

การพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตจากผลตอบแทนในอดีต:
การศึกษาเชิงประจักษ์กองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

The Prediction of Future Performance on the Basis of Past Performance:
An Empirical Study of Thai Equity Mutual Funds

ธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล

Dhanawat Siriwattanakul

ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Department of Finance, Faculty of Business Administration, Kasetsart University

Email: fbudws@ku.ac.th

Received September 24, 2022; **Revised** October 30, 2022; **Accepted** October 31, 2022

Abstract

The purpose of this research was to study the historical performance of equity funds in Thailand. A qualitative analysis was used. This research used qualitative analysis by surveying related documents and research as well as non-parametric tests and regression analysis. The Winner-Loser test model is used to analyze the persistence of equity mutual funds in Thailand by evaluating winners (W) and losers (L) in each time period. Winners (losers) for a given time period are determined to be equity mutual funds with rates of return greater than or equal to (lower than) the median rate of return of equity mutual funds in Thailand during that period. The results of the non-parametric test and the regression analysis of the monthly rates of return reflected the persistence of the monthly performance of equity mutual funds in Thailand during the study period from January 2010 to December 2021. However, the results of the non-parametric test of the annual rate of return showed that there was no persistence in the annual performance of equity mutual funds in Thailand during the study period from 2010 to 2021, especially during 2020 and 2021. On the other hand, the results of the regression analysis of the annual rate of return showed that there was a persistence of negative annual performance of equity mutual funds in Thailand during the study period from 2010 to 2021.

Keywords: forecast; returns; equity fund

บทคัดย่อ

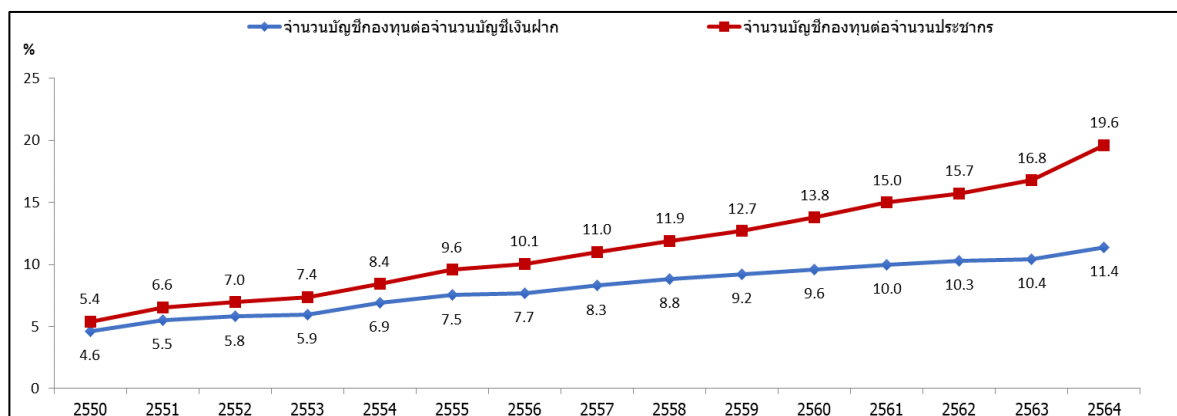
บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ใช้การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ โดยการสำรวจเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการทดสอบแบบไม่ใช้พารามิเตอร์ รวมทั้งการวิเคราะห์การถดถอย แบบจำลองการทดสอบผู้ชนะ-ผู้แพ้ ถูกใช้ในการวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย โดยจะนำค่าอัตราผลตอบแทนรายเดือนและอัตราผลตอบแทนรายปีในแต่ละช่วงเวลา มาประเมินผู้ชนะ (W) และผู้แพ้ (L) โดยจะกำหนดให้ผู้ชนะ (ผู้แพ้) ในช่วงเวลาหนึ่ง คือกองทุนรวมตราสารทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับ (ต่ำกว่า) ค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาดังกล่าว ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยไม่ใช้พารามิเตอร์และผลการวิเคราะห์การถดถอย สะท้อนถึงความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 ในขณะที่ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยไม่ใช้พารามิเตอร์ของอัตราผลตอบแทนรายปี พบว่า ไม่มีความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง ปี พ.ศ. 2564 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี พ.ศ. 2563 ต่อเนื่องถึง ปี พ.ศ. 2564 อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนรายปี พบว่ามีความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปีในเชิงลบ ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง ปี พ.ศ. 2564

คำสำคัญ: การพยากรณ์; ผลตอบแทน; กองทุนรวม

บทนำ

ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาได้รับผลกระทบจากทั้งปัญหาการเมืองในประเทศและภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงซึ่งเริ่มมีเค้าลางมาตั้งแต่วันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2561 ที่ประเทศสหรัฐอเมริกาได้ประกาศเพิ่มภาษีนำเข้าสินค้าประเภทเหล็กและอลูมิเนียมจากต่างประเทศซึ่งรวมถึงจีน ส่งผลทำให้กลายเป็นจุดเริ่มต้นของสงครามการค้าระหว่างประเทศสหรัฐอเมริกาและจีน ต่อมาในต้นปี พ.ศ. 2563 ก็เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ทั่วโลก ซ้ำเติมภาวะเศรษฐกิจที่เปราะบางอยู่แล้วให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจต่อไปอีก และส่งผลทำให้ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น ยุโรป และอังกฤษ ออกมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (quantitative easing: QE) ที่ไม่สิ้นสุดอย่างรวดเร็วและใหญ่กว่าตอนเกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2551 ส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของแต่ละประเทศอยู่ในระดับต่ำเป็นระยะเวลาที่ยาวนานหลายปี มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณที่ไม่สิ้นสุดดังกล่าวนี้ส่งผลกระทบทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ลดลงอย่างต่อเนื่องจนอยู่ในระดับต่ำใกล้ศูนย์ บุคคลผู้มีเงินออมหรือมีเงินทุนส่วนเกินจึงต้องการหาทางเลือกการลงทุนที่ได้รับอัตราผลตอบแทนเพิ่มสูงขึ้น ยิ่งไปกว่านั้นปัญหาดังกล่าวยังทวีความรุนแรงมากขึ้นเมื่อเกิดวิกฤติอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับที่สูงไปทั่วโลกในต้นปี พ.ศ. 2565 ซึ่งยังไม่มีแนวโน้มที่อัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวลดลง

ท่ามกลางวิกฤติทางการเงินที่ราคาลินค้า/บริการทยอยปรับตัวเพิ่มขึ้นจากอัตราเงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับที่สูงต่อไป แต่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ยังอยู่ในระดับต่ำที่ใกล้เคียงศูนย์ ผู้ที่มีเงินออมจึงพยายามแสวงหาโอกาสในการลงทุนที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนให้สูงขึ้น แต่ท่ามกลางวิกฤติทางการเงินในปัจจุบันที่ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงมาก ผู้ที่มีเงินออมซึ่งส่วนใหญ่เป็นบุคคลทั่วไปที่อาจไม่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ จึงให้ความสนใจลงทุนในกองทุนรวมซึ่งมีผู้บริหารกองทุนรวมที่เป็นมืออาชีพที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุน คอยติดตามสถานการณ์ และบริหารจัดการเงินลงทุนให้นักลงทุน นอกจากนี้เมื่อกองทุนรวมมีเงินลงทุนจำนวนมากก็จะมีอำนาจต่อรองมากขึ้น ทำให้ได้รับข้อมูลข่าวสารที่รวดเร็วและเข้าถึงข้อมูลเชิงลึกได้มากกว่านักลงทุนทั่วไป ตลอดจนช่วยให้นักลงทุนรายย่อยเข้าถึงโอกาสในการลงทุนที่ต้องใช้เงินจำนวนมาก เช่น การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง (Private Placement) ซึ่งมีเงื่อนไขว่าต้องลงทุนไม่ต่ำกว่า 10 ล้านบาท เป็นต้น นอกจากนี้กองทุนรวมเมื่อสามารถระดมเงินลงทุนรวมกันเป็นจำนวนมาก ก็สามารถกระจายการลงทุน (Diversification) ทำให้ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ลดลงได้ ดังนั้นฐานนักลงทุน จำนวนของกองทุนรวม และสินทรัพย์รวมภายใต้การจัดการของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนจึงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ข้อมูลสถิติภาพรวมอุตสาหกรรมจัดการลงทุนจากเว็บไซต์ของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (จาก www.oimc.or.th สืบค้น เมื่อ 20 พ.ค. 2565) สะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของการลงทุนผ่านกองทุนรวมกับนักลงทุนในประเทศไทยอย่างชัดเจน เช่น มูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อ GDP เพิ่มขึ้นจาก 2.61% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2535 เป็น 54.92% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2564 สัดส่วนของมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อเงินฝากของภาคครัวเรือน เพิ่มขึ้นจาก 4.86% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2535 เป็น 124.82% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2564 จำนวนบัญชีกองทุนรวมเพิ่มขึ้นจาก 537,676 บัญชี ณ สิ้นปี พ.ศ. 2544 เป็น 9,877,599 บัญชี ณ สิ้นปี พ.ศ. 2564 จำนวนบัญชีกองทุนในอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อจำนวนบัญชีเงินฝากเพิ่มขึ้นจาก 1.61% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 เป็น 11.39% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2564 และจำนวนบัญชีกองทุนในอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อจำนวนประชากรเพิ่มขึ้นจาก 1.31% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2540 เป็น 19.60% ณ สิ้นปี พ.ศ. 2564 ดังแสดงให้เห็นในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 แสดงจำนวนบัญชีกองทุนในอุตสาหกรรมจัดการลงทุนเทียบกับจำนวนบัญชีเงินฝากและจำนวนประชากร ปีพ.ศ. 2544-2564 ที่มา สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. สืบค้นเมื่อ 2565, 19 พฤษภาคม, จาก www.oimc.or.th

จากข้อมูลที่ปรับปรุงล่าสุดในเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) ณ วันที่ 27 สิงหาคม พ.ศ. 2565 จะพบว่า มีจำนวนบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตการจัดการกองทุนรวม (ประเภทบริษัทหลักทรัพย์) ทั้งหมด 26 บริษัท ทั้งนี้เนื่องจากมีจำนวนบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตการจัดการกองทุนรวม (ประเภทบริษัทหลักทรัพย์) จำนวนมากและมีกองทุนรวมเป็นจำนวนมากทำให้นักลงทุนเกิดคำถามที่จะต้องตัดสินใจก่อนลงทุนว่าควรนำเงินไปลงทุนในกองทุนรวมใดดี นักลงทุนบางกลุ่มจึงให้ความสำคัญกับผู้จัดการกองทุนว่าจะสามารถสร้างผลการดำเนินงานที่สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานที่อ้างอิง รวมถึงสามารถสร้างผลการดำเนินงานที่ดีกว่าผู้จัดการกองทุนอื่นที่มีนโยบายการลงทุนเดียวกัน นักลงทุนดังกล่าวจึงมีความเชื่อว่าผู้จัดการกองทุนบางคนจะมีความสามารถในการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลการดำเนินงานเหนือกว่าเกณฑ์มาตรฐานและคู่แข่งอย่างต่อเนื่อง ส่งผลทำให้นักลงทุนส่วนหนึ่งจึงเลือกใช้อัตราผลตอบแทนในอดีตเป็นเกณฑ์สำคัญสำหรับการคัดเลือกกองทุนรวม ภายใต้ความเชื่อที่มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม อันเนื่องมาจากความเชื่อที่ว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตสามารถพยากรณ์ได้จากการพิจารณาประสิทธิภาพหรือผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมา กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือว่า นักลงทุนมักใช้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในอดีตเป็นตัวบ่งชี้สำหรับการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต ทั้งนี้ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจะสะท้อนถึงความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพในการลงทุนของกองทุนรวมในอดีตและอนาคต อย่างไรก็ตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนและผู้ให้คำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆก็มักจะให้คำเตือนที่ท้ายคำแนะนำการลงทุนเสมอว่า ผลตอบแทนในอดีตของกองทุนรวมมิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต

ความลับสนวนักลงทุนสามารถจะใช้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตของกองทุนรวมในประเทศไทย เพื่อพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตของกองทุนรวมในประเทศไทยได้หรือไม่ จึงส่งผลทำให้เกิดปัญหาในการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวม ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานกองทุนรวมจึงเป็นหัวข้อที่มีผู้สนใจและให้ความสำคัญเป็นอย่างมาก ไม่ว่าจะเป็น นักลงทุน ผู้แนะนำการลงทุน ผู้วางแผนการลงทุน ที่ปรึกษาทางการเงิน นักวางแผนทางการเงิน ผู้วิจัย และผู้เกี่ยวข้องอื่นๆ ปัญหาดังกล่าวจึงควรได้รับการศึกษาวิจัยว่ากองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกองทุนรวมอื่นๆในเวลาเดียวกันหรือที่เรียกว่ากองทุนรวมที่เป็นผู้ชนะจะมีความสามารถในการทำซ้ำได้หรือไม่ หรือก็คือการศึกษาว่ากองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานเหนือกว่ากองทุนรวมอื่นๆโดยทั่วไปจะเป็นกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าต่อไปอย่างต่อเนื่องหรือไม่ ในทางตรงกันข้ามกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานแย่กว่ากองทุนรวมอื่นๆโดยทั่วไปหรือที่อาจเรียกว่าเป็นกองทุนรวมที่เป็นผู้แพ้จะเป็นกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าต่อไปอย่างต่อเนื่องหรือไม่

ข้อมูลล่าสุดในเว็บไซต์ของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (www.aimc.or.th)) ณ วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2565 พบว่ากองทุนรวมประเภทต่างๆ เรียงลำดับตามจำนวนกองทุนรวมจากมากไปน้อยมีจำนวนดังนี้ กองทุนรวมตราสารทุน 1,340 กองทุน กองทุนรวมผสม 349 กองทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ 331 กองทุน กองทุนรวมที่ไม่สามารถจัดกลุ่มได้ 324 กองทุน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ 137 กองทุน และกองทุนรวมสินค้าโภคภัณฑ์ 60 กองทุน จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่า สัดส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนคิดเป็น 52.75% ของจำนวนกองทุนรวมทั้งหมด ทั้งนี้กองทุนรวมตราสารทุนจะเป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นปริมิทีว ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ (Warrant) รวมถึงหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอื่น ๆ โดยสัดส่วนการลงทุนต้องเป็นไปตามเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด คือ โดยเฉลี่ยแล้วไม่น้อยกว่า 65 % ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวม ดังนั้นความคงอยู่

ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยเฉพาะอย่างยิ่งกองทุนรวมตราสารทุนจึงควรได้รับการวิจัยว่าผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมาของกองทุนรวมจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตหรือไม่

การทำความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมา กับผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจึงเป็นประโยชน์สำหรับผู้ลงทุนส่วนใหญ่ของตลาดการเงินในประเทศไทยในการคัดเลือกกองทุนรวมตราสารทุนที่เหมาะสม นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนและผู้จัดการกองทุนในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมเช่นกัน

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตด้านเนื้อหา การดำเนินการวิจัย (Documentary Research) ทำการศึกษาและรวบรวมข้อมูล จากเอกสารและหลักฐานที่เกี่ยวข้อง เช่น ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม กองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย เป็นต้น

ขอบเขตการสุ่มตัวอย่าง การสุ่มตัวอย่างโดยการวิเคราะห์การถดถอย แบบจำลองการทดสอบผู้ชนะ-ผู้แพ้ (The Winner-Loser Test) ถูกใช้ในการวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยโดยจะนำค่าอัตราผลตอบแทนรายเดือนและอัตราผลตอบแทนรายปีในแต่ละช่วงเวลามาประเมินผู้ชนะ (W) และผู้แพ้ (L) โดยจะกำหนดให้ผู้ชนะ (ผู้แพ้) ในช่วงเวลาหนึ่งคือกองทุนรวมตราสารทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับ (ต่ำกว่า) ค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาดังกล่าว

ขอบเขตด้านระยะเวลา ศึกษากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ช่วงเวลาดังตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2564

ขอบเขตวิธีเก็บรวบรวมข้อมูล รวบรวมข้อมูลโดยการวิเคราะห์เชิงคุณภาพโดยการสำรวจเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการทดสอบแบบไม่ใช้พารามิเตอร์

ทบทวนวรรณกรรม

การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวม จากผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวม ตั้งอยู่บนสมมติฐานความคงอยู่ของผลการดำเนินงาน (Performance Persistence) ทั้งนี้ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม อาจส่งผลทำให้กองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในอดีตจะมีผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตด้วยเช่นกัน ในทางตรงกันข้ามกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ไม่ดีในอดีต ก็จะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดีในอนาคตด้วยเช่นกัน

จากการตรวจเอกสารจะพบว่า ค่อนข้างมีผลการศึกษาที่ไม่แน่ชัดว่าผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวมจะสามารถทำนายผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมได้หรือไม่ ทั้งนี้ผลศึกษามีทั้งที่พบว่ามีความคงอยู่

ของผลการดำเนินงานทั้งในระยะยาวเป็นปี หรือเป็นระยะไตรมาส หรือเป็นรายลัปดาห์ ในขณะที่เดียวกันก็มีการวิจัย บางแห่งพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตและอนาคตของกองทุนรวม

ผลการศึกษาคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม บางงานวิจัยพบหลักฐานสนับสนุนความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ซึ่งสนับสนุนความเชื่อที่ว่านักลงทุนสามารถกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนในกองทุนรวมจากผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมา (Sharpe, 1966; Kaur, 2011) ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานกองทุนรวม อาจเกิดขึ้นในเชิงบวก (Grinblatt & Titman, 1992) ทั้งนี้ ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานในเชิงบวกที่เกิดขึ้นนั้น อาจเกิดขึ้นในระยะเวลาสั้นไม่เกินหนึ่งปี (Carhart, 1997; Chen et al., 2000; Deb et al., 2008) ในขณะที่บางงานวิจัยพบว่า กองทุนรวมมีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานในเชิงบวกไม่เกินสามปี (Elton et al., 1996) อย่างไรก็ตาม ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม อาจเกิดขึ้นในระยะยาว (Allen & Tan, 1999) นอกจากนั้น ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม อาจเกิดขึ้นในเชิงลบ (Grinblatt & Titman, 1993; Carhart, 1997) แต่บางงานวิจัยกลับพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมตราสารหนี้

เนื่องจากผลการศึกษาในอดีตยังไม่สามารถชี้ชัดได้ถึงถึงความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ทำให้ไม่สามารถยืนยันได้อย่างชัดเจนว่า นักลงทุนสามารถใช้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตของกองทุนรวมไปพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตของกองทุนรวมได้หรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาวะปัจจุบันที่อัตราผลตอบแทนจากบัญชีเงินฝากธนาคารพาณิชย์อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงศูนย์ ทำให้ผู้มีเงินออมหรือมีเงินทุนส่วนเกินต้องการทางเลือกการลงทุนอื่น ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งทางเลือกการลงทุนในกองทุนรวมที่มีผู้บริหารกองทุนมืออาชีพคอยติดตามและบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน นอกจากนั้นแล้วการทบทวนวรรณกรรมดังกล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่า มีงานวิจัยในต่างประเทศเกี่ยวกับความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม การศึกษาคงอยู่ของผลการดำเนินงานในประเทศไทยยังมีค่อนข้างจำกัด จึงควรต้องมีศึกษาเพิ่มเติม ดังนั้น การศึกษาถึงความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทย จึงจะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในประเทศไทย และยังอาจช่วยให้ผู้บริหารกองทุนและบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) สามารถกำหนดกลยุทธ์การตลาดของกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทยได้อย่างเหมาะสม จากความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานในอดีตและผลการดำเนินงานในอนาคต

วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ กองทุนรวมตราสารหนี้ทั้งหมดที่มีการดำเนินงานตั้งแต่ 1 มกราคม 2553 ถึง 31 ธันวาคม 2564

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลการศึกษาคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในครั้งนี้ อาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายเดือน และอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้งหมด ที่มีการดำเนินงานตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2564 จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูลของ Morningstar

การศึกษาเพื่อวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจากอัตราผลตอบแทนรายเดือน ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลกองทุนรวมตราสารหนี้ในประเทศไทย ที่มีการซื้อขายระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2564 รวมทั้งหมด 1,873 กองทุน ทั้งนี้อาจมีกองทุนรวมบางกองทุน

ที่จดทะเบียนจัดตั้งในระหว่างช่วงเวลาที่ทำการศึกษาดังกล่าว และอาจมีกองทุนรวมบางกองทุนที่ได้ดำเนินการเลิกกองทุนรวมในระหว่างช่วงเวลาที่ทำการศึกษาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมีกองทุนรวมจำนวน 67 กองทุนที่จดทะเบียนจัดตั้งกองทุนรวม ในเดือนพฤศจิกายน และธันวาคม พ.ศ. 2564 ทำให้ไม่มีข้อมูลเพียงพอที่จะนำมาทำการวิเคราะห์ นอกจากนี้แล้วยังมีกองทุนรวมตราสารทุนอีก 97 กองทุน ที่มีข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายเดือนน้อยกว่า 2 เดือน ซึ่งเป็นจำนวนข้อมูลที่ไมเพียงพอที่จะนำมาวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ส่งผลทำให้มีจำนวนกองทุนรวมตราสารทุน ทั้งหมด 1,709 กองทุน ที่นำมาวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาคั้งนี้ อย่างไรก็ตาม การศึกษาเพื่อวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม จากอัตราผลตอบแทนรายปี จะพบว่ามิกกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยที่มีข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายปี ต่อเนื่องตั้งแต่ 2 ปีขึ้นไป ทั้งหมด 930 กองทุน ที่นำมาวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาคั้งนี้

การวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analysis) การวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ในงานวิจัยครั้งนี้จะอ้างอิงจากแนวทางการวิจัยของ Goel & Mani (2016) ซึ่งได้ใช้แนวทางการทดสอบผู้ชนะ-ผู้แพ้ (The Winner-Loser Test) ซึ่งเป็นแนวทางที่ Goetzmann & Ibbotson (1994), Malkiel (1995), and Christensen (2005) เคยใช้เป็นแนวทางในการศึกษาเพื่อหาหลักฐานเชิงประจักษ์ ทั้งนี้การวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในครั้งนี้จะศึกษาความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายเดือน และความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปี โดยจะนำค่าอัตราผลตอบแทนรายเดือน และอัตราผลตอบแทนรายปี ในแต่ละช่วงเวลามาประเมินผู้ชนะ (W) และผู้แพ้ (L) โดยจะกำหนดให้ผู้ชนะ (W) ในช่วงเวลาหนึ่งคือกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาดังกล่าว ในขณะที่ผู้แพ้ (L) ในช่วงเวลาหนึ่งคือกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาดังกล่าว กองทุนรวมทั้งหมดจะถูกนำมาจัดอันดับตามอัตราผลตอบแทน และกำหนดผู้ชนะและผู้แพ้ในแต่ละช่วงเวลา หลังจากนั้นทุกๆ 2 ช่วงเวลาที่ต่อเนื่องกัน จะดำเนินการจำแนกประเภทของกองทุนรวมที่ถูกประเมินเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ในทุกๆ 2 ช่วงเวลาที่ต่อเนื่องกัน ดังนี้

- WW เป็นกองทุนรวมที่ถูกประเมินเป็นผู้ชนะในช่วงเวลาก่อนหน้า (t-1) และยังเป็นผู้ชนะอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาถัดมา (t)

- WL เป็นกองทุนรวมที่ถูกประเมินเป็นผู้ชนะในช่วงเวลาก่อนหน้า (t-1) แต่เป็นผู้แพ้ในช่วงเวลาถัดมาที่ต่อเนื่องกัน (t)

- LW เป็นกองทุนรวมที่ถูกประเมินเป็นผู้แพ้ในช่วงเวลาก่อนหน้า (t-1) แต่เป็นผู้ชนะในช่วงเวลาถัดมาที่ต่อเนื่องกัน (t)

และ LL เป็นกองทุนรวมที่ถูกประเมินเป็นผู้แพ้ในช่วงเวลาก่อนหน้า (t-1) และยังเป็นผู้แพ้อย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาถัดมา (t)

หลังจากที่ได้ทำการจำแนกประเภทของกองทุนรวมเป็นผู้แพ้และผู้ชนะดังกล่าวข้างต้น ก็จะทำการนับจำนวนกองทุนรวมในแต่ละประเภททุกๆ 2 ช่วงเวลาที่ต่อเนื่องกัน

เมื่อได้จำนวนกองทุนรวมตามการจัดประเภทตามสถานะผู้แพ้และผู้ชนะ ทุกๆ 2 ช่วงเวลาที่ต่อเนื่องกัน ข้อมูลดังกล่าวนี้จะถูกนำไปสร้างตารางข้อมูลจำแนกสองทาง หรือตารางการณัจจร (Two-way Contingency Table) โดยพิจารณาจากการจัดหมวดหมู่ผู้ชนะและผู้แพ้ ผลลัพธ์ที่ได้จากตารางข้อมูลจำแนกสองทาง จะถูกนำไปทดสอบเชิงประจักษ์ ผ่านการทดสอบแบบไม่ใช้พารามิเตอร์ (Non-parametric Test) ที่เสนอโดย Brown et al. (1992), and

Khan & Rudd (1995) ผลการทดสอบแบบไม่ใช้พารามิเตอร์ดังกล่าว จะถูกนำไปทดสอบความแข็งแกร่งทางสถิติด้วยการทดสอบที่ใช้พารามิเตอร์ (Parametric Test) ด้วยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ทั้งนี้ การคำนวณ Brown and Goetzmann's Odds Ratio (OR) จะใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$OR = (WW \times LL) / (WL \times LW)$$

ทั้งนี้ หากค่า OR เท่ากับ 1 จะไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานว่างหรือสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis, H_0) ที่ว่าไม่มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในขณะที่ค่า OR ที่มากกว่า 1 จะสะท้อนถึงความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ส่วนค่าสถิติ Z test ภายใต้สมมติฐานของการแจกแจงแบบปกติจะสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$Z = \ln(OR) / \sigma_{\ln(OR)}$$

ทั้งนี้ Christensen (2005) ได้อธิบายแนวทางในการคำนวณ $\sigma_{\ln(OR)}$ จากสมการต่อไปนี้

$$\sigma_{\ln(OR)} = \sqrt{\frac{1}{WW} + \frac{1}{WL} + \frac{1}{LW} + \frac{1}{LL}}$$

Khan and Rudd's χ^2 -test

$$\chi^2 = \sum_{i=1, j=1}^n \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$$

เมื่อ O_{ij} เป็นความถี่ที่แท้จริงของแถวที่ i^{th} และคอลัมน์ที่ j^{th} ในขณะที่ E_{ij} เป็นความถี่ที่ความหวังของแถวที่ i^{th} และคอลัมน์ที่ j^{th}

การวิเคราะห์การถดถอย ในการทดสอบความแข็งแกร่ง (Robustness Test) ของผลการวิจัยนั้นจะมีการวิเคราะห์การถดถอย ซึ่งอ้างอิงจาก Grinblatt & Titman (1989) โดยจะทดสอบความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ด้วยการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของช่วงเวลาถัดมา และอัตราผลตอบแทนของช่วงเวลาก่อนหน้า โดยจะทำการทดสอบทั้งอัตราผลตอบแทนรายเดือน และอัตราผลตอบแทนรายปี ทั้งนี้หากพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ระหว่างอัตราผลตอบแทนของช่วงเวลาถัดมา และอัตราผลตอบแทนของช่วงเวลาก่อนหน้า ก็อาจตีความหมายได้ว่า กองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความคงอยู่ของผลการดำเนินงาน

$$R_t = a + bR_{t-1} + e$$

เมื่อ

R_t เป็นอัตราผลตอบแทนในเวลา t ที่เป็นช่วงถัดมาที่ต่อเนื่องกัน

R_{t-1} เป็นอัตราผลตอบแทนในเวลา $t-1$ ที่เป็นช่วงก่อนหน้า

ทั้งนี้ หากค่าสัมประสิทธิ์ b มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ก็จะสะท้อนถึงความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

ผลการวิจัย

จากการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยสามารถใช้พยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย พบว่า

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 จะพบว่า อัตราผลตอบแทนรายเดือนต่ำสุดของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเท่ากับ -48.47% ในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นช่วงเริ่มต้นของการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา-19 ทั้งนี้ในช่วงเดือนมีนาคม พ.ศ. 2563 ยังพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย เท่ากับ -14.18% และค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย เท่ากับ -14.79% ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานที่ต่ำที่สุดของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ในขณะที่อัตราผลตอบแทนสูงสุดของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนดังกล่าว มีค่าเพียง 0.56% ทั้งนี้ในเดือนดังกล่าวมีจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนเพียง 8 กองทุนเท่านั้น ที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนมากกว่าศูนย์ อย่างไรก็ตามในเดือนเมษายน พ.ศ. 2563 มีจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนเพียง 4 กองทุนเท่านั้น ที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนน้อยกว่าศูนย์ และอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงสุดของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ซึ่งมีค่าเท่ากับ 32.98% จะเป็นอัตราผลตอบแทนรายเดือนในเดือนเมษายน พ.ศ. 2563 เช่นกัน ทั้งนี้ ในช่วงเดือนเมษายน พ.ศ. 2563 ยังพบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย เท่ากับ 11.77% และค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย เท่ากับ 11.94% ซึ่งเป็นค่ามัธยฐานที่สูงที่สุดของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา นอกจากนี้จากข้อมูลยังพบว่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาจะมีค่าต่ำสุด เท่ากับ 1.62% ในเดือนตุลาคม พ.ศ. 2556 และมีค่าสูงสุด เท่ากับ 6.15% ในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2553

นอกจากนั้น ในตารางที่ 1 ซึ่งแสดงข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาตั้งแต่ พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2564 จะพบว่า อัตราผลตอบแทนรายปีต่ำสุดของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เท่ากับ -44.96% ในปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นปีแรกที่เริ่มมีการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา-19 ทั่วโลก ในขณะที่อัตราผลตอบแทนรายปีสูงสุดของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย มีค่าเท่ากับ 114.47% ซึ่งเกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2563 เช่นกัน สะท้อนว่าในวิกฤติของการลงทุนยังมีโอกาสสำหรับการทำกำไรในตราสารทุนเช่นกัน ส่วนค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ต่ำสุด เท่ากับ -11.77% และค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ต่ำสุด เท่ากับ -11.29% ซึ่งเกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2561 อันเนื่องมาจากความกังวลใจเกี่ยวกับสงครามการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกากับจีน ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย สูงสุด เท่ากับ 30.20% และค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย สูงสุดเท่ากับ 34.23% เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2555 ซึ่งเป็นอีกปีหนึ่งที่ถือได้ว่าเป็นปีทองของนักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นสามัญทั่วโลก โดยในปีดังกล่าวนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้อัตราผลตอบแทนสูงเป็นอันดับ 7 ของโลก การปรับตัวขึ้นของราคาหุ้นสามัญทั่วโลกในปีดังกล่าว เกิดขึ้นจากสภาพคล่องที่สูงขึ้นทั่วโลก อันเนื่องมาจากการใช้นโยบายผ่อนคลาย

ทางการเงินของธนาคารกลางๆ ทั่วโลก นอกจากนั้นจากข้อมูลในตารางที่ 1 ยังพบว่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จะมีค่าต่ำสุด เท่ากับ 7.07% ในปี พ.ศ. 2561 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 19.61% ในปี พ.ศ. 2563

ทั้งนี้ จากข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2564 ในตารางที่ 2 ยังทำให้เห็นว่า ในแต่ละปีไม่ว่าจะมีปัจจัยบวก หรือปัจจัยลบที่กระทบต่อการลงทุนในตราสารทุน แต่อัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยก็ยังมี ทั้งที่ให้อัตราผลตอบแทนติดลบและอัตราผลตอบแทนที่เป็นบวก สะท้อนว่ามีปัจจัยต่างๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ที่ต้องทำการศึกษาวិเคราะห์อย่างจริงจัง

ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2564 (หน่วย: เปอร์เซ็นต์)

ปี พ.ศ.	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่ามัธยฐาน (Median)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
2553	-22.69	31.73	36.81	62.81	18.98
2554	-28.89	-3.96	-3.43	17.79	9.25
2555	-20.71	30.20	34.23	75.92	15.64
2556	-43.55	1.16	-2.15	49.37	12.20
2557	-35.14	11.81	13.14	38.27	10.07
2558	-39.56	-4.45	-6.21	24.34	9.55
2559	-16.42	9.13	10.97	56.54	11.55
2560	-12.13	17.55	17.64	51.17	8.85
2561	-30.92	-11.77	-11.29	12.72	7.07
2562	-14.07	10.50	7.26	51.32	11.03
2563	-44.96	3.26	-3.86	114.47	19.61
2564	-27.01	14.49	15.76	74.03	14.17

ตารางที่ 2 ตารางข้อมูลจำแนกสองทาง (Two-way Contingency Table) โดยพิจารณาจากการจัดหมวดหมู่ผู้ชนะ (W) และผู้แพ้ (L) เพื่อทดสอบความคงอยู่ของผลการดำเนินงาน W แสดงถึงกองทุนรวมตราสารทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาเดียวกัน ในขณะที่ L แสดงถึงกองทุนรวมตราสารทุนที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาเดียวกัน WW เป็นจำนวนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือน (ปี) นั้นและในเดือน (ปี) ถัดจากนั้น WL เป็นจำนวนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือน (ปี) นั้นแต่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือน (ปี) ถัดจากนั้น LW เป็นจำนวนกองทุนรวม

ที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือน (ปี) นั้น แต่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือน (ปี) ถัดจากนั้น LL เป็นจำนวนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือน (ปี) นั้นและในเดือน (ปี) ถัดจากนั้น OR แสดงถึง Odds-ratio ซึ่งคำนวณจาก $(WW*LL)/(WL*LW)$ ในขณะที่ค่า Z คำนวณจากอัตราส่วนระหว่าง $\ln(OR)$ และ $\sigma_{\ln(OR)}$ ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\sqrt{\frac{1}{WW} + \frac{1}{WL} + \frac{1}{LW} + \frac{1}{LL}}$$

ส่วนค่า χ^2 จะคำนวณจาก

$$\sum_{i=1, j=1}^n \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$$

เมื่อ O_{ij} เป็นความถี่ที่แท้จริงของแถวที่ i^{th} และคอลัมน์ที่ j^{th} ในขณะที่ E_{ij} เป็นความถี่ที่ความหวังของแถวที่ i^{th} และคอลัมน์ที่ j^{th}

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบค่า Odds ratio ตามแนวทางการวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

อัตรา ผลตอบแทน	WW	WL	LW	LL	Odds Ratio			χ^2 Test	
					OR	Z	p-value	χ^2	p-value
รายเดือน	21,984	19,284	19,413	21,894	1.29	18.02	0.0000	325.09	0.0000
รายปี	1278	1248	1276	1241	1.00	-0.07	0.9442	0.01	0.9426
2553	77	44	50	70	2.45	3.39	0.0007	11.67	0.0006
2554	91	41	43	86	4.44	5.62	0.0000	33.11	0.0000
2555	48	94	91	45	0.25	-5.41	0.0000	30.46	0.0000
2556	63	90	92	63	0.48	-3.17	0.0015	10.18	0.0014
2557	54	129	104	75	0.30	-5.40	0.0000	30.08	0.0000
2558	77	130	161	50	0.18	-7.82	0.0000	65.17	0.0000
2559	137	98	113	125	1.55	2.35	0.0188	5.55	0.0184
2560	125	146	158	111	0.60	-2.93	0.0034	8.61	0.0033
2561	135	180	171	138	0.61	-3.11	0.0019	9.73	0.0018
2562	265	94	92	273	8.37	12.49	0.0000	171.10	0.0000
2563	206	202	201	205	1.04	0.28	0.7795	0.08	0.7792

ผลการวิเคราะห์แบบไม่ใช้พารามิเตอร์ (Non-parametric Analysis)

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบค่า Odds ratio ตามแนวทางการวิเคราะห์ความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่นำเสนอโดย Brown & Goetzmann (1995) และค่า χ^2 ตามแนวทางการทดสอบโดย Sweta & Mukta (2016) ผลการศึกษาความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยพบวาระหว่างเดือน มกราคม พ.ศ. 2553 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงกว่าหรือเท่ากับ

ค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยทั้งในเดือนปัจจุบันและเดือนถัดไป 2 เดือนติดต่อกันมีจำนวน 21,984 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 26.63 (ทั้งนี้นับเหตุการณ์ที่พบการเป็นผู้ชนะติดต่อกัน 2 เดือนเป็น 1 กองทุน เช่น กรณีที่กองทุนรวมใดมีอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนตลอดทั้งปี ก็จะนับเป็น 11 กองทุน หรือ 11 observations นั้นเอง) ในขณะที่กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยทั้งในเดือนปัจจุบันและเดือนถัดไป 2 เดือนติดต่อกันมีจำนวน 21,894 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 26.51 ส่วนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนแรกแต่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนถัดไปมีจำนวน 19,284 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 23.35 และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนแรกแต่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนถัดไปมีจำนวน 19,413 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 23.51 นอกจากนั้นผลการวิเคราะห์ค่า Odds Ratio ของอัตราผลตอบแทนรายเดือนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทั้งหมดพบว่ามีความเท่ากับ 1.29 และมีค่า Z-statistics เท่ากับ 18.02 ซึ่งมีระดับนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.01 ในขณะที่ค่า χ^2 มีค่าเท่ากับ 325.09 ซึ่งมีระดับนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.01 จากผลการวิเคราะห์แบบไม่ใช้พารามิเตอร์ดังกล่าวสะท้อนว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานในเชิงบวกเมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนรายเดือน

นอกจากนั้นผลการวิเคราะห์ข้อมูลในตารางที่ 2 เมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนรายปีระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2564 พบว่ากองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยทั้งในปีปัจจุบันและปีถัดไป 2 ปีติดต่อกันมีจำนวน 1,278 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 25.34 ในขณะที่กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยทั้งในปีปัจจุบันและปีถัดไป 2 ปีติดต่อกันมีจำนวน 1,241 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 24.61 ส่วนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีแรกแต่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีถัดไปมีจำนวน 1,284 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 24.75 และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีแรกแต่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีถัดไปมีจำนวน 19,413 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 25.30 นอกจากนั้นผลการวิเคราะห์ค่า Odds Ratio ของอัตราผลตอบแทนรายปีในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทั้งหมดพบว่ามีความเท่ากับ 1.00 และมีค่า Z-statistics เท่ากับ -0.07 ซึ่งไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ในขณะที่ค่า χ^2 มีค่าเท่ากับ 0.01 ซึ่งไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 เช่นกัน จากผลการวิเคราะห์แบบไม่ใช้พารามิเตอร์ดังกล่าวสะท้อนว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยไม่มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานเมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนรายปี

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปี เฉพาะบางช่วงเวลาโดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงระยะเวลาก่อนปี พ.ศ. 2563 จะพบว่ามีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยทั้งในเชิงบวกและเชิงลบ ทั้งนี้ในปี พ.ศ. 2553 พบว่า กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ทั้งในปี พ.ศ. 2553 และปี พ.ศ.

2554 เป็นระยะเวลา 2 ปีติดต่อกัน มีจำนวน 77 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 31.95 ในขณะที่กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ทั้งในปี พ.ศ. 2553 และปี พ.ศ. 2554 เป็นระยะเวลา 2 ปีติดต่อกัน มีจำนวน 70 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 29.04 ส่วนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2553 แต่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปี พ.ศ. 2554 มีจำนวน 44 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 18.26 และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2553 แต่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปี พ.ศ. 2554 มีจำนวน 50 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 20.75 นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ค่า Odds Ratio ของอัตราผลตอบแทนรายปีในช่วงเวลาดังกล่าวพบว่า มีค่าเท่ากับ 2.45 และมีค่า Z-statistics เท่ากับ 3.39 ซึ่งมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในขณะที่ค่า χ^2 มีค่าเท่ากับ 11.67 ซึ่งมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 เช่นกัน สะท้อนว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานในเชิงบวก เมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนรายปี ในปี พ.ศ. 2553 ต่อเนื่องถึงปี พ.ศ. 2554 ผลการวิเคราะห์โดยใช้พารามิเตอร์ในตารางที่ 2 เมื่อพิจารณาจากความคงอยู่ของผลการดำเนินงานเพียงช่วงเวลา 2 ปีใด ๆ ที่ติดต่อกัน จะพบว่า มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในเชิงบวก ในปี พ.ศ. 2553, พ.ศ. 2554, พ.ศ. 2559 และ พ.ศ. 2562 ในทางตรงกันข้าม จะมีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในเชิงลบ ในปี พ.ศ. 2555, พ.ศ. 2556, พ.ศ. 2557, พ.ศ. 2558, พ.ศ. 2560 และ พ.ศ. 2561

เมื่อพิจารณาความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ล่าสุดในปี พ.ศ. 2563 ที่คงอยู่มาจนถึงปี พ.ศ. 2564 จะพบว่า ไม่มีมีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ทั้งนี้กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ทั้งในปี พ.ศ. 2563 และปี พ.ศ. 2564 เป็นระยะเวลา 2 ปีติดต่อกันมีจำนวน 206 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 25.31 ในขณะที่กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ทั้งในปี พ.ศ. 2563 และปี พ.ศ. 2564 เป็นระยะเวลา 2 ปีติดต่อกัน มีจำนวน 205 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 25.18 ส่วนกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 แต่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปี พ.ศ. 2564 มีจำนวน 202 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 24.82 และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2563 แต่มีอัตราผลตอบแทนรายปีสูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปี ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2564 มีจำนวน 201 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 24.69 นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ค่า Odds Ratio ของอัตราผลตอบแทนรายปี ในช่วงเวลาดังกล่าว พบว่า มีค่าเท่ากับ 1.04 และมีค่า Z-statistics เท่ากับ 0.28 ซึ่งไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ในขณะที่ค่า χ^2 มีค่าเท่ากับ 0.08 ซึ่งไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 เช่นกัน สะท้อนว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ไม่มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงาน เมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนรายปี ในปี พ.ศ. 2563 ต่อเนื่องถึงปี พ.ศ. 2564

สรุปผลการวิเคราะห์ โดยไม่ใช้พารามิเตอร์ในตารางที่ 2 จะพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานรายเดือนในเชิงบวก แต่ไม่มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานรายปี อย่างไรก็ตามหากไม่ได้คำนึงถึงผลการดำเนินงานรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ซึ่งเป็นช่วงที่มีวิกฤติจากเชื้อไวรัสโควิด-19 ที่ส่งผลกระทบต่อวิกฤติทางเศรษฐกิจไปทั่วโลก จะพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานในเชิงบวก ในปี พ.ศ. 2553, พ.ศ. 2554, พ.ศ. 2559 และ พ.ศ. 2562 และมีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานในเชิงลบ ในปี พ.ศ. 2555, พ.ศ. 2556, พ.ศ. 2557, พ.ศ. 2558, พ.ศ. 2560 และ พ.ศ. 2561

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยของความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย โดยใช้การสร้างสมการถดถอยเชิงเส้นซึ่งมีตัวแปรต้นเป็นอัตราผลตอบแทนในเดือน (ปี) ก่อนหน้า และตัวแปรตามเป็นอัตราผลตอบแทนในเดือน (ปี) ถัดไป

	อัตราผลตอบแทนรายเดือน		อัตราผลตอบแทนรายปี	
	สัมประสิทธิ์	t-Value	สัมประสิทธิ์	t-Value
ค่าคงที่	0.808	26.960*	8.684	36.550*
อัตราผลตอบแทนก่อนหน้า	0.109	19.292*	-0.237	-18.772*
R ²	0.012		0.065	

*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในตารางที่ 3 ซึ่งใช้วิธีการทางสถิติในการสร้างสมการถดถอยเชิงเส้น โดยมีตัวแปรต้น เป็นอัตราผลตอบแทนในเดือนก่อนหน้า และตัวแปรตาม เป็นอัตราผลตอบแทนในเดือนถัดไป พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนในเดือนก่อนหน้า เท่ากับ 0.109 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สะท้อนถึงความคงอยู่ในเชิงบวก ของผลการดำเนินงานรายเดือน ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์การถดถอยจากการแบ่งกลุ่มย่อยไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลรายเดือนเฉพาะในปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2562 การวิเคราะห์ข้อมูลรายเดือนเฉพาะในปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2564 การวิเคราะห์ข้อมูลรายเดือนเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ที่ยังมีการดำเนินการอยู่ รวมถึงการวิเคราะห์ข้อมูลรายเดือนเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ที่ลงทุนเฉพาะหลักทรัพย์ในประเทศไทย ก็ยังคงพบความคงอยู่ในเชิงบวกของผลการดำเนินงานรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

นอกจากนั้น ผลการวิเคราะห์การถดถอยของความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในตารางที่ 3 ซึ่งใช้วิธีการทางสถิติในการสร้างสมการถดถอยเชิงเส้น โดยมีตัวแปรต้น เป็นอัตราผลตอบแทนในปีก่อนหน้า และตัวแปรตาม เป็นอัตราผลตอบแทนในปีถัดไป พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนในปีก่อนหน้า เท่ากับ -0.237 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สะท้อนถึงความคงอยู่ในเชิงลบ ของผลการดำเนินงานรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์การถดถอยจากการแบ่งกลุ่มย่อยไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลรายปีเฉพาะในปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2562 ก่อนเกิดวิกฤติการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 การวิเคราะห์ข้อมูลรายปีเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ที่ยังมีการดำเนินการอยู่ รวมถึงการวิเคราะห์ข้อมูลรายปีเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ที่ลงทุนเฉพาะหลักทรัพย์ในประเทศไทย

ก็ยังคงพบความคงอยู่ในเชิงลบ ของผลการดำเนินงานรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากค่า R^2 ของแบบจำลองความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายเดือนและรายปี เท่ากับ 0.012 และ 0.065 ซึ่งค่อนข้างต่ำมาก ส่งผลทำให้ไม่อาจสรุปผลการวิเคราะห์ได้อย่างชัดเจน ถึงความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

การอภิปรายผล

ผลการศึกษาความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย พบว่า นักลงทุนอาจสามารถพยากรณ์อัตราผลตอบแทนรายเดือนในอนาคตจากอัตราผลตอบแทนในอดีต ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้พารามิเตอร์ และผลการวิเคราะห์การถดถอย สะท้อนถึงความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 นั้นหมายความว่า กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนที่เพิ่งผ่านไปที่สูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนนั้น อาจมีอัตราผลตอบแทนรายเดือนในเดือนถัดไปที่สูงกว่า หรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนถัดไป และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนที่เพิ่งผ่านไป ที่ต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนนั้น อาจมีอัตราผลตอบแทนรายเดือนในเดือนถัดไปที่ต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนถัดไปเช่นกัน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากค่า R^2 ที่ค่อนข้างต่ำมาก อาจทำให้ไม่สามารถให้คำตอบกับผลการศึกษาดังกล่าวได้ ส่วนผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้พารามิเตอร์ของอัตราผลตอบแทนรายปี พบว่า ไม่มีความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง ปี พ.ศ. 2564 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี พ.ศ. 2563 ต่อเนื่องถึง ปี พ.ศ. 2564 นั้นหมายความว่า นักลงทุนไม่อาจพยากรณ์อัตราผลตอบแทนรายปีในอนาคตจากอัตราผลตอบแทนรายปีในอดีต ในขณะที่ผลการวิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนรายปี พบว่ามีความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปีในเชิงลบของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง ปี พ.ศ. 2564 นั้นหมายความว่า กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่เพิ่งผ่านไปที่สูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีนั้นอาจมีอัตราผลตอบแทนรายปีในปีถัดไปต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีถัดไป และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายปีที่เพิ่งผ่านไปที่ต่ำกว่าค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีนั้น อาจมีอัตราผลตอบแทนรายปีในปีถัดไปที่สูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในปีถัดไป อย่างไรก็ตาม เนื่องจากค่า R^2 ที่ค่อนข้างต่ำมากอาจทำให้ไม่สามารถให้คำตอบกับผลการศึกษาดังกล่าวได้เช่นกัน

ค่า R^2 ที่ต่ำของผลการศึกษาดังกล่าวข้างต้นอาจสะท้อนว่า การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมอาจขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ ที่ต้องนำเข้ามาศึกษาร่วมกัน ทั้งนี้ การศึกษาวรรณกรรมต่อไปนี้ยังพบว่า มีปัจจัยต่างๆที่อาจส่งผลต่อการพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม สอดคล้องกับ Ippolito (1989) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวม และพบว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า

กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนที่ต่ำ ถึงแม้ว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนสูงจะมีต้นทุนการทำธุรกรรมที่สูงขึ้นอย่างมาก และส่งผลทำให้กองทุนรวมมีค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น แต่หน้าที่กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนสูงลงทุนก็จะมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหน้าที่กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนต่ำลงทุน นอกจากนั้นแล้ว กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดี ในขณะที่กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่ำจะมีผลการดำเนินงานที่ลดลง นั้นหมายความว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ส่วน Chen et al. (1992) พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างขนาดของกองทุนรวมและผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ผู้จัดการกองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่อาจมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดีกว่าและส่งผลทำให้กองทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ซึ่ง Malhotra & Mcleod (1997) พบว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นอันเนื่องมาจากการประหยัดจากขนาด นอกจากนี้ Droms & Walker (1995) พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนค่าใช้จ่าย เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นอาจมีความสัมพันธ์กับความเสียหายที่สูงขึ้นของกลุ่มหลักทรัพย์ และอาจส่งผลทำให้มีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น นอกจากนั้นยังพบว่ากองทุนขนาดเล็กมักเป็นกองทุนที่มีความเสี่ยงมากกว่า และอาจนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีกว่าในแนวทางเดียวกัน Cortez et al. (1999) พบว่า มีความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมบางส่วน (เป็นรายไตรมาส) อย่างไรก็ตาม ความคงอยู่จะลดลงเมื่อผลตอบแทนถูกควบคุมสำหรับมิติต่าง ๆ ของความเสี่ยง ขณะที่ Indro et al. (1999) พบว่า ขนาดของกองทุนรวมและผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก เมื่อกองทุนรวมมีความเติบโตมากขึ้น จะส่งผลทำให้เกิดความได้เปรียบในเชิงต้นทุน เนื่องจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่ไม่ได้เพิ่มขึ้นตามสัดส่วนโดยตรงกับขนาดของกองทุนรวม โดย Wermers (2000) พบว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนที่สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนที่ต่ำ ถึงแม้ว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนสูงจะมีต้นทุนการทำธุรกรรมที่สูงขึ้นอย่างมากและส่งผลทำให้กองทุนรวมมีค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้น แต่หน้าที่กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนสูงลงทุนก็จะมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าหน้าที่กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนต่ำลงทุน โดย Jan & Hung (2003) ได้ทำการศึกษาความคงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม และพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตกับผลการดำเนินงานในอนาคต นอกจากนั้นยังพบว่ากองทุนรวมที่มีค่าใช้จ่ายต่ำ จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมที่มีค่าใช้จ่ายสูง และอัตราส่วนหมุนเวียน (Turnover Ratio) ของกองทุนรวมซึ่งคำนวณจากมูลค่าที่ต่ำกว่าระหว่างผลรวมของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์กับผลรวมของมูลค่าการขายหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนหารด้วยมูลค่าทรัพย์สินสุทธิเฉลี่ย 12 เดือนของกองทุนรวม ทั้งนี้ อัตราส่วนหมุนเวียนของกองทุนรวม จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์การลงทุน กองทุนรวมที่มีอัตราส่วนหมุนเวียนสูง จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนหมุนเวียนต่ำ สำหรับกองทุนรวมตราสารทุนที่เน้นการเติบโตในเชิงรุก กองทุนรวมตราสารทุนที่เน้นการเติบโตระยะยาว กองทุนรวมพันธบัตรทั่วโลก กองทุนพันธบัตรองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นที่มีคุณภาพสูง Mortgage backed market funds กองทุนรวมอุตสาหกรรมและกองทุนรวมพิเศษ ในทางตรงกันข้ามกองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนต่ำ จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนหมุนเวียนสูง สำหรับกองทุนรวมตราสารทุนนานาชาติ กองทุนรวมตลาดเงินที่จ่ายผลตอบแทนสูง และกองทุนรวมสินค้าโภคภัณฑ์ที่ลงทุนในโลหะมีค่า ด้าน Downen & Mann (2004) พบว่ากองทุนรวมที่มีอัตราส่วนการหมุนเวียนสูงจะส่งผลในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม และยังพบว่าเมื่อเวลาผ่านไปกองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ขึ้นอาจมีการประหยัดต่อขนาด ส่งผลทำให้กองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่มีผลตอบแทนที่ดีกว่า และ Bilson et al. (2005) ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในออสเตรเลีย โดยพบว่า ความ

คงอยู่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม อาจขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ในการลงทุนของกองทุนรวมอันเนื่องมาจากการปรับค่าอัตราผลตอบแทนจากความเสียหายที่ไม่เพียงพอ

อย่างไรก็ตาม Grinblatt & Titman (1989) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวม พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ในขณะที่ Droms & Walker (1994) พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมไม่มีความสัมพันธ์กับทั้งอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากนักลงทุนผู้ถือหน่วยลงทุน นอกจากนี้ Philpot et.al. (1998) ยังพบว่าการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ในเชิงรุก ไม่ว่าจะเป็นการวิเคราะห์เพื่อคัดเลือกหลักทรัพย์ หรือการจับจังหวะการลงทุน ไม่สามารถเพิ่มผลตอบแทนมากกว่าปกติ สะท้อนถึงประสิทธิภาพของตลาด ดังนั้นกองทุนรวมที่มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายสูงจึงอาจมีผลการดำเนินงานที่แย่ลง

สรุปผล

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ยังอาจอธิบายได้จากปัจจัยอื่นๆ ที่ต้องนำมาศึกษาหรือนำมาเป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเติม เช่น มูลค่าสินทรัพย์ลงทุนของกองทุนรวม อัตราส่วนการหมุนเวียน (Turnover Ratio) อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) และค่าธรรมเนียมในการซื้อขายกองทุนรวม (Load Fee) เป็นต้น ทั้งนี้ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากกองทุนรวม เป็นผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่กองทุนรวมได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ยังไม่ใช้ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจริง เนื่องจากการลงทุนในกองทุนรวมนั้นอาจมีค่าใช้จ่าย ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการจัดการกองทุนรวมซึ่งเรียกเก็บจากกองทุนรวม และค่าใช้จ่ายในการซื้อขายกองทุนรวมซึ่งเรียกเก็บจากนักลงทุนผู้ถือหน่วยลงทุน ทั้งนี้ ค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม มักจะระบุเป็นร้อยละของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม เรียกว่า Total expense ratio (TER) ค่าใช้จ่ายดังกล่าวนี้เป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของกองทุนรวม ประกอบด้วย ค่าธรรมเนียมการจัดการ (Management fee) ที่จ่ายเพื่อเป็นผลตอบแทนในการบริหารจัดการกองทุนรวมของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ (Trustee fee) ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายสำหรับผู้ดูแลผลประโยชน์ในการทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของนักลงทุนผู้ถือหน่วย ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหน่วย (Registrar fee) ค่าบริการรับฝากทรัพย์สิน ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย ค่าธรรมเนียมการบัญชีและการตรวจสอบ และค่าใช้จ่ายทางการตลาด เช่น ค่าใช้จ่ายประชาสัมพันธ์และส่งเสริมการขายกองทุนรวม โดยทั่วไปกองทุนรวมที่ต้องใช้ทักษะและความสามารถในการบริหารกองทุนรวมมาก ก็จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการที่สูงมากขึ้นไปด้วย เช่น กองทุนรวมที่มีกลยุทธ์การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ในเชิงรุกจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการที่สูงกว่ากองทุนรวมที่มีกลยุทธ์การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ในเชิงรับ กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารซับซ้อนก็จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการที่สูงกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทั่วไปที่ไม่ซับซ้อน กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารในต่างประเทศก็จะมีค่าธรรมเนียมการจัดการที่สูงกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารในประเทศ เป็นต้น ส่วนค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากนักลงทุนผู้ถือหน่วยลงทุนมักจะระบุเป็นร้อยละของมูลค่าการซื้อขายกองทุนรวม เรียกว่า Load Fee ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการขายหน่วยลงทุน (entry load หรือ front-end load) ซึ่งเป็นค่าธรรมเนียมที่บริษัทจัดการกองทุนรวมเรียกเก็บจากนักลงทุนเมื่อขายหน่วยลงทุนให้กับนักลงทุน ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (exit load หรือ back-end load) ซึ่งเป็นค่าธรรมเนียมที่บริษัทจัดการกองทุนรวมเรียกเก็บจากนักลงทุนเมื่อรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจากนักลงทุน และค่าธรรมเนียมสลับเปลี่ยนหน่วยลงทุน การศึกษาการพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตจาก

ผลตอบแทนในอดีตจากการศึกษาเชิงประจักษ์ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในอนาคตจึงควรนำตัวแปรดังกล่าวข้างต้นเข้ามาร่วมพิจารณาต่อไป

ข้อเสนอแนะ

1. การพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตจากผลตอบแทนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2563 ใช้การศึกษาเชิงประจักษ์ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ต้องนำมาศึกษาหรือนำมาเป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเติม เช่น มูลค่าสินทรัพย์ลงทุนของกองทุนรวม อัตราส่วนการหมุนเวียน (Turnover Ratio) อัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) และค่าธรรมเนียมในการซื้อขายกองทุนรวม (Load Fee) ข้อมูลที่ได้จากการวิเคราะห์สามารถพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตจากผลตอบแทนในอดีตจากการศึกษาเชิงประจักษ์ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในอนาคตได้ ควรนำตัวแปรต้องนำมาศึกษาหรือนำมาเป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเติม

2. ภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ควรสร้างความรู้ความเข้าใจแก่ผู้ที่มีเงินออมต่อการลงทุน ที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนให้สูงขึ้น โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงมาก เนื่องจากผู้ที่มีเงินออมส่วนใหญ่ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบุคคลทั่วไปที่อาจไม่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ

3. ภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ควรมีหน่วยงานที่คอยติดตามและสนใจในกองทุนรวม ซึ่งมีผู้บริหารกองทุนรวมมืออาชีพ ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุนหมั่นคอยติดตามสถานการณ์ และบริหารจัดการเงินลงทุนให้นักลงทุน และให้คำแนะนำในการลงทุนแก่ผู้สนใจต่อการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

องค์ความรู้ใหม่

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยพบว่า นักลงทุนอาจสามารถพยากรณ์อัตราผลตอบแทนรายเดือนในอนาคตจากอัตราผลตอบแทนในอดีตได้ ทั้งนี้เพราะผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้พารามิเตอร์ และผลการวิเคราะห์การถดถอยสะท้อนถึงความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนผลการ ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้พารามิเตอร์และผลการวิเคราะห์การถดถอย สะท้อนถึงความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2565 กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนรายเดือนที่เพิ่งผ่านไปที่สูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนนั้น อาจมีอัตราผลตอบแทนรายเดือนในเดือนถัดไปที่สูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในเดือนถัดไป ส่วนผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้พารามิเตอร์ของอัตราผลตอบแทนรายปี พบว่า ไม่มีความคงอยู่ของอัตราผลตอบแทนรายปีของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง ปี พ.ศ. 2564 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี พ.ศ. 2563 ต่อเนื่องถึง ปี พ.ศ. 2564 ดังนั้น ภาครัฐจึงควรสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนให้แก่ผู้ที่มีเงินออม ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบุคคลทั่วไปที่อาจไม่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ

References

- Allen, D.E., & Tan, M.L. (1999). A Test of the Persistence of the Performance of U.K. Managed Funds. *The Journal of Business Finance & Accounting*, 26(5), 559–593.
<https://doi.org/10.1111/1468-5957.00267>
- Bilson, C., Frino, A., & Heaney, R. (2005). Australian Retail Fund Performance Persistence. *Accounting and Finance*, 45(1), 25–42. DOI: 10.1111/j.1467-629x.2004.00121.x
- Brown, S.J., Goetzmann, W., Ibbotson, R.G., & Ross, S.A. (1992). Survivorship Bias in Performance Studies. *The Review of Financial Studies*, 5(4), 553–580.
<https://doi.org/10.1093/rfs/5.4.553>
- Brown, S.J., & Goetzmann, W.N. (1995) Performance persistence. *The Journal of Finance*, 50(2), 679–698. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04800.x>
- Carhart, M.M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57–82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Chen, C. R., Lee, C. F., Rahman, S., & Chan, A. (1992). A Cross-Sectional Analysis of Mutual Funds Market Timing and Security Selection Skills. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(5), 659–675. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1992.tb00650.x>
- Chen, H-L., Jegadeesh, N., & Wermers, R. (2000). The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3), 343–368.
<https://doi.org/10.2307/2676208>
- Christensen, P.H. (2005). Facilitating Knowledge Sharing: A Conceptual Framework. *SSRN Electronic Journal*, DOI: 10.2139/ssrn.982071
- Cortez, M.D.C.R., Paxson, D.A., & Armada, M.J.D.R. (1999). Persistence in Portuguese Mutual Fund Performance. *The European Journal of Finance*, 5(4), 342–365.
<https://doi.org/10.1080/135184799337000>
- Deb, S.G., Banerjee, A., & Chakrabarti, B.B. (2008). Persistence in Performance of Indian Equity Mutual Funds: An Empirical Investigation. *IIMB Management Review*, 20(2), 172–187.
- Downen, R.J., & Mann, T.L. (2004). Mutual Fund Performance, Management Behaviour, and Investor Costs. *Financial Services Review*, 13(1), 79–91.
-

- Droms, W.G., & Walker, D.A. (1994). Investment Performance of International Mutual Funds. *The Journal of Financial Research*, 17(1), 1–14. DOI: 10.1111/j.1475–6803.1994.tb00170.x
- Droms, W.G., & Walker, D.A. (1995). Determinants of Variation in Mutual Fund Returns. *Applied Financial Economics*, 5(6), 383–389. <https://doi.org/10.1080/758538597>
- Elton, E.J, Gruber, M.J., & Blake, C.R. (1996). The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 69(2), 133–157. <https://www.jstor.org/stable/2353461>
- Goel, S., & Mani, M. (2016). Prediction of Future Performance of Mutual Funds on the Basis of Past Performance. *International Journal of Advances in Management and Economics*, 5(3), 32–40.
- Goetzmann, W.N., & Ibbotson, R.G. (1994). Do Winners Repeat?. *The Journal of Portfolio Management Winter*, 20(2) 9–18. DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1994.9>
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1989). Portfolio Performance Evaluation: Old Issues and New Insights. *The Review of Financial Studies*, 2(3), 393–421. <https://www.jstor.org/stable/2962166>
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1992). The Persistence of Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 47(5), 1977–1984. <https://doi.org/10.1111/j.1540–6261.1992.tb04692.x>
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1993). Performance Measurement Without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns. *The Journal of Business*, 66(1), 47–68. <http://www.jstor.org/stable/2353341>
- Ippolito, R.A. (1989). Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965–1984. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(1), 1–23.
- Jan, Y.C., & Hung, M.W. (2003). Mutual Fund Attributes and Performance. *Financial Services Review*, 12, 165–178.
- Kaur, A. (2011). Persistence in Performance of Equity Mutual Funds in India—an Empirical Investigation. *International Journal of Management and Computing Sciences*, 1(3).
- Khan, R.N., & Rudd, A. (1995) Does Historical Performance Predict Future Performance?. *Financial Analysts Journal*, 51, 43–52.
- Malkiel, B.G. (1995). Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *The Journal of Finance*, 50(2). 549–572. <https://doi.org/10.1111/j.1540–6261.1995.tb04795.x>
-

- Malhotra, D.K., & Mcleod, R.W. (1997). An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses. *The Journal of Financial Research*, 20(2), 175–190. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1997.tb00243.x>
- Sharpe, W.F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(2), 119–138.