

# การประเมินผลการบริหารจัดการในการลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทย: กรณีศึกษาการประยุกต์ใช้กลยุทธ์การคัดสรรหลักทรัพย์ การพยากรณ์ภาวะตลาดเพื่อปรับกลุ่มหลักทรัพย์ในการลงทุนและกลยุทธ์เชิงรุกกับเชิงรับ ในปี 2553 – 2557

## Evaluation of Administration of Investment in Mutual Funds in Thailand: Case Study of Application of Security Selection Approach to Predict Marketing Conditions to Improve Market Timing and Mixed Active Portfolio with Passive Portfolio during 2010 - 2014

ณัฐนิชา กลีบบัวบาน\* บัณฑิต ผังนรินทร์\*

Natnichar Kleebbuabam Bundit Pungnirund\*

วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา\*

College of Innovation and Management, Suan Sunandha Rajabhat University\*

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อ 1) เพื่อประเมินการบริหารจัดการของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยประยุกต์ใช้มาตรวัด Sharpe, Treynor, Jensen's Alpha และ Treynor-Black 2) เพื่อประเมินการบริหารจัดการของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยประยุกต์ใช้มาตรวัดการพยากรณ์ภาวะตลาดเพื่อปรับกลุ่มหลักทรัพย์ในการลงทุน (Market Timing) ภายใต้ตัวแบบ Treynor-Mazuy และ Henriksson-Merton 3) เพื่อวิเคราะห์การบริหารจัดการของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยการประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุกเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เชิงรับ ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ ข้อมูล NAV (Net Asset Value) รายเดือน 60 เดือน ในช่วงปี 2553-2557 ของกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิดในประเทศไทยที่ได้จดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) มีอายุจัดตั้งมาแล้วไม่ต่ำกว่า 5 ปี จำนวนทั้งสิ้น 200 กองทุน การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติ Multiple Regression Analysis ผลการวิจัยพบว่า 1) การบริหารจัดการของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยประยุกต์ใช้มาตรวัด Sharpe และ Treynor พบว่า กองทุนรวมภายใต้กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่

สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ มากกว่าร้อยละ 50 ประเมินผลโดยมาตรวัด Jensen's Alpha มีค่า  $\alpha$  เป็นบวก 133 กองทุน และมาตรวัด Treynor-Black มีค่า Information Ratio เป็นบวก 133 เช่นกัน แสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมภายใต้กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่สามารถใช้ทักษะในการบริหารเงินลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติ 2) การพยากรณ์ภาวะตลาดเพื่อปรับกลุ่มหลักทรัพย์ในการลงทุน (Market Timing) ภายใต้ตัวแบบ Treynor-Mazuy และ Henriksson-Merton พบว่าผู้จัดการกองทุนรวมภายใต้กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ใช้กลยุทธ์ Market timing ได้เป็นผลสำเร็จ และ 3) การวิเคราะห์กลยุทธ์เชิงรุกเทียบกับหลักกลยุทธ์เชิงรับ ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black พบว่า กองทุนรวมในประเทศไทยภายใต้จำนวนกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่บริหารจัดการกองทุนด้วยกลยุทธ์เชิงรุกมากกว่าเชิงรับ

**คำสำคัญ:** การประเมินผลการบริหารจัดการในการลงทุน / การคัดสรรหลักทรัพย์ / การพยากรณ์ภาวะตลาด / กลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ

## Abstract

The objectives of this research were as follows: First, to facilitate the performance appraisal for the open-ended mutual funds in Thailand, applying the Sharpe, Treynor, Jensen and the Information Ratio; Secondly, to provide for the mutual funds managers' performance in respect of market timing under Treynor-Mazuy concepts and Henriksson-Merton model; Finally, to make the comparative assessment concerning the active portfolio management and the passive one, under the Treynor-Black model. The study two hundred samples utilized consisted of the data on the monthly net asset value of the mutual funds for sixty periods over

2010-2015; the studied mutual funds had the performance intervals of no less than five years. The analysis of data made use of multiple regression analysis.

The results of the analysis were as follows: First, based on the Sharpe and Treynor measures, the mutual fund under investigation of more than fifty percent did obtain the abnormal rates of return. Besides, the performance of the one hundred and thirty-three mutual funds had positive Jensen Alpha; similarly, for the Information Ratio, this indicated that the mutual fund managers had effective skills is the fund manager. Secondly, it was found that fund managers under the sample studied were successful in using the market timing strategy. Finally, this study found that most of the mutual fund managers were able to attain their abnormal return by adopting active portfolio management rather than the passive one.

**Keywords:** evaluation of the administration of investment, security selection prediction of market timing, mixed active portfolio with a passive portfolio approach

## บทนำ

ในปัจจุบัน ประเทศต่างๆ ได้พัฒนาเครื่องมือสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์พันธบัตรตลอดจนตราสารอนุพันธ์ และการเงินอื่น ๆ ที่มีมาตรฐานและมีความสะดวกแก่นักลงทุนทั่วไปเป็นอย่างมาก นักลงทุนประเภทบุคคลรายย่อยที่ไม่ต้องการจัดการลงทุนด้วยตนเอง หรือไม่มีความสามารถในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ และการลงทุนที่มีความสลับซับซ้อน สามารถเข้าถึงข้อมูลและทำการลงทุนได้ในหุ้นสามัญ พันธบัตร ตลอดจนตราสารหนี้ต่าง ๆ ได้โดยการตัดสินใจใช้บริการเรื่อง กองทุนรวม (Mutual Funds) กองทุนรวมทำหน้าที่รวบรวมเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างๆ เข้าด้วยกันเป็นกลุ่มก้อน และทำการซื้อขายหลักทรัพย์บนพื้นฐานของการบริหารจัดการในการลงทุนด้วยจำนวน

เงินดังกล่าวโดยผู้จัดการกองทุน (Fund Manager) เป็นผู้รับผิดชอบและได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน กองทุนรวมเป็นสถาบันการเงินสื่อกลาง ซึ่งให้บริการแก่นักลงทุนต่าง ๆ อย่างเป็นระบบและนักลงทุนทุกประเภทสามารถเข้าถึงตลาดทุนที่มีความซับซ้อนซึ่งผ่านกองทุนรวมโดยทางอ้อม ด้วยเหตุนี้กองทุนรวมจึงได้รับความนิยมจากนักลงทุนอย่างกว้างขวาง และธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทยต่าง ๆ เจริญรุดหน้าอย่างรวดเร็ว มูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนรวมประเภทต่างๆ ได้ขยายตัวเพิ่มขึ้นในอัตราสูงกว่าสถาบันการเงินอื่น ๆ ในประเทศไทย มูลค่าของสินทรัพย์ของกองทุนรวมทุกประเภท สูงถึง 3.8 ล้านล้านบาท (2557) ที่เดียว ดังภาพ 1.1



ภาพ 1.1 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิและอัตราการเติบโตของกองทุนรวม

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (ออนไลน์: [http://oldweb.aimc.or.th/21\\_overview\\_detail.php?nid=10&subid=0&ntype=2](http://oldweb.aimc.or.th/21_overview_detail.php?nid=10&subid=0&ntype=2))

