

## “ผลิตภัณฑ์และราคาสำหรับลูกค้า High Net Worth (4)”

ดร.กฤษฎา เสกตระกูล  
ผู้อำนวยการฝ่ายพัฒนาความรู้ผู้ประกอบการวิชาชีพหลักทรัพย์  
ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI)  
สถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ตีพิมพ์ลงหนังสือพิมพ์ โฟกัส ทุเดย์ เดือนตุลาคม 2551

ในตอนนี้จะเริ่มต้นอธิบายถึงตราสารการเงินที่ถูกเรียกว่า ตราสารที่เป็นการลงทุนทางเลือก (alternative investment) ซึ่งมักจะเป็นตราสารการลงทุนที่เป็นนวัตกรรม เป็นทางเลือกใหม่ๆ ให้นักลงทุนนอกเหนือจากการลงทุนในหลักทรัพย์พื้นฐาน เช่น ตราสารทุน ตราสารหนี้ และกองทุนรวม เป็นต้น ตราสารในกลุ่มนี้ ได้แก่ Hedge funds, private equity และ REIT เป็นต้น

### Hedge funds

#### ลักษณะทั่วไป

เฮดจ์ฟันด์ เป็นกองทุนรวมชนิดหนึ่ง เช่นเดียวกับกองทุนรวมทั่วไป ที่มีจุดมุ่งหมายในการบริหารเพื่อให้ได้ผลตอบแทนทางการเงินโดยใช้เครื่องมือทางการเงินที่หลากหลายและซับซ้อน และใช้หลักการการบริหารความเสี่ยงเข้ามาช่วย แม้บางครั้งอัตราผลตอบแทนอาจไม่สูงมากสืบเนื่องจาก เป็นการมุ่งทำกำไรภายใต้การจำกัดความเสี่ยงที่ยอมรับได้ แต่ถ้าใช้ปริมาณเงินลงทุนที่สูง ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินก็จะสูงตามไปด้วย จุดตั้งต้นของการลงทุนแบบเฮดจ์ฟันด์ เริ่มต้นในปี 1949 เมื่ออัลเฟรด วินสโลว์ โจนส์ ได้ก่อตั้งเฮดจ์ฟันด์ โดยตั้งใจที่จะป้องกันความเสี่ยงจากตลาดบางส่วน ด้วยการขายหุ้นกลุ่มหนึ่งที่ขึ้นมา และซื้อหุ้นอีกกลุ่มหนึ่ง การทำเช่นนี้เนื่องจากคาดการณ์ว่า หุ้นกลุ่มแรกราคาจะลดลงในอนาคตจึงขึ้นมาขายในราคาสูงตอนนี้ และคาดว่าหุ้นกลุ่มที่สองราคาจะสูงขึ้นในอนาคต จึงซื้อไว้ตอนนี้ที่มีราคาต่ำกว่า ถ้าในอนาคตเป็นไปตามที่คาดก็จะได้กำไร แต่ถ้าไม่เป็นไปตามที่คาดกำไรจากหุ้นกลุ่มหนึ่งอาจชดเชย การขาดทุนจากหุ้นอีกกลุ่มหนึ่ง ทำให้พอมีกำไร หรือขาดทุนก็จะขาดทุนไม่มาก หลักการบริหารความเสี่ยงแบบนี้เรียกว่า เฮดจ์ (hedge)

#### หลักการพื้นฐานของการเฮดจ์ (hedge) ก็คือ

1. เมื่อตลาดเป็นขาขึ้น กำไรจะได้มาจากการถือหุ้นที่ดี ซึ่งจะมากกว่าขาดทุนจากการทำ short sell หุ้นในกลุ่มแย้

2. เมื่อตลาดเป็นขาลง กำไรจะมาจากการทำ short sell ในหุ้นกลุ่มที่แย่มาก ซึ่งจะมากกว่าขาดทุนที่เกิดจากการถือหุ้นในกลุ่มที่ดี

