

ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุน  
Market Timing Performance

ธีรลักษณ์ สัจจะวาที  
Theeralak Satjawathee

---

\*อาจารย์ประจำ สาขาวิชาการเงินและการธนาคาร มหาวิทยาลัยพายัพ  
\*Lecturer, Finance and Banking Department, Payap University  
\*E- mail : theeralak\_s@payap.ac.th, theeralaks@yahoo.com

### บทคัดย่อ

บทความวิชาการฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอการค้นพบจากงานวิจัยเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานจากการจับจ้งระยะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนจากอดีตถึงปัจจุบัน ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักศึกษา นักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องจะได้นำมาใช้เป็นข้อมูลสำหรับการพัฒนางานวิจัยด้านนี้ ในช่วงแรกของบทความกล่าวถึงแนวคิดเรื่องการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ จากนั้นได้อธิบายถึงโมเดลระดับคลาสสิกด้านการจับจ้งระยะเวลาการลงทุน ได้แก่ โมเดลของ Treynor and Mazuy (1966) และ โมเดลของ Henriksson and Merton (1981) สำหรับผลการดำเนินงานจากการจับจ้งระยะเวลาการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา แม้จะเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว ส่วนใหญ่กลับพบว่าผู้จัดการกองทุนจำนวนน้อยรายที่มีความสามารถจากการจับจ้งระยะเวลาการลงทุน ส่วนผลการดำเนินงานจากการจับจ้งระยะเวลาการลงทุนในประเทศไทยพบว่าผู้จัดการกองทุนจำนวนน้อยรายที่มีความสามารถจากการจับจ้งระยะเวลาการลงทุนเช่นกัน ในส่วนสุดท้ายของบทความได้เสนอข้อแนะนำเมื่อจะนำโมเดลการวัดผลการดำเนินงานจากการจับจ้งระยะเวลาการลงทุนมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย

**คำสำคัญ:** การจับจ้งระยะเวลาการลงทุน ผลการดำเนินงานของกองทุน กองทุนรวม

## Abstract

This academic paper aims to present the academic research to date on the market timing performance of investment portfolios. This primary intent is to make the material efficiently accessible to students, researchers, asset management companies and others who are interested in the findings and implication of this line of research. The paper starts with the concept of portfolio performance measurement. Market timing performance classic models developed by Treynor and Mazuy (1966), and, Henriksson and Merton (1981) are reviewed. The overall results of market timing performance in the United States of America, a developed capital market, indicated that a few fund managers have market timing abilities. Results in Thailand also showed that a few fund managers have market timing performance. The suggestions on applying the market timing performance models in Thailand are listed in the last part of the paper.

**Keywords :** market timing, fund performance, mutual fund

## 1. บทนำ

หากท่านจะลงทุนในกองทุนรวม ท่านจะพิจารณาอย่างไรว่ากองทุนรวมนั้นมีผลการดำเนินงานดีหรือไม่? การพิจารณาว่ากองทุนรวมซึ่งเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนบริหารจัดการได้ดีเพียงใดนั้นมีแนวคิดที่ นักลงทุนควรพิจารณาความสามารถในการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ในสองประเด็น ได้แก่ (1) ความสามารถของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน (selectivity ability) ว่าผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์มีความสามารถเลือกซื้อหลักทรัพย์ที่เหมาะสมเข้ามาอยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ของตนได้ดีเพียงใด และ (2) ความสามารถของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ในการจับจังหวะเวลาการลงทุน (market timing ability) ที่เหมาะสม กล่าวคือ ผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ควรทราบว่าช่วงเวลาใดควรซื้อหลักทรัพย์เข้ามาในกลุ่มหลักทรัพย์ หรือช่วงเวลาใดควรขายหลักทรัพย์ออกไปจากกลุ่มหลักทรัพย์

Reilly and Brown (2012) กล่าวว่าความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน หมายถึงความสามารถของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ที่สามารถเลือกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (undervalued securities) ส่วนความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน หมายถึงความสามารถในการปรับเปลี่ยนค่าเบต้า (beta) ของกลุ่มหลักทรัพย์ตามการขึ้นลงของภาวะตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ค่าเบต้าคือค่าที่ใช้วัดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์

ขณะที่ Alexander, Sharpe, and Bailey (2001) อธิบายว่า ความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน หมายถึงการวิเคราะห์ความสามารถของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ในการพยากรณ์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้อง สำหรับคำว่า การจับจังหวะเวลาการ

ลงทุนนั้น หมายถึงเวลาที่ผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์คาดการณ์ว่า ตลาดหลักทรัพย์จะให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง เขาจะพยายามปรับกลุ่มหลักทรัพย์ของตนให้มีค่าเบต้าต่ำ เพราะการที่กลุ่มหลักทรัพย์มีค่าเบต้าต่ำในช่วงเวลาดังกล่าวจะได้รับผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าสูง ดังนั้นผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ที่ดีจึงควรเพิ่มค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์ของตนเมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะตลาดกระทิง (bull market หรือตลาดขาขึ้น) และควรที่จะปรับลดค่าเบต้าลงเมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะตลาดหมี (bear market หรือตลาดขาลง)

การวิจัยผลการดำเนินงานจากการเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะเวลาการลงทุนนั้นได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่องในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว งานวิจัยผลการดำเนินงานจากการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนได้รับการตีพิมพ์ครั้งแรก โดย Treynor (1965) ซึ่งเป็นผู้พัฒนาโมเดลระดับคลาสสิก (classic model) ที่เรียกกันโดยทั่วไปว่า Treynor Model ซึ่งเป็นโมเดลที่ปรับค่าความเสี่ยง (risk adjusted) แล้ว โดยมีพื้นฐานอยู่บนค่า mean-variance ส่วน Sharpe (1966, 1994) ได้พัฒนาโมเดลระดับคลาสสิกที่นิยมเรียกกันภายหลังว่า “Shape Ratio” ขึ้น Sharpe ใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมาเป็นตัววัดค่าความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งต่างจาก Treynor ที่ใช้ค่าเบต้าเป็นค่าวัดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ ต่อมา Jensen (1968) ได้พัฒนา Jensen Alpha Model ซึ่งเป็นโมเดลระดับคลาสสิกและเป็นต้นแบบของสมการถดถอยหนึ่งตัวแปรที่นิยมอ้างอิงถึงในเวลาต่อมา ค่าอัลฟาของ Jensen ใช้วัดความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์ แต่ค่าอัลฟานี้มีข้อสมมติฐานว่า

ระดับของความเสียงของกลุ่มหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลง โมเดลนี้จึงไม่สามารถนำมาใช้อธิบายผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนได้

เนื่องจากมีบทความทางวิชาการได้นำเสนอผลการดำเนินงานที่เน้นประเด็นการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนไปแล้ว เช่น บทความของ Ippolito (1993) และ Elton and Gruber (1997) เป็นต้น ดังนั้นวัตถุประสงค์ของบทความนี้ จึงเน้นการนำเสนอผลการดำเนินงานอีกประเด็นหนึ่งคือการจับจังหวะเวลาการลงทุน เพื่อให้ให้นักศึกษานักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องเข้าใจถึงพัฒนาการและข้อค้นพบจากการศึกษาวิจัยในด้านนี้ บทความนี้จะได้นำเสนอเนื้อหาเรียงตามลำดับหัวข้อต่อไปนี้เป็น โมเดลระดับคลาสสิกด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ และข้อแนะนำในการนำโมเดลมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย<sup>1</sup>

## 2. โมเดลระดับคลาสสิกด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์

ผู้จัดการกองทุนมักจะปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ของตนอยู่เสมอ เพื่อให้สอดคล้องกับการเคลื่อนไหวของราคาตลาดของหลักทรัพย์ การทำเช่นนี้หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนจับจังหวะการเข้าซื้อหุ้นหรือขายหุ้น เนื่องจากคาดการณ์ว่าจะเกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (Fama, 1972) ผู้จัดการกองทุนทำเช่นนี้เพื่อที่จะลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากสถานะตลาดที่เปลี่ยนแปลงไป การที่ผู้จัดการกองทุน

สามารถปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนได้อย่างถูกต้อง นับเป็นความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน

ผู้พัฒนาโมเดลเพื่อวัดความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน ซึ่งต่อมาโมเดลของเขาได้รับการยกย่องว่าเป็นโมเดลระดับคลาสสิก ได้แก่ Treynor and Mazuy (1966) และ Henriksson and Merton (1981) ซึ่งในส่วนนี้จะกล่าวถึงโมเดลทั้งสอง ดังนี้

