

บทที่ 6

บทสรุปและเสนอแนะ

จากผลการศึกษาในบทที่ผ่านมา สามารถสรุปได้ว่า พฤติกรรมการซื้อขายหุ้นที่มีความถี่ในการซื้อขายหุ้นมากขึ้น ไม่สามารถทำให้อรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่มีทัศนคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยงเพิ่มขึ้นได้ ขณะเดียวกันความถี่ในการซื้อขายหุ้นของช่วงเวลานี้ ก็มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนในช่วงเวลาถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ และจากลักษณะการกระจายของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ในช่วงที่พิจารณาสามารถสรุปได้ว่าไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่านักลงทุนมีทัศนคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยง เนื่องจากรูปแบบของการกระจายของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่เป็นเช่นนี้ นักลงทุนที่มีทัศนคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจะไม่ลงทุนในกองทุนรวม เนื่องจากความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ไม่ได้ถูกชดเชยด้วยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น

ในบทนี้จะกล่าวถึงบทสรุปดังกล่าวอีกครั้ง พร้อมทั้งแสดงข้อจำกัดของผลการวิจัยแต่ละส่วนดังกล่าว ตลอดจนทำการนำเสนอข้อสรุปเพื่อนำไปใช้เชิงนโยบายในการกำกับและควบคุมธุรกิจกองทุนรวม และข้อเสนอนแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไปตามลำดับ

6.1) สรุปผลการวิจัยและข้อจำกัด

จากผลการวิจัยในส่วนแรกที่สามารถสรุปได้ว่า เมื่อคำนึงถึงทัศนคติต่อความเสี่ยงของนักลงทุน ว่าเป็นนักลงทุนหลีกเลี่ยงความเสี่ยงแล้ว นักลงทุนพอใจกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มข้อมูลของกองทุนในเดือนที่มีการซื้อขายน้อย มากกว่าเดือนที่มีการซื้อขายมาก หมายความว่าพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของกองทุนที่เพิ่มความถี่ในการซื้อขายให้มากขึ้น ไม่ได้ทำให้นักลงทุนที่มีทัศนคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยงได้รับอรรถประโยชน์สูงขึ้น

กล่าวคือ นักลงทุนที่มีทัศนคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยง พอใจลักษณะของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนรวม ในกลุ่มเดือนที่มีความถี่ในการซื้อขายหุ้นต่ำกว่าเฉลี่ย นั่นคือสามารถสรุปได้ว่าพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นที่เพิ่มความถี่ในการซื้อขายหุ้นมากขึ้น ไม่ได้ทำให้นักลงทุนได้รับอรรถประโยชน์เพิ่มขึ้น แต่กลับทำให้อรรถประโยชน์ของนักลงทุนต่ำลง

และการศึกษาในส่วนถัดมาก็สามารถสรุปได้ว่า ความถี่ในการซื้อขายหุ้นของกองทุนในช่วงเวลานี้ มีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนในช่วงเวลาถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการเพิ่มความถี่ในการซื้อขายหุ้นที่เพิ่มขึ้น จึงไม่เป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน และมีแนวโน้มที่จะทำให้ในช่วงเวลาถัดไปอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนลดลงด้วย

ผลการศึกษาทั้งสองส่วนนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Chawin Leenabanchong (1996) ที่สรุปผลการศึกษาออกมาว่า กลยุทธ์การลงทุนของผู้จัดการกองทุนไม่ดีกว่ากลยุทธ์ซื้อแล้วถือ (Buy and Hold) หรือกล่าวอีกอย่างหนึ่งได้ผู้จัดการกองทุนไม่สามารถทำนายอนาคตได้ดีพอสำหรับคัมค่าธรรมนิยมในการบริหาร และผลตอบแทนของกองทุนหักด้วยค่าใช้จ่ายต่างๆของกองทุนแล้ว ยังไม่พอที่จะจ่ายค่าธรรมนิยมในการซื้อขายหุ้นแก่บริษัทนายหน้าค้าหุ้น

ซึ่งนั่นคือทั้งข้อสรุปของงานวิจัยชิ้นนี้และของ Chawin สรุปตรงกันว่าพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหุ้นของผู้จัดการกองทุนที่ซื้อขายบ่อย ๆ หรือมีอัตราการหมุนเวียนของหุ้นในพอร์ตสูง ๆ ไม่ได้ช่วยให้ นักลงทุนได้รับผลตอบแทนหรืออรรถประโยชน์ที่เพิ่มขึ้น กลยุทธ์การลงทุนแบบการซื้อและถือ จะดีกว่า การซื้อขายบ่อย ๆ

