

## บทที่ 5

### สรุปผลและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศในครั้งนี้ เพื่อศึกษาถึงการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ โดยใช้การวิเคราะห์แบบสโทแคสติก ดอมีแนนซ์ เพื่อใช้เป็นทางเลือกในการตัดสินใจของนักลงทุนในการเลือกลงทุนในกองทุนรวม โดยนำแนวความคิดที่อาศัยทฤษฎีความพอใจที่คาดหวัง (Expected Utility Theory: EUT) ซึ่งคาดหวังความพอใจที่สูงสุด (Maximizing the Expected Utility) ถ้าหากว่ามีความคาดหวังผลลัพธ์ที่น่าจะเป็นไปได้สูงสุด ที่จะได้ของฟังก์ชันอรรถประโยชน์และแนวความคิดในการตัดสินใจที่กล่าวถึงการเผชิญหน้ากับความไม่แน่นอนพฤติกรรมของนักลงทุน ว่าควรจะเป็นแบบใดภายใต้ความแตกต่างของแต่ละบุคคลและเป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Aversion) โดยใช้ข้อมูลทฤษฎีของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศที่มีนโยบายนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศไม่ต่ำกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ซึ่งเป็นกองทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจำนวน 5 กองทุนและไม่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจำนวน 10 กองทุน โดยใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ซึ่งเป็นข้อมูลทฤษฎีที่เป็นอนุกรมเวลา รายวันระยะเวลา ตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2548 ถึง เดือน กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551 ได้ผลการศึกษารูปได้ดังนี้

ผลการคำนวณและวิเคราะห์การกระจายอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม พบว่ากองทุนที่มีค่าเฉลี่ยและค่าความแปรปรวนและความเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุดคือ โครงการจัดการกองทุนเปิดวอร์เรนเอเอ็ม โกลบอลอีเมอร์จิงมาร์เก็ตเอควิตี้ (IAM-GEM) ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนที่สูงที่สุดเป็นที่น่าพึงพอใจมากที่สุด แต่ก็ยังเป็นกองทุนที่มีค่าความแปรปรวนและความเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุดด้วยเช่นกันจึงอาจไม่ใช่กองทุนที่ดีที่สุดในการตัดสินใจเลือกลงทุน ส่วนกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำที่สุดคือกองทุนเปิดไอเอ็นจี ไทยโกลบอลอีเมอร์จิงมาร์เก็ต - ปันผล (ING - DIV) แต่ก็มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ต่ำจึงอาจไม่ได้เป็นกองทุนที่น่าพึงพอใจน้อยที่สุดก็ได้ และจากการวิเคราะห์ CAPM พบว่ากองทุนที่มีค่า Sharpe ratio สูงที่สุดคือโครงการจัดการกองทุนเปิดวอร์เรนเอเอ็ม โกลบอลอีเมอร์จิงมาร์เก็ตเอควิตี้ (IAM-GEM) จึงเป็นกองทุนที่มีความน่าพึงพอใจมากที่สุดเมื่อใช้การวัดค่าแบบชาร์ป ส่วนกองทุนที่มีค่า Sharpe ratio ต่ำที่สุดคือกองทุนเปิดเคเอสเซ็ท โกลบอลฟิซอินคัม 3 (KGF3) จึงเป็นกองทุนที่น่าพึงพอใจน้อยที่สุด