เมื่อพิจารณาถึงกองทุนรวม โดยทั่วไป นักวิชาการจำแนกกองทุนชั้นพื้นฐานเป็นสองประเภท คือ กองทุนเปิด (Open end Funds) และกองทุนปิด (Closed-end Funds) กองทุนทั้งสองประเภทมีลักษณะที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ กองทุนเปิด หมายความว่า เมื่อนักลงทุนมีความประสงค์ที่จะซื้อหุ้น จากกองทุนเปิด กองทุนจะออกหุ้นให้แก่ นักลงทุนและ นำเงินจากการจำหน่ายหุ้นไปลงทุนในตลาด และเมื่อนักลงทุนรายใดประสงค์จะขายคืนหุ้นแก่กองทุนเปิด กองทุนจะทำการจำหน่ายหุ้นบางส่วน ของกองทุน และนำเงินไปใช้ในการรับซื้อหุ้นคืน ด้วยเหตุนี้จำนวนหุ้นในกองทุนเปิดจะมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ส่วนกองทุนปิด จะมีลักษณะแตกต่างจากกองทุนเปิด โดยคำนิยาม กองทุนปิด หมายถึง บริษัทจัดการลงทุน ซึ่งมีจำนวนหุ้นเป็นจำนวนคงที่ ซึ่งจะมีการซื้อและขายในตลาดหลักทรัพย์ จึงเห็นได้ว่าตลอดระยะเวลา จำนวนหุ้นของกองทุนมีความคงที่และไม่เปลี่ยนแปลง เป็นอันขาด เมื่อนักลงทุนต้องการจะซื้อหุ้นของ กองทุนปิด เขาจะสามารถซื้อจากนักลงทุนรายอื่น และ ถ้าหากนักลงทุนดังกล่าวต้องการจะขายหุ้น เขาจะต้อง ขายแก่นักลงทุนรายอื่นในตลาดหลักทรัพย์

ด้วยเหตุนี้ข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่างกองทุนเปิดและกองทุนปิดจึงอยู่ที่ว่ากองทุนปิดนั้นไม่ได้ทำหน้าที่ซื้อหรือขายหุ้นของกองทุน ทั้งนี้เพราะหุ้นของกองทุนปิดจะถูกนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น กองทุนเปิดจึงได้รับความนิยมจากนักลงทุนมากกว่า กองทุนปิด แท้จริงแล้วถ้าจะกล่าวให้ถูกต้อง เฉพาะ กองทุนเปิดเท่านั้นที่มีลักษณะเป็นกองทุนรวมที่แท้จริง

การลงทุนในกองทุนรวมได้รับความนิยมจาก นักลงทุนทุกระดับ ทั้งนี้เพราะกองทุนรวมให้ประโยชน์ ที่มีลักษณะเด่นพิเศษสามประการ ได้แก่ ประการแรก ได้ประโยชน์จากการกระจายการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยง (Diversification) คือ เมื่อนักลงทุนตัดสินใจ

ลงทุนในกองทุนรวม ผู้จัดการกองทุนจะนำเงินของนัก ลงทุนไปลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio of securities) ซึ่งจะช่วยกระจายการลงทุนบนพื้นฐาน Asset allocation ได้แก่ สัดส่วนการลงทุนในหุ้นสามัญ พันธบัตรและในตราสารการเงินระยะสั้น (อาทิตั๋วเงินคลัง) เป็นต้น การลงทุนกลุ่มหลักทรัพย์เหล่านี้จะช่วย ลดสถานะความเสี่ยงในการลงทุนทั้งสิ้น ประการที่สอง ได้รับประโยชน์จาก Economies of Scale ข้อนี้ หมายความว่าผู้จัดการกองทุนรวมต่าง ๆ มีการบริหารจัดการเงินลงทุนของนักลงทุนประเภทธรรมดาหรือนัก ลงทุนทั่วไปด้วยความเป็นมืออาชีพ มีประสบการณ์ มี ทักษะ และมีความเชี่ยวชาญในการตัดสินใจลงทุนใน กลุ่มหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดเพื่อให้ได้รับผลตอบแทน ในระดับสูง โดยที่นักลงทุนประเภทธรรมดาหรือนัก ลงทุนทั่วไปไม่มีความรู้ความชำนาญในการวิเคราะห์เพื่อ การลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติได้ ประการ สดท้าย นักลงทุนประเภทบุคคลธรรมดาสามารถรวม ลงทุนกับกองทุนรวมได้ด้วยจำนวนเงินที่ไม่สูงมากเกินไป และไม่เกินกำลังของบุคคลธรรมดาผู้มีรายได้ระดับ ปานกลางก็สามารถลงทุนในกองทุนรวมได้

คุณลักษณะเด่นพิเศษสามประการข้างต้นนี้ เป็นข้อได้เปรียบของกองทุนรวม ในการลงทุนกลุ่มหลัก ทรัพย์บนพื้นฐานของการกระจายการลงทุนเพื่อลด ความเสี่ยง (Portfolio diversification) ซึ่งข้อได้เปรียบ จากการลงทุนของกองทุนรวมต้องอาศัยผู้จัดการ กองทุนที่เป็นมืออาชีพ โดยที่ผู้จัดการจะต้องประยุกต์ ใช้กลยุทธ์ในการลงทุน อาทิกลยุทธ์เชิงรุก การคัดสรร หลักทรัพย์ (Security Selection) การพยากรณ์ สถานการณ์ของตลาดองค์กรรวมและทำการปรับเปลี่ยน กลุ่มหลักทรัพย์ในครอบครองให้มีสถานะความเสี่ยง สอดคล้องกับความเสี่ยงตลาดรวมเพื่อได้รับผล ตอบแทนในระดับสูงกว่าปกติ (Market Timing) ตลอดจน ข้อได้เปรียบเกี่ยวกับจำนวนเงินลงทุนในกองทุนรวม

ของนักลงทุนธรรมดาด้วยจำนวนที่ไม่สูงเกินไป ลักษณะทั้งหมดนี้เป็นเหตุผลประการแรกที่ทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาเพื่อประเมินผลการดำเนินการลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทย ในช่วงปี 2553-2557

เหตุผลประการที่สอง ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาวิเคราะห์ผลการตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุนรวมในประเทศไทย เนื่องจากเป้าหมายกองทุนรวมส่วนใหญ่ กำหนดเป้าหมายว่าจะดำเนินการบริหารจัดการในการลงทุนด้วยกลยุทธ์ Security Selection และกลยุทธ์ Market Timing โดยมุ่งเน้นที่จะได้รับผลตอบแทนในลักษณะที่ "Beat the Market" หมายความว่าผู้จัดการกองทุนที่สามารถ "Beat the Market" จะต้องบริหารจัดการการลงทุนซึ่งได้รับอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนอื่น ๆ ที่มีสถานะความเสี่ยงระดับเดียวกัน (Jordan, Miller and Dolvin, 2012 : 224) ในสถานการณ์ที่เป็นจริง ผู้จัดการกองทุนจะสามารถบริหารจัดการในการลงทุนเพื่อบรรลุผลดังกล่าว แต่ทั้งนี้การที่จะนำเงินไปลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนในระดับที่ "Beat the Market" ใช่ว่าจะกระทำได้ง่าย ทั้งนี้เพราะสภาพการณ์ของตลาดหุ้น เป็นตลาดหุ้นที่ตั้งอยู่บนพื้นฐานของดุลยภาพ หรือเรียกว่าตลาดหุ้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market)

จากการศึกษาตามแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์ บางสำนัก โดยเฉพาะ Fama (1972) Brown and Reilly (2009 : 152) Bodie, Kane & Marcus (2011 : บทที่ 11) มีทัศนะว่าตลาดหุ้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ เรียกว่า Efficient market hypothesis (EMH) ภายใต้แนวคิดดังกล่าว ในตลาดหุ้นที่มีประสิทธิภาพซึ่งราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ จะปรับตัวอย่างรวดเร็วตาม