### 2.1 โมเดลสมการถดถอยกำลังสองของ Treynor and Mazuy (1966)

งานวิจัยด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนฉบับแรกจัดทำขึ้นโดย Treynor and Mazuy (1966) นักวิจัยทั้งสองพัฒนาโมเดลสมการถดถอยกำลังสองแบบหนึ่งปัจจัย (a single factor quadratic regression model) เพื่อประเมินผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนโดยการทดสอบความไว (sensitivity) ของกลุ่มหลักทรัพย์ต่อการขึ้นและลงของสภาวะตลาด โมเดลที่ Treynor and Mazuy พัฒนาขึ้นมาเป็นโมเดลแบบไม่เป็นเส้นตรง (non-linear) ของโมเดลการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM : Capital Asset Pricing Model) โดยเพิ่มสมการกำลังสองเข้าไปใน CAPM ทำให้โมเดลนี้มีความสัมพันธ์แบบเส้นโค้ง (หรือที่เรียกว่าแบบ convex) ซึ่งอธิบายเป็นนัยว่า เมื่อผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์สามารถพยากรณ์ผลตอบแทนของตลาดว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดจะสูงขึ้นในอนาคต เขาจะปรับสัดส่วนการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ของตนให้มีสัดส่วนที่ใกล้เคียงกับกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด และเมื่อผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์พยากรณ์ว่าอัตราผล

<sup>1</sup>บทความนี้จะใช้ปีคริสต์ศักราชแทนพุทธศักราช เพื่อให้สอดคล้องกับการอ้างอิงข้อมูลจากบทความต่างๆ ซึ่งใช้ปีคริสต์ศักราชทั้งหมด

ตอบแทนของตลาดจะต่ำ เขาจะปรับสัดส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้มีสัดส่วนที่ลดลง

โมเดลสมการถดถอยกำลังสองของ Treynor and Mazuy (1966) ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า โมเดล Treynor-Mazuy แสดงในสมการต่อไปนี้

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{1p} [R_{mt} - R_{ft}] + \beta_{2p} [R_{mt} - R_{ft}]^2, \quad t = 1, \dots, T$$

- โดย
- $R_{pt}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์  $p$  ในช่วงเวลา  $t$
  - $R_{ft}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง เมื่อลงทุนในช่วงเวลา  $t$
  - $R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ในช่วงเวลา  $t$
  - $\alpha_p$  = ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟาของกลุ่มหลักทรัพย์  $p$
  - $\beta_{1p}$  = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (beta) ของกลุ่มหลักทรัพย์  $p$
  - $\beta_{2p}$  = ค่าสัมประสิทธิ์ด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์  $p$

ถ้าค่าของ  $\beta_{2p}$  เป็นบวกแสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์  $p$  มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด (ที่ถือเป็นเกณฑ์มาตรฐาน) หากค่า  $\beta_{2p}$  เป็นลบแสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์  $p$  มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ด้อยกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ถ้า  $\beta_{2p}$  ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติจะแสดงว่า ไม่มีผลตอบแทนจากความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์  $p$  ส่วนค่าสัมประสิทธิ์อัลฟา ( $\alpha_p$ ) ใช้แสดงผลความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนคล้ายกับค่าอัลฟาของ Jensen (1968) ขณะที่สัมประสิทธิ์  $\beta_{1p}$  แสดงถึงค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนนั้น

## 2.2 โมเดลสมการถดถอยแบบตัวแปรพหุของHenriksson and Merton(1981)

Merton (1981) พัฒนาโมเดลตามทฤษฎีดุลยภาพขึ้นเพื่อวิเคราะห์รูปแบบของผลตอบแทนจากการจับจังหวะเวลาการลงทุน ซึ่งโมเดลนี้สร้างขึ้นเพื่อศึกษาทักษะด้านการพยากรณ์จังหวะเวลาการลงทุนของผู้บริหารกลุ่มหลักทรัพย์หรือผู้

จัดการกองทุน Merton อธิบายว่าทักษะการพยากรณ์สามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ (1) การพยากรณ์การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นแต่ละตัว (คือการพยากรณ์แบบจุลภาค) และ (2) การพยากรณ์การเคลื่อนไหวของราคาตลาดโดยรวม (คือการพยากรณ์แบบมหภาค) โดยทั่วไปแล้ว การพยากรณ์แบบจุลภาคจะเกี่ยวกับการพิจารณาราคาหุ้นสามัญแต่ละตัวว่ามีมูลค่าต่ำกว่าหรือสูงกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าของตราสารทุนโดยทั่วไป ในบริบทของ CAPM การวิเคราะห์การพยากรณ์แบบจุลภาคนี้ คือการพยายามวินิจฉัยว่า หุ้นสามัญแต่ละตัวมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าหรือที่ต่ำกว่าเส้น SML (Security Market Line) ส่วนประเด็นของการพยากรณ์แบบมหภาค หรือ การจับจังหวะเวลาการลงทุนนั้น Merton ศึกษาว่า ตราสารทุนหรือหุ้นสามัญโดยรวมมีค่ามากกว่าหรือน้อยกว่าเมื่อเทียบกับตราสารที่ให้อัตราผลตอบแทนคงที่ (เช่น ตราสารหนี้ เป็นต้น) โมเดลนี้ใช้เพื่อพยากรณ์ว่า เมื่อใดที่ตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตราสารหนี้ และเมื่อใดที่ตราสารหนี้มีอัตราผล

ตอบแทนที่สูงกว่าตราสารทุน นอกจากนั้นแล้ว โมเดลนี้ยังสามารถอนุมานขนาดของผลการดำเนินงานที่เหนือกว่าได้อีกด้วย

ต่อมา Henriksson and Merton (1981) ได้นำแนวคิดข้างต้นมาสานต่อ พวกเขาได้สร้างตัวแปรทางสถิติทั้งแบบพาราเมตริก (parametric) และสถิติแบบนอนพาราเมตริก (non-parametric) เพื่อนำมาทดสอบทักษะการพยากรณ์ว่าการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวม มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาดหรือไม่ โดยทดสอบในเชิงประจักษ์ภายใต้สถานการณ์ 2 ลักษณะคือ (1) การทดสอบสถิติแบบนอนพาราเมตริก วิธีนี้จะนำมาใช้เมื่อผู้จัดการกองทุนสามารถพยากรณ์ราคาหุ้นได้แล้ว โดยการทดสอบแบบนี้ไม่ต้องตั้งข้อสมมติฐานเกี่ยวกับการกระจายของราคาหุ้น (2) การทดสอบแบบสถิติพาราเมตริกจะนำมาใช้เมื่อจะวิเคราะห์ข้อมูลผลตอบแทนที่มีลักษณะเป็นอนุกรมเวลา

Henriksson and Merton (1981) กล่าวว่า ผู้จัดการกองทุนปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนระหว่างตราสารทุนกับตราสารที่มีอัตราผล

ตอบแทนที่คงที่ การปรับเปลี่ยนสัดส่วนของกองทุนนี้ นับเป็นข้อมูลที่มีความหมาย เพราะสามารถนำมาใช้อธิบายพฤติกรรมด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของผู้จัดการกองทุนได้ Henriksson and Merton ได้เสนอโมเดลการปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนโดยใช้ตัวแปรหุ่น พวกเขาอธิบายว่า เมื่อผู้จัดการกองทุนพยากรณ์ว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดจะมากกว่า (หรือน้อยกว่า) อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง เขาจะปรับสัดส่วนการลงทุนให้สอดคล้องกับสถานะตลาดที่พยากรณ์ได้ ในช่วงที่อัตราผลตอบแทนของตลาดมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ( $R_m > R_f$ ) ถือว่าเป็นตลาดขาขึ้น ส่วนช่วงที่อัตราผลตอบแทนของตลาดมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ( $R_m < R_f$ ) ถือว่าเป็นตลาดขาลง ผู้จัดการกองทุนที่ประสบความสำเร็จในการจับจังหวะเวลาการลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าสูงกว่าค่าเบต้าของตลาดเมื่อตลาดอยู่ในสถานะขาขึ้น และเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าต่ำกว่าค่าเบต้าของตลาดเมื่อตลาดอยู่ในสถานะขาลง

โมเดลของ Henriksson and Merton (1981) ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า โมเดล Henriksson-Merton ได้รวมข้อมูลสถานะตลาดเข้าไปในสมการ เพื่อแสดงถึงพฤติกรรมปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนดังนี้

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{1p} [R_{mt} - R_{ft}] + \beta_{2p} [D(R_{mt} - R_{ft})], \quad t = 1, \dots, T$$

โดย  $R_{pt}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์  $p$  ในช่วงเวลา  $t$   
 $R_{ft}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง เมื่อลงทุนในช่วงเวลา  $t$   
 $R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ในช่วงเวลา  $t$   
 $D$  = ตัวแปรหุ่น (dummy variable) โดยค่า -1 แสดงช่วงตลาดขาลง ( $R_m < R_f$ ) หรือ ค่า 0 แสดงช่วงตลาดขาขึ้น ( $R_m \geq R_f$ )

ถ้า  $\beta_{2p}$  มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาดที่ถือเป็นเกณฑ์มาตรฐาน แต่ถ้า  $\beta_{2p}$  มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐาน

แม้ว่าโมเดล Treynor-Mazuy และโมเดล Henriksson-Merton จะได้รับการวิพากษ์วิจารณ์และมีข้อจำกัดในการนำไปใช้อ้างอิง โมเดลทั้งสองยังคงสามารถนำมาใช้ประโยชน์ได้ ซึ่ง Glisten and Jagannathan (1994) ถึงกับบันทึกไว้ว่า โมเดล Henriksson-Merton เป็นอุบัติการณ์สำคัญในแวดวงการศึกษาทางการเงินด้านการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์

### 3. ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์

ในช่วงระยะแรกที่มีการศึกษาเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์นั้น ยังไม่ปรากฏชัดเจนนักในเรื่องของการแยกวิเคราะห์ความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนออกจากการวิเคราะห์ความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน Grant (1977) วิจารณ์ว่า โมเดลของ Treynor (1965) และ Jensen (1968) มีข้อจำกัดเพราะโมเดลทั้งสองได้รวมเอาต้นทุนเกี่ยวกับการจับจังหวะเวลาการลงทุนเข้าไปไว้ในโมเดลการวัดความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนแล้ว ขณะที่ Kon and Jen (1978) ได้เสนอว่าการวิเคราะห์ความสามารถทั้งสองด้านนี้ ควรแยกการแสดงผลออกจากกันอย่างชัดเจน นักวิจัยทั้งสองศึกษาถึงระดับความเสี่ยงที่ไม่คงที่ ที่มีผลต่อการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน พวกเขาค้นพบว่า การเปลี่ยนสัดส่วนของการลงทุน

ในกลุ่มหลักทรัพย์จะทำให้เกิดความไม่คงที่ของระดับความเสี่ยงที่เป็นระบบมากยิ่งขึ้น การค้นพบนี้มีความสำคัญต่อการนำไปใช้ในงานวิจัยต่อๆ มา เพราะว่า ถ้าความไม่คงที่นี้มีมากขึ้นจากการจับจังหวะเวลาการลงทุน (โดยการเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุน) การแยกวิเคราะห์ผลการดำเนินงานระหว่าง การเลือกหลักทรัพย์ลงทุน และ การจับจังหวะเวลาการลงทุนจะมีความจำเป็นมากยิ่งขึ้น ซึ่งในปีต่อมา นักวิจัยคู่เดิมคือ Kon and Jen (1979) ได้แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมหลายกองทุนได้ปรับเปลี่ยนระดับความเสี่ยงของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ (เพื่อการจับจังหวะเวลาการลงทุน) ตลอดช่วงระยะเวลาที่ใช้ศึกษา คือ ปี 1960-1971

หลังจากที่ Treynor and Mazuy (1966) และ Henriksson and Merton (1981) ได้นำเสนอเครื่องมือการวัดผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ นักวิจัยบางคนได้นำแนวคิดดังกล่าวมาประยุกต์ใช้ ขณะที่บางคนได้พัฒนาโมเดลใหม่โดยสานต่อจากโมเดลทั้งสอง ในส่วนนี้จะอธิบายถึงผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุน โดยจะสรุปเป็นข้อๆ ดังนี้

#### 3.1 ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนเมื่อนำโมเดล Treynor-Mazuy และ โมเดล Henriksson-Merton มาใช้

Treynor and Mazuy (1966) นำโมเดลของตนเองมาทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ดำเนินงานระหว่างปี 1953-1962 ซึ่งช่วงเวลา 10 ปีนี้ยาวนานเพียงพอต่อการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ผ่านช่วงสภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง และสั้นพอที่จะหลีกเลี่ยงปัญหาที่อาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการลงทุน

หรือการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนดด้านการจัดการกองทุนที่อาจเปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลา อย่างไรก็ตาม ไม่มีหลักฐานยืนยันว่าผู้จัดการกองทุนได้เพิ่มค่าเบต้าของกองทุนรวมเมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะตลาดขาขึ้น และไม่มีหลักฐานยืนยันว่าผู้จัดการกองทุนได้ลดค่าเบต้าของกองทุนรวมเมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะตลาดขาลง ส่งผลให้ผู้จัดการกองทุนไม่สามารถหาผลตอบแทนที่ปรับค่าความเสี่ยงแล้วให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนได้ในสถานการณ์ดังกล่าว ขณะที่ Alexander and Stover (1980) ใช้โมเดล Treynor-Mazuy เพื่อทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในช่วงปี 1966-1971 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาที่มีภาวะตลาดหลากหลายลักษณะ แต่ยังไม่พบความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนเช่นกัน ซึ่งให้ผลคล้ายคลึงกับการศึกษาของ Veit and Cheney (1982) ที่ทดสอบการจับจังหวะเวลาการลงทุนของผู้จัดการกองทุนในช่วงระหว่างปี 1944-1978 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศสหรัฐอเมริกาเกิดภาวะตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงครั้งใหญ่รวมทั้งสิ้น 4 ครั้ง ผู้วิจัยได้ทดสอบความไวของการจับจังหวะเวลาการลงทุนในช่วงเวลาทั้ง 4 ครั้งดังกล่าว การศึกษานี้ได้กำหนดว่ากองทุนรวมที่นำมาวิเคราะห์จะต้องมีระยะเวลาในการดำเนินงานอย่างน้อย 12 ปี ระหว่างปี 1944-1978 ทำให้เกิดข้อจำกัดด้าน survival bias<sup>2</sup> ผลการศึกษาพบว่า มีกองทุนรวมเพียง 3 กองทุนจาก 74 กองทุน ที่มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนในสถานะตลาดทั้ง 4 ครั้ง ขณะที่ Kon (1983) อธิบายว่าผู้จัดการกองทุนที่สามารถเพิ่ม

ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมได้อย่างถูกต้องเหนือกว่าระดับเป้าหมายของกองทุนรวมในช่วงตลาดขาขึ้นจะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจำนวนผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นนี้จะมากเพียงใดนั้นขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงที่ปรับเปลี่ยนและระดับการเคลื่อนไหวของตลาด ผลการวิจัยของ Kon พบว่า กองทุนรวมจำนวน 5 กองทุนจาก 37 กองทุนที่ดำเนินงานอยู่ในช่วงปี 1960-1976 มีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุน

Henriksson (1984) ได้นำโมเดล Henriksson-Merton มาทดสอบผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนรวม เขาพบว่า มีกองทุนรวมเพียง 3 กองทุนจาก 116 กองทุนที่ดำเนินงานอยู่ในระหว่างเดือนกุมภาพันธ์ 1968 ถึงเดือนมิถุนายน 1980 มีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ และงานของ Chang and Lewellen (1984) ได้นำโมเดล Henriksson-Merton มาวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจำนวน 67 กองทุน ที่ดำเนินงานอยู่ระหว่างปี 1971-1976 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ตลาดขาขึ้น 52 ครั้ง และตลาดขาลง 56 ครั้ง ผลการศึกษาโดยรวมยังคงไม่พบความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน

ส่วนงานวิจัยที่นำเอาโมเดลของทั้ง Treynor and Mazuy (1966) และโมเดลของ Henriksson and Merton (1981) มาใช้วัดผลการดำเนินงาน ได้แก่งานของ Dellva, Demaskey and Smith (2001) ที่ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในช่วงปี 1989-1998 อย่างไรก็ตาม ยังคงไม่พบความสามารถในการจับจังหวะ

<sup>2</sup>survival bias หมายถึงความคลาดเคลื่อนของผลงานวิจัย อันเนื่องมาจากผู้วิจัยไม่นำกองทุนรวมที่ยุติการดำเนินงานแล้วเข้ามาไว้ในกลุ่มตัวอย่าง ปกติแล้วกองทุนรวมที่ยุติการดำเนินงานแล้วมักจะเป็นกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานไม่ดี การตัดกองทุนเหล่านี้ออกไป จะส่งผลให้ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีค่าสูงกว่าค่าที่ควรจะเป็น

เวลาการลงทุนของกองทุนรวมที่นำมาใช้วิเคราะห์ สิ่งที่ค้นพบโดยรวมจากงานข้างต้นจะเห็นว่า ในช่วงทศวรรษ 50-90 ผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่ยังขาดความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน ซึ่งมีนักวิจัยหลายคนวิจารณ์ว่า การค้นพบเช่นนี้เนื่องมาจากโมเดลที่นำมาใช้เป็นโมเดลที่มองในแง่มุมมองเดียว ผู้วิจัยควรจะพิจารณาปัจจัยด้านอื่นด้วย ในหัวข้อต่อไปจึงได้นำผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ได้จากการพัฒนาโมเดลมาอธิบายเพื่อให้เห็นภาพที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

### 3.2 ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่มาจากการพัฒนาโมเดล Treynor -Mazuy

Fabozzi and Francis (1979) ได้นำเอาโมเดล Treynor-Mazuy มาพัฒนาต่อ โดยพัฒนาโมเดลที่เรียกว่า single market model with dummy variable โดยเพิ่มตัวแปรหุ่น (dummy variable) เข้าไปในโมเดลตลาดหนึ่งปัจจัย (single market model) เพื่อหาหลักฐานด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน เขาทดสอบค่าเบต้าของกองทุนรวมจำนวน 85 กองทุน ในช่วงปี 1965-1971 ว่ามีความแตกต่างกันในช่วงตลาดขาขึ้นกับช่วงตลาดขาลงหรือไม่ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุนไม่สามารถปรับเปลี่ยนค่าเบต้าของกองทุนรวมแต่ละกองทุน เพื่อจะหาผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงสถานะของตลาดได้

