

บทที่ 7

สรุปการวิจัย อภิปราย และข้อเสนอแนะ

กองทุนรวมในประเทศไทยมีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้กองทุนรายย่อยและองค์กรธุรกิจต่าง ๆ สนใจลงทุนในกองทุนรวมมากขึ้น เนื่องจากกองทุนรวมมีผลการดำเนินงานที่ดี ให้ผลตอบแทนสูงและความเสี่ยงต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนอื่น ๆ ทั้งยังเป็นการเปิดโอกาสให้กับผู้ลงทุนรายย่อยสามารถที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์โดยผ่านกองทุนรวมได้

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน เปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนของกองทุนแต่ละกองทุน และวิเคราะห์นโยบายการลงทุนของกองทุนรวม โดยใช้แนวคิดและทฤษฎีตัวแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) รวมทั้งดัชนีชาร์ป (Sharpe's Index) ดัชนีเทรเนอร์ (Treyner's Index) และดัชนีเจนเซน (Jensen's Index) เพื่อวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดตราสารทุนจำนวน 71 กองทุน และใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value : NAV) ของแต่ละกองทุน เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนแต่ละกองทุนในช่วงเดือนมกราคม 2544 – ธันวาคม 2547 ซึ่งผลการวิจัยอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1. ผลการวิจัย

ผลการวิจัยอาจสรุปได้ดังนี้

1.1 กองทุนรวมตราสารทุนดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนเฉลี่ยอยู่ระหว่างร้อยละ 2.91 – 76.97 ต่อปีในช่วงเดือนมกราคม 2545 - ธันวาคม 2547 ซึ่งสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากแบบประจำระยะเวลา 1 ปีของธนาคารพาณิชย์ ที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยประมาณร้อยละ -7.13 ถึง 74.78 ต่อปี และร้อยละ 1 – 2.57 ต่อปี ตามลำดับ สำหรับปี 2544 กองทุนมีผลการดำเนินงานต่ำกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ 11.93 ต่อปี ในขณะที่ตลาดให้ผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ 15.93 ต่อปี ทั้งนี้ อาจเป็นผลจากภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำไปทั่วโลก และประเทศไทยเพิ่งมีการเลือกตั้งรัฐบาลใหม่ เข้ามาบริหารประเทศ ประชาชนยังขาดความมั่นใจในด้านเศรษฐกิจและการเมืองเมื่อพิจารณา

กองทุนที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงเป็นอันดับ 1 ถึง 3 ของแต่ละปี คือกองทุน ABG RKF3 AYFSCAP RKF2 KPLUS2 INGTEF TDF SCDF TISCOEDF และ B-INFRA ส่วนกองทุนที่ให้ผลตอบแทนเป็นอันดับสุดท้ายของแต่ละปี คือ กองทุน AYFSTECH BCAP ABG และ BMBF

1.2 การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยพิจารณาจากผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงของแต่ละกองทุน ปรากฏว่า ในช่วงปี 2544 และ 2546 กองทุนมีค่าดัชนี Sharpe เหนือเท่ากับ 0.0445 และ 0.4860 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยดัชนี Sharpe ของตลาดซึ่งเท่ากับ 0.0653 และ 0.5112 ตามลำดับ แสดงว่ากองทุนมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ลงทุนให้ผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงรวม สำหรับปี 2545 และ 2547 กองทุนมีค่าดัชนี Sharpe เหนือเท่ากับ 0.1242 และ -0.0072 สูงกว่าค่าดัชนี Sharpe ของตลาดซึ่งเท่ากับ 0.0974 และ -0.0512 แสดงว่ากองทุนมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ลงทุนให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนตลาดต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงรวม โดยกองทุนที่มีค่าดัชนี Sharpe สูงเป็นอันดับ 1 ถึง 3 ของแต่ละปี คือกองทุน ABG STK AYFSCAP AYFSTECH B-INFRA INGTEF KPLUS2 SCDF และ BKA ส่วนกองทุนที่มีค่าดัชนี Sharpe เป็นอันดับสุดท้ายของแต่ละปี คือกองทุน AYFSTECH BCAP และ TCMEQF