เมื่อใช้การวัดค่าแบบชาร์ป ซึ่งแม้ว่ากองทุนเปิดเคแอสเซ็ท โกลบอล ฟิรส์อินคัม 3 (KGF3) จะมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุดก็ตาม แต่ก็ยังด้อยกว่าโครงการจัดการกองทุนเปิดวอร์เรนเอเอ็ม โกลบอลอิมเมอร์จิงมาร์เก็ตเอควิตี้ (IAM-GEM) ที่มีค่า Sharpe ratio ที่สูงที่สุด ด้านการวัด Treynor index พบว่ากองทุนที่มีค่า Treynor index สูงสุดคือกองทุนเปิดไอเอ็นจี ไทยตราสารหนี้เอเชีย (ING-FIF) และกองทุนที่มีค่า Treynor index ต่ำที่สุดคือ กองทุนเปิดเคแอสเซ็ท โกลบอล ฟิรส์อินคัม 3 (KGF3) ส่วนการประเมินโดยใช้ Jensen index พบว่ากองทุนที่มีค่า Jensen index สูงที่สุดได้แก่โครงการจัดการกองทุนเปิดวอร์เรนเอเอ็ม โกลบอลอิมเมอร์จิงมาร์เก็ตเอควิตี้ (IAM-GEM) และกองทุนที่มีค่า Jensen index ต่ำที่สุดคือ กองทุนเปิดไอเอ็นจี ไทยโกลบอลอิมเมอร์จิงมาร์เก็ต – ปันผล (ING-DIV) ดังนั้นแต่ละบุคคลอาจจะมีคามพึงพอใจในกองทุนที่มีค่า Sharpe ratio หรือ ค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ต่ำที่สุดเป็นกองทุนที่ดีที่สุด ขณะที่กองทุนที่มีค่า Sharpe ratio ต่ำที่สุดจะเป็นกองทุนที่ไม่น่าพึงพอใจมากที่สุดก็ได้ ดังนั้นเกณฑ์การวัดโดยใช้ Mean-Variance และ CAPM ในการวิเคราะห์นั้น ยังไม่สามารถแสดงให้เห็นว่ากองทุนใดมีลักษณะเด่นกว่ากองทุนใดได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะกองทุนที่มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนมากที่สุดหรือกองทุนที่มีค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุด ก็อาจไม่ใช่กองทุนที่ดีที่สุดเสมอไปในการเลือกลงทุนดังนั้นเกณฑ์การวัดโดยใช้ Mean-Variance และ CAPM จะไม่สามารถแสดงถึงความพอใจที่คาดหวังที่สูงสุดของนักลงทุนที่มีความสม่ำเสมอได้ และแม้ว่าสามารถวัดค่าและระบุได้ว่ากองทุนหนึ่งมีลักษณะเด่นกว่ากองทุนใดหนึ่ง แต่ก็ไม่สามารถอธิบายรายละเอียดที่เกี่ยวกับลักษณะเด่นที่เกิดขึ้นได้บนพื้นฐานความพอใจของนักลงทุน จึงเป็นเพียงเครื่องมือที่มีความรวดเร็วในการวิเคราะห์เบื้องต้นทำให้นักลงทุนสามารถใช้ในการตัดสินใจ

ด้านความสามารถในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยการวิเคราะห์แบบสโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ซึ่งเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพมากกว่าในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่มีระดับต่ำ คือ จะช่วยกำจัดความโน้มเอียงและความแปรปรวนของมูลค่าของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในระดับต่ำได้ ผลของการวิเคราะห์แบบ สโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ได้แบ่งเป็น 3 ระดับ พบว่ากองทุนที่มีลักษณะสโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1 มีจำนวน 5 คู่ ดังนั้นนักลงทุนที่ถือว่าไม่มีความพอใจ (Non-Satiation) จะคาดหวังความมั่งคั่งพอๆ กับที่คาดหวังที่จะได้รับความพอใจ โดยจะเลือกลงทุนในกองทุนที่มีโอกาสที่จะเพิ่มการลงทุนจากกองทุนที่มีลักษณะด้อยกว่าไปลงทุนในกองทุนที่มีลักษณะเด่นกว่าได้

กองทุนที่มีลักษณะเด่นจากการวิเคราะห์สโทแคสติก ดอมิแนนซ์ ลำดับที่ 2 มีจำนวน 13 คู่ ดังนั้นนักลงทุนจะเป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Aversion) และไม่มีความพอใจ (Non-

Satiation) จะคาดหวังความพอใจที่สูงที่สุด และชอบผลตอบแทนที่สูงกว่าระดับอัตราผลตอบแทนที่ต่ำแต่ไม่ได้

คาดหวังความมั่งคั่ง โดยการเปลี่ยนจากกองทุนที่ด้อยกว่าเป็นกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าได้ กองทุนที่สามารถวิเคราะห์ โดยใช้ โทแคสติค คอมิแนนซ์ ลำดับที่ 3 นั้น มีจำนวน 24 คู่ ซึ่งได้เพิ่มข้อสมมุติด้านความเสี่ยงเข้าไปว่า นักลงทุนมีความหลีกเลี่ยง (Risk Aversion) และไม่มี ความพอใจ (Non-Satiation) และมีการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่ถดถอยลงอย่างแท้จริง (Decreasing Absolute Risk Aversion: DARA) ภายใต้การลงทุนในกองทุนที่มีความเสี่ยงนั้น และพบว่าถ้าทำการทดสอบแล้ว ไม่เกิดลักษณะเด่นในผลการวิเคราะห์สโทแคสติค คอมิแนนซ์ นั้น อาจจะมีบางค่าของการคำนวณ ในแต่ละชั้นของกองทุนที่นำมาเปรียบเทียบอาจจะมากกว่าของอีกกองทุนในการทดสอบแต่ละชั้น สามารถสรุปได้ว่ามูลค่า หรือ อัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนไม่มีความสัมพันธ์กัน ในการทดสอบนี้ หรือกองทุนที่ทำการทดสอบนั้นมีความน่าจะเป็นที่จะสามารถเลือกลงทุนได้พอๆ กัน พบว่ามีกองทุน จำนวน 63 คู่ที่หลีกเลี่ยงการวิเคราะห์ทั้ง 3 ระดับที่ไม่สามารถแสดงลักษณะเด่นหรือด้อย (No Stochastic Dominance) ออกมาในการวิเคราะห์ครั้งนี้ได้

จากผลรวมของการวิเคราะห์พบว่ากองทุนเปิดรวมข่าวโกลบอล บาลานซ์ (RKGB) จะเป็นกองทุนที่น่าพึงพอใจมากที่สุดสำหรับนักลงทุนในการวิเคราะห์ โดยใช้ โทแคสติค คอมิแนนซ์ เห็นได้ชัดเจนว่าเกิดลักษณะเด่นในการวิเคราะห์โดยใช้ สโทแคสติค คอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1 จำนวน 5 ครั้ง สโทแคสติค คอมิแนนซ์ ลำดับที่ 2 จำนวน 2 ครั้งและสโทแคสติค คอมิแนนซ์ ลำดับที่ 3 จำนวน 1 ครั้ง รวมทั้งหมด 8 ครั้ง และไม่มียกองทุนใดที่มีลักษณะด้อยกว่า ส่วนกองทุนที่เป็นที่น่าพึงพอใจน้อยที่สุดคือกองทุนเปิดทิสโก้โกลบอลอภिवิถีฟันด์ (TISCOGEF) ซึ่งมีลักษณะด้อยในการวิเคราะห์โดยสโทแคสติค คอมิแนนซ์ ลำดับที่ 1 จำนวน 1 ครั้ง ลำดับที่ 2 เท่ากับ 1 ครั้งและเกิดลักษณะด้อยกว่าถึง 8 ครั้งในการวิเคราะห์โดยใช้ สโทแคสติค คอมิแนนซ์ ลำดับที่ 3 รวม 10 ครั้ง

ซึ่งจากรายงานการวิเคราะห์ผลการลงทุนของกองทุนเปิดรวมข่าวโกลบอล บาลานซ์ (RKGB) พบว่ากองทุนจะนำเงินลงทุนส่วนใหญ่ไปลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนผสมที่จัดตั้งและลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งมีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้และตราสารทุนทั่วโลก หรือหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นหรือการหาผลตอบแทนโดยวิธีอื่นทั่วโลก โดยช่วงที่ผ่านมากองทุนได้ปรับระยะเวลาการซื้อ-ขาย ให้สูงกว่าเกณฑ์ในการลงทุน เพื่อให้สอดคล้องกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2551 โดยกองทุนมีผลการดำเนินงานในปัจจุบันเท่ากับร้อยละ 13.9988 และมีผลการตั้งแต่มกราคมถึง กองทุนเท่ากับร้อยละ 39.99% โดยที่เกณฑ์มาตรฐานเท่ากับ 25.07% สรุปได้ว่านักลงทุนที่เป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงและกลัวความเสี่ยง ด้วยค่าการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่แท้จริงลดลง จะเลือกตัดสินใจบนพื้นฐาน ของความคาดหวังความพอใจที่สูงที่สุดทำให้ได้รับความพอใจคาดหวังที่สูงที่สุด