Bhattacharaya and Pfliegerer (1983) อธิบายว่า โมเดล Treynor -Mazuy นั้น นอกจากพิจารณาผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนแล้วยังควรพิจารณาถึงความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการพยากรณ์ทิศทางของราคาหุ้นด้วย เขาจึงได้เพิ่มความสำคัญด้านการพยากรณ์ทิศทางราคาหุ้นเข้าไปในโมเดลดังกล่าว Lee and Rahman (1990) ได้นำเอา

โมเดลที่ Bhattacharya and Pfliegerer พัฒนาเพิ่มนี้ มาใช้ทดสอบความสามารถของผู้จัดการกองทุนในช่วงปี 1979-1984 ผลการวิจัยพบว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการพยากรณ์ในระดับรายบุคคล ส่วนผู้จัดการกองทุนที่ไม่มีความสามารถเพียงพอในด้านการพยากรณ์ทิศทางของตลาดมักจะใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบเชิงรับ และผู้จัดการกองทุนกลุ่มนี้มักจะให้คำแนะนำเรื่องการกระจายการลงทุน ส่วน Admati, Bhattacharya, Pfliegerer, and Ross (1986) ได้นำโมเดล Treynor-Mazuy มาพัฒนาต่อ เพื่อแสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์  $\beta_{2p}$  เป็นสัดส่วนระหว่างค่าความอดทนต่อความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุน กับค่าความแม่นยำของผู้จัดการกองทุนต่อสัญญาณที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของตลาดในอนาคต นักวิจัยกลุ่มนี้ได้แสดงถึงการแยกแยะระหว่างผลกระทบของการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงและคุณภาพของสัญญาณ ต่อมา Coggin, Fabozzi and Rahman (1993) ได้นำแนวคิดของ Bhattacharaya and Pfliegerer และ Admati, Bhattacharya, Pfliegerer, and Ross ข้างต้น มาทดสอบความสามารถของผู้จัดการกองทุนบำเหน็จบำนาญ (pension funds) ซึ่งผลการค้นพบคล้ายคลึงกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่พบว่า ผู้จัดการกองทุนโดยเฉลี่ยยังขาดความสามารถในการจับจังหวะการลงทุน

Bello and Janjigian (1997) ยืนยันว่าการประยุกต์โมเดล Treynor-Mazuy ของเขา จะทำให้ผลการวิจัยที่ได้รับถูกต้องและไม่มีอคติ เขาได้ตัดหลักทรัพย์ที่ไม่อยู่ในดัชนี S&P 500 (ซึ่งเป็นผลกระทบด้านขนาด) ออกไปจากกลุ่มตัวอย่าง ทำให้กลุ่มตัวอย่างเหลือจำนวนกองทุนรวมอยู่ 633 กองทุน ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่ดำเนินงานอยู่ระหว่างปี 1982-1994 เขาพบผล

การจับจังหวะเวลาการลงทุนที่เป็นบวก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มกองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์การลงทุนแบบเชิงรุก (aggressive strategy) และเป็นกลุ่มที่ลงทุนในหุ้นของบริษัทขนาดเล็ก ลงทุนแบบเน้นการเติบโต ส่วนกองทุนรวมที่มีรายได้จากตราสารทุนมีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะการลงทุนที่เป็นลบ สำหรับกองทุนผสมแบบยืดหยุ่น (balance funds) ไม่พบหลักฐานด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน ผู้ที่นำโมเดลของ Bhattacharya and Pfleiderer มาใช้อีกคนหนึ่งคือ Volkman (1999) ซึ่งพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะเวลาการลงทุนมีค่าเป็นลบ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนที่จะเลือกหลักทรัพย์ลงทุนจนละเลยการจับจังหวะเวลาการลงทุน ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนรวมที่คิดค่าธรรมเนียมและกองทุนรวมที่ไม่คิดค่าธรรมเนียมไม่มีความแตกต่างกัน กองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ยังขาดความสามารถในการจับจังหวะเวลา กองทุนรวมที่มีความเสี่ยงต่ำมักจะปรับสัดส่วนการลงทุนจากตราสารทุนไปเป็นตราสารหนี้ในช่วงสภาวะตลาดขาลง ในช่วงที่ตลาดมีความเสี่ยงสูงมีกองทุนรวมเพียงไม่กี่กองทุนที่สามารถคาดการณ์การเคลื่อนไหวของตลาดได้

ส่วน Grinblatt and Titman (1994) ได้นำโมเดล Treynor-Mazuy มาเปรียบเทียบกับโมเดลที่พวกเขาได้พัฒนาขึ้นในปี 1989 (Grinblatt and Titman, 1989) โมเดลดังกล่าวเรียกว่า การวัดแบบถ่วงน้ำหนักด้วยช่วงเวลาที่ เป็นบวก (positive period weighting measure) ผลการทดสอบพบว่า โมเดลทั้งสองมีค่าความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันสูงให้ผลการวัดที่เกือบจะเหมือนกัน และพบว่าในช่วงเวลาที่ศึกษาคือ ปี 1972-1984 มีกองทุนรวมจำนวนน้อยที่มีผลงานด้านการ

จับจังหวะการลงทุนปรากฏให้เห็น

### 3.3 ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง : Conditional Market Timing Model

Ferson and Schadt (1996) สร้างโมเดลที่เรียกว่า conditional market timing model ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลางที่กล่าวว่าราคาหุ้นในตลาดได้สะท้อนข้อมูลสาธารณะไว้แล้ว พวกเขาใช้โมเดลของ Jensen (1968) ที่วัดความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน และโมเดล Treynor-Mazuy กับโมเดล Henriksson-Merton มาใช้วิเคราะห์สถานะข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของสภาพตลาดระหว่างปี 1968-1990 พวกเขาเชื่อว่าโมเดลที่สร้างใหม่นี้ สามารถวัดค่าเบต้าที่แตกต่างกันในแต่ละสภาวะตลาดได้ ผลการศึกษาพบว่า ค่าความเสี่ยงของกองทุนรวมจะถูกรับเปลี่ยนไปตามข่าวสารด้านเศรษฐกิจซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะ กองทุนรวมส่วนใหญ่ยังขาดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ลงทุน (มีค่า Jensen alpha เป็นลบ) ขณะที่โมเดลของเขานั้นพบว่าค่าอัลฟามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ศูนย์ (หมายความว่ากองทุนรวมมีผลการดำเนินงานไม่แตกต่างไปจากเกณฑ์มาตรฐาน) ผลจากการใช้โมเดล Treynor-Mazuy กับโมเดล Henriksson-Merton พบหลักฐานของการจับจังหวะเวลาการลงทุน แต่เมื่อใช้โมเดล conditional market timing model กลับไม่พบหลักฐานด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน ผลของความไม่สอดคล้องกันนี้ ถูกทดสอบอีกครั้งโดย Ferson and Warther (1996) งานวิจัยนี้สนับสนุนแนวคิดของ Ferson and Schadt ที่ว่า โมเดลแบบเดิมๆ ไม่ปรับไปตามสภาวะตลาดและละเลยความเกี่ยวข้องกับเบต้าของกองทุนและผลตอบแทนที่

คาดหวังของตลาด ผู้วิจัยกล่าวว่า conditional market timing model นี้ ได้เพิ่มตัวแปรค่าล่า (lagged values) ของเงินปันผลของตลาดและผลตอบแทนจากตัวเงินคลัง เพื่อใช้เป็นตัวแทนของข้อมูลสาธารณะเข้าไปในโมเดล ตัวแปรที่เพิ่มเข้ามานี้เป็นตัวบ่งชี้ของกลยุทธ์การเคลื่อนไหวที่ผู้จัดการกองทุนทำตามข้อบ่งชี้ต่างๆ ผู้วิจัยสรุปว่าวิธีวัดผลแบบเดิมๆ นำมาซึ่งผลสรุปการวิจัยที่ผิดพลาดว่าผู้จัดการกองทุนสามารถทำอัตราผลตอบแทนส่วนเกินได้ ผลการวิจัยโดยรวมพบว่ากองทุนรวมจำนวน 63 กองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ให้ผลเฉลี่ยเป็นค่ากลาง (กล่าวคือ ไม่มีผลตอบสนองส่วนเกินทั้งด้านบวกและลบ) ซึ่งเป็นอย่างไรที่คาดหวังว่าจะได้เห็นในตลาดที่มีประสิทธิภาพ