1.3 การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมด้วยดัชนี Treynor ปรากฏว่า ในช่วงปี 2545 - 2547 กองทุนมีค่าดัชนี Treynor เหนืออยู่ระหว่าง -0.0043 ถึง 1.4843 สูงกว่าค่าเฉลี่ยดัชนี Treynor ของตลาดซึ่งอยู่ระหว่าง -0.1564 ถึง 1.4103 แสดงว่ากองทุนมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ลงทุนให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนตลาดต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ สำหรับปี 2544 กองทุนมีค่าดัชนี Treynor เหนือเท่ากับ 0.1935 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยดัชนี Treynor ของตลาดซึ่งเท่ากับ 0.2481 แสดงว่ากองทุนมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ โดยกองทุนที่มีค่าดัชนี Treynor สูงเป็นอันดับ 1 ถึง 3 ของแต่ละปี คือกองทุน ABG RKF3 STK AYFSTECH AYFSCAP B-INFRA SCDF และ TISCOEDF ส่วนกองทุนที่มีค่าดัชนี Treynor เป็นอันดับสุดท้ายของแต่ละปี คือกองทุน AYFSTECH BCAP TCMEQF และ STD

1.4 การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนด้วยวิธีดัชนี Jensen ซึ่งวัดโดยค่า α ปรากฏว่า กองทุนมีค่า α เป็นบวกเฉลี่ยอยู่ระหว่าง 0.0586 - 0.1986 ในช่วงปี 2545 - 2547 แสดงว่ากองทุนมีความสามารถบริหารหลักทรัพย์ลงทุนมีผลตอบแทนส่วนเกินจากหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงและสามารถคาดคะเนเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ได้ถูกจังหวะ สำหรับปี 2544 กองทุนมีค่า α ติดลบเฉลี่ยเท่ากับ -0.0490 แสดงว่ากองทุนบริหารหลักทรัพย์ลงทุนไม่มีผลตอบแทนส่วนเกินจากหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงและไม่สามารถคาดคะเนเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ได้ถูก

จังหวัด ส่วนกองทุนใดที่มีค่า α เป็นบวก แสดงว่ากองทุนนั้นบริหารหลักทรัพย์ลงทุนมีประสิทธิภาพ มีความสามารถเลือกจังหวะการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมในระดับราคาคุณภาพ และเมื่อทำการขายหลักทรัพย์ออกไป ก็สามารถเลือกจังหวะที่หลักทรัพย์เหล่านั้นมีราคาสูงกว่าราคาที่เหมาะสม ส่วนกำไรส่วนเกินจากการขายหลักทรัพย์นั้นจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับจังหวะการลงทุนที่ถูกต้องและแม่นยำ โดยกองทุนที่มีค่า α สูงเป็นอันดับ 1 ถึง 3 ของแต่ละปี คือกองทุน ABG RKF3 STK AYFSTECH AYFSCAP B-INFRA KPLUS2 SCDF และ TISCOEDF

เมื่อพิจารณาด้านความเสี่ยงรวมหรือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (σ_p) กองทุนรวมมีความเสี่ยงสูงกว่าความเสี่ยงตลาดในช่วงปี 2544 – 2547 เฉลี่ยอยู่ในเกณฑ์ระหว่างร้อยละ 3.04 – 4.08 ต่อสัปดาห์ สูงกว่าความเสี่ยงตลาดซึ่งอยู่ระหว่างร้อยละ 2.76 – 3.80 ต่อสัปดาห์ และกองทุนที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดคือกองทุน TISCOEDF มีค่าสูงถึงร้อยละ 19.30 ต่อสัปดาห์ ส่วนกองทุนที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุดคือกองทุน ABG มีค่าเท่ากับร้อยละ 2.06 ต่อสัปดาห์

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนและผลตอบแทนของตลาด พบว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ คือเมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนแปลงจะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนปรับตัวเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน โดยสัดส่วนการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจะอยู่ที่ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือค่าบีต้า (β) กองทุน ซึ่งปรากฏว่ากองทุนมีค่า β เฉลี่ยเท่ากับ 0.8875 และ 0.9883 ในปี 2544 และ 2546 น้อยกว่าค่า β ของตลาดซึ่งเท่ากับ 1 แสดงว่ากองทุนส่วนใหญ่มีการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปรับตัวช้า (Defensive Stock) และเมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนแปลง จะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนที่น้อยกว่าของตลาด โดยกองทุนที่มีค่า β ต่ำที่สุดคือกองทุน B-INFRA และ ABG ตามลำดับ สำหรับปี 2545 และ 2547 กองทุนมีค่า β เฉลี่ยเท่ากับ 1.1046 และ 1.0351 ซึ่งมากกว่าค่า β ของตลาด แสดงว่ากองทุนส่วนใหญ่มีการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปรับตัวเร็ว (Aggressive Stock) และเมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนแปลง จะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนที่มากกว่าของตลาด โดยกองทุนที่มีค่า β สูงที่สุดคือกองทุน BTK และ SCDF ตามลำดับ

1.5 จากการศึกษานโยบายการลงทุนของกองทุนเปิดตราสารทุนพบว่า กองทุนส่วนใหญ่จะลงทุนในหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 90 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ซึ่งมีบางกองทุนลงทุนในหุ้น ถึงร้อยละ 100 ดังนั้นการเคลื่อนไหวหรือการปรับตัวเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์และผลตอบแทนตลาด จะมีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิหรือผลตอบแทนของกองทุน โดยเฉพาะสัดส่วนการลงทุนของกองทุนในหุ้นจะมี

ผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนอย่างมาก โดยในแต่ละปี กองทุนจะลงทุนในหุ้นที่มีการเพิ่มหรือลดสัดส่วนในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์หรือกลุ่มอุตสาหกรรมตามสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ การเงิน ภาวะการลงทุน รวมทั้งผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยกองทุนจะพิจารณาวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ต่าง ๆ และปัจจัยพื้นฐานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์เป็นสำคัญ โดยกองทุนที่ศึกษาจะมีการลงทุนในหุ้น 3 ลักษณะ ได้แก่

1. หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี กลุ่มหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีคือ หุ้นของบริษัทที่มีฐานะทางการเงินเข้มแข็ง มีชื่อเสียงดี ผลประกอบการดี มีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ เป็นต้น ซึ่งหุ้นที่กองทุนได้ให้น้ำหนักการลงทุนไว้มากได้แก่หุ้นกลุ่มธนาคาร และ กลุ่มพลังงาน

- หุ้นกลุ่มธนาคาร เช่น ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ เป็นต้น

- หุ้นกลุ่มพลังงาน เช่น ปตท. ปตทสผ. บ้านปู ไทยออยล์ บริษัทผลิตไฟฟ้าราชบุรี เป็นต้น

นอกจากนี้กองทุนยังลงทุนในหุ้นกลุ่มอื่นในลักษณะเฉพาะเจาะจงเป็นรายบริษัทที่มีพื้นฐานดีในสัดส่วนที่มากกว่าหุ้นบริษัทอื่นในกลุ่มเดียวกัน เช่น บริษัทปูนซิเมนต์ไทย เป็นต้น

2. หุ้นกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวมาก หุ้นกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวมากได้แก่ กลุ่มสื่อสาร ชื่นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ยานยนต์ ขนส่ง ปีโตรเคมี ซึ่งกองทุนได้ลงทุนในหุ้นกลุ่มเหล่านี้ในสัดส่วนระดับปานกลางถึงระดับต่ำ

- กลุ่มสื่อสาร เช่น บมจ.แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซออร์ปอเรชั่น เป็นต้น

- กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เช่น บมจ.ฮานาไมโครอิเล็กทรอนิกส์ เดลต้าอิเล็กทรอนิกส์

