สนับสนุนการลงทุนเช่นนี้คือ “ข้อสมมติตลาดมีประสิทธิภาพ” (Efficient - Market Hypothesis) ซึ่งเคยได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายในยุคสมัยหนึ่ง (Malkiel and Fama, 1970) แนวคิดนี้กล่าวว่าราคาหุ้น ณ เวลาใดๆ จะสะท้อนข้อมูลที่กำหนดราคาหุ้นนั้นไว้ทั้งหมดแล้ว การที่นักลงทุนจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดในระยะยาวนั้นเป็นเรื่องที่เป็นไปไม่ได้หากไม่ลงทุนแบบเพิ่มความเสี่ยงขึ้นด้วย (เช่นการลงทุนในหุ้นขนาดเล็กที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง แต่ก็มีโอกาสล้มเหลวสูง)

เมื่อมีข้อมูลใหม่เกิดขึ้น ข่าวสารนี้จะแพร่กระจายไปในตลาดอย่างรวดเร็วและทั่วถึง การซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะนั้นๆ จะคำนึงถึงข่าวสารนี้และปรับราคาขึ้น/ลงตามลักษณะของข่าวว่าเป็นข่าวดี/ร้าย ดังนั้นไม่ว่าจะเป็นการค้นหาหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervalued Stocks) การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) โดยศึกษาการเคลื่อนไหวของราคาในอดีตแล้วนำมาทำนายราคาที่จะเกิดในอนาคต หรือการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) โดยศึกษามูลค่ากิจการ งบการเงิน กำไร มูลค่าทรัพย์สิน ก็ไม่สามารถทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนมากกว่าการเลือกหุ้นแบบเดาสุ่ม

แนวคิด Efficient - Market Hypothesis นั้นสอดคล้องกับอีกแนวคิดหนึ่งคือ การเดินแบบสุ่ม (Random Walk) ที่อธิบายว่าราคาหุ้น ณ เวลาใดๆ นั้น

¹ เป็นที่น่าสังเกตว่าภายในเวลา 2 ปี การลงทุนเลียนแบบดัชนีในตลาดหุ้นไทยนั้นมีลักษณะกระจายมากขึ้น กล่าวคือสัดส่วนการลงทุนในหุ้นอันดับแรกๆ ลดลง ซึ่งนับเป็นเรื่องที่น่าสนใจในทำการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

เป็นผลจากการเคลื่อนไหวแบบสุ่มจากราคาในช่วงเวลา ก่อนหน้าเหมือนการโยนเหรียญหัวก้อย หรือการทอย ลูกเต๋า แนวคิดของการเดินแบบสุ่มนั้นกล่าวว่าไหลของ ข้อมูลจากแหล่งหนึ่งไปสู่แหล่งหนึ่ง (ไม่ว่าจะเป็นนัก ลงทุนรายย่อย หรือ นักลงทุนสถาบัน) เป็นไปโดยสะดวก และข้อมูลนั้นจะถูกสะท้อนในราคาตลาดของหุ้นตัวนั้น ในทันที ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในวันพรุ่งนี้เกิด จากอิทธิพลของข่าวสารต่างๆในวันพรุ่งนี้ ไม่ขึ้นกับการ เคลื่อนไหวของราคาในช่วงก่อนหน้าเลย ความพยายาม คาดการณ์ข้อมูลข่าวสารต่างๆ ในอนาคตนั้นเป็นสิ่งที่ เป็นไปไม่ได้จึงทำให้การเปลี่ยนแปลงราคาจึงเป็นสิ่งที่ คาดการณ์ไม่ได้ด้วย ราคาหุ้นที่เกิดขึ้นจึงสะท้อนข้อมูล ข่าวสารทั้งหมดที่มีอยู่และแม้แต่นักลงทุนที่ไม่ทราบข้อมูล ข่าวสารมากนักก็สามารถจัดสรรการลงทุนโดยการซื้อหุ้น ที่ราคาตลาดในทุกๆช่วงเวลาและได้รับผลตอบแทนใน ระดับเดียวกับนักลงทุนผู้เชี่ยวชาญ