งานวิจัยอีกงานหนึ่งที่ใช้ข้อมูลสาธารณะเข้ามาเกี่ยวข้องได้แก่งานของ Becker, Ferson, Myers and Schill (1999) ผู้วิจัยกล่าวว่าโมเดลแบบเดิมๆ นั้นเป็นแบบที่ไม่มีเงื่อนไข จึงให้ผลการทดสอบที่ไม่เฉพาะเจาะจง ส่วนโมเดลที่พวกเขานำมาใช้ใหม่คือ conditional market timing model เป็นโมเดลแบบมีเงื่อนไข ทำให้ค่าติดลบด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่พบเสมอในการใช้โมเดลแบบเดิมๆ หายไป อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการทดสอบนี้จะไม่พบค่าติดลบด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน แต่ยังคงไม่มีหลักฐานด้านบวกอย่างมีนัยสำคัญว่าผู้จัดการกองทุนสามารถจับจังหวะการลงทุนได้

จะเห็นได้ว่า แม้ว่านักวิจัยหลายกลุ่มได้ใช้โมเดล conditional market timing model ซึ่งเป็นโมเดลที่ได้พยายามแก้ไขข้อจำกัดในการนำไปใช้ของโมเดลแบบเดิมๆ ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนยังคงไม่มีหลักฐานทางสถิติที่ชี้ให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถเป็นบวกในด้านนี้

### 3.4 ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของกองทุนรวม

การนำลักษณะของกองทุนรวมมาเป็นตัวแปรสำคัญเพื่อทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจัดทำขึ้นโดย Danial, Grinblat, Titman, and Wermers (1997) ซึ่งได้พัฒนาโมเดลเพื่อใช้ทดสอบว่า ผู้จัดการกองทุนประสบความสำเร็จด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนด้วยลักษณะของกองทุนรวมหรือไม่ และผู้จัดการกองทุนประสบความสำเร็จในการเลือกหุ้นที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นที่มีลักษณะเดียวกันหรือไม่ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าระหว่างปี 1975-1994 กองทุนรวมโดยทั่วไปประสบความสำเร็จในการดำเนินงาน แต่ถ้ามองไปยังการเอาชนะตลาดนั้น ค่าเฉลี่ยที่กองทุนรวมสามารถเอาชนะตลาดได้มีจำนวนค่อนข้างน้อยมีค่าเกือบจะเท่ากับธรรมเนียมการบริหารจัดการโดยเฉลี่ย และไม่พบหลักฐานด้านความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน ขณะที่ Jiang (2003) ที่ใช้วิธีนอนพาราเมตริก (non-parametric) มาทดสอบกองทุนรวมจำนวน 1,937 กองทุน ในช่วงปี 1980-1999 และพบว่า ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับ (1) อายุของกองทุนรวม (2) ประสบการณ์ของผู้จัดการกองทุน และ (3) ค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม แต่มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับขนาดของกองทุนรวม ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนกับลักษณะของกองทุนรวมมีความสัมพันธ์กันน้อยมาก ความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนรวมแต่ละประเภทมีความแตกต่างกันน้อยมาก ผลการศึกษานี้สรุปได้ว่า เป็นเรื่องที่ยากสำหรับนักลงทุนที่จะ

เลือกช่วงจังหวะเวลาการลงทุนที่ดีที่สุด จากการใช้ลักษณะที่สังเกตได้ของกองทุนรวมมาเป็นพื้นฐานการพิจารณา

### 3.5 ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนเมื่อเปลี่ยนลักษณะของตัวแปร

นักวิจัยบางคนได้วิจารณ์ว่า ตัวแปรที่ใช้กันโดยทั่วไปทำให้ผลการคำนวณความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนเกิดความคลาดเคลื่อน ขณะที่นักวิจัยบางคนเปลี่ยนตัวแปรเพื่อศึกษาให้ลึกซึ้งถึงประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรที่ปรับเปลี่ยนไปจากโมเดลปกติที่นำมาแสดงในส่วนนี้ ประกอบไปด้วย การใช้ตัวแปรข้อมูลรายวันและรายปี การใช้ข้อมูลกระแสเงินสด และการใช้ข้อมูลการถือครองหุ้น ดังจะอธิบายต่อไปนี้

#### - การใช้ข้อมูลรายวัน และการใช้ข้อมูลรายปี

Goetzmann, Ingersill Jr., and Ivković (2000) วิจารณ์ว่า โมเดล Henriksson-Merton มีข้อจำกัดต่อการนำไปใช้กับผลตอบแทนรายเดือนที่มาจากกองทุนรวมที่มีผู้จับจังหวะเวลาการลงทุนเป็นแบบรายวัน ผู้วิจัยได้นำเสนอโมเดลประยุกต์ที่สามารถลดปัญหานี้ กองทุนรวมจำนวน 588 กองทุน ที่ดำเนินงานระหว่างปี 1988 -1998 ถูกนำมาทดสอบโดยใช้วิธีวัดผล 4 แบบคือ (1) โมเดล Henriksson-Merton (2) โมเดลของผู้วิจัยที่เรียกว่า adjusted timing measure (3) โมเดลสามปัจจัยของ Fama-French ที่มุ่งวัดการจับจังหวะเวลา (Fama-French three-factor based timing measure) และ (4) โมเดลของ Fama-French แบบประยุกต์ที่ปรับสำหรับการทดสอบการจับจังหวะเวลาการลงทุนแบบรายวัน ผลการวิจัยโดยสรุปพบว่าโมเดลทั้งสี่แบบให้ผลการวิเคราะห์ไปในทิศทางเดียวกันว่ากองทุนรวม

จำนวนน้อยที่มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน

ส่วน Busse (1999) และ Bollen and Busse (2001) ใช้ผลตอบแทนรายวันของกองทุนรวมมาวิเคราะห์โดยมุ่งทดสอบการจับจังหวะเวลาการลงทุน ระหว่างปี 1985-1995 Busse พบว่าผู้จัดการกองทุนลดความเสี่ยงของกองทุนรวมเมื่อตลาดเกิดการผันผวนสูง ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมมีความไวเป็นพิเศษต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาด ขณะที่ Bollen and Busse ได้แสดงให้เห็นว่า การวิเคราะห์แบบใช้ข้อมูลรายวันให้ผลที่ดีกว่า และพบว่ากองทุนรวมมีผลการดำเนินงานจากจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญบ่อยครั้งกว่าการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลรายเดือน

ขณะที่ Umamaheswar Rao (2000, 2001) ใช้ข้อมูลรายปีและนำโมเดล Henriksson-Merton มาทดสอบกองทุนเปิดจำนวน 570 กองทุน ระหว่างปี 1987-1996 แต่เขาไม่ได้ให้เหตุผลว่าเพราะเหตุใดจึงใช้ข้อมูลรายปี เขาพบว่ากองทุนเปิดจำนวน 4 กองทุนมีการดำเนินงานด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนเป็นบวก และพบว่าผู้จัดการกองทุนไม่เป็นนักจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ดี ทั้งๆ ที่ตลอดช่วง 10 ปีนี้เป็นตลาดขาขึ้น

#### - การใช้ข้อมูลกระแสเงินสด

การที่ Friesen and Sapp (2007) เน้นการศึกษาไปยังความสามารถของนักลงทุนด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวม เขาจึงต้องใช้ข้อมูลกระแสเงินสดที่นักลงทุนได้รับเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ผลการศึกษาจากการลงทุนในช่วงปี 1991-2004 พบว่า การตัดสินใจด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวม ทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนลดลง 1.56 % ต่อปี

การด้อยความสามารถในนี้พบมากในการลงทุนในกองทุนแบบโหลดฟันด์ (load funds) และกองทุนรวมชนิดที่ถูกปรับค่าความเสี่ยงมาก ผู้วิจัยยังพบว่า แม้นักลงทุนจะลงทุนในกองทุนรวมที่มีกลยุทธ์การลงทุนแบบรุกและลงทุนในกองทุนอิงดัชนี (index funds) แต่กลับมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่น้อย

#### - การใช้ข้อมูลการถือครองหุ้น

Jiang, Yao and Yu (2007) เสนอให้ใช้ข้อมูลการถือครองกองทุนรวมว่าจะให้ผลการทดสอบที่แม่นยำกว่าการวิจัยแบบเดิม กองทุนรวมจำนวน 2,294 กองทุนที่ดำเนินงานในปี 1980-2002 ถูกนำมาทดสอบและพบว่า โดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนแบบรุกมีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่เป็นบวก ส่วนการทดสอบด้านการเปลี่ยนแปลงค่าเบต้าของกองทุนพบว่า ผู้จัดการกองทุนปรับเปลี่ยนค่าเบต้าของกองทุนไปตามสภาวะเศรษฐกิจ ผู้จัดการกองทุนบางคนใช้ข้อมูลที่ไม่ได้เผยแพร่ต่อสาธารณชนมาพยากรณ์การจับจังหวะการลงทุน ผู้ที่จับจังหวะเวลาการลงทุนแบบเชิงรุกมีแนวโน้มที่จะให้ความสนใจไปยัง (1) กลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้ผลตอบแทนสูง (2) กองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ และ (3) กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดน้อย ผู้วิจัยยังพบอีกว่าการจัดสรรเงินลงทุนไปยังหุ้นในอุตสาหกรรมต่างๆ มีบทบาทสำคัญต่อการจับจังหวะเวลาการลงทุนด้วย และกองทุนรวมมักจะปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ให้เป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจระดับมหภาค

### 3.6 ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนกลุ่มอื่น

โดยปกติแล้ว นักวิจัยมักจะนำกองทุนตราสารทุนมาวัดผลการดำเนินงานของกลุ่ม

หลักทรัพย์ แต่มีนักวิจัยบางรายได้ทดลองนำเอากองทุนชนิดอื่นมาวัดผลการดำเนินงานด้วย ดังจะสรุปเป็นหัวข้อย่อย ต่อไปนี้

#### - กองทุนเฮดจ์ฟันด์ (Hedge funds)

กองทุนเฮดจ์ฟันด์ถูกนำมาทดสอบโดย Chen and Liang (2007) และ Chen (2007) โดยผู้วิจัยได้เสนอวิธีการวัดผลแบบใหม่ที่ประยุกต์มาจาก Squared Shape Ratio (Sharp, 1994) ซึ่งสามารถวัดผลด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนและวัดค่าความผันผวนที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของกองทุนเฮดจ์ฟันด์ได้ Chen and Liang นำกองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวน 221 กองทุนที่ดำเนินงานอยู่ในระหว่างปี 1994-2005 มาวิเคราะห์ และพบความสามารถในการจับจังหวะเวลาลงทุนซึ่งส่วนใหญ่จะพบในช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะซบเซาและผันผวน โดยกองทุนเฮดจ์ฟันด์ที่มีขนาดเล็กและกองทุนที่ลงทุนภายในประเทศจะมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนมากกว่ากองทุนแบบอื่น นอกจากนี้ยังพบว่าความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างต่อเนื่องในกองทุนชนิดนี้อีกด้วย

ส่วน Chen (2007) นำโมเดลสามชนิดมาใช้ ได้แก่ โมเดล Treynor-Marzuy โมเดล Henriksson-Merton และโมเดล conditional market timing model ที่พัฒนาโดย Ferson and Schadt (1996) กับ Chen and Knez (1996) เหตุที่ใช้ conditional market timing model เพราะถูกออกแบบมาเพื่อจับผลสะท้อนจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากข้อมูลสาธารณะ กล่าวคือ สามารถควบคุมการจับจังหวะปลอมๆ อันเนื่องมาจากข้อมูลสาธารณะได้ กองทุนเฮดจ์ฟันด์จำนวน 1,471 กองทุน ที่ดำเนินงานอยู่ในปี 1994-2004 ถูกนำวัดผลและพบการดำเนินงานด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ใน กองทุน เฮตจ์ ฟันด์ ที่ลงทุนใน (1) ตลาดตราสารหนี้ (2) ลงทุนในตลาดอัตรแลกเปลี่ยน และ (3) ลงทุนในตลาดตราสารทุนของประเทศสหรัฐอเมริกา แต่ความต่อเนื่องของความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนนั้น มีเพียงในระยะสั้นๆ เท่านั้น

#### - กองทุนตราสารหนี้

กองทุนตราสารหนี้ที่ดำเนินงานอยู่ในช่วงปี 1962-2007 ถูกนำมาทดสอบความสามารถด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนโดย Chen, Ferson, and Perters (2010) ผู้วิจัยได้ควบคุมปัจจัยที่ทำให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนตราสารหนี้และปัจจัยต่างๆ แบบไม่เป็นเส้นตรง ปัจจัยที่นำมาควบคุมได้แก่ (1) ความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรงระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับสินทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด (2) การซื้อขายที่ใช้กลยุทธ์แบบเคลื่อนที่ (dynamic trading strategies) ที่เกิดขึ้นระหว่างการถือครองซึ่งทำให้เกิดการปรับสัดส่วนของกองทุนบ่อยครั้งเกินไปกว่าช่วงเวลาผลตอบแทนรายเดือนที่ผู้วิจัยได้นำมาใช้วิเคราะห์ ซึ่งทำให้เกิดความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเส้นตรง (3) ผลกระทบของข้อมูลสาธารณะ และ (4) ราคาที่ค้างอยู่ซึ่งมีความสัมพันธ์กับปัจจัยทางเศรษฐกิจ หรือที่เรียกว่า ‘systematic stale pricing’ อันจะนำมาซึ่งความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรง ผลการวิจัยพบว่าผลตอบแทนของกองทุนตราสารหนี้มีลักษณะว่าโค้งมากกว่าผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ซึ่งถ้าใช้โมเดลการวัดผลแบบเดิมๆ จะทำให้แปลค่าผิดพลาดไปว่ากองทุนมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนน้อยมาก เขาพบว่ากองทุนตราสารหนี้มีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนมีค่าโดยเฉลี่ยในระดับปานกลางไปจนถึงบวกเล็กน้อย

#### - กองทุนไฮบริด (Hybrid funds)

Comer (2006) ศึกษาการจับจังหวะเวลาการลงทุนในกองทุนแบบไฮบริด (เป็นกองทุนที่ลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้ และมีสัดส่วนเงินสตรวมอยู่ในกองทุน) เขาแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มที่หนึ่ง ได้แก่ กองทุนผสมแบบยึดหยุ่น (balance funds) และกองทุนแบบผสม (flexible funds) ที่ดำเนินงานอยู่ในช่วงปี 1981-1991 และ กลุ่มที่สอง ได้แก่ กองทุนผสมแบบยึดหยุ่นและกองทุนแบบปันส่วนสินทรัพย์ (asset allocation funds) ที่ดำเนินงานอยู่ในช่วงปี 1992-2000 ผู้วิจัยได้ประยุกต์โมเดล Treynor-Mazuy โดยเพิ่มตัวแปรดัชนีตราสารหนี้หลายชนิดเข้าไปในโมเดลนี้ และเรียกโมเดลประยุกต์ใหม่นี้ว่า โมเดล Multifactor Treynor-Mazuy (MFTM) ผลการศึกษาาระหว่างปี 1981-1991 พบว่า เมื่อใช้วิธี MFTM มีกองทุนจำนวนน้อยที่มีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุน ซึ่งเป็นจำนวนที่น้อยกว่าการนำโมเดล Treynor-Mazuy มาวัดผล สำหรับผลการดำเนินงานระหว่างปี 1992-2000 เมื่อใช้วิธี MFTM มาวัดผล พบว่าผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นผลมาจากผลการดำเนินงานที่ดีของกองทุนผสมแบบยึดหยุ่น

เมื่อพิจารณาผลการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยรวมพบว่า นักวิจัยหลายกลุ่มได้พัฒนาโมเดลใหม่เพื่อลดข้อจำกัดในการนำไปใช้ของโมเดลระดับคลาสสิก ผลการศึกษาในช่วงแรกๆ พบว่า ผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่ยังขาดความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน กล่าวคือ มีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนโดยเฉลี่ยติดลบ ส่วนในระยะหลังๆ แม้จะพบว่ากองทุนรวมส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานโดยเฉลี่ยไม่ติดลบ แต่ยังคงไม่พบหลักฐานว่ามีผลการ

ดำเนินงานโดยเฉลี่ยที่เป็นบวก ส่วนผลการดำเนินงานของกองทุนกลุ่มอื่น คือกลุ่ม Hybrid funds นักวิจัยเริ่มพบความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนในกองทุนกลุ่มนี้

### 3.7 ผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ธุรกิจกองทุนรวมของไทยค่อนข้างใหม่เมื่อเทียบกับธุรกิจเดียวกันนี้ในประเทศสหรัฐอเมริกา<sup>3</sup> การศึกษาด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนในประเทศไทยเริ่มได้รับความสนใจ และเริ่มมีบทความทางวิชาการที่ตีพิมพ์เผยแพร่ในวารสารปรกฏขึ้น งานวิจัยแรกๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ในวารสาร ได้แก่งานของ Chunchachinda and Tangprasert (2004) ที่ทดสอบการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนเปิดจำนวน 65 กองทุน ในช่วงปี 2001-2003 โดยใช้โมเดล Treynor-Mazuy มาเป็นเครื่องมือในทดสอบ ผลการศึกษาพบว่าเมื่อใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ กองทุนรวมจำนวน 55% ของกลุ่มตัวอย่างมีทิศทางที่ถูกต้องในด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน แต่เมื่อข้อมูลใช้ข้อมูลรายเดือน (ซึ่งเป็นข้อมูลปกติที่นิยมใช้) กลับพบว่ากองทุนจำนวน 12% เท่านั้นที่มีทิศทางที่ถูกต้องในด้านจับจังหวะเวลาการลงทุน ขณะที่ Longani, Satjawathee and Jegasothy (2013) ใช้ระยะเวลาการศึกษาที่ยาวขึ้นคือตั้งแต่ปี 1992 ถึงปี 2004 โดยนำโมเดล Treynor-Mazuy และโมเดล Henriksson-Merton มาวัดผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุนจำนวน 107 กองทุน ผลการศึกษาเมื่อใช้โมเดล Treynor-Mazuy พบว่ามีกองทุนตราสารทุนจำนวน 2 กองทุนมี

ความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อใช้โมเดล Henriksson-Merton พบว่ามีกองทุนตราสารทุนเพียง 1 กองทุนที่มีความสามารถด้านนี้ ผู้วิจัยยังได้แบ่งเวลาศึกษาเป็น 9 ช่วงเวลาย่อยและพบว่า เมื่อใช้โมเดล Treynor-Mazuy วัดผลการดำเนินงานระหว่างปี 1993-1997 มีกองทุนตราสารทุนจำนวน 29 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุน ขณะที่ช่วงปี 1997-2001 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย มีจำนวนกองทุนเพียง 1 กองทุนเท่านั้นที่พบความสามารถด้านนี้ เมื่อพิจารณาผลการศึกษาในประเทศไทยโดยรวมจะเห็นว่า ผู้จัดการกองทุนจำนวนน้อยรายที่มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน ซึ่งเป็นข้อค้นพบที่คล้ายคลึงกับการค้นพบในตลาดหุ้นที่พัฒนาแล้ว ฟังสังเกตว่า ในช่วงปี 1997 ประเทศไทยประสบปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงินส่งผลให้เกิดความผันผวนอย่างหนักในตลาดหุ้น ทำให้ราคาหุ้นสามัญที่ถืออยู่ในกองทุนรวมต่างๆ ราคาลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนตราสารทุน จึงเป็นเรื่องค่อนข้างยากที่ผู้จัดการกองทุนจะสามารถเอาชนะตลาดได้ในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินเช่นนี้

### 4. ข้อเสนอแนะในการนำโมเดลมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย

การนำโมเดลการวัดผลการดำเนินงานจากการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่พัฒนาขึ้นในประเทศที่ตลาดหุ้นพัฒนาแล้วมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย ซึ่งเป็นตลาดหุ้นที่กำลังพัฒนา มีข้อควรระวังในการนำไปใช้ ดังต่อไปนี้

<sup>3</sup>ธุรกิจกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกาเริ่มดำเนินงานครั้งแรกในปี 1889 เมื่อบริษัท New York Stock Trust เสนอขายหน่วยลงทุนให้แก่ นักลงทุน ส่วนธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทยเริ่มดำเนินงานในปี 1977 กล่าวคือเริ่มเปิดดำเนินการชักนำว่าสหรัฐอเมริกาถึง 88 ปี

1. ตัวแปรที่นำมาคำนวณอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ( $R_p$ ) โดยทั่วไปนิยมใช้ราคาปิด NAV (Net Asset Value) ของหน่วยลงทุนของแต่ละกองทุน ทว่า ในระยะแรกของธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทย บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนนิยมนำกองทุนรวมประเภทกองทุนปิดออกมาจำหน่ายมากกว่ากองทุนเปิดเมื่อกองทุนปิดหมดอายุลง ในทางทฤษฎีแล้วถือว่ายุติการดำเนินงานและจะต้องโอนเงินคืนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน แต่ในทางปฏิบัติกองทุนปิดเหล่านี้กลับถูกเปลี่ยนชื่อและเปลี่ยนชนิดไปเป็นกองทุนเปิดแทน (เสมือนว่าเป็นอีกกองทุนหนึ่ง) เงินที่อยู่ในกองทุนเก่าจะถูกโอนไปดำเนินการต่อในกองทุนใหม่ ดังนั้น การคำนวณหาผลตอบแทนของกองทุนจึงควรคำนวณอย่างต่อเนื่อง โดยให้ถือว่ากองทุนทั้งสองชนิดนี้เป็นกองทุนเดียวกัน แต่ว่าลักษณะการดำเนินงานของกองทุนเปิดและกองทุนปิดมีความแตกต่างกัน ขนาดของกองทุนมีความแตกต่างกัน ดังนั้น ผู้ที่จะทดสอบความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนในประเทศไทยจึงควรตระหนักในเรื่องนี้ และต้องใช้ความระมัดระวังในการวิเคราะห์ การแปลผล และการสรุปผลอันเนื่องมาจากข้อพึงสังเกตดังกล่าว
2. ตัวแปรที่นำมาคำนวณอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ( $R_m$ ) โดยทั่วไปนิยมใช้ราคาปิดของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ แต่การคำนวณค่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้รวมเงินปันผลเข้าไปในสมการ ขณะที่การคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยปกติต้องรวมเงินปันผลเข้าไปในสมการด้วย ดังนั้น การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุนเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดแบบนี้ ผู้ที่นำโมเดลไปประยุกต์ใช้ควรระวังในการวิเคราะห์ แปลผลและสรุปผลอันเนื่องมาจากข้อจำกัดนี้
3. ตัวแปรที่นำมาคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ "ไม่มีความเสี่ยง" ( $R_f$ ) โดยทั่วไปนิยมใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล หรือตัวเงินคลัง แต่ในช่วงปี 1990-1998 รัฐบาลไทยยุติการเสนอขายพันธบัตรรัฐบาล ทำให้เส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) ของพันธบัตรรัฐบาลไม่มีการเคลื่อนไหว นักวิจัยจึงหันไปใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์มาเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนที่ "ไม่มีความเสี่ยง" แทน เพราะเงินฝากในธนาคารพาณิชย์ของประเทศไทยในช่วงเวลานั้นได้รับการคุ้มครองเงินฝากเต็มจำนวนจากรัฐบาล อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของดอกเบี้ยเงินฝากในช่วงนั้น มีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่ยังคงค้างอยู่ในตลาดอยู่มาก ดังนั้น การที่นักวิจัยได้นำเอาอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์มาเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง จะต้องแปลผลการวิจัยด้วยความระมัดระวังและตระหนักถึงข้อจำกัดในด้านนี้ ปัจจุบันสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association Investment Management Company: AIMC) กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนที่เป็นสมาชิกของสมาคมใช้ผลตอบแทนของตัวเงินคลัง 91 วันเป็นตัวแทน

ของอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง

4. ธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทย ระหว่างปี 1977-1991 ถูกผูกขาดโดยบริษัทกองทุนรวม จำกัด<sup>4</sup> ในช่วงระยะเวลาดังกล่าว บริษัทฯ ได้นำกองทุนตราสารทุนออกจำหน่ายจำนวน 11 กองทุน โดย ณ ต้นปี 1992 มีจำนวนกองทุนที่ยังคงดำเนินงานอยู่เพียง 7 กองทุน เมื่อรัฐบาลได้ประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉบับใหม่ อนุญาตให้เอกชนเปิดบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมใหม่ขึ้น จึงมีบริษัทใหม่ๆ ตั้งขึ้นเป็นจำนวนมาก โดย ณ สิ้นปี 1996 มีจำนวนกองทุนรวมในตลาดมากถึง 205 กองทุน แสดงให้เห็นถึงความเติบโตอย่างรวดเร็วในธุรกิจนี้ อย่างไรก็ตาม จำนวนกองทุนในช่วงแรก มีจำนวนน้อย และข้อมูลของบางกองทุนที่ยุติการดำเนินงานแล้วขาดหายไป ส่งผลต่อจำนวนกลุ่มตัวอย่าง เกิดปัญหา survival bias และเกิดข้อจำกัดหลายประการในการทดสอบทางสถิติ ผู้ที่สนใจจะศึกษาเรื่องผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในช่วงเวลาดังกล่าวจึงควรใช้ความระมัดระวังในการกำหนดกลุ่มตัวอย่างและการนำวิธีทางสถิติมาใช้

## 5. สรุป

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อรวบรวมข้อค้นพบจากงานวิจัยด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อให้ให้นักศึกษา นักวิจัย ตลอดจนผู้เกี่ยวข้องได้นำมาเป็นข้อมูลสำหรับการ

ศึกษาวิจัยด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน โดยมุ่งนำเสนอข้อค้นพบในงานวิจัยที่ตีพิมพ์ในวารสารทางวิชาการ โดยเริ่มจากการอธิบายถึงแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนและด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน จากนั้นได้อธิบายถึงโมเดลระดับคลาสสิก 2 โมเดล ได้แก่ โมเดลสมการถดถอยสองชั้นของ Treynor and Mazuy (1966) และ โมเดลสมการถดถอยแบบตัวแปรหุ่นของ Henriksson and Merton (1981) สำหรับผลการศึกษาด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นประเทศต้นแบบของโมเดลทั้งสอง โดยทั่วไปพบว่าผู้จัดการกองทุนรวมส่วนใหญ่ยังขาดทักษะด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน แม้ว่าจะมีการพัฒนาโมเดลใหม่ อันได้แก่ conditional market timing model ซึ่งเป็นโมเดลที่ได้พยายามขจัดการจับจังหวะเวลาที่ไม่ถูกต้องอันเนื่องมาจากข้อมูลสาธารณะออกไปแล้ว ผลการศึกษารูปได้ว่า แม้จะไม่พบค่าติดลบด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างที่เคยพบในงานวิจัยก่อนๆ แต่ยังคงไม่พบค่าบวกด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนเช่นกัน จึงยังไม่พบหลักฐานอย่างมีนัยสำคัญว่าผู้จัดการกองทุนสามารถจับจังหวะการลงทุนได้

ผลการศึกษาด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนในประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดทุนที่ยังอยู่ในช่วงของการพัฒนาพบว่า ผู้จัดการกองทุนรวมน้อยรายที่มีทักษะด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว ทั้งนี้มีข้อสังเกตว่า

<sup>4</sup>ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)

ประเทศไทยประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997 ทำให้ตลาดทุนของไทยผันผวนอย่างหนัก การจะเอาชนะตลาดในช่วงเวลาดังกล่าวจึงประสบข้อจำกัดค่อนข้างมาก

ในส่วนท้ายของบทความได้นำเสนอข้อเสนอแนะในการนำโมเดลการวัดความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย เช่น ข้อควรระวังเกี่ยวกับตัวแปรของอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ข้อควรระวังเกี่ยวกับดัชนีตลาดที่จะใช้เป็นตัวแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด การปรับเปลี่ยนชนิดของกองทุนรวมในประเทศไทย เป็นต้น การนำโมเดลมาใช้ในประเทศไทยควรประยุกต์ใช้ด้วยความระมัดระวังและเข้าใจถึงข้อจำกัดเหล่านี้ จึงจะทำให้การวิเคราะห์ การแปลผลการวิจัยทำได้อย่างปราศจากอคติ

### เอกสารอ้างอิง

- Admati, A., Bhattacharya, S., Pfleiderer, P. and Ross, S. (1986). On Timing and Selectivity. *The Journal of Finance*, 41, 715-730.
- Alexander, G. and Stover, R., (1980). Consistency of Mutual Fund Performance During Varying Market Condition. *Journal of Economics and Business*, 32, 219-226.
- Alexander, G.J., Sharpe, W.F., and Bailey, J.V. (2001). *Fundamentals of Investments*. (3<sup>rd</sup> ed.). Upper Saddle River: Prentice-Hall.
- Beckers, C., Ferson, W., Myers, D. and Schill, M., (1999). Conditional Market Timing with Benchmark Investors. *Journal of Financial Economics*, 52, 119-148.
- Bello, Z.Y. and Janjigian, V. (1997). A Reexamination of the Market-Timing and Security-Selection Performance of Mutual Funds. *Financial Analysis Journal*, 35, 24-30.
- Bhattacharya, S., and Pfleiderer, P. (1983). A Note on Performance Evaluation. *Technical Report 714*, Stanford Calif: Stanford University.
- Bollen, N.P. and Busse, J.A. (2001). On the Timing Ability of Mutual Fund Managers. *The Journal of Finance*, 56, 1075-1094.
- Busse, J. (1999). Volatility Timing in Mutual Funds: Evidence from Daily Returns. *The Review of Financial Studies*, 12, 1009-1041.
- Chang, E.C. and Lewellen, W.G. (1984). Market Timing and Mutual Fund Investment Performance. *Journal of Business*, 57, 57-71.
- Chen, Y. (2007). Timing Ability in the Focus Market of Hedge Funds. *Journal of Investment Management*, 5, 66-98.
- Chen, Y., Ferson, W. And Perter, H. (2010). Measuring the Timing Ability and Performance of Bond Mutual Funds. *Journal of Financial and Economics*, 98, 72-89.
- Chen, Y., and Liang, B. (2007). Do Market Timing Hedge Funds Time the Market?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 827-856.
- Chen, Z. and Knez, P. (1996). Portfolio Performance Measurement: Theory and Applications. *The Review of Financial Studies*, 9, 511-555.
- Chunhachinda, P. and Tangprasert, S. (2004). Market and Volatility Timing Abilities: A New Evidence of Mutual Funds in Thailand. *Thammasat Review*, 9, 161-185.
- Coggin, T.D., Fabozzi, F.J. and Rahman, S. (1993). The Investment Performance of U.S. Equity Pension Fund Managers: an Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 48, 1040-1043.

- Comer, G. (2006). Hybrid Mutual Funds and Market Timing Performance. *The Journal of Business*, 79, 771-797.
- Danial, K. M., Grinblat, M., Titman, S. and Wermers, R. (1997). Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-based Benchmarks. *The Journal of Finance*, 25, 1035-1058.
- Dellva, W.L., DeMaskey, A.L. and Smith, C.A. (2001). Selectivity and Market Timing Performance of Fidelity Sector Mutual Fund. *The Financial Review*, 36, 39-54.
- Elton, E.J., and Gruber, M.J. (1997). Modern Portfolio Theory, 1950 to Date. *Journal of Banking and Finance*, 21, 1743-1759.
- Fabozzi, F.J. and Francis, J.C. (1979). Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets. *The Journal of Finance*, 34, 1243-1250.
- Fama, E. (1972). Components of Investment Performance. *The Journal of Finance*, 27, 551-568.
- Ferson, W and Schadt, R., (1996). Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions. *The Journal of Finance*, 51, 425-461.
- Ferson, W. and Warther, V., (1996). Evaluating Fund Performance in a Dynamic Market. *Financial Analysts Journal*, 52, 20-28.
- Friesen, G. and Sapp, T. (2007). Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability. *Journal of Banking and Finance*, 31, 2796-2816.
- Glosten, L. and Jagannathan, R., (1994). A Contingent Claims Approach to Performance Evaluation. *Journal of Empirical Finance*, 1, 133-160.
- Goetzmann W. N., Ingersill Jr. J., and Ivković, Z. (2000). Monthly Measurement of Daily Timers. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 35, 257-290.
- Grant, D., (1977). Portfolio Performance and the 'Cost of Timing Decisions'. *The Journal of Finance*, 32, 837-846.
- Grinblatt, M. and Titman, S. (1989). Portfolio Performance Evaluation: Old Issues and New Insights. *The Review of Financial Studies*, 2, 939-421.
- Grinblatt, M. and Titman, S. (1994). A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 419-444.
- Henriksson, R.D. (1984). Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Business*, 57, 73-96.

- Henriksson, R.D. and Merton, R.C. (1981). On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *Journal of Business*, 54, 513-533.
- Ippolito, R., (1993). On studies of Mutual Fund Performance, 1962-1991. *Financial Analysts Journal*, 49, 42-50.
- Jensen, M.C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23, 389-416.
- Jiang, G., Yao, T., and Yu, T. (2007). Do Mutual Funds Time the Market? Evidence from Portfolio Holdings. *Journal of Financial Economics*, 86, 724-758.
- Jiang, W. (2003). A Nonparametric Test of Market Timing. *Journal of Empirical Finance*, 10, 399-425.
- Kon, S.J. (1983). The Market-timing Performance of Mutual Fund Managers. *Journal of Business*, 56, 323-347.
- Kon, S.J. and Jen, F.C. (1978). Estimation of Time-varying Systematic Risk and Performance for Mutual Fund Portfolios: An application of Switching Regression. *The Journal of Finance*, 33, 457-475.
- Kon, S.J. and Jen, F.C. (1979). The Investment Performance of Mutual Fund: An Empirical Investigation of Timing, Selectivity, and Market Efficiency. *Journal of Business*, 52, 263-289.
- Lee, C. and Rahman, S. (1990). Market Timing, Selectivity, and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Business*, 63, 261-278.
- Longani, R., Satjawathee, T. and Jeagasothy, J. (2013). Selectivity and Market Timing Performance in a Developing Country's Fund Industry: Thai Equity Funds Case. *Journal of Applied Finance and Banking*, 3, 89-108.
- Merton, R.C. (1981). On the Market Timing and Investment Performance I. An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts. *Journal of Business*, 54, 363-406.
- Reilly, F.K. and Brown, C. (2012). *Analysis of Investment and Management of Portfolio*. (10<sup>th</sup> ed.). Canada: South-Western.
- Sharpe, W.F. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 39, 119-138.
- Sharpe, W.F. (1994). The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*, 21, 49-58.
- Treynor, J.L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*, 43, 63-75.
- Treynor, J.L. and Mazuy, K.K. (1966). Can Mutual Fund Outguess the Market?. *Harvard Business Review*, 44, 131-136.

- Umanaheswar Rao, S.P. (2000). Market Timing and Mutual Funds Performance. *American Business Review*, 18, 75-79.
- Umanaheswar Rao, S.P. (2001). Mutual Fund Performance During Up and Down Market Conditions. *Review of Business*, 22, 62-65.
- Veit, E.T. and Cheney, J.M. (1982). Are Mutual Funds Market Timers?. *Journal of Portfolio Management*, 8, 35-42.
- Volkman, D. (1999). Market Volatility and Perverse Timing Performance of Mutual Fund Managers. *The Journal of Financial Reserach*, 22, 449-470.