อย่างไรก็ตามเนื่องจากการสรุปผลการศึกษา โดยใช้ Stochastic Dominance โดยมีข้อมูลอยู่เพียงชุดละ 9 ข้อมูลเท่านั้น เป็นข้อจำกัดที่ควรระลึกถึงด้วย เนื่องจากการวิเคราะห์เส้นโค้งความน่าจะเป็นสะสมในส่วนของ Stochastic Dominance ทั้งในอันดับที่ 1 และ 2 ควรต้องมีฐานข้อมูลที่ยาวมากพอ เพื่อหลีกเลี่ยงความไม่แน่นอนของเส้นโค้งความน่าจะเป็นสะสม เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงขนาดหรือจำนวนช่วงของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่พิจารณา

และเช่นเดียวกับการศึกษาของ Taylor and Yoder (1994) การศึกษาในครั้งนี้ได้มุ่งประเด็นไปยังความสัมพันธ์ของความถี่ในการซื้อขายหุ้นของกองทุนกับอรรถประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับเป็นหลัก โดยมีได้มีจุดประสงค์ในการเปรียบเทียบผลประกอบการของแต่ละกองทุน ดังนั้นในแต่ละชุดของข้อมูลจึงเป็นไปได้ที่ ในเดือนหนึ่งที่พิจารณา กองทุนหุ้นใดกองทุนหนึ่งจะอยู่ในกลุ่มกองทุนที่มีความถี่ในการซื้อขายสูง และเดือนถัดมากองทุนนั้นจะกลับอยู่ในกลุ่มของกองทุนที่มีความถี่ในการซื้อขายต่ำ

และส่วนที่สามของงานวิจัยสามารถสรุปได้ว่า จากลักษณะการกระจายของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในช่วงปี 2538 - 2539 รวม 8 ไตรมาส ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่านักกล

ทุนเป็นผู้ที่มีทัศนคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยง และเพราะความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่เพิ่มขึ้นไม่ได้ถูกชดเชยด้วยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่เพิ่มมากขึ้น

อย่างไรก็ตามเราก็ไม่สามารถที่จะใช้ตรรกะในส่วนนี้พิจารณาย้อนกลับไปว่านักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นผู้ที่มีทัศนคติรักความเสี่ยง เนื่องจากนักลงทุนที่เข้ามาลงทุนในกองทุนรวมอาจได้รับสารสนเทศไม่เพียงพอ เห็นได้จากรายงานของสมาคมบริษัทจัดการลงทุนปี 2538 ที่ระบุว่าอัตราการขยายตัวของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนที่เพิ่มขึ้นสูงถึงราว 116% ในปี 2536 และเพิ่มขึ้นอีก 7% และ 9% ในปี 2537 และ 2538 ตามลำดับ ซึ่งสาเหตุหลักของการขยายตัวในขนาดนี้ ก็น่าจะเกิดจากการปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 2536 จึงทำให้กองทุนที่เกิดก่อนปี 2536 ได้รับกำไรในอัตราส่วนที่สูง จนกระทั่งสามารถใช้ถูกกล่าวอ้างในการขายกองทุนใหม่ได้

และโดยประมาณ 76% ของการจัดจำหน่ายกองทุนใหม่ ใช้การจัดจำหน่ายผ่านธนาคารพาณิชย์และธนาคารออมสิน ซึ่งธนาคารเหล่านี้ล้วนเป็นบริษัทในเครือเดียวกันกับบริษัทจัดการกองทุนที่มีอยู่ ดังนั้นในการตัดสินใจว่านักลงทุนเป็นผู้ที่รักความเสี่ยงนั้น จึงต้องคำนึงถึงวิธีการขาย และการชักจูง ให้นักลงทุนซื้อหน่วยลงทุนเกิดใหม่ ซึ่งเป็นไปได้ที่นักลงทุนอาจไม่ทราบสารสนเทศทั้งหมดที่ควรทราบ โดยเฉพาะประเด็นเกี่ยวกับความเสี่ยงของการลงทุนประเภทนี้ เนื่องจากปัจจุบันยังไม่มีกฎระเบียบใด ๆ ของ คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่เข้ามากำหนดคุณสมบัติของผู้ทำการชักชวนนักลงทุนเพื่อการลงทุนในกองทุนรวม ดังนั้นจึงไม่มีหลักประกันที่ชัดเจนว่า ผู้ที่ทำการชักจูงให้นักลงทุนลงทุนในกองทุนรวม มีความรู้เพียงพอ หรือทำการสื่อสารสารสนเทศของกองทุนไปสู่นักลงทุนได้อย่างถูกต้องหรือไม่