ถึงแม้ตลาดจะมีข้อมูลข่าวสารสมบูรณ์แต่ก็ยังมี แนวคิดที่ว่าปัจจัยทางจิตวิทยาและพฤติกรรมของบุคคล (Behavioral Finance) ทำให้การกำหนดราคาหุ้นในบาง ช่วงเวลานั้นผิดพลาดไปจากข้อมูลที่มีอยู่ เช่น ในช่วง วิฤตเศรษฐกิจนักลงทุนมักตัดสินใจแบบไม่มีเหตุผลโดย มองว่าการลงทุนในหุ้นมีความเสี่ยงต่อการขาดทุนสูง จึง ต่างพากันขายหุ้นอย่างหนักทำให้ราคาหุ้นโดยเฉลี่ยลดลง อย่างมาก หรือในกรณีหุ้นของบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน ช่วงที่ผ่านมาย่ำแย่หรือมีอัตราการเติบโตของกำไรต่ำ นัก ลงทุนส่วนใหญ่จะประเมินราคาหุ้นนั้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

ทำให้เกิดนักลงทุนกลุ่มหนึ่งที่เชื่อมั่นในหลักการ ลงทุนที่เรียกว่า “การลงทุนแบบเน้นคุณค่า” (Value Investment) ซึ่งเป็นแนวทางการลงทุนที่ลงทุนในกิจการ ที่เชื่อว่ามีความคุ้มค่ากว่า “มูลค่าพื้นฐาน” โดยการ วิเคราะห์มูลค่าทางบัญชีหรือสัดส่วนทางการเงินแบบ ต่างๆ (P/E, P/BV) นักลงทุนในกลุ่มนี้หลายท่านมีชื่อเสียง อย่างมากในโลกการลงทุนเพราะสามารถจัดสรรการ ลงทุนให้ได้ผลตอบแทนมากกว่าตลาดได้เป็นระยะเวลา ยาวนาน เช่น วอร์เรน บัฟเฟต สร้างผลตอบแทนเฉลี่ย 19.7% ต่อปีในการบริหารการลงทุนกับ Berkshire Hathaway เป็นเวลา 49 ปี (เปรียบเทียบกับ S&P500 ที่ 9.8% ในช่วงเวลาเดียวกัน)⁷ ปีเตอร์ ลินซ์ แห่งกองทุน Magellan ทำได้ 29% ในช่วงปี 1977 – 1990 และไม่เคยขาดทุนเลยแม้แต่ปีเดียว (ปีเตอร์ ลินซ์ และ จอห์น

รอตชด์, 2555) ในกรณีของประเทศไทยนักลงทุนแบบ เน้นคุณค่า ดร.นิเวศน์ เหมวชิราวรากร สร้างผลตอบแทน ได้ถึง 40% ต่อปีเป็นเวลามากกว่า 10 ปี จุดเด่นของนัก ลงทุนเหล่านี้คือการมองการลงทุนในหุ้นเสมือนการซื้อ ความเป็นเจ้าของบริษัท พวกเขาจึงประเมินมูลค่าบริษัท จากความสามารถในการทำกำไรระยะยาวและมองข้าม ความเสี่ยงที่จะขาดทุนในช่วงเวลาสั้นๆ นักลงทุนกลุ่มนี้ มักจะรอคอยโอกาสซื้อหุ้นในราคาที่เหมาะสมจากนัก ลงทุนส่วนใหญ่ที่ไม่ต้องการลงทุนในบริษัทนั้นแล้ว

อย่างไรก็ตามฝ่ายที่สนับสนุนแนวคิดตลาดมี ประสิทธิภาพนำโดย ยูจีน ฟามา มาร์ค รูบีนสไตน์ และ เบอตัน มัลเคล ได้โต้แย้งว่าการที่แนวทางการลงทุนแบบ เน้นคุณค่าให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดใน ระยะยาวเป็นเพราะหุ้นที่มีอัตราส่วนทางบัญชีต่ำ (P/BV) นั้นมีความเสี่ยงสูงกว่าหุ้นโดยทั่วไป โดยมีการศึกษาของ Fama and French (1996) ซึ่งว่าหากมีการปรับ Asset Pricing Model โดยพิจารณาความเสี่ยงที่เกิดจาก อัตราส่วนบัญชีเข้าไปด้วย การลงทุนแบบเน้นคุณค่า นั้น ไม่ได้ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนแบบทั่วไปแต่อย่าง ใด กำไรที่สูงกว่าเกิดขึ้นพร้อมความเสี่ยงที่มากขึ้นเท่านั้น ในงานของ Malkiel (2003) ไม่ได้ปฏิเสธว่าปัจจัยทาง จิตวิทยาและพฤติกรรมของบุคคลทำให้การกำหนดราคา หุ้นในบางช่วงเวลานั้นผิดพลาดซึ่งทำให้เกิดหุ้นที่มีราคา ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง แต่เขาก็ได้ทำการศึกษาและยืนยัน ว่าตลาดหุ้นสหรัฐนั้นยังมีประสิทธิภาพสูงและสามารถ คาดการณ์ราคาได้น้อยมาก (far more efficient and far less predictable)

