

## สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

### 7.1 สรุปผลการวิจัย

วิทยานิพนธ์นี้ศึกษากองทุนแบบเปิดประเภทตราสารทุนในประเทศไทยจำนวน 99 กองทุน ในช่วงเวลาดังแต่ปี พ.ศ. 2543 – 2548 โดยแบ่งการศึกษาออกเป็นสองส่วนใหญ่ คือศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนกองทุนรวมและผลกระทบของพฤติกรรมนักลงทุนต่อพฤติกรรมของผู้จัดการกองทุนรวม ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนมีการตอบสนอง “ในทิศทางเดียวกัน” กับผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีตของกองทุนรวม ซึ่งการวัดผลประกอบการในอดีตด้วยอันดับของผลตอบแทนสะสมแสดงความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับการเลือกซื้อหรือการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวม (mutual fund flow) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนรายย่อยในต่างประเทศโดย Sirri and Tufano(1998) ที่ใช้ตัวแปรผลประกอบการเป็นอันดับของผลตอบแทน และ Chevalier and Ellison (1995) ที่ใช้ตัวแปรผลประกอบการเป็นผลตอบแทนรวม อย่างไรก็ตาม ไม่พบว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีตในลักษณะที่ไม่สมมาตร (asymmetric response) ดังเช่นการศึกษาในต่างประเทศที่พบว่าโดยนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะเข้าซื้อหน่วยลงทุน (เงินทุนไหลเข้า) กองทุนรวมที่มีผลประกอบการในอดีต “ในสัดส่วนที่สูงกว่า” การขายคืนหน่วยลงทุน (เงินทุนไหลออก) เมื่อกองทุนรวมมีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบที่ไม่ดี ซึ่งคาดว่าเกิดจากการที่อุตสาหกรรมกองทุนรวมในต่างประเทศเป็นเครื่องมือการลงทุนที่แพร่หลายของผู้บริโภค ขณะที่อุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทยยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นหรือกำลังเติบโตจึงอาจทำให้นักลงทุนในประเทศไทยยังไม่มีความคุ้นเคยกับเครื่องมือการลงทุนกองทุนรวมมากนัก และส่งผลต่อพฤติกรรมนักลงทุนที่แตกต่างจากต่างประเทศ นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสะท้อนว่านักลงทุนในประเทศไทยให้การตอบสนองต่อผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีตในระยะสั้น (2-3 เดือน) ซึ่งคาดว่าป็นผลสืบเนื่องมาจากผลการศึกษาของ ที่พบว่าผลประกอบการของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความสม่ำเสมอในระยะสั้นๆ เท่านั้น เช่น การศึกษาของ Manothanurak (2001) และคาดว่า การพบความสัมพันธ์ของการไหลของเงินทุนกับผลประกอบการในระยะสั้นนี้จะส่งผลให้ผู้จัดการกองทุนรวมให้ความสำคัญต่อผลประกอบการของกองทุนรวมในระยะสั้นๆ มากกว่าระยะยาว

และผลการทดสอบความเป็นอิสระของผลประกอบการโดยเปรียบเทียบกับการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมด้วยวิธี 2x2 Contingency Table สะท้อนว่าผลประกอบการโดยเปรียบเทียบ ณ ตอนกลางปีของกองทุนรวมมีความสัมพันธ์กับการปรับเปลี่ยน

ความเสี่ยงของกองทุนรวมเมื่อเข้าใกล้สิ้นปี ในทิศทางที่ “ตรงข้ามกัน” กล่าวคือ กองทุนรวมมีผลประกอบการไม่ดี (ดี) โดยเปรียบเทียบตอนกลางปีจะพยายามสร้างผลตอบแทนของกองทุนรวมให้สูงขึ้นโดยมีแนวโน้มที่จะปรับเพิ่ม (ลด) ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ตนเลือกลงทุนเมื่อเข้าใกล้สิ้นปี เนื่องจากที่ผ่านมาพบว่านักลงทุนมีแนวโน้มที่จะทำธุรกรรมหรือตัดสินใจเลือกซื้อ/ขายคืนหน่วยลงทุนในไตรมาสที่ 1 ของปี โดยนักลงทุนอาจจะอาศัยรายงานสรุปผลการดำเนินงานของกองทุนรวมแบบเปรียบเทียบระหว่างกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแบบเดียวกัน ที่สื่อต่างๆ นิยมจัดทำในรอบ 1 ปีปฏิทินเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจ จึงทำให้ผู้จัดการกองทุนรวมคาดว่าหากกองทุนรวมมีผลประกอบการที่ดีตอนสิ้นปีจะทำให้มีเงินไหลเข้ากองทุน (ขนาดของกองทุนเพิ่มขึ้น) อีกทั้งผลการศึกษายังสะท้อนว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีการใช้กลยุทธ์ปรับเปลี่ยนความเสี่ยงตั้งแต่สิ้นเดือนสิงหาคมเป็นต้นไปจนถึงเดือนธันวาคม ซึ่งเป็นการปรับความเสี่ยงในช่วงเวลาสั้นๆ เพียงไม่กี่เดือนจนถึงสิ้นปี และในช่วงเวลาสั้นๆ นั้นการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนสามารถสังเกตเห็นได้ชัดเจนกว่าการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยง สอดคล้องกับผลการศึกษาที่ไม่สามารถสรุปได้ว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อผลประกอบการที่ปรับความเสี่ยง (Sharpe Ratio) โดยเปรียบเทียบในอดีตของกองทุนรวม จึงอาจเป็นสาเหตุทำให้ผู้จัดการกองทุนเชื่อว่านักลงทุนละเลยการพิจารณาถึงความเสี่ยงที่แตกต่างกันระหว่างกองทุนรวมจึงหันมาใช้กลยุทธ์การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงก็เป็นได้ ทั้งนี้ไม่พบว่าอายุและขนาดของกองทุนรวมมีความสัมพันธ์กับการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงตามสถานะผลประกอบการของกองทุนรวม ดังนั้นการพบพฤติกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวมในลักษณะการเล่นพนันต่อผลประกอบการของผู้จัดการกองทุนรวมเช่นนี้จึงเป็นประโยชน์ต่อองค์กรที่ทำหน้าที่กำกับและดูแลอุตสาหกรรมกองทุนรวม อาทิเช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) รวมทั้งสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการลงทุนของนักลงทุนในแง่ที่ว่าวัตถุประสงค์และนโยบายของกองทุนรวมอาจจะไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงของกองทุนรวมในทุกมิติ

นอกจากนี้ เมื่อศึกษาถึงประสิทธิผลของกลยุทธ์การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงนี้พบว่ากลยุทธ์การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมตอนสิ้นเดือนสิงหาคมเป็นต้นไปสามารถทำให้กองทุนรวมมีผลประกอบการที่ “ดีขึ้น” ได้ในระยะสั้นๆ กล่าวคือมีแนวโน้มที่จะทำให้กองทุนรวมมีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในครึ่งปีหลังดีกว่าตอนครึ่งปีแรกได้

## 7.2 ข้อเสนอแนะ

1. จากความจำกัดของข้อมูลที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ทำให้ผลการศึกษาในส่วนของพฤติกรรม การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวมอาจมีความคลาดเคลื่อนไป เนื่องจากใช้ตัววัดความเสี่ยงของกองทุนรวมด้วยวิธีการคำนวณหาส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรวม ดังนั้นการศึกษาในอนาคตที่สามารถวัดความเสี่ยง จากหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมถือครองอยู่ (portfolio holding) จะช่วยให้สามารถคำนวณ ความเสี่ยงประเภท systematic risk หรือ beta ได้ เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมดังกล่าวของ ผู้จัดการกองทุนรวมได้อย่างน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น
2. การศึกษาในครั้งนี้มีข้อสมมติเบื้องต้นว่าผู้จัดการกองทุนรวมไม่สร้างค่าคาดหวังเกี่ยวกับ กลยุทธ์การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนอื่นๆ เนื่องจากในปัจจุบันยังไม่มีการศึกษา ในเรื่องดังกล่าว ดังนั้นหากต่อไปในอนาคตผู้จัดการกองทุนรวมตระหนักถึงพฤติกรรม การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมอื่นๆแล้วอาจจะส่งผลให้การศึกษาในอนาคตมี สมมติฐานของพฤติกรรมดังกล่าวที่เปลี่ยนแปลงไปได้