นอกจากนี้ เฮดจ์ฟันด์ ยังทำกำไรโดยการแสวงหาช่องทางของตลาดที่ไม่สมบูรณ์ โดยใช้หลักกาอาบิทราจ (Arbitrage) เข้าทำการซื้อหลักทรัพย์หนึ่งที่มีราคาถูกในตลาดหนึ่งและขายแพงในอีกตลาดหนึ่ง ซึ่งทำให้ได้กำไรอย่างแน่นอนทำให้ความเสี่ยงลดลง

โดยปกติการลงทุนในกองทุนรวมทั่วไปนั้น ผู้ลงทุนที่เข้ามาซื้อขายหน่วยลงทุนสามารถเป็นใครก็ได้ที่มีเงินเพียงพอที่จะลงทุนขั้นต่ำ เช่น 5,000 บาท เป็นต้น แต่ผู้ที่สามารถลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ได้นั้น โดยมากจะต้องเป็นผู้ที่มีฐานะร่ำรวย (high net worth individuals) เช่น ต้องมีสินทรัพย์สุทธิมากกว่า 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จึงจะสามารถลงทุนได้ เหตุผลที่มีการกำหนดเช่นนี้ เพราะการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ มีการลงทุนในตราสารการเงินที่มีความซับซ้อนต้องใช้ความรู้ทางการเงินมาก และแม้ว่าจะใช้หลักการบริหารกองทุนโดยคำนึงถึงความเสี่ยงแต่วิธีการลงทุนก็มีความเสี่ยงสูง และการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงก็เปลี่ยนแปลงได้อย่างรวดเร็ว เช่น ในบางครั้งกองทุนใช้นโยบายแบบเฮดจ์ แต่เมื่อภาวะตลาดอาจเปลี่ยนเป็นนโยบายเก็งกำไร (Speculate) | ซึ่งอาจทำให้ได้กำไรมาก หรือขาดทุนมากก็ได้ ทำให้ต้องมีความสามารถในการรับความเสี่ยงได้สูง ในสหรัฐฯ จำนวนเงินลงทุนเริ่มต้นของเฮดจ์ฟันด์อาจอยู่ระหว่าง 50,000 เหรียญสหรัฐฯ ไปจนถึง 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

หลังจากที่ระดมทุนจากนักลงทุนแล้ว ผู้จัดการกองทุนเฮดจ์ฟันด์ก็จะนำเงินที่ได้ไปลงทุนซึ่งมีความหลากหลาย ตั้งแต่ ประเภทที่มีความซับซ้อนไม่มาก เช่น หุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาล และหุ้นกู้ เป็นต้น ไปจนถึงประเภทที่มีความซับซ้อนมาก หรือมีความเสี่ยงสูง เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ Structured products, Futures, Options, Swap, Forex, Commodities เป็นต้น ในบางครั้งก็สามารถไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ (below investment grade) ด้วย

ความเสี่ยงของการลงทุนในเฮดจ์ฟันด์ยังสามารถเพิ่มสูงขึ้นอีกถ้าเฮดจ์ฟันด์นั้นกู้ยืมเงินเพื่อมาลงทุน (leverage) โดยคาดหวังให้ได้ผลตอบแทนดีขึ้น แต่ในอีกด้านหนึ่งการใช้ Leverage ก็สามารถทำให้ขาดทุนมหาศาลได้เช่นกัน เมื่อภาวะตลาดไม่ได้เป็นไปตามที่ผู้จัดการกองทุนคาดการณ์ไว้ การใช้ leverage อาจอยู่ระหว่าง 150% ของ NAV ไปจนถึง 700% ของ NAV หรือมากกว่า