ด้วย การวิเคราะห์ผลโดยใช้ สโทแคสติก คอมิแนนซ์จึงมีประโยชน์อย่างมากเพื่อเป็นเครื่องมือที่ช่วยในการเลือกตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ หรือกองทุนรวมทั่วไป ของนักลงทุนที่มีลักษณะหลีกเลี่ยงความเสี่ยง โดยที่ถ้ากองทุนที่สนใจมีลักษณะเด่นกว่ากองทุนที่สนใจอีกกองทุนหนึ่งแล้ว จะใช้ความพอใจที่เป็นพื้นฐานในการตัดสินใจเพื่อแบ่งระดับของแต่ละกองทุนและของแต่ละบุคคลได้ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่เหมาะสม รวมทั้งสามารถสร้างกราฟแสดงให้เห็นถึงความพอใจของนักลงทุน และสามารถตั้งสมมติฐานได้อย่างอิสระเพื่อพิสูจน์ถึงลักษณะการกระจายของอัตราผลตอบแทน ในสถานการณ์ที่นักลงทุนที่มีเหตุผลจะได้รับผลประโยชน์จากการลงทุน โดยจะได้รับความพอใจหรือความมั่งคั่งที่คาดหวังสูงสุด จะช่วยแก้ไขปัญหาคาดหวังสูงเกินไปถ้าอัตราผลตอบแทนของกองทุนมีการกระจายแบบไม่ปกติ เพราะสามารถอธิบายผลในทางเศรษฐศาสตร์ได้ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนและให้ความเข้าใจที่แจ่มแจ้งมากกว่า ทำให้สามารถเลือกลงทุนในกองทุนรวมได้อย่างมีประสิทธิภาพ

## 5.2 ปัญหาและข้อเสนอแนะ

1) การศึกษาครั้งนี้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทน และวิธีการวัดผลการดำเนินงานของกองทุน โดยใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ในการวิเคราะห์ เป็นข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลารายสัปดาห์ของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศจำนวน 15 กองทุน ซึ่งค่อนข้างจะเป็นข้อมูลที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงมากนัก ซึ่งกองทุนดังกล่าวอาจไม่ใช่ตัวแทนที่ดีนัก ซึ่งปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ได้มีการออกโครงการลงทุนรูปแบบใหม่ๆ ที่มีความหลากหลาย แต่สามารถใช้กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ ทำการศึกษาเพื่อเป็นแนวทางในการเลือกตัดสินใจลงทุนและผู้สนใจการวิเคราะห์โดยใช้สโทแคสติก คอมิแนนซ์ ต่อไป

2) การศึกษาครั้งนี้อาศัยแนวความคิดที่ขึ้นกับพื้นฐาน ของทฤษฎีความพอใจที่คาดหวัง และการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของแต่ละบุคคลซึ่งสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในการลงทุน โดยอ้างอิงปัจจัยความเสี่ยงโดยรวมเท่านั้น ซึ่งไม่ได้กล่าวถึงปัจจัยที่มีผลในการตัดสินใจอื่นๆ อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์โดยใช้สโทแคสติก คอมิแนนซ์ นั้น สามารถบ่งชี้ถึงระดับความมั่งคั่ง (Wealth) และการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงบนพื้นฐานที่จะทำให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมได้อย่างมีประสิทธิภาพ

3) การวิเคราะห์โดยใช้สโทแคสติก คอมิแนนซ์ ยังสามารถวิเคราะห์ถึงลักษณะเด่นในลำดับที่ 4 คือ สโทแคสติก คอมิแนนซ์ ลำดับที่ 4 (Fourth Order Stochastic Dominance: 4SD)

ซึ่งแสดงถึงความรอบคอบของนักลงทุน แต่ละบุคคลที่จะมีความรอบคอบลดน้อยลง (Diminishing Prudence) ชอบความเบ้ทางขวา (Positive Skewness) คือ มีระดับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูง เป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง และไม่มีความพอใจ (Non-Satiation) ผู้ที่สนใจสามารถนำไปศึกษาได้ต่อไป (Vinod, H.D., 2004)

4) การวิเคราะห์โดยใช้สโทแคสติก ดอมีแนนซ์ ยังสามารถประยุกต์ใช้ได้กับหลากหลายทางเลือกที่มีความเสี่ยง เช่น ทางเลือกที่เกี่ยวข้องกับผลผลิตทางการเกษตร ทางเลือกที่ใช้วิเคราะห์การทำประกันชีวิต หรือนำไปประเมินความเสี่ยงในกลยุทธ์การจัดการในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง

The logo of Chiang Mai University is a circular emblem. In the center is a stylized elephant facing left, with a decorative tusk. Above the elephant is a traditional Thai umbrella (parasol) with multiple tiers. The entire emblem is surrounded by a circular border containing the university's name in Thai script at the top and 'CHIANG MAI UNIVERSITY 1964' at the bottom. There are also decorative floral motifs on the sides.

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved