

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อชี้แนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

ผลการปฏิบัติงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2547 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2551 มีทั้งสิ้น 85 กองทุน (นำมาวิเคราะห์ 84 กองทุนเนื่องจากไม่สามารถหาข้อมูลของกองทุนเปิดสินพัฒนา (SPF) ได้) พบว่ากองทุนรวมจำนวนหนึ่งมีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนที่ต่ำเด่นชัดออกมาจากแนวโน้มกองทุนรวมทั้งหมด ซึ่งตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนที่สูงซึ่งไม่มีกองทุนใดให้อัตราผลตอบแทนที่สูงเด่นชัดออกมาจากแนวโน้มกองทุนอื่น ส่วนแนวโน้มกองทุนทั้งหมดนั้นพบว่ากองทุนทั้งหมดจะมีอัตราผลตอบแทนที่เป็นแนวโน้มในทางเดียวกัน เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยเฉลี่ยพบว่ามีความสัมพันธ์กันกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

ผลจากการวิเคราะห์โดยหาความสัมพันธ์ตามค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient Correlations) ระหว่างตัวแปรแต่ละตัวในแบบจำลองพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยส่วนใหญ่เป็นไปในทิศทางเดียวกันยกเว้นปัจจัยด้านขนาด (SML) และปัจจัยความเคลื่อนไหว (PR1YR) ที่มีทิศทางในทางตรงกันข้ามกัน ส่วนความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระอื่นนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันแต่มีความสัมพันธ์กันน้อย แสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่มีปัญหาที่เกิดจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity)

จากการวิเคราะห์ตามทฤษฎีแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยของ Carhart (1997) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adj R-sq) ของแต่ละกลุ่มกองทุนรวมในแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยมีค่าสูง แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวได้รับอิทธิพลจากตัวแปรอื่นๆที่ไม่ได้นำมาพิจารณาอย่างมาก ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยจากแบบจำลองราคา 4 ปัจจัย (4 Factor Model) แสดงให้เห็นว่าที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ปัจจัยด้านตลาด (RMRF) ปัจจัยด้านขนาด (SMB) ปัจจัยด้านมูลค่า (HML) และปัจจัยด้านเคลื่อนไหว (PR1YR) ของกลุ่มกองทุนรวมส่วนใหญ่ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มกองทุนรวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทิศทางความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนและปัจจัยทั้ง 4 ปัจจัยพบว่าปัจจัยด้านตลาด (RMRF) และปัจจัยด้านเคลื่อนไหว (PR1YR) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในทิศทางเดียวกัน โดยเฉพาะปัจจัยด้านตลาดที่มีความสัมพันธ์กันสูง ส่วนปัจจัยที่เหลือทั้งปัจจัยด้านขนาด (SMB) ปัจจัยด้านมูลค่า (HML) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในทิศทางตรงกันข้ามกันแต่มีความสัมพันธ์กันเพียงเล็กน้อย

การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนเมื่อวัดผลการดำเนินงานของกองทุนโดยไม่พิจารณานัยสำคัญทางสถิติแล้ว จะพบได้ว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมทั้งหมดให้ค่า Alpha (α_{IT}) ที่ติดลบซึ่งหมายถึงกองทุนรวมเหล่านี้มีผลการดำเนินงานที่ต่ำและเมื่อพิจารณาเป็นรายกองทุนแล้วพบว่า มีเพียงกองทุน 21 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดี (ให้ค่า Alpha เป็นบวก) คิดเป็น 25% จากกองทุนรวมทั้งหมด และจากกองทุน 21 กองทุนข้างต้นมีเพียง 4 กองทุนที่แสดงค่า Alpha เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คิดเป็น 4.76% จากกองทุนรวมทั้งหมด ส่วนค่าเฉลี่ยของค่า Alpha (α_{IT}) ที่มีค่าใกล้ค่า 0 แสดงให้เห็นว่าปัจจัยทั้ง 4 ตามแบบจำลองส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนกองทุนตราสารทุนอย่างมีนัยทางสถิติ

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

1. จากการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adj R-sq) ของแต่ละกลุ่มกองทุนรวมตราสารทุนในแบบจำลองราคา 4 ปัจจัย ตัวแปรอิสระแต่ละตัว ได้รับอิทธิพลจากตัวแปรอื่นๆที่ไม่ได้นำมาพิจารณาน้อยมากซึ่งคล้ายกับการศึกษาของ จักรมนต์ นิตินพล (2547) ที่ผลการวิเคราะห์ให้ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจในการศึกษาข้อมูลในปี พ.ศ.2543-2547 ที่สูง

2. การศึกษาครั้งนี้พบว่าปัจจัยด้านตลาด (RMRF) ปัจจัยด้านขนาด (SMB) ปัจจัยด้านมูลค่า (HML) และปัจจัยด้านเคลื่อนไหว (PR1YR) ของกลุ่มกองทุนรวมส่วนใหญ่ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มกองทุนรวมตราสารทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่ตรงกับการศึกษาของ จักรมนต์ นิตินพล (2547) ที่มีเพียงปัจจัยด้านตลาดเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มกองทุนรวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3. ผลการวิเคราะห์พบว่าปัจจัยด้านตลาด (RMRF) และปัจจัยด้านเคลื่อนไหว (PR1YR) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในทิศทางเดียวกัน ส่วนปัจจัยด้านขนาด (SMB) และปัจจัยด้านมูลค่า (HML) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ วรรณญา นวมะรัตต (2550) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

4. ค่า Alpha (α_{IT}) มีค่าใกล้ค่าศูนย์ แสดงให้เห็นว่าปัจจัยตามแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนกองทุนตราสารทุนอย่างมีนัยทางสถิติ ซึ่งตรงกันข้ามกับการศึกษาของ จักรมนต์ นิตินพล (2547) ที่ให้ค่า Alpha (α_{IT}) ที่ไม่เท่ากับหรือใกล้ค่าศูนย์

5. สรุปผลการดำเนินงานกองทุนรวมตราสารทุนได้ว่า กองทุนรวมตราสารทุน (โดยเฉลี่ย) มีผลการดำเนินงานที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับตลาด (เมื่อไม่พิจารณานัยสำคัญทางสถิติ) ซึ่ง

ตรงกันข้ามกับผลการศึกษาของ สมลักษณ์ บุญโกมล (2550) ที่ใช้การวิเคราะห์ด้วยวิธีการของ Sharp, วิธีของ Treynor และวิธีของ Jensen ที่พบว่าในช่วงอัตราดอกเบี้ยคงที่กองทุนรวมตราสารทุน จะมีผลการดำเนินงานที่ดี

5.3 ข้อค้นพบ

1. ในการวิเคราะห์กองทุนรวมตราสารทุนโดยแบบจำลองราคา 4 ปัจจัย ตัวแปรอิสระแต่ละตัว ได้รับอิทธิพลจากตัวแปรอื่นๆที่ไม่ได้นำมาพิจารณาน้อยมาก
2. ปัจจัยตามแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยในการวิเคราะห์กลุ่มกองทุนรวมส่วนใหญ่ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มกองทุนรวมตราสารทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
3. จากการวิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองราคา 4 ปัจจัยพบว่า กองทุนรวมตราสารทุน (โดยเฉลี่ย) มีผลการดำเนินงานที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับตลาด
4. การวิเคราะห์แบบจำลองราคา 4 ปัจจัย (Carhart,1997) พบว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมกับการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

5.4 ข้อเสนอแนะ

1. ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนที่ได้จากสมาคมบริษัทจัดการการลงทุน (AIMC) ยังมีข้อบกพร่อง ในเชิงลึก การนำข้อมูลเหล่านั้นมาวิเคราะห์ควรตรวจสอบโดยละเอียดเสียก่อน
2. การใช้ข้อมูลในการวิเคราะห์ควรใช้ข้อมูลที่ระดับช่วงเวลาเดียวกันในการหาอัตราผลตอบแทนและในการหาค่าปัจจัยทั้ง 4 ตามแบบจำลอง เช่น ข้อมูลรายเดือนทั้งหมด เป็นต้น มิฉะนั้นผลที่วิเคราะห์ออกมาจะผิดพลาด

5.5 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ควรนำแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยเปรียบเทียบกับแบบจำลองอื่นๆเช่น แบบจำลอง APT (Arbitrage Pricing Theory) หรือแบบจำลองเงื่อนไขของ Ferson-Schadt (Ferson-Schadt Conditional Model) เพื่อวัดและยืนยันแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยได้ดียิ่งขึ้น
2. ควรใช้ช่วงเวลาศึกษาที่นานขึ้น เช่น 10 ปี เพื่อข้อมูลจะได้ครอบคลุมทั้งในช่วงที่เศรษฐกิจดีและไม่ดี
3. ควรวิเคราะห์เปรียบเทียบกันระหว่างช่วงดอกเบี้ยขาขึ้น คงที่ และลดลง เพื่อเปรียบเทียบและยืนยันแบบจำลองราคา 4 ปัจจัยได้ดียิ่งขึ้น