ผลตอบแทนและความเสี่ยง

กองทุนดัชนีสร้างผลตอบแทนที่ดีให้แก่ักลงทุน หรือไม่? ในตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนของการลงทุน เลียนแบบดัชนี SET ในช่วงเวลาต่างๆ สิ่งแรกที่เห็นได้ ชัดเจนคือหากเริ่มการลงทุนเลียนแบบดัชนีตั้งแต่วันแรกที่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดทำการนักลงทุนจะ ไม่ขาดทุนเลย ตลอดระยะเวลาที่สี่ทศวรรษตลาดหุ้น ไทยสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยแบบทบต้นได้ถึง 11.2% ซึ่ง นั้นทำให้เงินลงทุน 10,000 บาทเพิ่มพูนขึ้นเป็น 698,540 บาทและแม้ผลตอบแทนในแต่ละช่วงเวลาจะสูงต่ำ แตกต่างกันไปแต่จะเห็นได้ว่าไม่มีช่วงเวลาใดเลยที่ ขาดทุน ช่วงเวลาที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุดคือปี 2540 – 2550 (3.5%) นั้นได้ผลตอบแทนต่ำกว่าการฝากเงินไว้กับ

⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/Berkshire_Hathaway

ธนาคาร (3.8%) แต่นั่นก็เป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยในปี 2540 ซึ่งสูงอย่างผิดปกติถึง 11.5% ข้อเท็จจริงนี้ สอดคล้องกับกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งตลาดทุน มีประวัติศาสตร์ยาวนานและได้ถูกทดสอบจาก สถานการณ์ดีร้ายต่างๆ มากมาย โดย

“ในปี 1927 ถ้าคุณลงเงิน 1,000 เหรียญในการลงทุนต่อไปนี้ และเงินทบต้นโดยไม่ ต้องจ่ายภาษี ภายใน 60 ปีต่อมาคุณจะมี จำนวนเงินเท่ากับ

ตัวเงินคลัง 7,400 เหรียญ
 พันธบัตรรัฐบาล 13,200 เหรียญ
 พันธบัตรบริษัทเอกชน 17,600 เหรียญ
 หุ้นสามัญ 272,000 เหรียญ”

(ปีเตอร์ ลินช์ และ จอห์น รอทไฮต์ หน้า 84, เหนือกว่าวอลสตรีท; 2555) ซึ่งมูลค่าผลตอบแทนจากหุ้น จะมีค่าประมาณ 10% ตลอดช่วงเวลา 60 ปี

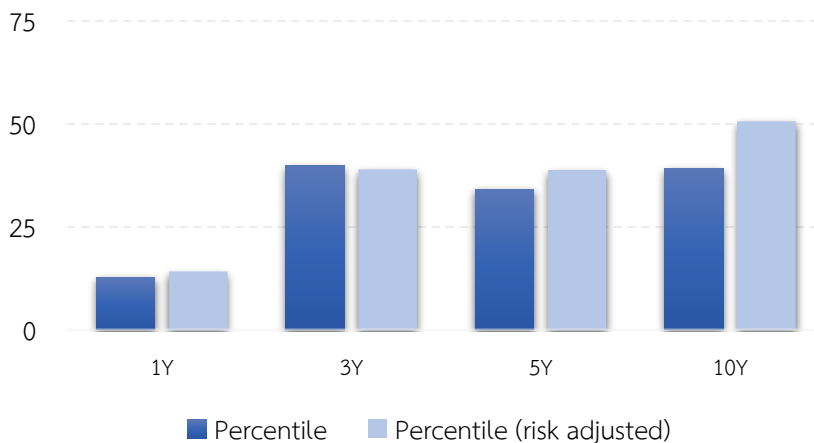
ตารางที่ 2 ผลตอบแทนของการลงทุนเลียนแบบ SET Index