ภาวะของข้อมูลใหม่ และผลก็คือราคาหลักทรัพย์ที่เป็นอยู่ในขณะใดขณะหนึ่งจะสะท้อนถึง ข้อมูลต่าง ๆ อย่างครบถ้วนสมบูรณ์ "In an efficient market, security prices adjust rapidly to the injection of new information and therefore, current security prices fully reflect all available information." (Brown and Reilly, 2009 : 152)

ภายใต้สถานการณ์ของตลาดหุ้นที่มีคุณลักษณะอันประกอบด้วยภาวะดุลยภาพ หรือมีประสิทธิภาพ ผู้จัดการกองทุนรวมควรจะใช้กลยุทธ์ในการลงทุนและบริหารจัดการกลุ่มหลักทรัพย์อย่างไรจึงจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับที่คาดหวังไว้ ประเด็นนี้เป็นเหตุผลสำคัญในการประเมินผลการบริหารจัดการในการลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทย ยิ่งกว่านั้นในช่วงสองทศวรรษเศษ กองทุนรวมประเภทต่าง ๆ ในประเทศไทยได้รับการพัฒนาและมีความเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว โดยจำนวนกองทุนรวมมีจำนวนเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก และกลยุทธ์แห่งการบริหารจัดการในการลงทุนรวมมีความหลากหลาย แต่ยังไม่มียานวิจัยที่ทุ่มเทความสนใจในการประเมินผลของการจัดการในการลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทยด้วยกลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ (Mix Active Portfolio With Passive Portfolio) ดังนั้นผู้วิจัยจึงจะพยายามศึกษาวิเคราะห์และแสดงงานวิจัยในส่วนที่คาบเกี่ยวกับการบริหารจัดการการลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทย เป็นกรณีพิเศษ เพราะการประเมินผลการบริหารจัดการในการลงทุนของกองทุนรวมมีความสำคัญต่อผลประโยชน์ของนักลงทุนประเภทรายย่อยต่อคุณภาพของกองทุนรวมในฐานะที่เป็นสถาบันการเงินชั้นแนวหน้าของประเทศอีกด้วย

## วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อเป็นการดำเนินค้นหาคำตอบของคำถามการวิจัยที่กำหนดไว้ ผู้วิจัยได้กำหนดวัตถุประสงค์การวิจัย เพื่อที่จะดำเนินการดังนี้

1. เพื่อประเมินผลการบริหารจัดการของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยประยุกต์ใช้มาตรวัดการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio มาตรวัด Treynor มาตรวัด Jensen's Alpha และมาตรวัด Treynor-Black

2. เพื่อประเมินผลการบริหารจัดการของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยประยุกต์ใช้มาตรวัดการพยากรณ์ภาวะตลาดเพื่อปรับกลุ่มหลักทรัพย์ในการลงทุน (Market Timing) ภายใต้ตัวแบบ Treynor and Mazuy และ Henriksson and Merton

3. เพื่อศึกษาผลการวิเคราะห์การบริหารจัดการการลงทุนของผู้จัดการกองทุนรวมในประเทศไทยภายใต้การประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุกเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เชิงรับในบริบทของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระดับสูงกว่าปกติ (abnormal return) ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black

## วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ ข้อมูล NAV (Net Asset Value) รายเดือนของกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิดในประเทศไทยที่ได้จดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) มีอายุจัดตั้งมาแล้วไม่ต่ำกว่า 5 ปี และปัจจุบันยังดำเนินกิจการอยู่ จำนวนทั้งสิ้น 200 กองทุน (ข้อมูลจากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน) วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติ Multiple Regression Analysis ช่วงที่ใช้ในการศึกษาคือ ช่วงตั้งแต่ปี มกราคม 2553 - ธันวาคม 2557

## เครื่องมือในการวิเคราะห์

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ที่เปรียบเทียบมาตรวัดการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection)

1. มาตรวัด Sharpe measure แสดงตัวแปรเชิงปริมาณดังนี้

$$SM = \frac{(\bar{r}_p) - r_f}{\sigma_p}$$

โดยที่  $r_p$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม,  $r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง  $\sigma_p$  คือ ความเสี่ยงหรือเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวม

มาตรวัดนี้จะบอกถึงประสิทธิภาพของกองทุนรวม โดยทำการเปรียบเทียบกับตลาด  $\frac{\bar{r}_m - r_f}{\sigma_m}$

ถ้าผลของ SM มากกว่าตลาดจะบ่งบอกถึงกองทุนมีประสิทธิภาพสูงกว่าตลาด

2. มาตรวัด Treynor measure

$$TM = \frac{(\bar{r}_p) - r_f}{\beta_p}$$

โดยที่  $r_p$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม,  $r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง  $\beta_p$  คือ ค่าเบต้า หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม

มาตรวัดนี้จะบอกถึงประสิทธิภาพของกองทุนรวม โดยทำการเปรียบเทียบกับตลาด  $\frac{\bar{r}_m - r_f}{\beta_m}$

ถ้าผลของ TM มากกว่าตลาดจะบ่งบอกถึงกองทุนมีประสิทธิภาพสูงกว่าตลาด

3. มาตรวัด Jensen's Alpha

$$r_p = \alpha_p + r_f + \beta_p (r_m - r_f)$$

โดยที่  $r_p$  คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังของกองทุนรวม,  $r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล,  $\alpha_p$  คือ ผลการดำเนินการเทียบกับผลตอบแทนของ CAPM,  $\beta_p$  คือ ค่าเบต้า หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม,  $r_m$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด

4. มาตรการ Treynor-Black (Information ratio)

$$\frac{\alpha_A}{\sigma(e_A)}$$

โดยที่  $\alpha_p$  คือ ผลการดำเนินการเทียบกับผลตอบแทนของ CAPM,  $\sigma_{(ep)}$  คือ ความเสี่ยงนอกระบบ

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานผู้จัดการกองทุน โดยประยุกต์ใช้มาตรการคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) ภายใต้มาตรการ Jensen's และมาตรการ Treynor-Black

1. ตัวแบบ Treynor - Mazuy จากสูตร

$$r_p - r_f = a + b(r_m - r_f) + c[(r_m - r_f)^2] + e_p$$

โดยที่  $r_p - r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้จัดการกองทุนรวมควรจะได้รับ,  $a$  คือ ค่าคงที่,  $b$  คือ สัมประสิทธิ์ของค่าพรีเมียมของตลาด,  $c$  คือ สัมประสิทธิ์ของค่าพรีเมียมของตลาดยกกำลังสอง

ตัวแบบนี้ชี้ให้เห็นว่าถ้าหากสัมประสิทธิ์  $c$  มีค่าเป็นบวก จะแสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมสามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์ market timing อย่างมีประสิทธิภาพ

2. ตัวแบบ Henriksson - Merton จากสูตร

$$r_p - r_f = a + b(r_m - r_f) + d(r_m - r_f)D + e_p$$

โดยที่  $r_p - r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้จัดการกองทุนรวมควรจะได้รับ,  $a$  คือ ค่าคงที่,  $b$  คือ สัมประสิทธิ์ของค่าพรีเมียมของตลาด,  $D$  คือ ตัวแปรหุ่น