โดยเฉพาะเมื่อเกิดกรณีที่ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นผู้จัดจำหน่ายกว่า 50% ของกองทุนเกิดใหม่ทั้งหมด อยู่ในฐานะที่เหนือกว่าผู้ตัดสินใจในลงทุน เช่นการเสนอขายกองทุนให้แก่ กลุ่มลูกค้าสินเชื่อ การบังคับปริมาณขายขั้นต่ำสุดให้แก่สาขาธนาคารพาณิชย์ ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้ไม่สามารถหาหลักฐานมายืนยันได้ว่ากรณีดังกล่าวเกิดขึ้นจริง แต่อย่างไรก็ตาม ก.ล.ต.ในฐานะผู้ควบคุมธุรกิจนี้ จึงควรที่จะเข้ามาดูแลในประเด็นดังกล่าวด้วย

6.2) ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

การที่ในงานวิจัยชิ้นนี้สามารถสรุปได้ว่า พฤติกรรมการซื้อขายหุ้นที่มีความถี่ในการซื้อขาย กองทุนแตกต่างกัน มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนที่แตกต่างกันด้วย ซึ่งอัตราผลตอบแทนของกองทุน ก็คืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับ ก.ล.ต.ในฐานะผู้ดูแลธุรกิจนี้ จึงควรที่จะเข้ามาดูแลในประเด็นนี้ และไม่เฉพาะแต่เพียงดูแลอย่างเดียว

แต่จากหลักการทำงานของการแก้ไขปัญหา นายจ้าง-ลูกจ้าง ในฐานะที่ผู้ถือหน่วยลงทุน เป็นนายจ้าง ก็ควรที่จะได้รับรู้ข้อมูลในการทำงานของผู้บริหารกองทุน ซึ่งมีฐานะเป็นลูกจ้างให้มากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ ข้อมูลความถี่ในการซื้อขายหุ้นของแต่ละกองทุน และความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ในการซื้อขายหุ้นกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่กองทุนได้รับ ข้อมูลเหล่านี้ควรแก่การเปิดเผยสู่สาธารณชน เพื่อเป็นเครื่องมือในการวัดความสามารถในการบริหารกองทุน และเป็นช่องทางที่สามารถเปิดเผยถึงพฤติกรรมแอบแฝงของผู้จัดการกองทุนได้ โดยเฉพาะประเด็นเกี่ยวกับการเรียกร้องผลตอบแทนจากการส่งคำสั่งซื้อขายหุ้น และการส่งคำสั่งซื้อขายหุ้นให้แก่บริษัทในเครือ

ดังนั้นจึงขอเสนอแนะเชิงนโยบายเป็นข้อ ๆ ดังนี้

6.2.1) ก.ล.ต. ควรเปิดเผยพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของแต่ละกองทุนอย่างชัดเจน ในเวลาที่เหมาะสม โดยไม่จำเป็นต้องนำเสนอในรายละเอียด ว่ากองทุนนั้น ๆ ทำการซื้อขายหุ้นอะไร เท่าไหร่ วันไหน เพียงแต่นำเสนอรายละเอียดที่จำเป็นเท่านั้น เช่น มูลค่าการซื้อขายหุ้น และมูลค่าการซื้อขายหุ้นผ่านโบรกเกอร์ต่างๆ สำหรับแต่ละกองทุนในหนึ่งช่วงเวลา โดยเสนอให้เปิดเผยข้อมูลนี้ อย่างซ้ำทุก ๆ 1 เดือนย้อนหลัง เพื่อเพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน และเป็นการสร้างสภาพแวดล้อมให้เกิดการแข่งขัน ในเรื่องคุณภาพในการตัดสินใจซื้อขายหุ้นแต่ละครั้งของแต่ละกองทุน เนื่องจากข้อมูลของแต่ละกองทุนที่ถูกเปิดเผยออกมาสามารถนำมาเปรียบเทียบความสามารถในการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของผู้บริหารกองทุนได้