รูปแบบผลตอบแทน	ก่อนวิกฤตต้มยำกุ้ง (2518 - 2539)	หลังวิกฤตต้มยำกุ้ง (2540 - 2550)	หลังวิกฤตซับไพรม์ (2551 - 2558)	ตลอดช่วงเวลา (2518 - 2558)
ส่วนต่างราคา	10.9%	0.7%	7.3%	6.5%
เงินปันผล	5.5%	2.8%	3.7%	4.4%
ผลตอบแทนรวม	17.0%	3.5%	11.3%	11.2%
อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ประจำ 1 ปี	10.3%*	3.8%	1.9%	6.5%
อัตราเงินเฟ้อ	5.8%*	3.1%	2.2%	4.2%
Sharpe Ratio	89	-3	148	58.3

ที่มา: คำนวณจาก www.set.or.th และ ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: 1) * เป็นค่าเฉลี่ยปี 2522 – 2539

- 2) ในบทความนี้จะคำนวณเป็นผลตอบแทนแบบทบต้นที่สมมติว่าผู้ลงทุนจะนำผลตอบแทนที่ได้ทั้งหมดไป ลงทุนต่อ
- 3) เงินปันผล คำนวณเฉพาะเงินปันผลที่เป็นตัวเงินเท่านั้น ไม่นับรวมเงินปันผลในรูปแบบอื่นๆ เช่น การจ่ายหุ้นปันผล การให้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน ฯลฯ
- 4) อัตราเงินเฟ้อ คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป (ปีฐานคือ 2554=100)



ภาพที่ 1 ค่า Percentile ของกองทุนดัชนีเมื่อเทียบผลการดำเนินงานกับกองทุนรวมตราสารทุน

ที่มา: คำนวณจาก mornignstarthailand (กลุ่มกองทุนแบบ Equity large-cap, 30 มกราคม 2559)

ให้ลองพิจารณาสถานการณ์พิเศษดังต่อไปนี้ สมมติว่าผู้อ่านลงทุนเลียนแบบดัชนีโดยซื้อหุ้น ณ วันที่ 4 มกราคม 2537 ซึ่งดัชนี SET ได้ทำสถิติสูงสุดไว้ที่ 1,753.73 จุด นับได้ว่าผู้อ่านซื้อหุ้นในช่วงเลวร้ายที่สุดในประวัติศาสตร์ตลาดหุ้นไทยเพราะจวบจนปัจจุบันดัชนี SET ก็ไม่เคยขึ้นไปสู่ระดับนั้นได้อีกเลย อย่างไรก็ตามจากการศึกษาพบว่าการลงทุนนี้จะคืนทุน ณ สิ้นเดือนมีนาคม 2554 ที่ดัชนี 1,047 จุด นับเป็นเวลา 17 ปี 2 เดือน และถ้ายังลงทุนเลียนแบบดัชนีเรื่อยมาจนถึงสิ้นเดือน ธันวาคม 2558 จะได้รับผลตอบแทน 1.52% ต่อปี สถานการณ์พิเศษนี้ชี้ให้เห็นว่าการพิจารณาเพียงค่าดัชนีไม่อาจใช้คำนวณผลตอบแทนของการลงทุนได้อย่างแม่นยำเนื่องจากผลลบผลตอบแทนจากเงินปันผล และในช่วงระยะเวลาที่ยาวนานเพียงพตลาดหุ้นไทย (จากประวัติศาสตร์ 17 ปี 2 เดือนขึ้นไป) จะไม่ทำให้นักลงทุนต้องขาดทุนเลย

หากพิจารณาผลตอบแทนจากเงินปันผลซึ่งมีความผันผวนน้อยกว่าส่วนต่างราคาจะพบว่าสามารถปกป้องการด้อยค่าของเงินลงทุนจากอัตราเงินเฟ้อได้ดี อันที่จริงการที่หุ้นสามารถปกป้องมูลค่าเงินลงทุนจากอัตราเงินเฟ้อเป็นเรื่องที่ไม่น่าแปลกใจเท่าใดนักเพราะการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาทั่วไปเกิดจากการเปลี่ยนแปลงราคาขายสินค้าและบริการของบริษัทต่างๆ หากระดับราคานี้สูงขึ้นจะทำให้ยอดขายของบริษัทสูงขึ้นด้วย ผู้ลงทุนจะได้รับประโยชน์ซึ่งอาจจะอยู่ในรูปของเงินปันผลหรือราคาหุ้นที่สูงขึ้น แต่สำหรับผู้ลงทุนในตราสารหนี้จะไม่ได้รับประโยชน์

โดยทั่วไปสาเหตุที่หุ้นสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าเงินฝากหรือสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนคงที่ต่างๆ คือการลงทุนในหุ้นนั้นคือการซื้อความเป็นเจ้าของ หุ้นจึงทำให้ผู้ลงทุนได้รับประโยชน์จากการเจริญเติบโตของบริษัทอย่างเต็มที่ แต่การลงทุนในพันธบัตรทำให้ผู้ลงทุนเป็นเพียงเจ้าหนี้ที่ให้เงินกู้ สิ่งที่จะคาดหวังได้คือการได้รับดอกเบี้ยคงที่และเงินต้นคืนเท่านั้น

ตารางที่ 2 ยังบ่งบอกว่าการลงทุนในตลาดหุ้นไทยมีความน่าสนใจมากกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคารมากขึ้นเรื่อยๆ หากพิจารณาโดยการคำนวณหา Sharpe Ratio ซึ่งเป็นการคำนวณผลตอบแทนส่วนที่เกินจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Rate) และปรับด้วยค่าความเสี่ยง ดังสมการ

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$

โดยที่

\bar{r}_p คือ ค่าคาดหวังของผลตอบแทน

r_f คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-free Rate)

σ_p คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตโฟลิโอ

อัตราส่วนผลตอบแทนส่วนที่เกินต่อความผันผวนในช่วงสุดท้าย (2551 - 2558) สูงขึ้นเป็น 148 จากเดิม -3 และ 89 ในช่วงเวลาแรกๆ นั้นหมายความว่า การลงทุนในตลาดหุ้นไทยมีความคุ้มค่าต่อความเสี่ยงมากขึ้น อันเป็นผลมาจากดอกเบี้ยเงินฝากที่ตกต่ำ และความผันผวนของราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลง (ดูภาพที่ 2 ประกอบ) การลงทุนซื้อหุ้นกับความผันผวนนั้นเป็นของคู่กันเสมอ ถึงแม้ในตารางที่ 2 จะชี้ว่ากองทุนดัชนีให้ผลตอบแทนระยะยาวเป็นที่น่าพอใจแต่ในระยะสั้นนั้นก็ต้องเผชิญความเสี่ยงที่จะขาดทุนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ นี่คือสาเหตุที่ทำให้ให้นักลงทุนส่วนใหญ่มองว่าการลงทุนในหุ้นมีความเสี่ยงสูงและตัดสินใจกำหนดสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้มากกว่า การที่ผลตอบแทนจากหุ้นสูงกว่าพันธบัตรนั้นจึงเกิดขึ้นเพราะนักลงทุนต้องการผลตอบแทนสูงขึ้นเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Risk Premium)

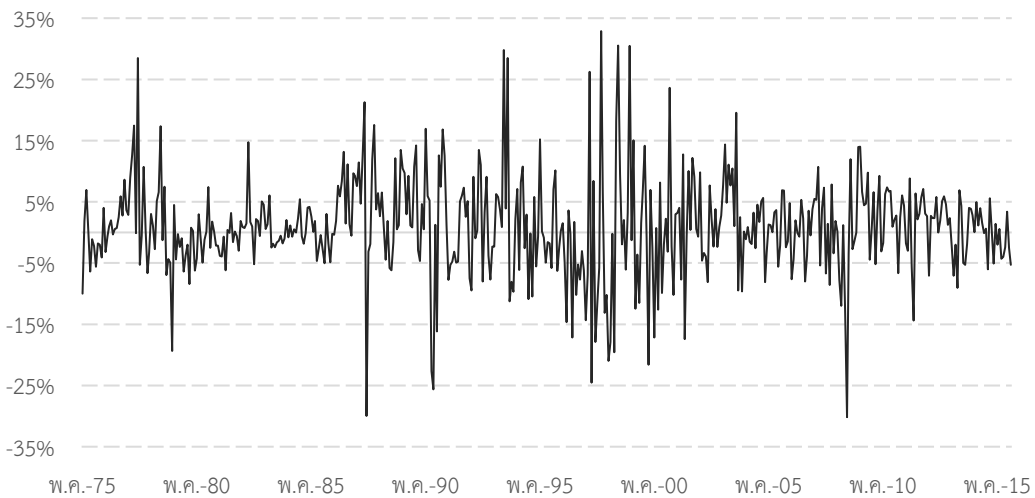
ภาพที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนรายเดือนจากส่วนต่างราคา (Monthly Capital Gain) ของ SET Index จำนวน 489 เดือนตั้งแต่ พฤษภาคม 2518 - ธันวาคม 2558 ส่วนใหญ่ผลตอบแทนจะแกว่งตัวอยู่ระหว่าง $\pm 10\%$ แต่ในช่วงเวลาวิกฤต บางเดือนอาจต้องเผชิญผลขาดทุนมากกว่า 10% ก็ได้โดยตามสถิตินับได้ 32 เดือน หรือคิดเป็น 7.3% ของช่วงเวลาทั้งหมด อย่างไรก็ตามเราจะเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นเนื่องจากการแกว่งตัวของราคามีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ ซึ่งอาจจะเกิดจากการที่ตลาดหุ้นไทยมีสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันมากขึ้น หรือนักลงทุนมีความรู้ความเข้าใจในการลงทุนมากขึ้นก็เป็นได้

ผู้อ่านบางท่านอาจคิดว่าถ้าเราไม่มีความรู้ด้านการลงทุนก็สามารถเลือกกองทุนที่มีผู้จัดการที่เชี่ยวชาญและสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดได้ คำกล่าวข้างต้นอาจฟังดูมีเหตุผลแต่ก็เป็นไปได้ยากในทางปฏิบัติ ประการแรก การเลือกกองทุนรวมเป็นเรื่องยากไม่ต่างกับการเลือกหุ้นด้วยตัวเอง เพราะเพียงแค่งกองทุนที่ลงทุนในหุ้นไทยก็มีจำนวนมากถึง 201 กองทุน ประการต่อมา “ถึงแม้กองทุน 10 อันดับแรกให้ผลตอบแทนมากกว่ากองทุนดัชนี 3-4% ต่อปีและมีผู้จัดการกองทุนที่เก่งกาจอยู่จริง” (Fama and French, 2010) เราจะรู้ได้อย่างไรว่าผลตอบแทนที่สูงในอดีตเกิดจากฝีมือหรือโชคกันแน่? และ

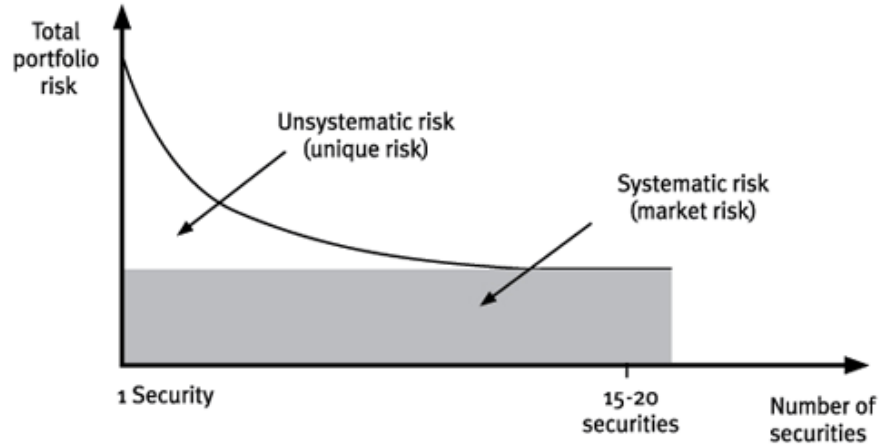
ในอนาคตผลตอบแทนจะสูงเช่นเดิมหรือไม่ การซื้อกองทุนรวมโดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานในอดีตเพียงอย่างเดียวเป็นสิ่งที่ไม่ควรกระทำเพราะมันไม่ได้รับประกันถึงผลตอบแทนในอนาคตด้วย ดังที่แสดงในภาพที่ 1 การที่กองทุนดัชนีมีอันดับเปอร์เซ็นต์เพิ่มขึ้นในระยะยาวได้สะท้อนว่ากองทุนจำนวนหนึ่งเอาชนะตลาดได้ในระยะสั้นๆ เพราะความโชคดี ประการสุดท้ายคือในระยะยาว (10 ปี) กองทุนจำนวนกว่าครึ่งหนึ่งไม่ได้สร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาด กองทุนดัชนีสามารถให้ผลตอบแทนในระดับเฉลี่ยได้ แต่เมื่อพิจารณาในภาพที่ 1 เพิ่มเติมอาจจะตั้งคำถามได้ว่าหากคำนึงถึงช่วงเวลายาวนานมากขึ้นเป็น 20 ปี คะแนนเปอร์เซ็นต์ของกองทุนดัชนีอาจจะเพิ่มขึ้นได้อีกหรือไม่? เวลาเท่านั้นที่จะตอบคำถามนี้ ในกรณีของตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาเป็นที่ชัดเจนว่าในระยะยาวกองทุนส่วนใหญ่สร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่ากองทุนดัชนีโดยในปี 2545 หากพิจารณาผลตอบแทนย้อนหลัง 1 ปี กองทุนหุ้นในสหรัฐอเมริกาเกือบครึ่งหนึ่งชนะกองทุนดัชนี Vanguard 500 แต่หาก

เพิ่มเวลาเป็น 20 ปี กองทุนเหล่านั้นจะเหลือเพียง 15% เท่านั้น (หน้า 356, The Intelligent Investor; 2553) สาเหตุส่วนหนึ่งเป็นเพราะกองทุนดัชนีมีค่าธรรมเนียมการจัดการต่ำ สำหรับประเทศไทยกองทุนดัชนีก็เก็บค่าธรรมเนียมการจัดการเพียงครึ่งเดียวของหุ้นทั่วไป

ข้อดีอีกประการหนึ่งของกองทุนดัชนีที่เห็นได้จากคะแนนเปอร์เซ็นต์แบบปรับความเสี่ยงแล้ว (Risk Adjusted) จะไม่ต่ำกว่าแบบที่ยังไม่ปรับความเสี่ยง (ดูภาพที่ 1 ประกอบ) แสดงให้เห็นว่ามีกองทุนบางส่วนที่ได้รับผลตอบแทนสูงกว่ากองทุนดัชนีเพราะใช้รูปแบบการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น เช่น มีหุ้นจำนวนน้อยกว่ากองทุนดัชนีมักถูกพิจารณาว่ามีความเสี่ยงต่ำกว่ากองทุนหุ้นทั่วไปเนื่องจากกองทุนดัชนีถือครองหุ้นจำนวนมากและเป็นหุ้นของบริษัทที่มีความหลากหลายทำให้สามารถกำจัดความเสี่ยงเฉพาะของหุ้นแต่ละตัว (Unsystematic Risk) ออกไปเหลือเพียงความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงของทั้งตลาดที่นักลงทุนหลีกเลี่ยงไม่ได้



ภาพที่ 2 ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) ในการลงทุนตามดัชนี SET
ที่มา: คำนวณจาก www.set.or.th



ภาพที่ 3 ความเสี่ยงเฉพาะและความเสี่ยงตลาด
ที่มา: Kaplan Financial Knowledge Bank

ในประเด็นของกองทุนดัชนีในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากกว่ากองทุนส่วนใหญ่ในระยะยาว ในขณะที่กองทุนดัชนีในตลาดหุ้นไทยไม่ได้มีลักษณะเช่นนั้น ปรากฏการณ์นี้อาจเกิดจากปัจจัยด้านความสะดวกของการไหลเวียนของข้อมูลข่าวสารที่สหรัฐฯอาจทำได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าไทย นักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบันสามารถรับรู้ข่าวสารในช่องทางต่างๆ ได้อย่างรวดเร็วทำให้ผู้ที่หวังจะทำกำไรส่วนเกินจากการรับรู้ข่าวสารมากกว่าผู้อื่นทำได้ยาก อย่างไรก็ตามหากต้องการคำตอบที่แน่ชัดก็ควรที่จะสร้างงานศึกษาเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดหุ้นไทยต่อไปในอนาคต

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

กล่าวโดยสรุป ข้อดีของการลงทุนเลียนแบบดัชนีคือนักลงทุนไม่จำเป็นต้องมีความรู้ด้านการลงทุนมากนัก แต่ก็อาจสร้างผลตอบแทนที่ดีได้ดังเช่นในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกา “การถือกองทุนดัชนีไว้อย่างน้อย 20 ปี และเพิ่มเงินลงทุนเข้าไปทุกเดือนจะทำให้คุณสามารถเอาชนะนักลงทุนมืออาชีพและนักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ได้” (เจสัน ซวีจ หน้า 357, The Intelligent Investor; 2553) กองทุนดัชนีมีการกระจายความเสี่ยงที่ดี กระจายเงินลงทุนครอบคลุมอุตสาหกรรมที่หลากหลาย และยังลงทุนในหุ้นขนาดเล็กเป็นสัดส่วนที่น้อยมากดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในระดับที่เหมาะสม ส่วนข้อเสียมีลักษณะคล้ายกับการลงทุนในหุ้นทั่วๆ ไปที่ต้องเปิดรับความผันผวนต่างๆ ที่เกิดจากสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลาซึ่งจะกระทบกับผลประกอบการของบริษัท

ต่างๆ อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ข้อเสียอีกประการหนึ่งคือเป็นการลงทุนที่น่าเบื่อซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ผู้ที่ชอบเสี่ยงโชคไม่ชื่นชอบวิธีการลงทุนนี้ และสำหรับผู้ที่เชื่อมั่นว่าตนมีความรู้เกี่ยวกับการลงทุนเป็นอย่างดีก็จะไม่สามารถอ้างได้ว่าเขาชนะตลาด (เพราะหน้าที่ของกองทุนดัชนีคือการทำผลงานให้อยู่ในระดับเดียวกับตลาด)

สุดท้ายนี้ผู้เขียนอยากจะย้ำเตือนว่าการลงทุนที่เลียนแบบดัชนีไม่ทำให้ผู้ลงทุนหลีกเลี่ยงความเสี่ยงได้ การฝากเงินไว้กับธนาคารยังเป็นทางเลือกที่ปลอดภัยกว่าการลงทุนในหุ้นเสมอ และถึงแม้ตัวเลขจะแสดงผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว แต่ในบางช่วงเวลาก็อาจขาดทุนได้มาก ดังเช่นวิกฤตซับไพรม์ในเดือนตุลาคม 2551 ที่ทำให้ผู้ที่กำลังลงทุนในดัชนี SET ต้องขาดทุนมากถึง 30% ภายในเดือนเดียว ดังนั้นการลงทุนเลียนแบบดัชนีจึงเหมาะกับผู้ที่ต้องการลงทุนระยะยาวประมาณ 5 ปีขึ้นไป ดังที่ได้อธิบายว่าหากพิจารณาช่วงเวลาที่ยาวนานเพียงพอ นักลงทุนจะไม่ขาดทุนเลย แต่ถ้าหากนักลงทุนบางท่านยังรู้สึกว่าการลงทุนที่เลียนแบบดัชนีเป็นวิธีการลงทุนที่เสี่ยงมากเกินไปก็สามารถจัดสรรเงินลงทุนร่วมกับหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำเพื่อลดความเสี่ยงด้านความผันผวนราคา เช่น พันธบัตรรัฐบาล หรือตราสารหนี้คุณภาพสูงในอัตราส่วน 25-50% ขึ้นอยู่กับระดับการยอมรับความเสี่ยงของแต่ละคน

เอกสารอ้างอิง

Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The journal of finance*, 51(1), 55-84.

- Fama, E. F., & French, K. R. (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *The Journal of Finance*, 65(5), 1915-1947.
- Graham, B., Dodd, D. L. F., & Cottle, S. (1934). *Security analysis*. New York: McGraw-Hill.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of economic perspectives*, 59-82.
- Malkiel, B. G. (2005). Reflections on the efficient market hypothesis: 30 years later. *Financial Review*, 40(1), 1-9.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- นิเวศน์ เหมวชิรวรากร (2551). ตีแตก: กลยุทธ์การเล่นหุ้นในภาวะวิกฤต. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดดูเคชั่น.
- บรูซ กรีนวอลด์ (2550). การลงทุนแบบเน้นคุณค่า หลักสูตรมหาวิทยาลัยโคลัมเบีย. แปลจาก Value Investing from Graham to Buffett โดยพรชัย รัตนนันทชัยสุข. นนทบุรี: วิสโดมเวิร์ค เพรส.
- เบนจามิน เกรแฮม และ เจสัน ซวีจ (2553). ดิ อินเทลลิเจนท์ อินเวสเตอร์ (ปรับปรุงใหม่). แปลจาก The intelligent investor (Revised Edition) โดยพรชัย รัตนนันทชัยสุข. นนทบุรี: วิสโดมเวิร์ค เพรส.
- ปีเตอร์ ลินซ์ และ จอห์น รอทไฮต์ (2555). เหนือกว่าวอลล์สตรีท. แปลจาก One Up On Wall Street โดยนิเวศน์ เหมวชิรวรากร. กรุงเทพฯ: พีเดลลิตี้ พับลิชซิง.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. เครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาคของไทย. <http://www2.bot.or.th/statistics/ReportPage.aspx?reportID=409>. 27 มกราคม 2559.