ด้านความโปร่งใสในการบริหารข้อมูล กองทุนรวมทั่วไปจะนำเสนอข้อมูลที่มากกว่าในขณะที่การลงทุนของเฮดจ์ฟันด์ มักจะถูกเก็บไว้เป็นความลับ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นเรื่องเกี่ยวกับความเสี่ยงของ เฮดจ์ฟันด์เอง เช่น การที่เฮดจ์ฟันด์สามารถทำธุรกรรมประเภท short sell ได้ หากมีนักลงทุนในตลาดรายอื่นทราบว่ามีการทำ short sell อาจจะพยายามดันราคาของหลักทรัพย์ขึ้นจนถึงระดับที่เฮดจ์ฟันด์ถูกบังคับให้ซื้อหลักทรัพย์นั้นๆ คืนในราคาที่สูงกว่าราคาที่ควรจะเป็น อันส่งผลให้เกิดการขาดทุนอย่างหนัก เป็นต้น เฮดจ์ฟันด์จึงค่อนข้างจะไม่เปิดเผยข้อมูลเชิงลึก แต่ก็อาจเกิดปัญหาความยุ่งยากในการกำกับดูแลได้

ค่าธรรมเนียมของเฮดจ์ฟันด์ หลักๆ จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือค่าใช้จ่ายในการบริหาร (management fee) และค่าใช้จ่ายเมื่อผู้จัดการกองทุนสร้างผลประโยชน์ให้กับกองทุน (performance fee) (ในขณะที่กองทุนรวมทั่วไป จะมีเฉพาะค่าธรรมเนียมในการบริหาร) ค่าธรรมเนียมมาตรฐานในสองส่วนนี้ที่พบบ่อยคือ 2% และ 20% อัตราดังกล่าวสามารถเปลี่ยนแปลงได้ขึ้นอยู่กับชื่อเสียงของผู้จัดการกองทุน

เฮดจ์ฟันด์ เป็นองค์กรขนาดเล็ก เมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนรวมทั่วไป (mutual fund) โดยเฮดจ์ฟันด์จะใช้บริการขององค์กรอื่น เพื่อให้ธุรกิจดำเนินงานอย่างราบรื่น ผู้จัดการกองทุน (ส่วนมากจะทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุน) จะเป็นผู้ที่มีประสบการณ์ในการทำงานเป็น trader หรือ portfolio manager ให้กับสถาบันการเงินขนาดใหญ่มาก่อน การจัดตั้งกองทุนประเภทนี้มักจะจัดตั้งขึ้นในประเทศที่มีกฎหมายที่เอื้อประโยชน์ต่อการลงทุน เช่นที่ เกาะ Cayman และ British Virgin และอีกหลายๆ ประเทศ ซึ่งรวมไปถึงการผ่อนคลายกฎระเบียบในเรื่องภาษี ทำให้การจัดตั้งเฮดจ์ฟันด์ทำได้ง่ายขึ้น

### ประเภทของเฮดจ์ฟันด์

- **Master/feeder structures** เป็นลักษณะที่จะมีการจัดตั้งกองทุนขึ้นสองประเภท ประเภทแรกคือ Master Fund ซึ่งทำหน้าที่ในการวางกลยุทธ์การลงทุน วิเคราะห์ตัดสินใจซื้อขายสินทรัพย์ นักลงทุนจะไม่สามารถลงทุนผ่าน Master Fund ได้โดยตรง แต่จะสามารถลงทุนได้ผ่าน Feeder Fund ซึ่งจะนำเงินลงทุนที่ระดมได้ไปลงทุนใน Master Fund จากลักษณะการลงทุนแบบนี้ทำให้สามารถระดมทุนได้จากนักลงทุนหลากหลายประเภท โดยนักลงทุน US ลงทุนผ่าน onshore feeder และ Non – US ลงทุนผ่าน offshore feeder
- **Umbrella funds** เป็นโครงสร้างแบบหนึ่งที่ได้รับคามนิยมในแถบยุโรปเนื่องจากช่วยในเรื่องของการชะลอการจ่ายภาษีเมื่อนักลงทุนถอนเงินจาก sub fund หนึ่ง และนำไปลงทุนยังอีก sub fund ซึ่งใช้กลยุทธ์แตกต่างกันแต่อยู่ภายใต้ Umbrella fund เดียวกัน
- **Managed account** เป็นรูปแบบหนึ่งของบริการที่ Investment Management Company อาจจะให้บริการแก่นักลงทุน กล่าวคือ นักลงทุนให้อำนาจแก่ hedge fund manager ที่จะสามารถออกคำสั่งซื้อและขายหลักทรัพย์ภายใต้บัญชีของลูกค้า นั่นๆ ซึ่งลักษณะการบริหารแบบนี้จะสามารถตอบสนองของความต้องการของนักลงทุนในด้านต่างๆ ได้อย่างเต็มที่เช่นเรื่องของการโปร่งใสในการบริหาร (เพราะในกรณีนี้นักลงทุนสามารถสอบถามจาก Broker ได้โดยตรงว่ามีการซื้อขายสินทรัพย์อะไรบ้างเป็นจำนวนเท่าใด) รวมถึงเหมาะสมสำหรับองค์กรที่ต้องการสภาพคล่อง (นักลงทุนสามารถยกเลิกสัญญาการจ้างได้เสมอ และขายสินทรัพย์เพื่อให้ได้เงินสดในเวลาต้องการ) นอกจากนี้ หากผู้จัดการกองทุนดังกล่าวบริหารกองทุนอื่นๆ ในขณะเดียวกันและประสบภาวะขาดทุนจนต้องปิดกองทุนนั้นๆ เจ้าหนี้ของกองทุนนั้นๆ ไม่อาจสามารถมีสิทธิเหนือทรัพย์สินในส่วนของ Managed account ซึ่งเป็นสินทรัพย์ของนักลงทุนคนอื่นได้
- **Multi – class** บาง hedge fund อาจจะมีเพียง 1 Portfolio แต่แบ่งหน่วยลงทุนออกเป็นหลาย class เสนอแก่นักลงทุน เช่นในช่วงแรกที่เริ่มมีการตั้งกองทุนอาจจะกำหนดค่าใช้จ่ายในการบริหารงานต่ำ (Performance fee) รวมถึงช่วงเวลาที่สามารถถอนเงินลงทุน Redemption period) ไว้สั้นซึ่งมีผลดีต่อนักลงทุน และเมื่อกองทุนนั้นๆ ประสบความสำเร็จอาจจะเปิด Class ใหม่ซึ่งคิดค่าใช้จ่ายในการบริหารงาน

สูงขึ้นไป รวมถึงกำหนด redemption period ให้ยาวขึ้นเช่นกัน นอกจากนี้ในบางครั้ง class ที่ต่างกันอาจจะหมายถึง ความแตกต่างของสกุลเงินที่อ้างอิงกับกองทุนนั้นๆ เช่น class A เป็น USD ในขณะที่ class B เป็น EUR เป็นต้น

**กลยุทธ์การลงทุนของ เฮดจ์ฟันด์** สามารถจัดเป็นกลุ่มหลักๆ ได้ดังนี้

- 1) **Equity Long/Short** ซึ่งเป็นวิธีการดั้งเดิมของธุรกิจประเภทนี้ ผู้จัดการกองทุนจะซื้อหุ้นของบริษัทที่ราคาตลาดถูกกว่าความเป็นจริง และขายหุ้นของบริษัทที่มีราคาแพงกว่าความเป็นจริง ผลตอบแทนที่ได้จะมาจาก ราคาที่เพิ่มขึ้นของหุ้นที่มีราคาถูก และราคาที่ลดลงของหุ้นที่มีราคาแพง วิธีการในการเลือกหุ้นสามารถทำได้ทั้งจาก Bottom – Up Analysis รวมถึงการใช้โมเดลทางคณิตศาสตร์และสถิติเป็นต้น
- 2) **CTA (Commodity Trade Advisor)** เป็นการลงทุนในตราสารอนุพันธ์ประเภท Future โดยจะทำการซื้อขาย Future ของสินค้าประเภทต่างๆ สามารถแบ่งวิธีการตัดสินใจซื้อขายได้เป็น 2 แบบ ได้แก่ Systematic และ Discretionary แบบแรกจะหมายถึงจะตัดสินใจซื้อขายโดยอิงกับโมเดลเป็นหลัก ไม่มีการใช้ความรู้สึกและการวิเคราะห์ของมนุษย์เข้าไปเกี่ยวข้อง แต่สำหรับ Discretionary จะเป็นการตัดสินใจโดยผู้เชี่ยวชาญ ในปัจจุบัน Hedge Fund บางแห่งอาจจะใช้โมเดลทางคณิตศาสตร์ร่วมกับใช้คนในการพิจารณาขั้นสุดท้าย
- 3) **Global Macro** เป็นกองทุนคล้ายคลึงกับ CTA แต่ข้อแตกต่างคือ Global Macro จะลงทุนทั้งใน Future รวมถึงลงทุนในค่าเงินและสินค้าอื่นๆ สรุปคือผู้จัดการกองทุนประเภทนี้จะแสวงหาโอกาสในการลงทุนโดยอ้างอิงกับสถานะเศรษฐกิจระดับมหภาค เช่นกองทุนของไชรอสที่เก็งกำไรค่าเงินบาทก็จัดอยู่ในกลุ่มนี้เช่นกัน
- 4) **Market Neutral** เป็นวิธีการบริหารกองทุนเพื่อขจัดความเสี่ยงของผลตอบแทนที่อิงกับการเปลี่ยนแปลงของตลาดโดยรวม ปกติจะพยายามทำให้ค่า Beta มีค่าเท่ากับ 0 โดยการ Long และ Short ในจำนวนที่เหมาะสม วิธีการนี้จะต้องมีการทำ Portfolio Rebalancing อยู่สม่ำเสมอซึ่งก็คือการปรับปริมาณ Long Position และ Short Position เพื่อให้ค่า Beta อยู่ใกล้เคียงกับ 0
- 5) **Convertible Arbitrage** เป็นการลงทุนโดยจะเข้าซื้อ Convertible Bond ซึ่งโดยมากจะขายในราคาที่ต่ำกว่าความเป็นจริง หลังจากนั้นจะทำการป้องกันความเสี่ยงทั้งเรื่องของอัตราดอกเบี้ย และเรื่องของ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสามัญ และรอให้ราคาของ Convertible Bond ปรับเข้าสู่ราคาตลาด Hedge Fund ก็จะได้กำไรจากส่วนต่างนั่นเอง
- 6) **Merger Arbitrage** เป็นกลยุทธ์ที่หากำไรจากส่วนต่างของราคาของสองบริษัทที่ประกาศว่าจะมีการรวมกัน (Merger) หรือในลักษณะที่บริษัทหนึ่งจะไปซื้ออีกบริษัทหนึ่ง (Acquisition) ราคาของบริษัทที่จะถูกซื้อมักจะเพิ่มขึ้นเข้าหามูลค่าที่มีการเสนอซื้อ ดังนั้น Hedge Fund จึงทำการซื้อหุ้นของบริษัทที่ถูกซื้อ และทำการ short sell ในหุ้นของบริษัทที่เป็นผู้ซื้อเพื่อทำการป้องกันความเสี่ยง จากนั้นก็รอให้ราคาของบริษัทที่ถูกซื้อ ปรับเข้าหาราคาที่มีการเสนอซื้อ ความสำเร็จของวิธีนี้ขึ้นกับความสามารถของผู้จัดการกองทุนที่จะประเมินผลสำเร็จของการควบรวมหรือการซื้อกิจการ เพราะหากการควบรวมไม่ประสบความสำเร็จ ราคาของสองบริษัทจะเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วจนทำให้ Hedge Fund ขาดทุนได้

- 7) Distress Debt จะลงทุนในหุ้นกู้ของบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน บริษัทที่จะใช้กลยุทธ์นี้ได้ต้องมีแหล่งข่าวที่ดี มีความชำนาญในการวิเคราะห์หามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นกุนั้นๆ รวมถึงความสามารถคาดการณ์ถึงความสำเร็จของกิจการที่จะชำระเงินคืนได้ นอกจากนี้ Hedge Fund ยังอาจเข้าซื้อ Distress Debt เพื่อแปลงให้เป็นหุ้นสามัญในที่สุด

\*\*\*\*\*

ติดตามบทความเกี่ยวกับการเงินและการลงทุนที่น่าสนใจอื่นๆ ได้ที่ [www.tsi-thailand.org](http://www.tsi-thailand.org)