ซึ่งปัจจุบันข้อมูลดังกล่าว ตามประกาศที่ ก.ล.ต.ก.(ว) 10/2538 ลงวันที่ 31 พฤษภาคม 2538 (รายละเอียดใน ภาคผนวก ก) ก.ล.ต. ได้กำหนดให้ทุก บลจ.จัดส่งรายงานการซื้อขายหุ้นของแต่ละบลจ. ตลอดจนอัตราส่วนค่านายหน้า และอัตราค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ของทุกกองทุน ภายใต้การดูแลของ บลจ. นั้น ๆ โดยกำหนดให้ส่งเป็นประจำทุกเดือนในรูปแบบของ

Diskette แล้ว โดยข้อมูลในส่วนที่เสนอแนะให้ทำการเปิดเผยนั้นคือข้อมูลในส่วนของแบบ บลจ. 3 ดังประกาศดังกล่าวนั่นเอง (รายละเอียดของแบบ บลจ. 3 ดู ภาคผนวก ก)

อย่างไรก็ตามข้อมูลที่ ก.ล.ต. กำหนดให้ส่งตามประกาศดังกล่าวเป็นเพียงข้อมูลการซื้อขายรายหุ้นรวมของทุก ๆ กองทุนในบลจ. นั้น ๆ ดังนั้นผู้วิจัยเสนอให้ ก.ล.ต. ปรับปรุงวิธีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวให้ละเอียดขึ้น โดยควรที่จะเป็นข้อมูลของแต่ละกองทุนมากกว่า ข้อมูลโดยรวม เพราะจะทำให้สามารถแยกแยะได้ว่ากองทุนใดมีพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นอย่างไร

6.2.2) ก.ล.ต. จะต้องเปิดเผยชื่อผู้บริหารกองทุนแต่ละกองทุนอย่างชัดเจน เพื่อให้ นักลงทุน สามารถติดตามผลงานของผู้จัดการคนนั้นๆ และเพื่อให้มีผู้รับผิดชอบผลงานของกองทุนอย่างเปิดเผย เนื่องจากปัจจุบันผู้ถือหน่วยลงทุนทุกคน ในฐานะนายจ้างยังไม่ทราบเลยว่าลูกจ้างที่แท้จริงของตนเองคือใคร ซึ่งอันที่จริงแล้วข้อมูลนี้ควรเป็นข้อมูลเบื้องต้นในการจ้างงานเสียด้วยซ้ำ การปกปิดชื่อผู้บริหารกองทุน ไม่มีประโยชน์ต่อผู้ถือหน่วยลงทุน และผู้บริหารกองทุนที่แท้จริง แต่จะอำนวยความสะดวกให้แก่บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน (บลจ.) มากกว่า

เนื่องจากผู้บริหารกองทุนที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนสูง ๆ ให้กองทุนได้เพียงคนเดียว ก็สามารถนำมาเป็นจุดขายของทุกกองทุนของบลจ. นั้น ที่บริหารโดยผู้บริหารคนอื่น ๆ ได้ เพราะนักลงทุนทั่วไปไม่ทราบว่าที่แท้จริงแล้วเป็นผลงานการบริหารของใคร ดังนั้นภาพการมองโดยรวมจึงเกิดขึ้นว่า บลจ. นี้บริหารดีหรือไม่ดี ซึ่งแท้จริงแล้วควรพิจารณาว่าผู้จัดการกองทุนคนนี้บริหารดีหรือไม่ดีแทน ในขณะที่การเปิดเผยรายชื่อผู้จัดการกองทุนที่มีประสิทธิภาพในการบริหารกองทุนที่ดี อาจส่งผลให้ผู้จัดการผู้นี้สามารถเปลี่ยนบริษัททำงานได้ง่ายขึ้น และหรือสามารถเรียกร้องผลตอบแทนได้มากขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นว่า ก.ล.ต. ควรที่จะมีการกำหนดให้เปิดเผยชื่อผู้จัดการกองทุนโดยเร็ว เพราะจะเป็นประโยชน์แก่ทุกฝ่าย