ตัวแบบนี้เห็นว่า  $D$  เป็นตัวแปรดัมมี่ (dummy variable) ถ้าหาก จะกำหนด  $D = 1$  และถ้าหาก  $r_m < r_f$  จะกำหนด  $D = 0$  หากสัมประสิทธิ์เป็นบวกจะบ่งชี้ว่าผู้จัดการกองทุนรวมสามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์ market timing ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ส่วนที่ 3 กลยุทธ์เชิงรุกเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เชิงรับ ภายใต้ตัวแบบ Treynor-Black

1. สัดส่วนดุลยภาพของหลักทรัพย์

$$W_i = \frac{\alpha_i / \sigma_{(ei)}^2}{\sum_{i=1}^n \frac{\alpha_i}{\sigma_{(ei)}^2}}$$

2. ค่าสัมประสิทธิ์แอลฟาของกลุ่มหลักทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่าง

$$\alpha_A = \sum w_i \alpha_i$$

3. สัมประสิทธิ์เบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก

$$\beta_A = \sum w_i \beta_i$$

4. ค่าแปรปรวนนอกระบบของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก  $\sigma_{(eA)}^2 = \sum w_i^2 \sigma_{(ei)}^2$

5. สัดส่วนระหว่างหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบระดับดุลยภาพของกลุ่มหลักทรัพย์

$$W_0 = \frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}^2} = \frac{\alpha_A}{\frac{E(R_M)}{\sigma_M^2}}$$

6. สัดส่วนระดับดุลยภาพของน้ำหนักในกลุ่มหลักทรัพย์  $W_A^* = \frac{W_0}{1 + (1 - \beta_A) W_0}$

7. จำแนกกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรับ กับกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกโดยมาตรวัด

$$S_p^2 = \left[ \frac{R_m}{\sigma_m} \right]^2 + \left[ \frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}} \right]^2$$

## สรุปผลการวิจัย

**ตอนที่ 1 การวิเคราะห์เปรียบเทียบมาตรวัด การคัดสรรหลักทรัพย์ (Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ มาตรวัด Treynor**

ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนรวมกับผลตอบแทนทางตลาดภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio จากกลุ่มตัวอย่าง 200 กองทุน พบว่า กองทุนรวมส่วนใหญ่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ จำนวน 110 กองทุน เป็นร้อยละ 55 ในกลุ่มตัวอย่างจะยกนำมาแสดง 10 กองทุน ซึ่งได้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดจากมากไปหาน้อย ได้แก่ กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ปทุมแก้วหน้า เฟล็กซีเบิล, กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี อินเวสต์ เอเชีย อินฟราสตรัคเจอร์ ฟันด์, กองทุนเปิดสินชญา, กองทุนเปิดนครหลวงไทย, กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี โกลบอล ออฟฟอร์ทูนิตี้ บอนด์ ฟันด์, กองทุนเปิดชนชาติเสถียรทรัพย์ปันผล, กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์ 2, กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี-บีที อินคัมโกรทฟันด์, กองทุนเปิดสินชญา โฉมแปด และ กองทุนเปิดชนชาติชนสาร เป็นต้น ส่วนกองทุนอีกจำนวน 90 กองทุน ไม่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ จะขอยกนำมาแสดง 10 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดไทยพาณิชย์สะสมทรัพย์ตราสารหนี้, กองทุนเปิดทหารไทยธนบดีเพื่อการเลี้ยงชีพ, กองทุนเปิดไทยพาณิชย์เกษียณสุข (ตราสารหนี้), กองทุนเปิดเคตราสารรัฐระยะสั้น, กองทุนเปิดบัวหลวงธนทวี, กองทุนเปิด ตราสารการเงินคุณค่า เพื่อการเลี้ยงชีพ, กองทุนเปิดกรุงศรีตราสารเงิน, กองทุนเปิด ทีสโก้ พันธบัตร

ระยะสั้น, กองทุนเปิด อเบอร์ดีน แคช ครีเอชั่น และ กองทุนเปิดทหารไทยธนบดี เป็นต้น ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนรวมกับผลตอบแทนทางตลาด ส่วนผลการวิเคราะห์ภายใต้มาตรวัด Treynor Measure  $TM = \frac{E(R_m)-R_f}{B_p}$  กับ  $\frac{E(R_m)-R_f}{B_m}$

จากกลุ่มตัวอย่าง 200 กองทุน พบว่า กองทุนส่วนใหญ่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดจำนวน 145 กองทุน เป็นร้อยละ 72.50 ในกลุ่มตัวอย่างจะยกนำมาแสดง 10 กองทุน ซึ่งได้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดจากมากไปหาน้อย ได้แก่ กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี อินเวสต์ เอเชีย อินฟราสตรัคเจอร์ ฟันด์, กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี โกลบอล ออฟฟอร์ทูนิตี้ บอนด์ ฟันด์, กองทุนเปิดทหารไทยธนบดีเพื่อการเลี้ยงชีพ, กองทุนเปิดตราสารการเงินคุณค่า เพื่อการเลี้ยงชีพ, กองทุนเปิดกรุงไทยตราสารหนี้เพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF2), กองทุนเปิดไทยพาณิชย์สะสมทรัพย์ตราสารหนี้, กองทุนเปิดสินชญา โฉมแปด, กองทุนเปิดสินชญา, กองทุนเปิด อเบอร์ดีน แคช ครีเอชั่น และกองทุนเปิดเค ตราสารรัฐระยะสั้น เป็นต้น ส่วนกองทุนอีกจำนวน 55 กองทุน ไม่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ จะขอยกนำมาแสดง 10 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี สมาร์ท ฟิกซ์ อินคัม, กองทุนเปิดชนชาติชนสาร, กองทุนเปิดกรุงศรีตราสารหนี้ระยะกลางปันผล, กองทุนเปิดวรรณเอ็ม โกลบอล เฟล็กซีเบิล ฟันด์, กองทุนเปิดทหารไทย ธนไพศาล, กองทุนเปิดแอสเซทพลัสสินปอนโกรท, กองทุนเปิดเอกตราสารหนี้คิงกำไร, กองทุนเปิดวรรณ อีคิวตี้ฟันด์ (คอร์ปอเรท 14), กองทุนเปิดวรรณ เอเอ็ม โกลบอล บอนด์ และกองทุนเปิดชนชาติพันธบัตรเพื่อการเลี้ยงชีพ เป็นต้น

สำหรับผลการวิเคราะห์ระหว่าง Sharpe Ratio กับ Treynor Measure มีกองทุนที่มีความสอดคล้องกัน คือ สูงกว่าตลาดเช่นเดียวกัน มีจำนวน

102 กองทุน และต่ำกว่าตลาดเช่นเดียวกัน มีจำนวน 47 กองทุน

### ตอนที่ 2 การวิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานผู้จัดการกองทุน โดยประยุกต์ใช้มาตรวัดการคัดสรรหลักทรัพย์ ((Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Jensen's และมาตรวัด Treynor-Black

การวิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานผู้จัดการกองทุน โดยประยุกต์ใช้มาตรวัดการคัดสรรหลักทรัพย์ ((Security Selection) ภายใต้มาตรวัด Jensen's ส่วนใหญ่กลุ่มตัวอย่าง 200 กองทุน มีค่า  $\alpha$  (แอลฟา) เป็นบวก จำนวน 133 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 66.50 แสดงถึงผลการดำเนินงานผู้จัดการกองทุนสามารถใช้ทักษะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติหรือสูงกว่าระดับดุลยภาพ (abnormal return) และมีค่า  $\alpha$  (แอลฟา) เป็นลบ จำนวน 67 คน คิดเป็นร้อยละ 33.50 แสดงผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนไม่ได้ใช้ทักษะในการบริหารกองทุน เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด

สำหรับการวิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานผู้จัดการกองทุน โดยประยุกต์ใช้มาตรวัด Treynor-Black พบว่า อัตราส่วนระหว่างค่าแอลฟา ( $\alpha_p$ ) กับความเสี่ยงนอกระบบ  $\sigma_{ep}$  มีค่าส่วนเกินจากอัตราส่วน IR (Information Ratio) เป็นบวก จำนวน 133 กองทุน และมีค่าเป็นลบ จำนวน 67 กองทุน ซึ่งสอดคล้องกับมาตรวัด Jensen's ภายใต้มาตรวัด Treynor-Black ค่าอัตราส่วน IR ยิ่งสูงการคัดสรรหลักทรัพย์ (security selection) จะยิ่งมีประสิทธิภาพ (Super performance) โดยอัตราส่วน IR เป็นบวก จำนวน 133 กองทุน มีบทบาทสำคัญมากที่จะประเมินผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนรวม ที่จะนำไปใช้กำหนดกลยุทธ์เชิงรุก (Active) หรือจะใช้กลยุทธ์เชิงรับ (Passive) ซึ่งผู้วิจัยจะได้นำเสนอเพื่อประเมินประเด็นนี้ในหัวข้อต่อไป

### ตอนที่ 3 การพยากรณ์ภาวะตลาดเพื่อปรับกลุ่มหลักทรัพย์ในการลงทุน (Market Timing) ภายใต้ตัวแบบ Treynor and Mazuy และตัวแบบ Henriksson and Merton

ภายใต้ตัวแบบ Treynor and Mazuy เพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะตลาด (Timing Ability) จากการวิเคราะห์ พบว่า มีกองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะ (Timing Ability) มีค่าเป็นบวก หรือบ่งบอกว่าผู้จัดการกองทุนสามารถใช้กลยุทธ์ Market timing เป็นผลสำเร็จได้ จำนวน 105 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 64.81 กองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์มากเป็นอันดับที่ 1 มีค่าเท่ากับ .1576 คือกองทุนเปิดสินนิญ โยแบด อันดับที่ 2 กองทุนเปิดสินชฎา มีค่าเท่ากับ .1381 อันดับที่ 3 กองทุนเปิดนครหลวงไทย มีค่าเท่ากับ .0930 อันดับที่ 4 กองทุนเปิดนครหลวงไทย สอง มีค่าเท่ากับ .0688 อันดับที่ 5 กองทุนเปิดตะวันออกหนึ่ง มีค่าเท่ากับ .0556 อันดับที่ 6 กองทุนเปิดสแตงค์แดงสอง มีค่าเท่ากับ .0523 อันดับที่ 7 กองทุนเปิดตรงข้ามทวีป 2 มีค่าเท่ากับ .0488 อันดับที่ 8 กองทุนเปิด ไทย บาลานซ์ฟันด์ มีค่าเท่ากับ .0389 อันดับที่ 9 กองทุนเปิดเค โกลบอล แอลโลเคชั่น มีค่าเท่ากับ .0385 และอันดับที่ 10 กองทุนเปิดไทย อิค วิตีฟันด์ บันผล มีค่าเท่ากับ .0308 กองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะ (Timing Ability) มีค่าเป็นลบ หรือผู้จัดการกองทุนไม่สามารถใช้กลยุทธ์ Market timing ไม่เป็นผลสำเร็จ จำนวน 57 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 35.19 กองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์น้อยที่สุด มีค่าเท่ากับ -0.0602 คือกองทุนเปิดเอ็มเอฟซี อินเวสต์ เอเชีย อินฟราสตรัคเจอร์ ฟันด์ เมื่อแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลต่างของอัตราผลตอบแทนของตลาดกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล พบว่ามีค่าสถิติ F มี

ค่าอยู่ในระดับสูง ซึ่งแสดงว่าสัมประสิทธิ์  $\beta$  และสัมประสิทธิ์ C จากสมการถดถอยแบบไม่เป็นเชิงเส้น (Non-linear Regression) มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับสถิติ F

ภายใต้ตัวแบบ Herison เพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะตลาด (Timing Ability) จากการวิเคราะห์ พบว่า มีกองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะ (Timing Ability) มีค่าเป็นบวกหรืออีกนัยผู้จัดการกองทุนสามารถใช้กลยุทธ์ Market timing เป็นผลสำเร็จได้ จำนวน 103 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 63.58 กองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์มากเป็นอันดับที่ 1 มีค่าเท่ากับ 3.5474 คือกองทุนเปิดสินนิญญแปด อันดับ 2 กองทุนเปิดสินชฎามีค่าเท่ากับ 2.7543 อันดับ 3 กองทุนเปิดนครหลวงไทย มีค่าเท่ากับ 1.9060 อันดับ 4 กองทุนเปิดธนาตราสารหนี้เพื่อการเลี้ยงชีพ มีค่าเท่ากับ 1.4303 อันดับ 5 กองทุนเปิดนครหลวงไทย สองมีค่าเท่ากับ 1.2536 อันดับ 6 กองทุน เปิดตะวันออกหนึ่ง มีค่าเท่ากับ 1.0850 อันดับ 7 กองทุน เปิดรวงข้าวทวีผล 2 มีค่าเท่ากับ 1.0623 อันดับ 8 ไทย อีควิตี้ฟันด์ ปันผล มีค่าเท่ากับ .8835 อันดับ 9 กองทุนเปิดสแตงค์แดงสอง มีค่าเท่ากับ .8674 และอันดับ 10 กองทุนเปิดไทย บาลานซ์ฟันด์ มีค่าเท่ากับ .7595 ส่วนกองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะ (Timing Ability) มีค่าเป็นลบหรืออีกนัยว่าผู้จัดการกองทุนไม่สามารถใช้กลยุทธ์ Market timing ไม่เป็นผลสำเร็จ จำนวน 59 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 36.42 กองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์น้อยที่สุด มีค่าเท่ากับ -1.2036 คือกองทุนเปิดเอ็มเอฟซี อินเวสต์ เอเชีย อินฟราสตรัคเจอร์ ฟันด์ และเมื่อแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลต่างของอัตราผลตอบแทนของตลาดกับอัตราพันธบัตรรัฐบาลของทุกกองทุนจะพบว่ามีความสำคัญของค่าสถิติ f ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05 เมื่อแสดง

ความสัมพันธ์ระหว่างผลต่างของอัตราผลตอบแทนของตลาดกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล พบว่ามีค่าสถิติ F มีค่าอยู่ในระดับสูง ซึ่งแสดงว่าสัมประสิทธิ์  $\beta$  และสัมประสิทธิ์ D จากสมการถดถอยแบบไม่เป็นเชิงเส้น (Non-linear Regression) มีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งสอดคล้องกับสถิติ F

#### ตอนที่ 4 การวิเคราะห์กลยุทธ์เชิงรุกกับกลยุทธ์เชิงรับ (Combining Active Portfolio With Passive Portfolio) ภายใต้มาตรวัด Sharpe Ratio และ มาตรวัด Treynor- Black ratio

ผู้วิจัยจะคำนวณค่าของมาตรวัด Sharpe ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการภายใต้ active portfolio เปรียบเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ประเภท passive portfolio ซึ่งภายใต้ตัวแบบ Treynor-Black กำหนดว่า มาตรวัด Sharpe ยกกำลังสองของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการในระดับดุลยภาพภายใต้นโยบายเชิงรุก (active portfolio) จะมีความสูงกว่ามาตรวัด Sharpe ที่บริหารจัดการภายใต้นโยบายเชิงรับด้วยขนาดเท่ากับค่ากำลังสองของอัตราส่วน information ratio ของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุก ดังนี้

$$S_p^2 = \left[ \frac{R_m}{\sigma_m} \right]^2 + \left[ \frac{\alpha_A}{\sigma_{(eA)}} \right]^2$$

แทนค่า

$$S_p^2 = \left[ \frac{.01423}{.04832} \right]^2 + \left[ \frac{-0.0098897}{0.00061754} \right]^2$$

$$= 0.0868 + 256.4724 = 256.4734$$

มาตรวัดชาร์พ  $S_p = \sqrt{256.4734} = 16.02$

ดังนั้น จะเห็นได้ว่า มาตรฐาน Sharpe ของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกมีค่า 16.02 เป็นค่าที่สูงกว่ามาตรฐาน Sharpe ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารจัดการด้วยกลยุทธ์เชิงรับ ซึ่งในกรณีหลังค่าของ Sharpe จะเป็นเพียง

$$\frac{ER_m - r_f}{\sigma_m} = \frac{.01423}{.04831} = 0.2945$$

กล่าวโดยสรุป การที่ผู้จัดการกองทุนรวมมีความสามารถบริหารจัดการการลงทุนทำให้มาตรฐาน Sharpe มีค่าสูงที่สุดได้ จึงบ่งชี้ว่า กองทุนนั้นจะต้องทำให้อัตราส่วน Information ratio  $\frac{\alpha}{\sigma_{(eA)}}$  ของกลุ่มหลักทรัพย์เชิงรุกมีค่าในระดับสูงนั่นเอง ดังนั้น กองทุนรวม 200 กองทุน มีการบริหารเชิงรุกมากกว่าเชิงรับ

จากผลการวิเคราะห์อัตราส่วน IR และกลยุทธ์เชิงรุก ผลปรากฏว่า ในการศึกษา 200 กองทุน จะถือว่าการบริหารจัดการกองทุนด้วยกลยุทธ์เชิงรุกเทียบเป็นสัดส่วนร้อยละ 90 ส่วนเชิงรับผู้จัดการกองทุนจะดำเนินการตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้สัดส่วนร้อยละ 10 เท่านั้น ซึ่งข้อนี้จะพิจารณาจากค่าอัตราส่วน Sharpe Ratio ยกกำลัง 2 ซึ่งเทียบเป็นร้อยละ 160.70 เมื่อเทียบกับ Sharpe เชิงรับ ร้อยละ 29.45 เท่านั้น

## อภิปรายผล

ในปี จ จุ บั น เบ็ น ที่ ย อ ม ร ับ กั น ข อ ง นักวิชาการว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพภายใต้ Efficient market hypothesis ซึ่งปัญหาี้หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนที่มีทักษะจะสามารถบริหารจัดการกองทุนเพื่อได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติ (abnormal return) ได้หรือไม่ จากการศึกษานักวิชาการต่างประเทศที่สนับสนุนแนวคิดเกี่ยวกับตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ พบว่าการจัดการกองทุนรวมที่ยอมรับกลยุทธ์เชิงรับบนพื้นฐานของการเลียนแบบ

ดัชนีหลักทรัพย์ เช่น Wilshire 5000 (ดัชนีตลาดของสหรัฐอเมริกา) จะสามารถได้รับผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนที่ใช้กลยุทธ์เชิงรุก ซึ่งแนวคิดนี้มีนักวิชาการบางกลุ่มไม่เห็นด้วยโดยแสดงหลักฐานยืนยันว่ากองทุนรวมบางประเภทที่ยอมรับกลยุทธ์เชิงรุกสามารถบริหารจัดการกองทุนในลักษณะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติอย่างคงเส้นคงวา โดยทั่วไปการวัดผลตอบแทนและความเสี่ยงเกี่ยวกับเครื่องมือที่ใช้เป็นมาตรฐานการดำเนินงานของกองทุน (bench mark) จะมีลักษณะแตกต่างกันไปเช่น ผลงานของ Malkiel<sup>1</sup> เป็นผลงานวิจัยที่สำคัญชิ้นหนึ่งที่บ่งชี้ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกาช่วงปี 1971-1991 มีผลค่าแอลฟาในรูปของการแจกแจงในปกติ ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเป็นค่าลบส่วนใหญ่ และไม่มีนัยสำคัญเชิงสถิติ นั้นหมายความว่าบริหารจัดการกองทุนรวมผู้จัดการไม่สามารถใช้ทักษะให้ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติได้

<sup>1</sup>Burton G. Malkiel, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991," *Journal of Finance* 50 (June 1995), pp. 549-72. Reprinted by permission of the publisher, Blackwell Publishing, Inc.

อีกปัญหาสำคัญประการหนึ่งของการตีความหมายของค่า Jensen alpha อยู่ที่ว่าดัชนีหลักทรัพย์ที่ใช้อาจจะไม่เป็นมาตรฐานที่สมบูรณ์พอที่จะใช้ประเมินผลตอบแทนของกองทุนรวมได้ในทางปฏิบัติกองทุนรวมส่วนใหญ่จะบริหารจัดการกองทุนด้วยการลงทุนในหุ้นของบริษัทขนาดเล็กแต่ดัชนีหลักทรัพย์เป็นองค์ประกอบของบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้น การใช้วิธีวัดดังกล่าวอาจจะไม่ถูกต้องกับสภาพของกองทุนรวม เครื่องมือที่ใช้เป็น

มาตรวัดที่เหมาะสมของกองทุนรวมควรจะเป็นดัชนีหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของบริษัทขนาดย่อมจะเหมาะสมกว่าความสำคัญของเครื่องมือที่ใช้เป็นมาตรวัดการดำเนินงานของกองทุน (bench mark) อาจจะได้จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ขนาดย่อมในปีต่าง ๆ ข้อมูลปรากฏว่า ในระยะ 20 ปี ระหว่าง ค.ศ 1945

ถึง ค.ศ. 1964 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ขนาดย่อม ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าดัชนีหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ประมาณ ร้อยละ 4 ต่อปี และในช่วงระยะหลัง 20 ปี ระหว่าง 1965-1984 หุ้นของบริษัทขนาดเล็กได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนจากดัชนีหลักทรัพย์ถึงร้อยละ  $10^2$  จึงเป็นที่ประจักษ์ว่าผลตอบแทนของกองทุนรวมในช่วงระยะดังกล่าวอยู่ในลักษณะต่ำ ทั้งนี้ไม่ใช่เป็นเพราะผู้จัดการกองทุนรวมไม่มีประสิทธิภาพในการคัดสรรหลักทรัพย์ แต่เป็นเพราะกองทุนรวม เมื่อพิจารณาเป็นกลุ่มมักจะลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กมากกว่า ในปัจจุบันกองทุนรวมส่วนใหญ่จะพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่คำนึงถึงความเสี่ยง risk-adjusted return และลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดย่อม จึงได้รับผลตอบแทนในเกณฑ์สูงกว่าที่ผ่านมาทั้งหมดนี้ความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมนี้จะขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการคัดสรรหลักทรัพย์ (Stock-picking ability) ในการวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดแนวความคิดออกเป็น 3 รูปแบบ

1. เป็นการวิจัยอัตราผลตอบแทนของการบริหารจัดการกองทุนรวมบนพื้นฐานของมาตรวัด Sharpe Ratio มาตรวัด Treynor มาตรวัด Jensen's

Alpha และมาตรวัด Treynor-Black ซึ่งทั้งหมดนี้เป็นมาตรวัดที่มีทฤษฎีการลงทุนรองรับและเป็นอัตราผลตอบแทนที่ปรับกับความเสี่ยง เพราะฉะนั้นการวิเคราะห์จะมีลักษณะค่อนข้างตรงไปตรงไปมากกว่า ประการแรกมาตรวัด Sharpe Ratio มาตรวัดนี้ได้นำถึง Risk premium ปรับกับความเสี่ยงของกลุ่มทรัพย์ ซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานการวิเคราะห์ตามทฤษฎี Capital Market Line ผลการศึกษาวิจัยนี้พบว่ากองทุนรวมส่วนใหญ่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ จำนวน 110 กองทุน ส่วนอีกจำนวน 90 กองทุนไม่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ ประการที่สองมาตรวัด Treynor มีลักษณะคล้ายกับมาตรวัด Sharpe Ratio ต่างกันตรง Risk premium ปรับลดด้วยความเสี่ยงในระบบ คือ เบต้า ทั้งสองมาตรวัดนี้ จึงพิจารณาอัตราผลตอบแทน ซึ่งคำนึงถึงอัตราผลตอบแทนที่ปรับลดด้วยสภาพความเสี่ยง ผลการวิจัยนี้พบว่า กองทุนส่วนใหญ่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาด จำนวน 145 กองทุน ส่วนอีก

<sup>2</sup>Zvi Bodi, Alex Kane and Alan J. Marcus. 2002. Investments. (McGraw-hill-Irwin), pp. 369-370. จำนวน 55 กองทุน ไม่สามารถได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ ประการที่สาม Jensen alpha ตั้งบนพื้นฐานอยู่บนทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model)  $R_p - R_f = \alpha + \beta_p (R_m - R_f)$  โดยปกติอัตราผลตอบแทนบนพื้นฐานของทฤษฎี CAPM เป็นอัตราผลตอบแทนมีลักษณะดุลยภาพ ดังนั้น กองทุนรวมที่ได้รับค่า Jensen alpha เป็นบวก จะแสดงว่าได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติ (Abnormal return) จากผลการศึกษางานวิจัยนี้ จากกลุ่มตัวอย่าง 200 กองทุน ได้รับค่า  $\alpha$  (แอลฟา)

เป็นบวก จำนวน 133 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 66.50 แสดงถึงผลการดำเนินงานผู้จัดการกองทุนสามารถใช้ทักษะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติหรือสูงกว่าระดับดูสภาพ (abnormal return)

ส่วนกองทุนที่ได้รับค่า  $\alpha$  (แอลฟา) เป็นลบมีจำนวน 67 กองทุน เทียบเป็นร้อยละ 33.50 แสดงผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนไม่ได้ใช้ทักษะในการบริหารกองทุนเพื่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุด จึงสรุปได้ว่ากองทุนที่นำมาศึกษาด้วยกลุ่มตัวอย่าง 200 กองทุนนั้น กองทุนรวมส่วนใหญ่สามารถได้รับผลตอบแทนสูงปกติ ซึ่งเป็นข้อขัดแย้งของ Elton<sup>3</sup>, E.E., Gruber, M.J., Das, S., Hlavka, M. (1993) ซึ่งสรุปว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มกองทุนรวมประเภท Equity funds ส่วนใหญ่ในสหรัฐมีค่า  $\alpha_s$  เป็นลบทั้งสิ้น แสดงว่ากองทุนรวมไม่สามารถได้รับผลตอบแทน ทัดเทียมกับอัตราผลตอบแทนของตลาดได้ กล่าวคือผู้จัดการกองทุนไม่มีทักษะในการบริหารกองทุนรวม จากข้อขัดแย้งนี้เป็นการพิสูจน์เชิงประจักษ์ได้ว่า การบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยมากกว่าร้อยละ 60 สามารถได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติ คือ beat the market ได้

2. การบริหารจัดการกองทุนบนพื้นฐานของนโยบาย market timing หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนจะพิจารณาการปรับตัวของตลาดในกรณีที่สถานะตลาดเป็นขาขึ้น (bull market) ผู้จัดการกองทุนจะตัดสินใจลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัมประสิทธิ์เบต้า (ความเสี่ยงในระบบ) สูงกว่าปกติ ในทางตรงกันข้าม เมื่อสถานการณ์ของตลาดบ่งชี้ว่าเป็นตลาดขาลง (bear market) ผู้จัดการกองทุนจะตัดสินใจลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าต่ำ เพื่อจะได้รับผลตอบแทนอย่างเหมาะสมหรือหลีกเลี่ยงผลขาดทุน

ในระดับหนึ่ง ผลการศึกษาในการวิจัยนี้ปรากฏว่า จากกลุ่มตัวอย่าง 200 กองทุน ผู้จัดการกองทุนสามารถประยุกต์ใช้นโยบาย market timing ได้เป็นผลสำเร็จ ซึ่งหมายถึงได้รับผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่าปกติ คือ beat the market ทั้งนี้เมื่อพิจารณาสองลักษณะด้วยกัน คือลักษณะที่ (1) เป็นตัวแบบ Treynor - Mazuy  $r_p - r_f = \alpha + \beta (r_m - r_f) + c(r_m - r_f)^2 + e_p$  หากสัมประสิทธิ์  $c$  ของเทอมกำลังสองมีค่าเป็นบวก จะบ่งชี้ว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีทักษะในการประยุกต์ใช้ Market timing ได้เป็นผลสำเร็จ ในการวิจัยนี้ผลทดสอบพบว่า ผู้จัดการกองทุนสามารถใช้<sup>3</sup> Elton, E.E., Gruber, M.J., Das, S., Hlavka, M. "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolio". Review of Financial Studies. (6) (1993) : 1-22. กลยุทธ์ Market timing เป็นผลสำเร็จได้ จำนวน 105 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 64.81 ลักษณะที่ (2) เป็นตัวแบบ Henriksson-Merton โดยสมการ  $r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p (r_m - r_f) + d_p (r_m - r_f) + e_p$  จากเงื่อนไขที่ว่าสัมประสิทธิ์ เป็นบวกจะบ่งชี้ว่าผู้จัดการกองทุนรวมสามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์ market timing ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผลการวิจัยพบว่า มีกองทุนที่มีค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถเกี่ยวกับจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะ (Timing Ability) มีค่าเป็นบวก จำนวน 103 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 63.58 ของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา ซึ่งขัดแย้งกับ Chang<sup>4</sup>, Eric C., and Wilbur G. Lewellen, (1984) ในงานวิจัยนี้ Chang และ Lewellen ใช้วิธีทดสอบความสามารถของผู้จัดการกองทุนรวมต่าง ๆ ว่ามีทักษะในการพยากรณ์ และเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในอัตราสูงหรือไม่ ผลของการวิจัยสรุปว่าผู้จัดการกองทุน

รวมส่วนใหญ่ ไม่มีขีดความสามารถในการพยากรณ์ความเปลี่ยนแปลงของตลาด และไม่สามารถเลือกจังหวะลงทุน (Timing) อันเหมาะสมเพราะผู้จัดการไม่สามารถปรับเปลี่ยนความเสี่ยงในระบบ (ค่าเบต้า) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่บริหารอยู่ให้สอดคล้องกับความเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมได้ จากข้อขัดแย้งนี้เป็นการพิสูจน์เชิงประจักษ์ได้ว่าการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยมากกว่าร้อยละ 60 สามารถได้รับผลตอบแทนสูงกว่าปกติ (Abnormal return) ได้

3. การประเมินดำเนินกองทุนรวมบนพื้นฐานอัตราส่วน IR ภายใต้ Treynor - Black Ratio และวิธีกำหนดอัตราส่วนระหว่าง Information ratio  $IR = \frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)}$  ซึ่งหมายความว่า ผู้จัดการที่มีทักษะ

จะต้องสามารถทำให้อัตราส่วนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนมีอัตราส่วนในระดับสูงสุด อย่างไรก็ตามการที่อัตราส่วนนี้มีค่าในระดับสูงสุดผู้จัดการกองทุนจะต้องลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์บนพื้นฐานของอัตราส่วน  $\sum_{i=1}^n \left[ \frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)} \right]^2$  และจะต้องใช้อัตราส่วนนี้เป็นเกณฑ์พิจารณาในการศึกษานี้พบว่า จากกลุ่มตัวอย่าง 200 กองทุน กองทุนที่ได้รับอัตราส่วน IR ในระดับสูงสุด จำนวน 133 กองทุน เทียบเป็นร้อยละ 66.50 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในขณะเดียวกัน ผู้จัดการกองทุนที่ศึกษาสามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุก (active portfolio management) เมื่อเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เชิงรับ (Passive portfolio management) พบว่า กองทุนส่วนใหญ่สามารถบริหารจัดการกองทุนด้วยกลยุทธ์เชิงรุกได้เป็นผลสำเร็จ คิดเทียบส่วนสูงถึงร้อยละ 90 เมื่อเปรียบกับกองทุนรวมที่ศึกษา ซึ่งประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรับบนพื้นฐานดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนเพียง

ร้อยละ 10 ด้วยเหตุนี้งานวิจัยนี้ จึงเสนอข้อมูลใหม่ที่เป็นการวิเคราะห์ซึ่งสรุปว่าแม้ว่าตลาดทุนจะมีลักษณะที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) แต่กองทุนรวมในประเทศไทยจากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาส่วนใหญ่สามารถประยุกต์ใช้กลยุทธ์เชิงรุกได้เป็นผลสำเร็จ แสดงว่ากองทุนรวมดังกล่าวมีทักษะ (ไม่ใช่เพราะโชค) ในการบริหารจัดการกองทุนรวมในช่วงที่ศึกษา พ.ศ. 2553-2557 ข้อสรุปเช่นนี้ถือได้ว่าเป็นข้อสรุปซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Burton<sup>5</sup> G. Malkiel, Elton<sup>6</sup>, Gruber, Das, Carhart<sup>7</sup>

<sup>4</sup>Chang, Eric C., and Wilbur G. Lewellen, (1984), "Market Timing and Mutual Fund Investment Performance." *Journal Business* (January), p.57-72.

<sup>5</sup>Burton G. Malkiel, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991," *Journal of Finance* 50 (June 1995), pp. 549-72.

<sup>6</sup>Elton, E.E., Gruber, M.J., Das, S., Hlavka, M. "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolio". *Review of Financial Studies*. (6) (1993) : 1-22.

<sup>7</sup>Carhart, Mark M., (1997). "On Persistence in Mutual Fund Performance". *Journal of Finance*. (March), p.57-82

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุนรายย่อย

1. นักลงทุนรายย่อย ควรจะศึกษาและเลือกกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าปกติ ต้นทุนค่าใช้จ่ายในการบริหารอยู่ในระดับต่ำ

2. นักลงทุนรายย่อยควรศึกษาหนังสือชี้ชวน (prospectus) อย่างรอบคอบ เกี่ยวกับกองทุนนั้น เพื่อให้รู้ว่ากองทุนนั้นใช้กลยุทธ์ใดในการลงทุน และได้รับผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นอย่างใดในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมาให้สูงกว่าปกติ

3. นักลงทุนควรจะลงทุนในกองทุนรวมที่ใช้เงินลงทุนไม่สูงเกินไป ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนรายย่อย

4. กองทุนรวมโดยทั่วไปมีการบริหารจัดการด้วยมืออาชีพและด้วยเงินลงทุนที่มีขนาดใหญ่ และได้รับผลตอบแทนจาก Economy of scale ซึ่งจะมีประโยชน์ต่อนักลงทุนรายย่อยที่มีรายได้ในระดับต่ำและนักลงทุนรายย่อยไม่สามารถบริหารจัดการลงทุนด้วยตนเองได้ จึงควรจะลงทุนในกองทุนรวมที่มีประสิทธิภาพเช่น กองทุนรวมที่ได้จากการศึกษาในงานวิจัยนี้

5. นักวิชาการอาจจะใช้เป็นประโยชน์ต่อไปเกี่ยวกับในประเด็นการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ภายใต้ตามกลยุทธ์เชิงรุกและเชิงรับ

## ข้อเสนอแนะครั้งต่อไป

1. ควรศึกษาการวิเคราะห์ด้วยทฤษฎี option หรือศึกษาทฤษฎีตราสารอนุพันธ์อื่นเพื่อจะรู้ว่าจริงๆ แล้วกองทุนในประเทศไทยใช้กลยุทธ์เชิงรุกจริงหรือไม่ โดยนำผลงานวิจัยครั้งนี้สนับสนุนผลการศึกษา

2. ควรศึกษากลุ่มตัวอย่างเพิ่มเติม โดยครอบคลุมทั้งตลาด เพื่อยืนยันผลการประเมินออกมาสำเร็จเช่นเดียวกับผลงานวิจัยนี้หรือไม่ ซึ่งถือได้ว่าเป็นการสนับสนุนกองทุนในประเทศไทยส่วนใหญ่ บริหารแบบเชิงรุกสามารถเอาชนะตลาดได้ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนรายย่อย/บุคคลธรรมดา

### บรรณานุกรม

- สมาคมบริษัทจัดการลงทุน-มูลค่าสินทรัพย์สุทธิกองทุนรวมภายใต้การจัดการ (ออนไลน์: [http://oldweb.aimc.or.th/21\\_overview\\_detail.php?nid=10&subid=0&ntype=2](http://oldweb.aimc.or.th/21_overview_detail.php?nid=10&subid=0&ntype=2))
- Bodie, Z. , Kane, A. and Marcus, Alan J. 2011. **Investments and Portfolio Management**. 9th ed. New York : McGraw-Hill Irwin.
- Bradford D. Jordan, Thomas W. Miller, Steveb D. Dolvin. (2012) "**Fundamentals of investments : valuation and management**" 6th ed. New York : McGraw-Hill Irwin
- Brown, K.C. and Reilly, F. (2009), **Analysis of Investments and Management of Portfolios, 9th ed.**, South Western Cengage Learning, Stamford, CT.
- Burton G. Malkiel, "**Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991,**" **Journal of Finance** 50 (June 1995), pp. 549-72. Reprinted by permission of the publisher, Blackwell Publishing, Inc.
- Carhart, Mark M., (1997)."**On Persistence in Mutual Fund Performance**". *Journal of Finance*. (March), p.57-82
- Chang, Eric C., and Wilbur G. Lewellen, (1984), "**Market Timing and Mutual Fund Investment Performance.**" *Journal Business* (January) , p.57-72.
- Elton, E.E., Gruber, M.J., Das, S., Hlavka, M. "**Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolio**". *Review of Financial Studies*. (6) (1993) : 1-22.
- Jensen, M.C. (1969). **Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios.** *Journal of Business* 42(2) : 167-247