เป็นต้น

- กลุ่มขนส่ง เช่น บมจ.การบินไทย ท่าอากาศยานไทย ฟรีเซียสชิปปิง อาร์ซีแอล เป็นต้น

- กลุ่มยานยนต์ เช่น บมจ.อาปิโกไฮเทคไทยสแตนเลย์การไฟฟ้า เป็นต้น

- กลุ่มปีโตรเคมี เช่น บมจ.อะโรเมติกส์ ปตท.เคมีคอล เป็นต้น

3. หุ้นเก็งกำไร กลุ่มหุ้นเก็งกำไรเป็นหุ้นที่โอกาสทำกำไรได้สูงและมีโอกาสที่จะขาดทุนมากได้เช่นเดียวกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับจังหวะการลงทุนที่ถูกเวลาและเวลาการขายทำกำไรที่เหมาะสม กองทุนได้ลงทุนในหุ้นกลุ่มนี้ตั้งแต่ระดับปานกลางถึงระดับต่ำได้แก่ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง และเงินทุนหลักทรัพย์ ถึงแม้หุ้นกลุ่มเหล่านี้จะได้ชื่อว่าเป็นกลุ่มหุ้นที่เก็งกำไรก็ตาม แต่กองทุนจะพิจารณาลงทุนในหุ้นที่ผลประกอบการที่ดี มีชื่อเสียงดี และมีการกระจายความเสี่ยงในหุ้นหลายตัวของแต่ละกลุ่มฯ

- กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เช่น บมจ.แลนด์เอนด์เฮาส์ ชิโนไทย เอ็นจิเนียริง

อมตะคอร์ปอเรชั่น แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ เป็นต้น

- กลุ่มวัสดุก่อสร้างและตกแต่ง เช่น บมจ.จิสติล ไคนาสตีเซรามิก วนชัยกรุ๊ป เป็นต้น

- กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ เช่น บมจ.หลักทรัพย์ภัทร เอเซียพลัส ธนชาติ เป็นต้น
- นอกจากนี้กองทุนก็ยังมีการลงทุนในกลุ่มหุ้นที่ไม่เคลื่อนไหวไปตามตลาด เช่นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ประกันชีวิต โรงแรมและท่องเที่ยว สื่อและสิ่งพิมพ์ การแพทย์ บ้านเท็ง พาณิชย์ และเกษตร

2. ข้อจำกัดในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดบางประการคือ

2.1 การใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำระยะเวลา 1 ปีของธนาคารพาณิชย์เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงหรือส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Free Rate : R_f) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Set Index) เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถูกคำนวณจากค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average) ตามมูลค่าของแต่ละหลักทรัพย์ อาจไม่มีความเหมาะสม เพราะหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงย่อมมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์มากกว่าหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดต่ำ

2.2 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังถือว่าเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ เพราะราคาของหุ้นในตลาดไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง

2.3 การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้นำค่าธรรมเนียมการซื้อขายกองทุนตราสารทุนมาร่วมในการวิเคราะห์

2.4 การวิเคราะห์นโยบายการลงทุนของกองทุนรวม ได้ใช้ข้อมูลรายละเอียดการลงทุนของกองทุนเฉพาะกองทุนที่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้ตั้งแต่ปี 2544 – 2548 ซึ่งมีรอบระยะเวลาการลงทุนที่คาบเกี่ยวกัน บางกองทุนเริ่มต้นปี บางกองทุนเริ่มกลางปี และบางกองทุนเริ่มปลายปี การศึกษาวิเคราะห์ในครั้งนี้อาจเป็นการวิเคราะห์นโยบายการลงทุนของกองทุนในภาพรวม

3. ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัยและข้อจำกัดของการวิจัย นำมาเสนอแนะได้ดังนี้

3.1 การตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวม ผู้ลงทุนควรพิจารณาผลการดำเนินงานของกองทุนที่ผ่านมากับผลการดำเนินงานในปัจจุบัน เพื่อวัดความสามารถของผู้บริหารกองทุนว่าสามารถปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนตามสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อรักษาระดับอัตราผลตอบแทนหรือได้ผลตอบแทนที่ค้ำพ้อให้แก่ผู้ลงทุนได้หรือไม่

3.2 เปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนอื่น ๆ ซึ่งจะต้องเปรียบเทียบอยู่บนพื้นฐานเดียวกันคือ ระยะเวลาที่เท่ากัน นโยบายการลงทุนที่เหมือนกัน รวมทั้งเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนั้นควรพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ ประกอบ เช่น นโยบายการบริหารและการลงทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุน

3.3 ผู้บริหารกองทุนจะต้องบริหารกองทุนด้วยความระมัดระวัง รอบคอบ ภายใต้กฎเกณฑ์ที่ กลต. กำหนด และจะต้องยึดมั่นในจรรยาบรรณวิชาชีพอย่างเคร่งครัด