เนื่องจากเมื่อนักลงทุนสามารถแยกแยะได้ว่าผู้จัดการกองทุนคนใดบริหารดีไม่ดี ภาวะการณ์มองภาพแบบภาพรวมจะหมดไป จากภาวะปัจจุบันที่กองทุนส่วนใหญ่ขาดทุนตามภาวะตลาด แต่ก็ยังมีบางกองทุนที่สามารถขาดทุนได้น้อยกว่าภาวะตลาดโดยรวมได้ แต่กองทุนเกิดใหม่แทบไม่สามารถขายได้ เหตุผลหนึ่งก็มักจะเป็นเพราะนักลงทุนเห็นทุกกองทุนเหมือนกันหมด เช่นเดียวกับภาวะที่เกิดขึ้นใน "Lemon Market"

ดังนั้นทางเลือกของนักลงทุนคือต้องเลือกกองทุนที่ราคาถูกที่สุด (จากราคาหน่วย 10 บาท) หรือคิดค่าบริหารต่ำที่สุด แต่นักลงทุนไม่สามารถทำได้ เนื่องจากราคากองทุนออกใหม่ราคา 10 บาทต่อหน่วย เท่ากันทั้งหมด และค่าบริหารกองทุนก็คิดใกล้เคียงกันด้วย ดังนั้นเมื่อไม่มีทางเลือกที่ ถูกกว่า การตัดสินใจซื้อจึงไม่เกิดขึ้น จึงน่าจะเป็นอีกเหตุผลหนึ่งที่กองทุนเกิดใหม่ไม่สามารถขายได้ ดังนั้นการแสดงความแตกต่างของแต่ละกองทุน โดยเฉพาะชื่อผู้จัดการกองทุน การศึกษา ประวัติการบริหารกองทุน จึงเป็นสิ่งที่จำเป็น เพราะเสมือนการให้สัตยาบันแก่นักลงทุน ถึงความแตกต่างของบริการที่นักลงทุนกำลังจะได้รับ จากการซื้อกองทุนนี้เมื่อเทียบกับกองทุนอื่น ๆ

6.2.3) ระบบการให้ผลตอบแทนในการบริหารกองทุนในปัจจุบัน แม้ว่าจะเป็นระบบการ คำนวณค่าธรรมเนียมการบริหารกองทุนจากมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน โดยเมื่อกองทุนมี ขนาดใหญ่ขึ้น (ไม่ว่าสินทรัพย์สุทธิจะเพิ่มขึ้นมาจากฝีมือในการบริหาร หรือการเพิ่มขนาดขึ้น จาก การเพิ่มขึ้นของจำนวนหน่วยลงทุน) บลจ.ก็จะได้ผลตอบแทนมากขึ้น

ในขณะที่เมื่อกองทุนมีขนาดเล็กลง (ไม่ว่าจะเกิดจากการขาดทุนในการลงทุน หรือจำนวน หน่วยลงทุนลดลง) บลจ.ก็จะได้ผลตอบแทนลดลง ซึ่งระบบนี้ ก็เป็นอีกระบบหนึ่งที่สามารถจูงใจ และเชื่อมโยงผลตอบแทนของนายจ้างกับลูกจ้างเข้าไว้ด้วยกันได้ แต่ประเด็นที่น่าสังเกตในระบบนี้ คือการขาดทุนของกองทุน สร้างความเสียหายให้แก่ักลงทุนมากกว่า บลจ.

ถ้าเป็นระบบการจ้างงานตามปกติ ในปีที่มีการขาดทุน นายจ้างอาจมีมาตรการลงโทษ ลูกจ้างได้ เช่นไม่ให้โบนัสหรือไม่ขึ้นเงินเดือน แต่ระบบการควบคุมการบริหารกองทุนในปัจจุบัน นายจ้างซึ่งก็คือักลงทุน ไม่สามารถทำเช่นนั้นได้ ดังนั้นเพื่อให้การเชื่อมโยงระหว่างผลตอบแทน ของักลงทุนกับผู้บริหารกองทุนเป็นไปโดยสมบูรณ์มากขึ้น ก.ล.ต.ควรจะเปิดโอกาสให้ บลจ. สามารถกำหนดกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการคำนวณค่าบริหารกองทุน ให้ขึ้นกับอัตราผลตอบแทนของ กองทุนได้ มิใช่ขนาดของกองทุน โดยสิ่งที่น่าเสนอคือ

เมื่อผลตอบแทนของกองทุนเมื่อเทียบกับค่ามาตรฐาน (Bench Mark) ติดลบ ร้อยละของ ค่าบริหารกองทุนต่อขนาดของกองทุน จะต้องเป็นตัวเลขที่ต่ำกว่า เมื่อผลตอบแทนของกองทุนมาก กว่าผลตอบแทนของค่ามาตรฐานดังกล่าว

