

บทที่ 6

สรุปผลการศึกษาวิจัยและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk adjusted Return) ด้วยมาตรวัดทั้ง 4 ประเภท คือ Sharpe, Treynor, Jensen, Appraisal Ratio ของกองทุนรวมตราสารทุนที่บริหารในลักษณะ Passive Management 5 กองทุน และ Active Management ที่นำมาเปรียบเทียบโดยเลือกจับคู่ในลักษณะขนาดของกองทุนใกล้เคียงกับ Passive ที่สุด โดยมีการจับคู่ 1 กองทุน Passive ต่อ 3 กองทุน Active (15 คู่เปรียบเทียบ แต่เมื่อหักซ้ำซ้อนแล้วอันเนื่องมาจากกองทุน Active ที่นำมาเปรียบเทียบเป็นกองทุนเดียวกันกับกองทุนเปรียบเทียบกับ Passive อีกกองหนึ่ง เพราะมีขนาดของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ใกล้เคียงกันเช่นกัน สรุปแล้วจะได้กองทุนประเภท Active ที่นำมาเปรียบเทียบเท่ากับ 10 กองทุน) ระหว่างเดือนมกราคม 2549 ถึง เดือนธันวาคม 2551 ใช้ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ จำนวนทั้งสิ้น 157 สัปดาห์ โดยใช้ทั้ง SET Index และ SET50 Index เป็น Benchmark แล้วทดสอบความน่าเชื่อถือของมาตรวัดทั้ง 4 ประเภทด้วย Mann-Whitney U test สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

6.1 สรุปผลการศึกษาวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยสามารถสรุปผลการวิจัยโดยแบ่งเป็นแต่ละช่วงระยะเวลา คือ ปี พ.ศ.2549, พ.ศ.2550, พ.ศ.2551 และปี พ.ศ.2549-2551 ดังต่อไปนี้

ปี พ.ศ.2549

Benchmark ทั้งสองประเภทของปี พ.ศ.2549 เป็นดังนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ปลายปี (ธันวาคม 2549) เมื่อเปรียบเทียบกับต้นปี (มกราคม 2549) มีการปรับตัวลดลง 9% และ SET50 Index ปรับตัวลดลง 10%

ทั้ง 4 มาตรวัด ได้ผลเหมือนกันคือ การบริหารทั้งในลักษณะ Passive และ Active Management ไม่มีความแตกต่างกันของผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05) ไม่ว่าจะใช้ SET Index หรือ SET50 Index เป็น Benchmark ก็ให้ผลที่เหมือนกัน

แต่เมื่อปรับระดับนัยสำคัญทางสถิติเป็น 0.10 เพื่อเพิ่มการสรุปผลแล้ว จะได้ผลว่า ทั้ง 4 มาตรการ ได้ผลเหมือนกันคือ การบริหารในลักษณะ Active Management ให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่สูงกว่า Passive Management ยกเว้นมาตรการของ Appraisal Ratio โดยใช้ SET Index และ SET50 Index เป็น Benchmark จะให้ผลที่ไม่แตกต่างกันระหว่างการบริหารทั้งสองประเภท

สรุปปี พ.ศ.2549 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ติดลบไม่มาก (ดูภาพประกอบจากภาพที่ 1.1 และ 1.2 ในบทที่ 1) ประกอบกับในระหว่างปีดัชนี มีลักษณะผันผวนไม่มาก โดยพิจารณาได้จาก ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์จากตารางที่ 4.1 ปี พ.ศ.2549 ค่า S.D. ของ SET Index เท่ากับ 2.43 ซึ่งถือว่ามีความน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับปี พ.ศ.2550 และปี พ.ศ.2551 ซึ่งมีค่า S.D. ของ SET Index เท่ากับ 2.81 และ 5.04 ตามลำดับ การบริหารกองทุนตราสารทุนในลักษณะ Active Management จะให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง ที่ดีกว่า Passive Management ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

ปี 2550

Benchmark ทั้งสองประเภทของปี พ.ศ.2550 เป็นดังนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ปลายปี (ธันวาคม 2550) เมื่อเปรียบเทียบกับต้นปี (มกราคม 2550) มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 21% และ SET50 Index ปรับตัวเพิ่มขึ้น 33% ถือว่าเป็นช่วงตลาดหลักทรัพย์ขาขึ้นอย่างเห็นได้ชัด (ดูภาพประกอบจากภาพที่ 1.1 และ 1.2 ในบทที่ 1)

ทั้ง 4 มาตรการ ได้ผลเหมือนกันคือ การบริหารทั้งในลักษณะ Passive และ Active Management ไม่มีความแตกต่างกันของผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 0.05 และ 0.10) โดยไม่ว่าจะใช้ SET Index หรือ SET50 Index เป็น Benchmark ก็ให้ผลที่เหมือนกัน

ปี 2551

Benchmark ทั้งสองประเภทของปี พ.ศ.2551 เป็นดังนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ปลายปี (ธันวาคม 2551) เมื่อเปรียบเทียบกับต้นปี (มกราคม 2551) มีการปรับตัวลดลง 45% และ SET50 Index ปรับตัวลดลง 50% ถือว่าเป็นช่วงตลาดหลักทรัพย์ขาลงอย่างเห็นได้ชัด (ดูภาพประกอบจากภาพที่ 1.1 และ 1.2 ในบทที่ 1)

ทั้ง 4 มาตรวัด ได้ผลเหมือนกันคือ การบริหารทั้งในลักษณะ Passive และ Active Management ไม่มีความแตกต่างกันของผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 0.05 และ 0.10) ยกเว้นในส่วนของมาตรวัดของ Appraisal Ratio ที่ใช้ SET50 Index เป็น Benchmark Passive Management จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า Active Management

ปี 2549 – ปี 2551

Benchmark ทั้งสองประเภทของปี พ.ศ.2549-2551 เป็นดังนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) และ SET50 Index ปลายปี 2551 เมื่อเปรียบเทียบกับมกราคม 2549 มีการปรับตัวลดลง 40%

มาตรวัด Treynor และ Jensen ให้ผลเหมือนกันคือ การบริหารในลักษณะ Active Management ให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่สูงกว่า Passive Management อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05) แต่สำหรับ Sharpe และ Appraisal Ratio จะให้ผลที่ไม่แตกต่างกันระหว่างการบริหารกองทุนทั้งสองประเภท

แต่เมื่อปรับระดับนัยสำคัญทางสถิติเป็น 0.10 เพื่อเพิ่มการสรุปผลแล้ว จะได้ผลว่า มาตรวัด Treynor และ Jensen ให้ผลเหมือนกันไม่ว่าจะใช้ SET Index หรือ SET50 Index เป็น Benchmark คือ การบริหารในลักษณะ Active Management ให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่สูงกว่า Passive Management แต่สำหรับ Sharpe และ Appraisal Ratio ที่ใช้ SET Index เป็น benchmark จะให้ผลที่ไม่แตกต่างกัน ยกเว้นในส่วนของมาตรวัดของ Appraisal Ratio ที่ใช้ SET50 Index เป็น Benchmark Passive Management ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า Active Management

สรุปปี พ.ศ.2549-2551 ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาของข้อมูลที่น่าสนใจพอสมควร SET Index ในช่วง 3 ปีที่กล่าวถึงนี้มีค่าติดลบ 40% (ดูภาพประกอบจากภาพที่ 1.1 และ 1.2 ในบทที่ 1) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 0.05 และ 0.10 การบริหารกองทุนตราสารทุนในลักษณะ Active Management จะให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง ที่ดีกว่า Passive Management โดยดูได้จาก Treynor และ Jensen Ratio (สำหรับ Sharpe Ratio เมื่อดูเฉพาะค่าเฉลี่ยของ Ratio แล้ว ก็เห็นผลว่า Active Management ดีกว่าเช่นกัน แต่ไม่เห็นผลชัดเจนมากนักเมื่อนำมาทดสอบความน่าเชื่อถือของมาตรวัดด้วย Mann-Whitney U test)

ถ้าหากดูตารางผลสรุปภาพรวมทั้งหมดการงานวิจัยฉบับนี้ ไม่ได้ดูเจาะจงเป็นรายปี หรือเฉพาะมาตรวัดใดมาตรวัดหนึ่ง (ดูตารางที่ 5.17 และตารางที่ 5.18 ประกอบ) จะเห็นได้ว่าการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ไม่ว่าจะลงทุนในกองทุนที่บริหารในลักษณะ Passive Management หรือ Active Management ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปรับด้วยความเสี่ยงตามสูตรของมาตรวัดต่างๆ แล้ว จะไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมากนักที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงได้มีการสรุปผลเพิ่มเติมด้วยการทดสอบ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 เพื่อให้ผลที่อยู่ในช่วงพื้นที่คาบเกี่ยวระหว่าง 0.05 และ 0.10 แสดงออกมาเพิ่มเติมเพื่อขยายผลให้ได้รายละเอียดมากขึ้นซึ่ง Active Management จะให้ผลที่ดีกว่าในภาวะตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนไม่มากนัก (ค่า S.D ต่ำ) และ/หรือ มีระยะเวลาในการลงทุนที่ยาวนานพอสมควร เช่น 3 ปี

ในบางครั้งความแตกต่างของผลที่ได้จากมาตรวัดแต่ละมาตรวัดนั้นอาจขึ้นอยู่กับสูตรที่ให้ผลออกมาโน้มเอียง เช่นสูตรของ Appraisal Ratio ที่โน้มเอียงไปทาง Passive Management ให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้วที่ดีกว่า Active Management

คำอธิบายเพิ่มเติมของมาตรวัด Appraisal Ratio เมื่อนำ SET50 Index เป็น Benchmark

จากบทสรุปที่ได้กล่าวในข้างต้นคือ โดยส่วนใหญ่การบริหารทั้งสองกลยุทธ์จะไม่มี ความแตกต่างกันมากนัก จะมีบางกรณี Active Management จะดีกว่า แต่ถ้าเราลอง Appraisal Ratio ที่ใช้ SET50 Index เป็น Benchmark แล้วจะเห็นว่า ค่า Ratio ที่ได้จะให้ผลว่า การบริหารกองทุนรวมตราสารทุนแบบ Passive Management จะให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่ดีกว่าในปี พ.ศ.2551 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และทั้งปี พ.ศ.2551 กับ พ.ศ.2549-2551 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 ซึ่งจะให้ผลที่ต่างกับผลที่เห็นจากภาพใหญ่

เหตุที่เป็นเช่นนี้เนื่องจาก เมื่อเราพิจารณาจากสูตรของ Appraisal Ratio คือ ค่าเฉลี่ยของ Excess Return หารด้วย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Excess Return นั้น ตรงประเด็นนี้จะเห็นได้ว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Excess Return (ซึ่งเป็นตัวหาร) ของกองทุนที่บริหารแบบ Passive Management ย่อมมีตัวเลขที่น้อย เนื่องจากการบริหารประเภทนี้ จะเกาะกับ SET50 Index ซึ่งเป็นเป้าหมายหลักของการบริหารกองทุนในลักษณะ Passive ดังนั้น เมื่อส่วนมีค่าน้อยมาก ผลที่ได้จากการหารจากสูตร จึงได้ค่าที่มากกว่า Active Management ที่มีตัวหาร (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Excess Return) ที่ตัวเลขสูงกว่า

6.2 ข้อจำกัดทางการศึกษา และแนวทางปรับปรุงการศึกษา

ในการศึกษานี้ มีข้อจำกัดทางการศึกษา แนวทางปรับปรุงการศึกษาดังนี้

1. เนื่องจากจำนวนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการบริหารในลักษณะ Passive Management มีจำนวนไม่มากนัก ดังนั้นตัวอย่างข้อมูลอาจไม่หลากหลาย
2. ในการศึกษาครั้งนี้ ใช้การจับคู่เปรียบเทียบกองทุนในลักษณะของขนาดของกองทุนที่ใกล้เคียงกัน การศึกษาครั้งต่อไปอาจใช้เกณฑ์อื่นที่ผู้วิจัยคาดว่าเหมาะสมต่อการวิจัยเพิ่มเติมได้ เช่นใช้เกณฑ์บริษัทจัดการเดียวกัน หรือใช้เกณฑ์ผู้จัดการกองทุนที่มี Profile ใกล้เคียงกัน
3. ระยะเวลาในงานศึกษาครั้งนี้ย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2549 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2551 (157 สัปดาห์) เพราะหากย้อนหลังเพิ่มขึ้นไปกว่านี้ ตัวอย่างของข้อมูลกองทุนประเภท Passive Management จะถูกตัดไป เนื่องจากวันที่จัดตั้งของหลายกองทุนไม่ยาวนานนัก ดังนั้นการศึกษาครั้งต่อไป ควรใช้ข้อมูลในช่วงเวลาที่เพิ่มมากขึ้น เพื่อทดสอบความน่าเชื่อถือของผลการดำเนินงานกองทุนที่แม่นยำขึ้น

ในปัจจุบันนี้ได้มีกองทุนที่เป็นลักษณะ Passive Management อย่าง “ThaiDEX SET 50 ETF” โดยผู้จัดการกองทุนจะรวบรวมเงินลงทุนจากกลุ่มผู้ร่วมลงทุนไปซื้อหุ้นในกลุ่ม SET50 โดยมีวัตถุประสงค์การลงทุนให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับดัชนีราคาหุ้น SET50 มาก ซึ่งกองทุนนี้จดทะเบียนขึ้นในวันที่ 6 กันยายน 2550 โดยถือว่าเป็นการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ที่เพิ่มโอกาสในการลงทุนของประชาชน ในต่างประเทศกองทุนประเภท ETF ได้รับความนิยมมาก หากหลังจากนี้เมื่อมีข้อมูลทางสถิติเพิ่มมากขึ้น ก็เป็นสิ่งที่น่าสนใจที่จะทำการศึกษากองทุน ETF นี้

ความแตกต่างของรูปแบบการบริหารกองทุนทั้งสองประเภท (Passive & Active Fund) มีข้อได้เปรียบเสียเปรียบแตกต่างกันไป ผลที่ได้จากการวิจัยไม่ได้สรุปให้มุ่งหมายที่จะหลีกเลี่ยงหรือสนับสนุนการลงทุนในลักษณะใดลักษณะหนึ่งเป็นพิเศษแต่อย่างใด เนื่องจากผลการดำเนินงานในอดีต ไม่ได้เป็นสิ่งยืนยันผลการดำเนินงานในอนาคต ผู้ลงทุนควรคำนึงถึงปัจจัยอื่นๆ ประกอบด้วย และการลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลให้รอบด้านก่อนการตัดสินใจลงทุน