

## บทที่ 5 บทสรุป และ ข้อเสนอแนะ

### 5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวม เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวม โดยนำแนวความคิดที่อาศัยแบบจำลองที่ประยุกต์มาจากพื้นฐานทฤษฎีแบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) และความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวมตามมาตรวัดตัวแบบของ Sharpe Index, Treynor Index และ Jensen Index โดยทำการศึกษาข้อมูลของกองทุนเปิดตราสารทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจำนวน 10 กองทุนที่มีระยะเวลาในการดำเนินงานอยู่ในช่วงเดียวกันคือตั้งแต่เดือนมกราคม 2546 ถึงเดือนธันวาคม 2549 โดยศึกษาเป็นรายสัปดาห์รวมระยะเวลา 208 สัปดาห์ ได้ผลการศึกษารูปได้ดังนี้

ผลการทดสอบ Unit root โดยวิธี Augmented Dickey-Fuller และ Phillip-Perron Test at 1<sup>st</sup> difference โดยวิธี None, Intercept และ Trend and intercept พบว่ากองทุนรวมทั้ง 10 กองทุนซึ่งได้แก่ กองทุนเปิดอยุธยาทุนทวีปันผล (AYFSCAP) กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล (BKD) กองทุนเปิดกำไรเพิ่มพูน (KPLUS) กองทุนเปิดวรรณพลังสวรรค์ (ONE+1) กองทุนเปิดออมสินพัฒนภูมิภาค (OSPD) กองทุนเปิดเคห้หุ้น (RKF) กองทุนเปิดรวงข้าวทวีผล (RKF-HI) กองทุนเปิดธนาวรรณ (THANA1) กองทุนเปิดทิสโก้หุ้นปันผล (TISCOEDF) กองทุนเปิดอุดมทรัพย์ปันผล 2 (USD2) รวมทั้งดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน (Fixed deposit 12 months) ทั้งหมดมีลักษณะนิ่ง (stationary) ที่ระดับ 1 หรือมี integration of order 1 : I(1)

ผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนพบว่ากองทุนเปิดตราสารทุนทุกกองทุนให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดซึ่งใช้เป็นเกณฑ์มาตรฐาน (Benchmark) และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยกองทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุดคือ กองทุนเปิดทิสโก้หุ้นปันผล ส่วนกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุดคือ กองทุนเปิดวรรณพลังสวรรค์ เนื่องจากในช่วงที่ทำการศึกษาคือในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดีเฉลี่ย

ร้อยละ 6 ต่อปีจึงเป็นปัจจัยบวกที่ส่งผลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้มีมูลค่าการซื้อขายที่เพิ่มสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์นับแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ แม้ว่าในแต่ละช่วงเวลาจะมีปัจจัยลบเข้ามากระทบทำให้ภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนอยู่บ้าง แต่จากปัจจัยพื้นฐานทางด้านเศรษฐกิจที่ยังอยู่ในเกณฑ์ดี จึงเป็นปัจจัยหลักที่สนับสนุนและส่งผลต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุน การลงทุนในกองทุนเปิดที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุนในช่วงเวลาดังกล่าวจึงให้อัตราผลตอบแทนจากหน่วยลงทุนสูง

ด้านความเสี่ยงรวมที่วัดโดยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน จากการศึกษาพบว่ากองทุนเปิดตราสารทุนมีความเสี่ยงในการเข้าไปลงทุนสูงกว่าเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด โดยกองทุนที่มีค่าความเสี่ยงสูงที่สุดได้แก่ กองทุนเปิดทิสโก้หุ้นทุนปันผล ส่วนกองทุนที่มีค่าความเสี่ยงต่ำที่สุดคือ กองทุนเปิดธนาบรรณ ซึ่งผลการศึกษาด้านอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงก็เป็นที่ไปตามทฤษฎีที่ว่าผลตอบแทนสูงความเสี่ยงสูง (High Risk High Return)

สำหรับความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งวัดโดยค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกองทุนในช่วงเวลาดังกล่าวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด จากการศึกษาพบว่ากองทุนเปิดตราสารทุนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่สอดคล้องกับนโยบายการลงทุนของกองทุนที่เน้นลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยทุกกองทุนมีค่าเป็นบวกแสดงถึงผลตอบแทนของแต่ละกองทุนมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับตลาด โดยกองทุนที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 ที่จัดว่าเป็นกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในเชิงรุก (Aggressive Fund) คือมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนในสัดส่วนที่มากกว่าผลตอบแทนของตลาด มีจำนวน 4 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดกำไรเพิ่มพูน กองทุนเปิดรวมข่าวทวีผล กองทุนเปิดเคหุ้นทุน และกองทุนรวมอยุธยาทุนทวีปันผล ส่วนกองทุนที่มีค่าเบต้า ( $\beta$ ) น้อยกว่า 1 ที่จัดว่าเป็นกองทุนที่ค่อนข้างระมัดระวังความเสี่ยงลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปรับตัวช้า (Defensive stock) โดยมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนแต่ละกองทุนในสัดส่วนที่น้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของตลาด มีจำนวน 4 กองทุนเช่นกัน คือ กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล กองทุนเปิดอุดมทรัพย์ปันผล 2 กองทุนเปิดวรรณพลังสวรรค์ และกองทุนเปิด ธนาบรรณ ดังนั้นจากผลการศึกษาทั้งความเสี่ยงโดยรวมและความเสี่ยงที่เป็นระบบจะเห็นว่าการลงทุนในกองทุนเปิดตราสารทุนมีความเสี่ยงมากกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ กล่าวคือเมื่อมีปัจจัยใดเข้ามากระทบทำให้ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงแล้ว กองทุนจะมีการเปลี่ยนแปลงของราคาในลักษณะที่มากกว่าตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามข้อได้เปรียบของการลงทุนในกองทุนรวมก็คือในกรณี

ที่ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงลดลงต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานที่บริษัทจัดการกำหนดไว้ ผู้บริหารกองทุนก็จะมีหน้าที่ปรับกลยุทธ์ หรือพอร์ตการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหรือเท่ากับเกณฑ์มาตรฐานก่อนที่มูลค่าหน่วยลงทุนจะลดต่ำกว่าตลาด ในทางตรงกันข้ามถ้าราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ผู้บริหารกองทุนก็จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเพิ่มขึ้นเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น

ด้านการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวม โดยใช้มาตรวัดของ Sharpe Index ซึ่งเป็นดัชนีที่ใช้วัดผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงรวมเนื่องจากไม่มีใครที่สามารถกระจายการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์โดยจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบให้หมดไป ผลการศึกษาพบว่ากองทุนที่มีค่า Sharpe Index สูงที่สุดเป็นกองทุนที่มีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ที่ดีกว่าตลาดและดีกว่ากองทุนที่ทำการศึกษาคือ กองทุนเปิดกำไรเพิ่มพูน เพราะต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงรวม กองทุนเปิดกำไรเพิ่มพูนให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาด ส่วนกองทุนที่มีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนต่ำสุดคือกองทุนเปิดวรรณพลัสวรรณ สำหรับการวัดความสามารถในการบริหารกองทุน โดยใช้มาตรวัดของ Treynor Index ซึ่งเป็นตัววัดผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือค่าเบต้า โดยมีข้อสมมติฐานที่สำคัญคือพอร์ตลงทุนของกองทุนได้มีการกระจายความเสี่ยงแล้วเป็นอย่างดีจึงไม่มีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่เป็นระบบจึงเป็นความเสี่ยงเดียวที่มีผลต่อกองทุน จากผลการศึกษาพบว่ากองทุนเปิดตราสารทุนที่ทำการศึกษามีค่า Treynor Index สูงกว่าตลาด กล่าวคือกองทุนเปิดตราสารทุนมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ได้ดีกว่าตลาดหรือมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด เพราะต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนตราสารทุนให้อัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหน่วยลงทุนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยกองทุนที่มีค่า Treynor สูงที่สุดคือกองทุนเปิดอยุธยาทุนทวีป็นผล ส่วนกองทุนที่มีค่า Treynor ต่ำที่สุด คือ กองทุนเปิดวรรณพลัสวรรณ อย่างไรก็ตามจากการวัดประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนโดยใช้มาตรวัดของ Sharpe และ Treynor พบว่ามีกองทุนที่จัดอันดับโดยดัชนีทั้ง 2 แล้วได้อันดับที่เท่ากันอยู่ 4 กองทุนคือกองทุนเปิดบัวแก้วปันผล กองทุนเปิดเคหะหุ้นทุน กองทุนเปิดธนาวรรณ และกองทุนเปิดวรรณพลัสวรรณ แสดงว่ากองทุนทั้ง 4 สามารถกระจายกลุ่มสินทรัพย์ในการลงทุนทำให้ลดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบให้เหลือน้อยได้ การประเมินประสิทธิภาพของการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนโดยค่าดัชนีทั้งสองจึงให้ค่าที่เท่ากันหรือใกล้เคียงกัน เพราะค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบจะเท่ากับหรือเข้าใกล้ความเสี่ยงรวม สำหรับการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวมโดยใช้มาตรวัดของ Jensen Index ซึ่งเป็นการ

วัดผลการดำเนินงานของกองทุนที่เกิดขึ้นจริงแล้วเปรียบเทียบกับเกณฑ์ผลการดำเนินงานที่ควรจะเป็นหรือค่าอัลฟาของกองทุน ผลการศึกษาพบว่ากองทุนมีค่าอัลฟา ( $\alpha$ ) สูงที่สุดคือ กองทุนเปิดอยุธยาทุนทวีปันผล ส่วนกองทุนที่มีค่าอัลฟา ( $\alpha$ ) ต่ำสุดคือ กองทุนเปิดวรรณพลังสรรณ

จากการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวมทั้ง 3 วิธี เมื่อนำมาจัดอันดับแล้วจะได้ว่ากองทุนที่มีความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ได้ดีที่สุดคือ กองทุนเปิดอยุธยาทุนทวีปันผล ซึ่งมีนโยบายการลงทุนที่เน้นลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง และมีปัจจัยพื้นฐานดี โดยเน้นได้ผลตอบแทนในรูปของกำไรส่วนเกินทุนเป็นหลัก และมีการปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนให้เหมาะสมกับภาวะตลาดในแต่ละช่วงเวลา ทำให้กองทุนดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ส่วนกองทุนที่มีความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ต่ำสุด คือกองทุนเปิดวรรณพลังสรรณ หากพิจารณาจากแนวนโยบายการลงทุนของกองทุนแล้วพบว่ากองทุนวรรณพลังสรรณ มีนโยบายการลงทุนที่ค่อนข้างระมัดระวัง เน้นกระจายการลงทุนในหุ้นขนาดเล็ก (Small Cap) ที่มีปัจจัยพื้นฐานดี ให้ผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของกองทุนมีสัดส่วนที่น้อยกว่าผลตอบแทนของตลาด จึงเป็นกองทุนที่ให้ผลตอบแทนจากหน่วยลงทุนต่ำที่สุด

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาครั้งนี้ ใช้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ เป็นเกณฑ์อ้างอิง (Benchmark) ของอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงรวดเร็วและค่อนข้างผันผวน จึงทำให้การวัดอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวม ไม่สามารถนำมายืนยันได้ในอนาคต กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีในช่วงที่ผ่านมา มิได้หมายความว่า จะเป็นกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคต อย่างไรก็ตามนักลงทุนจำเป็นต้องติดตามสถานการณ์และตัดสินใจลงทุน โดยพิจารณาปัจจัยอื่นประกอบด้วย ด้านผู้บริหารกองทุนก็ต้องมีการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนอยู่เสมอเพื่อให้สามารถปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ในการลงทุนให้สอดคล้องกับสถานะตลาด

2. การศึกษาในครั้งนี้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวม เฉพาะกองทุนเปิดตราสารทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล จำนวน 10 กองทุนจากทั้งหมด 52 กองทุน ดังนั้นกองทุนดังกล่าวอาจไม่ใช่ตัวแทนที่ดีนัก แต่สามารถใช้การศึกษานี้เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน

3. การศึกษานี้อาศัยแนวความคิดที่ประยุกต์มาจากทฤษฎีแบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ภายใต้เงื่อนไขที่ตลาดอยู่ในภาวะดุลยภาพ แบบจำลองที่ศึกษาสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงได้โดยใช้ปัจจัยความเสี่ยงที่เป็นระบบเพียงอย่างเดียวเท่านั้น โดยกำหนดให้ปัจจัยอื่นคงที่ ซึ่งไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติและอาจทำให้เกิดการประเมินราคาหลักทรัพย์ที่ตลาดเคลื่อนไหวได้ อย่างไรก็ดีแบบจำลองดังกล่าวมีประโยชน์ในแง่ที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงได้ไม่ซับซ้อนมากนัก

4. การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ในช่วงที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดีเฉลี่ยร้อยละ 5.7 ต่อปี (ปี 2546-2549) หากนักลงทุนและผู้สนใจจะทำการศึกษารายละเอียดเรื่องนี้ ควรทำการศึกษารายเปรียบเทียบในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวหรือมีแนวโน้มขาลงเพื่อสามารถนำมาอธิบายได้อย่างเหมาะสมเพื่อเป็นประโยชน์ในการลงทุนต่อไป

5. ในการเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนรวมควรให้ความสำคัญกับความเสี่ยงในการลงทุนมากกว่าอัตราผลตอบแทน และใช้มาตรวัดของ Sharpe Treynor และ Jensen ทั้ง 3 วิธีเป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมอย่างมีเหตุผล

6. ในปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมหรือ บลจ. ได้มีการออกโครงการลงทุนรูปแบบใหม่ๆ ที่มีความหลากหลายมากขึ้น ซึ่งน่าจะเป็นแนวทางในการศึกษาครั้งต่อไป