เช่นเมื่อผลตอบแทนของกองทุนสูงกว่าค่ามาตรฐาน จะได้ค่าธรรมเนียมในการบริหาร 0.5% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน และเมื่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนต่ำกว่าค่ามาตรฐานจะได้ค่าธรรมเนียมในการบริหาร 0.3% เป็นต้น

โดยค่ามาตรฐานที่น่าเสนอเป็น 2 ทางเลือกคือ

(1) ค่ามาตรฐานแบบสัมบูรณ์ (Absolute Term Bench Mark) เช่น ผลตอบแทนของ SET Index ใช้เป็นค่ามาตรฐานของผลตอบแทนจาก Equity Fund , และ Bond Index สำหรับ Bond Fund เป็นต้น

(2) ค่ามาตรฐานแบบสัมพัทธ์ (Relative Term Bench Mark) เป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของกองทุนประเภทเดียวกัน ในช่วงเวลาหนึ่งๆ ถ้ากองทุนหนึ่งได้ผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนประเภทเดียวกัน ก็จะต้องได้รับผลตอบแทนต่ำ หากได้ผลตอบแทนของกองทุนสูงกว่าเฉลี่ย ก็จะได้รับผลตอบแทนสูง

ซึ่งด้วยวิธีการดังกล่าวจะเป็นการสร้างระบบลงโทษและผลตอบแทนพิเศษ (Penalty & Bonus) ให้เกิดขึ้นในธุรกิจนี้ อีกทั้งควรผลักดันให้เกิดกองทุนที่รับประกันผลตอบแทน (Guarantee Fund) ที่รับประกันผลตอบแทนของกองทุนต่อนักลงทุน

ทั้งนี้เป็นการให้สัญญาณ (Signaling) ต่อผู้ลงทุน และสร้างความแตกต่างให้เกิดขึ้นได้เปรียบเทียบกับตลาดรถยนต์มือสอง ที่คนขายมีประกันซ่อมรถยนต์หลังการขาย เป็นการให้สัญญาณต่อผู้ซื้อว่ารถยนต์ในร้านนี้แตกต่างจากร้านอื่นๆ หลีกเลี่ยงปัญหา Lemon Market ที่จะเกิดขึ้น การให้สัญญาณดังกล่าว เป็นจริงที่จะก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงต่อผู้ขายรถยนต์มือสองที่คุณภาพต่ำ แต่ปัญหาด้านต้นทุนจะไม่เกิดขึ้นกับผู้ขายรถยนต์มือสองคุณภาพดี ดังนั้นกองทุนรับประกันผลตอบแทนก็จะไม่ส่งผลเสีย หรือภาระต้นทุนต่อปลายที่มั่นใจในคุณภาพการบริหารกองทุนของตน ทั้งนี้ผู้วิจัยเชื่อว่าระบบดังกล่าวจะสามารถช่วยสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุนในการลงทุนในกองทุนรวมได้อีกครั้ง

อย่างไรก็ตามประเด็นเกี่ยวกับเรื่องค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุน ในฐานะที่เป็นลูกจ้างกับนายจ้าง ก็ควรที่จะมีการต่อรองกันได้ตามกลไกตลาด ดังนั้นกฎระเบียบของ ก.ล.ต.ก็ควร

จะเปิดกว้าง เพื่อให้วิธีการคิดค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุนมีความยืดหยุ่น และสามารถให้กลไกตลาดทำงานได้มากขึ้น

6.2.4) เพื่อให้การบริหารงานของกองทุนมีคล่องตัวมากขึ้น ดังนั้น ก.ล.ต. ควรที่จะพิจารณาทบทวนกฎระเบียบต่างๆ ในการควบคุมการซื้อขายหุ้นของกองทุน ให้มีความยืดหยุ่นยิ่งขึ้น อย่างเช่นการกำหนดอัตราส่วนเงินลงทุนขั้นต่ำสุดและสูงสุดในการลงทุนในหุ้นแต่ละตัว และแต่ละหมวดต่าง ๆ ของกองทุน และการกำหนดอัตราส่วนการถือครองเงินสดของกองทุน จริงที่ว่า การกำหนดเช่นนี้เป็นการบังคับให้กองทุนกระจายความเสี่ยงในการลงทุน

แต่การกำหนดเช่นนี้สร้างเงื่อนไขให้การบริหารกองทุนไม่คล่องตัว เช่นเมื่อเกิดการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง จะส่งผลให้ผู้บริหารกองทุนต้องคอยตรวจสอบว่าอัตราส่วนเงินลงทุนของกองทุนในแต่ละหมวดหลักทรัพย์ต่าง ๆ เปลี่ยนแปลงไปอย่างไร และขัดต่อกฎระเบียบของก.ล.ต.หรือไม่ บางครั้งจำเป็นที่ผู้จัดการกองทุนจะต้องขายหรือซื้อหุ้นในหมวดต่าง ๆ เพียงเพื่อให้อัตราส่วนดังกล่าวถูกต้องตามประกาศของก.ล.ต. ซึ่งการตัดสินใจซื้อขายในลักษณะดังกล่าวอาจขัดต่อผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นรายลงทุนจะได้รับได้

เช่นสมมุติให้ราคาหลักทรัพย์ในหมวดหนึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้น เพราะผลประกอบการของธุรกิจมีแนวโน้มที่ดีขึ้น เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบของทางราชการเพื่อให้ธุรกิจดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนในอนาคตได้เพิ่มขึ้น เช่นการลดค่าสัมปทาน ลดภาษีธุรกิจเฉพาะ เป็นต้น หากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ในหมวดนี้ส่งผลให้อัตราส่วนการลงทุนในหมวดหลักทรัพย์นี้ เกินกว่าที่ก.ล.ต.กำหนด ทำให้ผู้จัดการกองทุนจำเป็นต้องทำอย่างใดอย่างหนึ่งคือหนึ่งขายหลักทรัพย์ในหมวดนี้ออกไปบางส่วนทั้ง ๆ ที่ทราบหากตัดสินใจถือหลักทรัพย์นั้นต่อไป จะสร้างผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นรายลงทุนสูงขึ้น สองซื้อหลักทรัพย์หมวดอื่น ๆ เพิ่มเพื่อลดอัตราส่วนของหลักทรัพย์ในหมวดนั้นลง ทั้ง ๆ ที่ทราบว่าเงินสดที่จะลงทุนเพิ่มควรลงทุนในธุรกิจที่เห็นแนวโน้มการเจริญเติบโตที่ชัดเจน เช่นการลงทุนในธุรกิจนี้

อย่างไรก็ตามประกาศ ก.ล.ต. ลงวันที่ 15 สิงหาคม 2537 ได้ผ่อนผันให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม(บลจ.) สามารถคงไว้ซึ่งหลักทรัพย์มีราคาปรับตัวสูงขึ้น จนกระทั่งให้อัตราส่วนของหลักทรัพย์นั้นเกินกว่าที่ก.ล.ต.กำหนดได้ แต่ ก.ล.ต. ก็ยังไม่อนุญาตให้บลจ.สามารถลงทุนเพิ่มในหลักทรัพย์นั้นได้อยู่ดี ทั้ง ๆ ที่การลงทุนเพิ่มในหลักทรัพย์นั้นอาจสามารถทำให้ผลตอบแทนในการลงทุนของกองทุนสูงขึ้นอีกได้

ดังนั้นสรุปในส่วนของการเสนอแนะเชิงนโยบายคือ ผู้วิจัยเห็นว่า ก.ล.ต. ควรเพิ่มการเปิดเผยข้อมูลการบริหารงานของกองทุนให้ออกสู่สาธารณะชนให้มากที่สุด เท่าที่จะเป็นไปได้ โดยเฉพาะในประเด็นของข้อมูลและพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของผู้จัดการกองทุน และประเด็นการเปิดเผยรายชื่อผู้บริหารกองทุนอย่างแท้จริง

และ ก.ล.ต. ควรผ่อนผันหลักเกณฑ์ในการควบคุมธุรกิจนี้ให้ดำเนินไปได้อย่างคล่องตัวยิ่งขึ้น โดยประเด็นที่เสนอแนะคือควรผ่อนผันเรื่องการคำนวณค่าบริหารกองทุน เพื่อให้เป็นไปตามกลไกตลาด และควรผ่อนผันการควบคุมอัตราส่วนเงินลงทุนในหลักทรัพย์หมวดต่าง ๆ ของกองทุนให้บลจ. สามารถกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนได้เป็นอิสระมากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

ทั้งนี้ผู้ลงทุนในกองทุนก็จำเป็นที่จะต้องรู้พฤติกรรมในการลงทุนของกองทุนนั้นได้อย่างชัดเจน และรวดเร็วพอที่จะตัดสินใจว่าผู้ถือหน่วยลงทุนจะยอมเสี่ยงกับพฤติกรรมการลงทุนเช่นนั้นได้หรือไม่

หน้าที่ของ ก.ล.ต. ก็จะเปลี่ยนจากการควบคุมดูแลพฤติกรรมการลงทุนของกองทุน กลายเป็นสื่อกลางในการส่งข้อมูลพฤติกรรมในการบริหารกองทุนให้ผู้ถือหน่วยลงทุนทราบ ทั้งนี้ผู้วิจัยเชื่อว่าหากผู้ถือหน่วยลงทุนได้ทราบถึงพฤติกรรมการลงทุนของกองทุนอย่างละเอียดเพียงพอแล้วพฤติกรรมการลงทุนที่ไม่เหมาะสมจะถูกคัดเลือกรออกไปเองได้ ตามกลไกตลาดเสรี

6.3) ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

สำหรับข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป เนื่องจากการทำวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดที่ด้านความยาวและลักษณะของข้อมูลอย่างเห็นได้ชัด ดังนั้นข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไปจึงสามารถแยกย่อยเป็นหัวข้อได้ดังนี้

6.3.1) ในการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของกองทุน ตามวัตถุประสงค์เดิมของงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยมีความตั้งใจจะศึกษาเป็นรายกองทุน แล้วเปรียบเทียบกัน ทั้งเปรียบเทียบในเชิงของนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกัน และเปรียบเทียบจากการบริหารกองทุนโดยบลจ. ที่ต่างกัน แต่ไม่สามารถหาข้อมูลมาสนับสนุนแนวความคิดดังกล่าวได้ จึงต้องศึกษาเพียงในภาพรวมทุกกองทุน ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไป จึงควรที่จะมีการทำวิจัยพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของแต่ละกองทุน แล้วนำมาเปรียบเทียบกันอย่างชัดเจน

6.3.2) ความยาวของข้อมูลที่นำมาใช้ในงานวิจัยครั้งต่อไปควรที่จะมากกว่า 2 ปี ซึ่งผู้วิจัยครั้งต่อไป เพราะถึงแม้ว่าธุรกิจนี้จะเพิ่งเปิดดำเนินการอย่างเต็มที่ในปี 2538 อย่างน้อยที่สุดผู้วิจัยใหม่ก็จะสามารถเพิ่มฐานข้อมูลให้เป็นปัจจุบันเพิ่มมากขึ้นได้

6.3.3) ลักษณะของข้อมูลที่ใช้ในส่วนของการวิเคราะห์ลักษณะการกระจายของอัตราผลตอบแทนของกองทุน เพื่อทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับทัศนคติต่อความเสี่ยงของนักลงทุน ในงานวิจัยชิ้นนี้ได้ใช้ข้อมูลรายไตรมาสที่ได้รับการเผยแพร่จากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน ผู้วิจัยใหม่ที่น่าที่จะใช้ข้อมูลที่มีความละเอียดขึ้นเช่นเป็นรายเดือน และมีความยาวมากขึ้นกว่า 8 ไตรมาสด้วย

6.3.4) ในการวิจัยครั้งต่อไป ยังมีกองทุนอีกหลายประเภทที่งานวิจัยชิ้นนี้ยังไม่ได้ศึกษา เช่นกองทุนเปิด และ กองทุนที่เน้นลงทุนในตราสารหนี้ อีกทั้งกองทุนทั้งสองประเภทดังกล่าว ในความเห็นของผู้วิจัย เชื่อว่าน่าจะมีสัดส่วนในตลาดกองทุนทั้งหมดมากขึ้นเป็นลำดับ ดังนั้นในงานวิจัยครั้งต่อไปจึงน่าที่จะมีการศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของกองทุนประเภทเหล่านี้ด้วย

ท้ายที่สุดนี้ ผู้วิจัยหวังว่าข้อสรุปและเสนอแนะของงานวิจัยชิ้นนี้ จะเป็นประโยชน์แก่ส่วนรวม ทั้งในแง่การกำกับและควบคุมธุรกิจบริหารกองทุนรวม และมีส่วนช่วยพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทยให้เป็นตลาดทุนที่ได้รับความน่าเชื่อถือยิ่ง ๆ ขึ้นไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย