

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับ  
ปริมาณเงินที่ไหลเข้าของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหาร  
แบบเชิงรุก กับ กองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ



สุชานันท์ ประพันธ์พัฒน์

สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับ  
ปริมาณเงินที่ไหลเข้าของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหาร  
แบบเชิงรุก กับ กองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 17 มีนาคม พ.ศ. 2564

นางสาวสุชานันท์ ประพันธ์พัฒน์  
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชะพิรุณทอง

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษานิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงด้วยดีได้ โดยได้รับการสนับสนุนทั้งทางตรงและทางอ้อมจากบุคคลหลายท่าน ข้าพเจ้าจึงขอกล่าวแสดงความขอบคุณมา ณ ที่นี้

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นริรัตน์ เตชพิรุณทอง อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ ซึ่งได้กรุณาใช้เวลาให้ความรู้ คำชี้แนะแนวทาง และแนวความคิดในการทำสารนิพนธ์ฉบับนี้จนสำเร็จลุล่วงด้วยดี ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งในความกรุณา และขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคสิกา กรรมการสอบสารนิพนธ์เป็นอย่างสูง ซึ่งได้คอยช่วยเหลือในการทำสารนิพนธ์ในด้านต่างๆ คอยให้คำปรึกษา คำแนะนำ วิธีการทดสอบ และวิเคราะห์ข้อมูล ตลอดจนช่วยตรวจสอบ และแก้ไขในจุดบกพร่องจนสารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งในความกรุณา และขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์ ที่ได้กรุณาใช้เวลาอันมีค่าในการให้คำแนะนำ และข้อมูลอันเป็นประโยชน์ ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งในพระคุณเป็นอย่างสูง

ผู้วิจัยขอขอบคุณบุคคลต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ทำการอ้างอิงถึง และห้องสมุดวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ที่เป็นแหล่งค้นคว้าข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อรายงานการศึกษาอิสระครั้งนี้ ขอขอบพระคุณคณาจารย์ วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่าน โดยเฉพาะคณาจารย์สาขาการเงิน ที่ให้ความรู้ตลอดการศึกษา

นอกจากนี้ ขอขอบคุณ นางสาวสรณรัตน์ พุทธรัตน์ ที่ได้ร่วมกันทำงานวิจัยจนสำเร็จ ลุล่วงด้วยดี รวมถึง นางสาวธนิณี พิมพ์ทนต์, นางสาวณิชา อันตระกูล, นางสาวขวัญชนก ลาภมาก และเพื่อนๆ นักศึกษาสาขาวิชาการเงิน รุ่น 22A ที่ได้คอยให้กำลังใจ ช่วยเหลือ และให้คำปรึกษา เป็นอย่างดี

ขอขอบพระคุณครอบครัวครอบครัวที่ได้ให้ความอนุเคราะห์และเป็นกำลังใจผลักดันให้การศึกษาสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ท้ายนี้ ทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าผลการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจ และนำไปพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่อไป

สุชานันท์ ประพันธ์พัฒน์

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้าของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก กับ กองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ

A STUDY OF THE RELATIONSHIP BETWEEN TERM PERFORMANCE IN RELATION TO INFLOWS OF CAPITAL TOTALS WITH ACTIVE MANAGEMENT PORTFOLIO AND PASSIVE MANAGEMENT PORTFOLIO (INDEX FUND)

สุชานันท์ ประพันธ์พัฒน์ 6250111

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.,  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ไหลออกจากกองทุน จากลักษณะทักษะของผู้จัดการกองทุน โดยในการศึกษาผู้วิจัยได้เลือกศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ และเชิงรุก ในประเทศไทย โดยใช้แบบจำลอง CAPM, Fama & French Three-Factor Model, Carhart Four-Factor Model และ FLOW เพื่อใช้เป็นส่วนหนึ่งในการตัดสินใจเลือกกองทุนรวมของนักลงทุนโดยทั่วไป และต้องการศึกษาข้อเท็จจริงของกองทุนรวมในประเทศไทย

งานวิจัยนี้พบว่าผลการดำเนินงานในอดีตมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน แสดงว่ากองทุนที่มีปริมาณเงินไหลเข้าของกองทุน ถือว่าผู้จัดการกองทุนมีทักษะในการดำเนินงาน และกองทุนที่มีปริมาณเงินไหลออกจากกองทุน แสดงว่าผู้จัดการกองทุนนั้นไม่มีทักษะในการดำเนินงาน ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวมีผลต่อกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกมากกว่ากองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ นอกจากนี้พบว่า นักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกมีการศึกษาข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตมาใช้ในการเลือกกองทุนรวมตราสารทุน

คำสำคัญ : ผลการดำเนินงานของกองทุน / กองทุนรวมตราสารทุน / การลงทุน

## สารบัญ

|  | หน้า      |
|--|-----------|
| กิตติกรรมประกาศ  | ข         |
| บทคัดย่อ   | ค         |
| สารบัญ   | ง         |
| สารบัญตาราง  | ฉ         |
| สารบัญรูปภาพ   | ช         |
| <b>บทที่ 1 บทนำ (Introduction)</b>   | <b>1</b>  |
| 1.1 ประเด็นปัญหา – ความสำคัญของปัญหา   | 1         |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา  | 4         |
| 1.3 ขอบเขตของการศึกษา  | 4         |
| <b>บทที่ 2 การทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)</b>                                  | <b>6</b>  |
| 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)   | 6         |
| 2.1.1 ทฤษฎี Zero Sum Game  | 6         |
| 2.1.2 สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis - EMH)               | 9         |
| 2.1.3 ทฤษฎีตลาดที่มีการแข่งขัน (Competitive Market)                                  | 11        |
| 2.1.4 ทฤษฎีแบบจำลองราคาสินทรัพย์ Asset Pricing Model                                 | 12        |
| 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)                            | 13        |
| 2.3 สมมติฐานการวิจัย (Hypothesis)  | 17        |
| <b>บทที่ 3 ข้อมูล ตัวแปร และ วิธีการศึกษา (Data, Variables and Methodologies)</b>    | <b>18</b> |
| 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย   | 18        |
| 3.1.1 ตัวแปร (Variable)  | 18        |
| 3.1.2 การสร้าง Portfolio และการคำนวณค่า Factor ใน Three-Factor และ Four-Factor model | 21        |
| 3.1.3 การใช้แบบจำลองดัชนีอ้างอิง (Benchmark Model) ในการทดสอบสมมติฐาน                | 22        |

|  |           |
|--|-----------|
| 3.1.4 เครื่องหมายและความหมาย   | 22        |
| 3.2 การทดสอบสมมติฐาน   | 23        |
| 3.2.1 แบบจำลอง FLOW  | 23        |
| 3.2.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน   | 23        |
| <b>บทที่ 4 ผลการวิจัย (Results)</b>  | <b>25</b> |
| 4.1 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและเชิงรับโดยใช้แบบจำลอง FLOW           | 25        |
| 4.1.1 ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุน (Alpha)  | 26        |
| 4.1.2 ขนาดของกองทุน (Total Net Asset)  | 26        |
| 4.1.3 ค่าธรรมเนียมของกองทุน (Expense Ratio)  | 27        |
| <b>บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา และ ข้อเสนอแนะ</b>   | <b>28</b> |
| 5.1 สรุปผลการศึกษา   | 28        |
| 5.1.1 สรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน ของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก และ เชิงรับ โดยใช้แบบจำลอง FLOW | 28        |
| 5.2 บทวิเคราะห์  | 29        |
| 5.3 ข้อจำกัดทางการศึกษา  | 30        |
| 5.4 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป   | 30        |
| <b>บรรณานุกรม</b>  | <b>31</b> |
| <b>ประวัติผู้วิจัย</b>   | <b>32</b> |

## สารบัญตาราง

| ตาราง  | หน้า |
|--|------|
| 1.1 เปรียบเทียบความแตกต่างของกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก (Active Fund) และ แบบเชิงรับ (Passive Fund)                                   | 3    |
| 3.1 ข้อมูลทางสถิติของกองทุนตราสารทุนที่ใช้ศึกษาทั้งหมด 150 กองทุน  | 20   |
| 3.2 การจัด Portfolio ของหุ้นกลุ่มต่างๆ การคำนวณ SMB และ HML Factor อ้างอิงจาก Fama & French (1993) ส่วน WML Factor อ้างอิงจาก Carhart (1997) | 21   |
| 3.3 การจัดกลุ่ม Portfolio ของ Size, Value และ Momentum factor  | 21   |
| 3.4 แสดงการใช้ Benchmark Model ในการทดสอบสมมติฐาน  | 22   |
| 3.5 เครื่องหมายและความหมายของแบบจำลอง CAPM, Fama & French และ Carhart  | 22   |
| 4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตกับปริมาณเงินที่ไหลเข้ากองทุน/ออกจากกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและเชิงรับ          | 25   |
| 4.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงิน ที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน                                      | 27   |

## สารบัญรูปร่าง

| รูปร่าง   | หน้า |
|---|------|
| 1.1 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิและอัตราการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศไทย                              | 1    |
| 1.2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุนรวมในประเทศไทย พ.ศ. 2562 (ข้อมูล ณ 31 ธันวาคม 2562) | 2    |
| 1.3 ลักษณะและขอบเขตการศึกษา   | 5    |



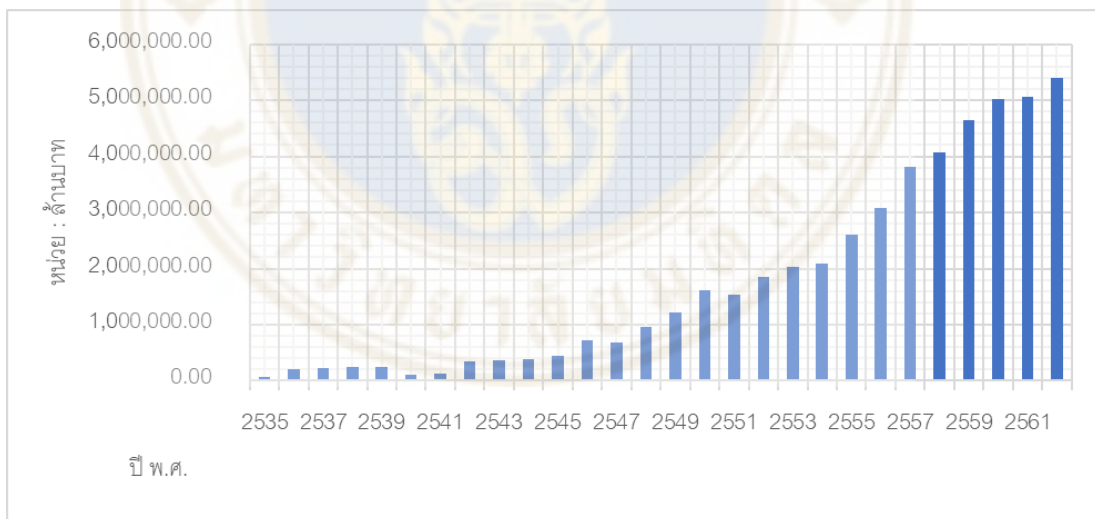


## บทที่ 1

### บทนำ (Introduction)

#### 1.1 ประเด็นปัญหา – ความสำคัญของปัญหา

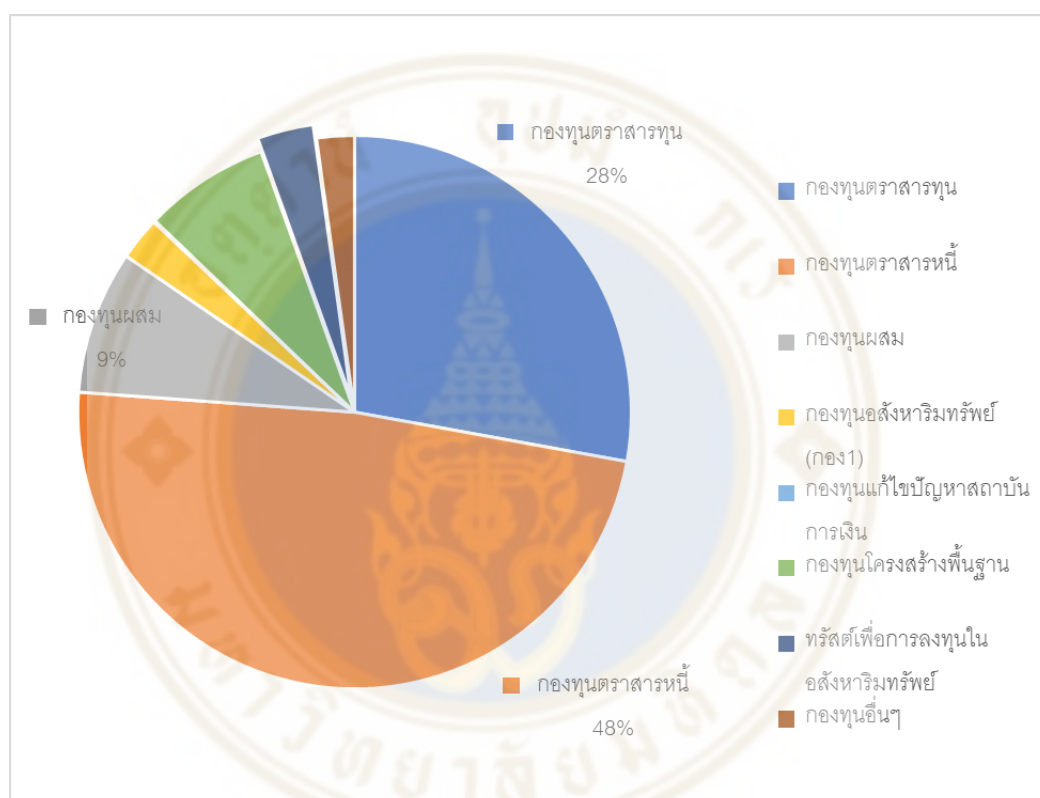
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมแห่งแรกของประเทศไทยได้จัดตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2518 โดยความร่วมมือกันระหว่างรัฐบาลไทยและบรรษัทการเงินระหว่างประเทศ (International Finance Corporation – IFC) ต่อมาในปี พ.ศ. 2535 มีพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงมีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้น ทำหน้าที่กำกับดูแลและส่งเสริมพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจจัดการลงทุนและตลาดทุนของประเทศไทย ทำให้ปัจจุบันมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมทั้งสิ้น 27 บริษัท (ข้อมูล ณ 15 สิงหาคม 2563) โดยมูลค่าสินทรัพย์สุทธิและอัตรากาเรตบโตของกองทุนรวมในประเทศไทยแสดงดังรูปภาพ 1.1



รูปภาพ 1.1 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิและอัตรากาเรตบโตของกองทุนรวมในประเทศไทย

จากรูปภาพ 1.1 จะเห็นได้ว่ากองทุนรวมในประเทศไทยมีอยู่หลายประเภท และลงทุนในสินทรัพย์ที่หลากหลาย เมื่อวิเคราะห์มูลค่าสินทรัพย์สุทธิแยกตามประเภทกองทุนรวมจะพบว่ากองทุนรวมที่มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ 3 อันดับแรก ได้แก่

1. กองทุนตราสารหนี้ มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิอยู่ที่ 2,593,379 ล้านบาท คิดเป็น 48% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิทั้งหมด
2. กองทุนตราสารทุน มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิอยู่ที่ 1,495,885 ล้านบาท คิดเป็น 28% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิทั้งหมด
3. กองทุนผสม มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิอยู่ที่ 450,503 ล้านบาท คิดเป็น 9% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิทั้งหมด



รูปภาพ 1.2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุนรวมในประเทศไทย พ.ศ. 2562 (ข้อมูล ณ 31 ธันวาคม 2562)

โดยทั่วไปสามารถแบ่งประเภทของกลยุทธ์ในการลงทุนของกองทุนได้ 2 ประเภท คือ

1. กองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก (Active Fund) คือ กองทุนที่เน้นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนอ้างอิง (Benchmark) โดยผู้จัดการกองทุนจะใช้ฝีมือและทักษะในการลงทุน ดังนั้น ไม่ว่าตลาดจะผันผวนหรือช่วงวิกฤต กองทุนยังสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดได้ กองทุนประเภทนี้จะมีความเสี่ยงสูง

2. กองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรับ (Passive Fund) คือ กองทุนที่เน้นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนใกล้เคียงหรือเท่ากับตลาด โดยลงทุนในตราสารต่างๆ ตามตลาด และมีสัดส่วนเท่ากับตลาด ดังนั้น เมื่อตลาดมีความผันผวนลดลง ส่งผลให้ผลตอบแทนที่ได้รับลดลง กองทุนประเภทนี้จะมีความเสี่ยงต่ำ

ตาราง 1.1 แสดงความแตกต่างของกองทุนทั้ง 2 ประเภท ดังนั้น นักลงทุนควรเลือกการลงทุนตามเป้าหมายส่วนบุคคล โดยนักลงทุนแบบเชิงรุกจะคาดหวังผลตอบแทนที่มากกว่าดัชนีอ้างอิง จึงควรลงทุนในกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก ซึ่งนักลงทุนจะคาดหวังว่าผู้จัดการกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก จะใช้ทักษะในการคัดเลือกหุ้น (Stock picking) และการกำหนดช่วงเวลาซื้อ-ขาย (Timing)

ตาราง 1.1 เปรียบเทียบความแตกต่างของกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก (Active Fund) และแบบเชิงรับ (Passive Fund)

|                      | Active Fund  | Passive Fund  |
|----------------------|--|---|
| ผลตอบแทนที่คาดหวัง   | สูงกว่าดัชนีอ้างอิง  | ใกล้เคียงดัชนีอ้างอิง   |
| นโยบายการลงทุน       | เอาชนะดัชนีอ้างอิง   | ใกล้เคียงดัชนีอ้างอิง   |
| วิธีการลงทุน         | บริหารแบบเชิงรุก เลือกตราสารที่ให้ผลตอบแทนสูง และปรับพอร์ตให้เหมาะสมตามสถานการณ์ | บริหารแบบเชิงรับ เลือกตราสารทุกตัว และให้น้ำหนักเท่ากับดัชนีอ้างอิง เพื่อให้ได้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับดัชนีอ้างอิง |
| ความเสี่ยงในการลงทุน | สูง  | ต่ำ   |
| ค่าธรรมเนียม         | มาก  | น้อย  |

นอกจากนี้ นักลงทุนแบบเชิงรับจะคาดหวังผลตอบแทนที่ใกล้เคียงดัชนีอ้างอิง จึงควรลงทุนในกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรับ ซึ่งผู้จัดการกองทุนอาจไม่จำเป็นต้องมีทักษะในการดำเนินงานมากนัก

ในทางกลับกันกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก แต่ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าดัชนีอ้างอิงได้ สะท้อนว่าผู้จัดการกองทุนไม่ได้ใช้ทักษะในการบริหารอย่างเต็มที่ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรเลือกลงทุนในกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับมากกว่า เนื่องจากมีความเสี่ยงและค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่า

อย่างไรก็ตาม ได้มีการแบ่งแนวความคิดของนักลงทุนจาก “ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ” (Efficient Market Hypothesis) โดยนักลงทุนที่ “เชื่อมั่นว่าตลาดมีประสิทธิภาพ” การใช้ทักษะในการคาดการณ์ หรือ การคัดเลือกหุ้น เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่มากกว่าดัชนีอ้างอิงเป็นสิ่งที่ไม่เกิดผลในระยะยาว และนักลงทุนไม่ควรได้รับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงไปกว่าดัชนีอ้างอิง ทำให้การเลือกลงทุนในกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกไม่ได้ผล และควรเลือกลงทุนในกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับมากกว่า

นักลงทุนที่ “ไม่เชื่อมั่นว่าตลาดมีประสิทธิภาพ” การใช้ทักษะเพื่อเอาชนะตลาดเพื่อผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่สูงกว่าตลาดสามารถเกิดขึ้นได้จริง และอาจจะเลือกลงทุนในกองทุนแบบเชิงรุก

ดังนั้น งานวิจัยชิ้นนี้จึงเลือกศึกษากองทุนตราสารทุนที่มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิใหญ่เป็นอันดับที่ 2 ของกองทุนรวมทั้งหมด แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ กองทุนตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก และกองทุนตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ โดยพิจารณาจากปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกของแต่ละกองทุน เพื่อให้ทราบถึงความนิยมของกองทุนแต่ละประเภท

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาทักษะของผู้จัดการกองทุนตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ โดยใช้การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีต กับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน

โดยในการทดสอบจะใช้แบบจำลองดัชนีอ้างอิง (Benchmark Model) จากการจัด Portfolio ตามสภาวะตลาด อันประกอบด้วย

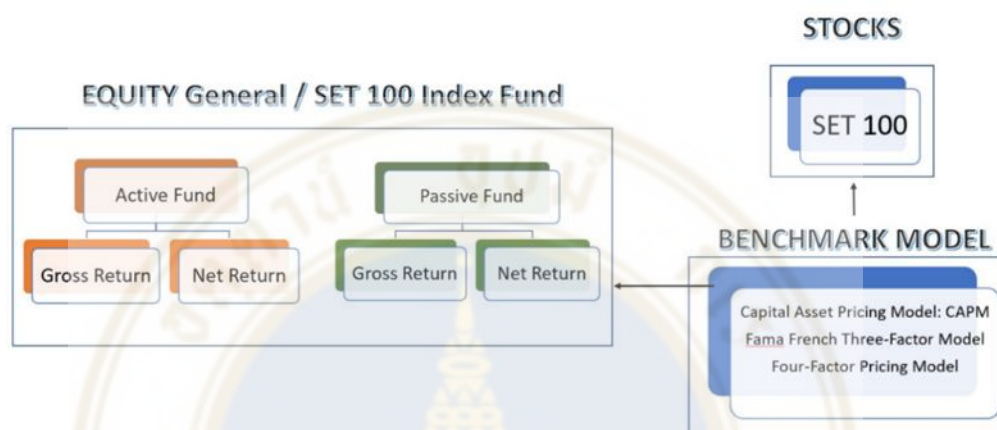
1. CAPM
2. Fama & French Three-Factor Model (Fama & French)
3. Carhart Four-Factor Model (Carhart)

## 1.3 ขอบเขตของการศึกษา

กองทุนรวมตราสารทุนที่นำมาศึกษาในงานวิจัย คัดเลือกกองทุนจากฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC Application Programming Interface: SEC API) ที่ดำเนินการในช่วงระหว่าง ปี พ.ศ. 2553 – 2562 (10 ปี) ในการศึกษาไม่รวม

กองทุนรวมที่เน้นลงทุนแบบมีความเสี่ยงต่างประเทศ กองทุนทริกเกอร์ กองทุนที่มีอายุน้อยกว่า 12 เดือน กองทุนที่มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (Assets Under Management : AUM) น้อยกว่า 50 ล้านบาท เพื่อป้องกันผลกระทบของ Incubation Bias จากการสนับสนุนของกองทุนหลัก และ กองทุนที่มีนโยบายการลงทุนแบบอื่นๆ กองทุนรวมตราสารทุนที่ศึกษาประกอบด้วย

1. กองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก จำนวน 124 กองทุน
2. กองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรับ จำนวน 26 กองทุน



รูปภาพ 1.3 ลักษณะและขอบเขตการศึกษา

## บทที่ 2

### การทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

ผลตอบแทนรวมจากการลงทุนก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross return) ที่ท้ายที่สุดจะเป็น Zero sum game หรือไม่ มีการตั้งคำถามกันอยู่มากโดยจะมีกลุ่มของนักวิจัยและนักวิชาการที่มีความเชื่อว่าเป็น Zero sum game บ้าง หรือ ไม่ได้เป็น Zero sum game ซึ่งสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

##### 2.1.1 ทฤษฎี Zero Sum Game

###### 2.1.1.1 กลุ่มที่เชื่อว่าการลงทุนเป็น Zero sum game

เป็นที่เข้าใจได้หากจะกล่าวว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็น Zero sum game เพราะการที่มีนักลงทุน ได้กำไร ก็จะต้องมีนักลงทุนที่ขาดทุนเป็นจำนวนเงินที่เท่ากัน เสมอ William F. Sharpe กล่าวไว้ในบทความที่มีชื่อว่า “The Arithmetic of Active Management” ในปี 1991 โดยระบุหลักการที่สำคัญ 2 ข้อ

1. ผลตอบแทนรวมโดยเฉลี่ยก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross return) ของนักลงทุนเชิงรุก จะมีค่าเท่ากับผลตอบแทนโดยเฉลี่ย ของนักลงทุนเชิงรับ
2. ผลตอบแทนสุทธิโดยเฉลี่ยหลังหักค่าใช้จ่าย (Net return) ของนักลงทุนเชิงรุก จะมีค่าน้อยกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของนักลงทุนเชิงรับ

จากหลักการดังกล่าว พบว่า นักลงทุนเชิงรุกโดยเฉลี่ยแล้วจะไม่สามารถเอาชนะนักลงทุนเชิงรับหรือตลาดได้เลย หลักการดังกล่าวนี้จะเป็นจริงในทุกๆช่วงเวลาเสมอ แต่จะต้องมีการกำหนดขอบเขตว่าจะใช้ตลาดอะไรเป็นดัชนีอ้างอิง นอกจากนี้ นักลงทุนเชิงรับจะต้องลงทุนในหลักทรัพย์ทุกๆ ตัวในตลาดที่ใช้อ้างอิงด้วยการถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของหลักทรัพย์ตัวนั้นๆ ในขณะที่นักลงทุนเชิงรุกจะลงทุนแตกต่างจากเชิงรับอย่างสิ้นเชิง โดยสามารถเลือกลงทุน ในหลักทรัพย์ตัวใดก็ได้ และถ่วงน้ำหนักเท่าที่ต้องการ ตลอดจนกำหนดช่วงเวลาในการลงทุนได้เอง ซึ่งผลตอบแทนจากตลาด คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหลักทรัพย์ทุกๆ ตัว

นักลงทุนเชิงรุกมักจะต้องใช้เวลา และใช้ความพยายามในการวิเคราะห์ตลาด และจะต้องเสียค่าใช้จ่าย ในการซื้อและขายหลักทรัพย์มากกว่านักลงทุนเชิงรับ ทำให้ได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยหลังหักค่าใช้จ่ายต่ำกว่านักลงทุนเชิงรับ ในอดีตผู้เชี่ยวชาญหลายท่านต่างเชื่อว่า นักลงทุนเชิงรุกสามารถสร้างผลตอบแทนมากกว่าเชิงรับ และตลาด ซึ่ง William F. Sharpe (1965) ได้ให้คำอธิบายว่า

1. นักลงทุนเชิงรับบางส่วนไม่มีพฤติกรรมเป็นนักลงทุนเชิงรับ ที่แท้จริงตามนิยามที่อธิบายข้างต้น โดยบางกลุ่มถือถือหลักทรัพย์เพียงบางตัวเท่านั้น ไม่ได้ถือ ทั้งตลาด หรือ อาจมีการเก็บค่าธรรมเนียมที่สูงเกินไปในกรณีของกองทุนรวม

2. งานวิจัยบางส่วนพิจารณาเฉพาะนักลงทุนสถาบัน หรือ กองทุนรวม แต่ไม่ได้พิจารณานักลงทุนที่ไม่ใช่สถาบัน และนักลงทุนรายย่อย มีความเป็นไปได้ที่นักลงทุนสถาบัน หรือ กองทุนรวมเชิงรุกจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด และนักลงทุนเชิงรับ แต่จะต้องมีนักลงทุนเชิงรุกอื่นๆที่ได้ผลตอบแทนน้อยกว่าตลาดมาชดเชยเสมอ นอกจากนี้ ในบางกรณีนักลงทุนเชิงรุกบางส่วนมีการถือครองสินทรัพย์นอกตลาดอ้างอิง ทำให้ได้รับผลตอบแทนแตกต่างไปจากตลาด เช่น ในช่วงที่ตลาดเป็นขาขึ้นนักลงทุนเชิงรุกอาจจะได้รับผลตอบแทนน้อยกว่าตลาด แต่ในช่วงที่ตลาดเป็นขาลง นักลงทุนเชิงรุกอาจจะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าตลาด อีกหนึ่งกรณีที่อาจเกิดขึ้นได้ คือ งานวิจัยในอดีตมักจะไม่นำข้อมูลของกองทุนที่เลิกกิจการไปแล้วมาพิจารณา ซึ่งกองทุนเหล่านี้มักจะมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาด ทำให้ผลการวิจัยได้ผลลัพธ์ที่ดีกว่าความเป็นจริง เรียกว่า Survivorship bias

3. ปัญหาจากวิธีการคำนวณผลตอบแทน ซึ่งเรียกได้ว่าเป็นปัญหาที่สำคัญ โดยงานวิจัยส่วนใหญ่มักใช้ค่าเฉลี่ย (Simple average) หรือ อาจมีการใช้มัธยฐาน (Median) ในการคำนวณผลตอบแทนของกลุ่มนักลงทุน วิธีการดังกล่าวไม่ได้นำเอาน้ำหนักของสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (Asset under management) มาพิจารณา ทำให้ผลสรุปที่ได้มีความผิดพลาด ตัวอย่าง เช่น กรณีกองทุนรวมที่มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารน้อยมีแนวโน้มที่จะเลือกลงทุนในหุ้นขนาดเล็ก ในช่วงเวลาใดก็ตาม ที่หุ้นขนาดเล็กให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของกองทุนรวมก็จะสูงขึ้น ทั้งที่ความจริงแล้ว มูลค่าที่เป็นตัวเงินจริงๆ สูงขึ้นไม่มาก และหากคำนวณผลตอบแทนถ่วงน้ำหนักอาจจะทำให้ได้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาด (ผลตอบแทนของตลาดคือ ผลตอบแทนถ่วงน้ำหนักของหุ้นทุกๆ ตัวในตลาด)

อย่างไรก็ตาม ยังคงมีนักวิชาการ และนักวิจัยบางกลุ่มที่เชื่อว่าผลตอบแทนรวมจากการลงทุนไม่ได้เป็น Zero sum game และมีกลุ่มนักลงทุนบางกลุ่มได้ให้ข้อโต้แย้ง ดังต่อไปนี้

### 2.1.1.2 กลุ่มที่ไม่เชื่อว่าการลงทุนเป็น Zero sum game

Lasse H. Pedersen กล่าวไว้ในบทความ “Sharpening the Arithmetic of Active Management” ในปี 2018 Pedersen ได้โต้แย้ง Sharpe ว่า ในมุมมองของ Sharpe นั้น ตลาดเป็นระบบปิด กล่าวคือ ไม่มีบริษัทที่เข้าใหม่ หรือ ออกจากตลาด รวมไปถึงไม่มีการขายหุ้นเพิ่ม หรือ ซื้อหุ้นคืน ไม่มีแม้กระทั่งการที่บางครั้งบางบริษัทล้มละลาย และต้องออกจากตลาดไป แต่ในความเป็นจริงตลาดเป็นระบบเปิด คือ มีการเปลี่ยนแปลงปริมาณหุ้น และบริษัทในตลาดอยู่เสมอ และตลาดหุ้น ก็จะต้องมีการปรับดัชนีตามปริมาณหุ้นที่เปลี่ยนแปลงอยู่เสมอเช่นกัน Pedersen มองว่า แนวคิดของ Sharpe นั้นไม่สอดคล้อง กับความเป็นจริงของตลาด ตัวอย่างเช่น ในนิยามของ คำว่า “นักลงทุนเชิงรับ” ที่ Sharpe ได้ให้นิยามไว้นั้น ในตลาดที่เป็นระบบปิด นักลงทุนเชิงรับใดๆ ก็ตาม ที่เริ่มต้นเข้าสู่ตลาดด้วยการจัด Portfolio ตามน้ำหนักตลาด (Market portfolio) ก็ไม่จำเป็นต้องทำการซื้อขายหุ้นอีกเลยเพราะ Portfolio จะเป็น Market portfolio เสมอ ไม่ว่าหุ้นตัวใดจะขึ้นหรือลง แต่ในความเป็นจริงตลาดนั้นเป็นระบบเปิด ดังนั้น นักลงทุนเชิงรับจะต้องมีการซื้อขายหุ้นเสมอเพื่อปรับ Portfolio ให้เป็น Market portfolio และนักลงทุนเชิงรุกจะมีโอกาสในการทำกำไรได้มากกว่านักลงทุนเชิงรับเสมอ ตัวอย่างเช่น กรณีหุ้น IPO (Initial Public Offering) Pedersen ระบุว่า จากงานวิจัย ราคาหุ้น IPO มักจะต่ำกว่าราคาซื้อขายกันในตลาดรอง (Secondary market) ทำให้นักลงทุนเชิงรุก ผู้ซึ่งมีโอกาสนในการได้ซื้อหุ้น IPO ก่อนมักจะสามารถซื้อได้ในราคาถูก และขายต่อได้กำไรในตลาดรอง ในขณะที่นักลงทุนเชิงรับโดยหลักการแล้วจะต้องรอซื้อในตลาดรอง เนื่องจากต้องรอการปรับตัวของดัชนีตลาด และจะต้องซื้อตามสัดส่วนที่ถูกต้องเพื่อปรับ Portfolio ให้เป็น Market portfolio จึงทำให้ ซื้อหุ้นได้ในราคาที่แพงกว่านักลงทุนเชิงรุก

Pedersen เชื่อว่า นักลงทุนเชิงรุกมีโอกาสมากกว่าในการสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าเชิงรับ และให้ข้อคิดว่า หากพิจารณารวมทั้งนักลงทุนในตลาด และบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ การที่บริษัทใดๆ ก็ตามเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ จะเป็นการได้ประโยชน์ทุกๆ ฝ่าย เป็น Positive sum game โดยนักลงทุนเชิงรุกค้นหามูลค่าของบริษัทด้วยข้อมูลที่มี และทำการซื้อขายในตลาด ส่งผลให้ตลาดมีสภาพคล่อง (Liquidity) นอกจากนี้ ยังเป็นการให้ข้อมูลใหม่ๆ กับตลาด ทำให้ ตลาดมีความโปร่งใส ซึ่งสะท้อนออกมาในแง่ของราคาหุ้นที่จะปรับตัวอยู่เสมอ และสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นให้กับตนเองได้จากความพยายามนั้น ในส่วนของบริษัทก็ได้รับเงินทุนในการดำเนินกิจการ และการที่ตลาดมีสภาพคล่อง และความโปร่งใสจะทำให้การระดมทุนนั้นมีต้นทุนที่ต่ำลง นักลงทุนเชิงรับได้รับประโยชน์จากการเข้าสู่ตลาดด้วยต้นทุนที่ต่ำ

อย่างไรก็ตามผู้วิจัยมีความเห็นว่า แม้ว่านักลงทุนเชิงรุกอาจจะมีโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่า นักลงทุนเชิงรับ หรือ ตลาดก็ตาม แต่ก็ไม่ได้หมายความว่านักลงทุน



เชิงรุกจะต้องได้รับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่านักลงทุนเชิงรับ ด้วยเหตุผลว่าทุกๆ การตัดสินใจของนักลงทุนเชิงรุกจะต้องใช้ข้อมูลที่มีความแตกต่างกัน และยังต้องใช้ทักษะ ประสบการณ์ และความรู้ความสามารถของนักลงทุนในการคาดการณ์อนาคต ซึ่งเป็นสิ่งที่ทำให้แม่นยำได้ยาก จึงไม่จำเป็นที่นักลงทุนเชิงรุกควรจะได้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่าเชิงรับ ดังนั้น งานวิจัยชิ้นนี้จึงดำเนินตามแนวความคิดที่ว่า ตลาดเป็น Zero sum game

อีกหนึ่งผลงานที่น่าสนใจในการอธิบายว่า นักลงทุนในตลาดควรจะได้รับผลตอบแทนอย่างไร หรือ มีใครบ้างที่ควรได้ผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด คือ สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

### 2.1.2 สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis - EMH)

นักวิชาการเป็นจำนวนมากที่สนใจศึกษาประสิทธิภาพของตลาด โดย Eugene F. Fama เป็นหนึ่งในนักวิชาการ ที่มีชื่อเสียง ที่นำเสนอสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ โดยในปี ค.ศ. 1965 เป็นครั้งแรกที่เขาได้กล่าวถึงคำว่า ประสิทธิภาพ “Efficient” ของตลาด ในงานวิจัยเกี่ยวกับราคาหุ้น ที่มีชื่อว่า “Behavior of Stock Market Price” และ “Random Walk in Stock Market Prices” ซึ่งเขาพบว่าราคาหุ้นมีลักษณะที่เกิดขึ้นอย่างสุ่มและคาดเดาไม่ได้ (Random walk) ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าว เป็นยุคต้นๆ ของการพัฒนาสมมติฐาน หลังจากนั้นในปี ค.ศ. 1970 Eugene F. Fama ได้ตีพิมพ์ผลงาน ที่มีชื่อว่า “Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work” และได้ทำการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical study) ในเรื่องการมีประสิทธิภาพของตลาดทั้งสามระดับ ซึ่งแบ่งแยกตามระดับของข้อมูลที่มีอยู่ คือ ประสิทธิภาพระดับต่ำ กลาง และสูง (Weak form, Semi-strong form and Strong form) และหลังจากช่วงเวลาดังกล่าวนี้ก็ได้มีการศึกษาเชิงประจักษ์อีกเป็นจำนวนมากที่ได้ตีพิมพ์เพื่อพิสูจน์สมมติฐานนี้ ซึ่งมีทั้งที่เห็นด้วยและไม่เห็นด้วย

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดนั้นจะสะท้อนถึงข้อมูล ที่เกี่ยวข้องที่มีอยู่ทั้งหมดแล้วอยู่เสมอไม่ว่าจะในเวลาใดๆ ก็ตาม และราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดๆ ก็ตามถือเป็นตัวประมาณค่าที่ดี ของมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ของหลักทรัพย์นั้นๆ สมมติฐานที่สำคัญของตลาดที่มีประสิทธิภาพประกอบด้วย 3 องค์ประกอบ คือ

1. ตลาดจะต้องมีนักลงทุนที่มีเหตุผล และต้องการสร้างผลตอบแทนสูงสุดอยู่เป็นจำนวนมาก
2. นักลงทุนเหล่านั้นต่างก็คาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตเพื่อหาโอกาสในการทำกำไร

3. ข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์สามารถเข้าถึงได้โดยนักลงทุนหรือผู้เกี่ยวข้อง  
ทุกคน

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์ใดๆ จะมีลักษณะเป็น Random walk กล่าวคือ เปลี่ยนแปลงอย่างเป็นอิสระ ไม่สามารถคาดเดาได้ ด้วยเหตุนี้โดยอัตราเฉลี่ยแล้วจึงไม่ควร มีนักลงทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่มากไปกว่าตลาดได้ และการเลือกลงทุนด้วยการวิเคราะห์ ข้อมูลในอดีตหรือปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ไม่ควรให้ผลตอบแทนสูงไปกว่าการเลือกลงทุน แบบสุ่มเลือก  
หลักทรัพย์

สมมติฐานดังกล่าวนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ระดับ ดังนี้

#### 1. ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form)

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำนั้น ข้อมูลราคาในอดีตเป็นประเด็นสำคัญที่ถูก  
กล่าวถึง โดยที่ระดับประสิทธิภาพนี้ ข้อมูลราคาในอดีตซึ่งเป็นที่รับทราบแล้วจะสะท้อนอยู่ในราคา  
หลักทรัพย์ในปัจจุบันเรียบร้อยแล้ว ด้วยเหตุนี้โดยเฉลี่ยแล้ว การใช้เทคนิคในการวิเคราะห์ข้อมูล  
ราคาในอดีต (Technical Analysis) จะไม่สามารถทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทน ที่เกินไป  
กว่าตลาดได้

#### 2. ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form)

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลางนั้น นอกจากข้อมูลราคาในอดีต จะเป็นประเด็น  
ที่ถูกกล่าวถึงแล้ว ยังมีข้อมูลอื่นๆ ที่ประกาศสู่สาธารณะชน เช่น ผลกำไรประจำปี หรือการแตกหุ้น  
เป็นต้น ที่ถูกกล่าวถึงอีกด้วย โดยที่ระดับประสิทธิภาพนี้ ข้อมูลราคาในอดีต และข้อมูลสาธารณะได้  
ถูกรับทราบ และสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเรียบร้อยแล้ว ด้วยเหตุนี้ โดยเฉลี่ยแล้วการ  
ใช้เทคนิคในการวิเคราะห์ข้อมูลราคาในอดีต หรือ การวิเคราะห์พื้นฐานหลักทรัพย์ (Fundamental  
Analysis) จะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินไปกว่าตลาดได้

#### 3. ประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form)

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูงนั้น ข้อมูลทั้งหมด รวมไปถึงข้อมูลภายในที่ไม่เป็น  
ที่เปิดเผยสู่สาธารณะชน ก็ได้สะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว ด้วยเหตุนี้จึงไม่ควรจะมีนัก  
ลงทุนใดในตลาด แม้กระทั่งผู้ซึ่งรับทราบข้อมูลภายใน ที่จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินไปกว่า  
ตลาดได้

การประยุกต์ใช้แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ

#### 1. การวิเคราะห์ทางเทคนิค

นักวิเคราะห์ทางเทคนิคมีความเชื่อว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เกิดขึ้นอย่าง  
ไม่เป็นอิสระ ด้วยเหตุนี้ จึงสามารถนำข้อมูลที่เคยเกิดขึ้นแล้วในอดีตมาใช้ในการค้นหารูปแบบเพื่อ

การคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตได้ แต่หากเชื่อในสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพ จะพบว่าแม้แต่ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form) ที่ราคาหลักทรัพย์ในอดีตไม่สามารถนำมาใช้ทำนายราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้นั้น นักวิเคราะห์ทางเทคนิคก็ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินไปกว่าตลาดได้

## 2. การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเชื่อว่าจะสามารถค้นหามูลค่าที่แท้จริงของราคาหลักทรัพย์ได้ เขาจะทำการซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และจะขายหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง แต่หากเชื่อในสมมติฐานว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ จะพบว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานอาจจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้ ในตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำเท่านั้น แต่จะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือไปกว่าตลาดได้ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง เนื่องจากข้อมูลทั้งหลายที่สาธารณะชนรับรู้แล้วได้สะท้อนในราคาหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว

## 3. การบริหารกองทุนรวม

ยิ่งตลาดมีประสิทธิภาพมากเพียงใด ผู้บริหารกองทุนรวมก็ยิ่งไม่มีความจำเป็นต้องใช้กลยุทธ์การบริหารเชิงรุกมากเท่านั้น เพราะนอกจากจะไม่สามารถชนะตลาดได้ อย่างสม่ำเสมอแล้ว ความพยายามต่างๆ ในการค้นหาข้อมูล หรือ การคิดวิเคราะห์เพื่อคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ อาจจะเป็นความพยายามที่ไม่ก่อประโยชน์โดยแท้จริง และมีค่าใช้จ่ายสูง แต่สามารถใช้กลยุทธ์เชิงรับ โดยการถือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการกระจายการลงทุนตามน้ำหนัก (Market Portfolio) ซึ่งจะมีค่าใช้จ่ายต่ำกว่า และได้ผลตอบแทนที่ดีกว่า

### 2.1.3 ทฤษฎีตลาดที่มีการแข่งขัน (Competitive Market)

การศึกษาของ Léon Walras (1950) อธิบายว่า หากเปรียบเทียบกองทุนเป็นสินค้าชนิดหนึ่งในตลาดที่มีผู้ซื้อและผู้ขายมากมาย ซึ่งทั้งผู้ซื้อและผู้ขายทราบว่า สินค้าทั้งหมดมีคุณสมบัติใกล้เคียงกัน (มีความเสี่ยงใกล้เคียงกัน) และการเข้าหรือออกจากตลาดของทั้งผู้ซื้อและผู้ขายสามารถกระทำได้โดยอิสระ ทฤษฎีนี้อธิบายลักษณะการไหลเข้าหรือออกของเงินจากกองทุนว่า เป็นไปได้โดยอิสระปราศจากแรงต้านทาน โดยนักลงทุนย่อมระบุงกองทุนที่มีประสิทธิภาพ และไม่มีประสิทธิภาพ เมื่อเทียบกับกองทุนที่ลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเท่ากัน และจะปรับเงินลงทุนด้วยการถอนเงินจากกองทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ เพื่อนำไปซื้อกองทุนที่มีประสิทธิภาพ และการไหลเข้าและออกของเงินจะสิ้นสุดลงเมื่อนักลงทุนเห็นว่า ผลตอบแทนที่จะได้รับจากกองทุนมีความเหมาะสม ทำให้ ณ จุดสมดุล ทุกกองทุนจะได้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเท่ากับศูนย์ ( $\text{Alpha} = 0$ )

ทฤษฎีนี้เป็นสมมติฐานรองรับ การทดสอบปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ไหลออก แสดงให้เห็นว่า การที่กองทุนมีเงินไหลเข้ามากก็เพราะผลการดำเนินงานที่ดี และการที่กองทุนมีเงินไหลออกไปมากก็เพราะมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี ดังนั้น ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ไหลออกจึงอาจนำมาอธิบายผลการดำเนินงานได้

#### 2.1.4 ทฤษฎีแบบจำลองราคาสินทรัพย์ Asset Pricing Model

Asset Pricing Model รายละเอียดอธิบายในส่วนของข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย ประกอบด้วย CAPM Fama & French และ Carhart ซึ่งเป็นกลุ่มของแบบจำลองที่ใช้ในการประมาณการผลตอบแทน โดยการพิจารณาความเสี่ยงของปัจจัยด้านต่างๆ ที่เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ที่จะมีผลต่อผลตอบแทน เช่น ความเสี่ยงของตลาดความเสี่ยงของขนาดหุ้นที่ถือ ความเสี่ยงของการถือหุ้นที่มีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Value Stock) หรือ ความเสี่ยงของการถือหุ้นที่มีกำไรเติบโตสูง (Growth Stock) และความเสี่ยงของโมเมนตัมราคาหุ้น

ผลตอบแทนที่ได้จากแบบจำลองจะนำมาใช้เพื่อวัดความสามารถในการบริหาร จะมีทั้งผลตอบแทนรวม และผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Alpha) โดยสามารถมองได้อีกด้านหนึ่ง คือ เป็นตัวชี้วัดทักษะของผู้จัดการกองทุน

จากงานวิจัยในอดีตที่ทำการศึกษาเรื่องของทักษะ และความสามารถของผู้จัดการกองทุน ซึ่งทฤษฎีต่างๆ มีความแตกต่างกันข้างชัดเจน โดยอาจกล่าวได้ว่า แนวคิดแรกเป็นแนวคิดที่เชื่อว่าการวัดทักษะและความสามารถ สามารถจะกระทำได้ด้วยการใช้ ตัววัด คือ “ผลตอบแทน” ส่วนแนวคิดที่สอง เชื่อว่า การวัดด้วย “ผลตอบแทน” อาจให้ผลที่คลาดเคลื่อน จึงเสนอวิธีการวัดใหม่ด้วยการใช้ “ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ไหลออกจากกองทุน”

1. กลุ่มที่ทำการการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกองทุนกับ “ผลตอบแทน (Return)” ในอดีต ได้แก่ การพิจารณาเรื่องความสม่ำเสมอ (Persistence) ของผลตอบแทนในระยะเวลาสั้นว่าจะเป็นเครื่องบ่งชี้ทักษะของผู้จัดการกองทุน จากแนวคิดของ Carhart (1997) อธิบายว่า กองทุนที่มีประสิทธิภาพย่อมมีผลตอบแทนที่ดีโดยสม่ำเสมอ และหากมีความสม่ำเสมอเป็นระยะเวลานานจะสะท้อนให้เห็นทักษะของผู้จัดการกองทุนที่สูง แต่หากกองทุนมีผลตอบแทนที่ดี เพียงช่วงระยะเวลาสั้น ๆ ก็อาจจะไม่สามารถอธิบายได้ว่าเกิดจากทักษะของผู้จัดการกองทุน แต่อาจจะเกิดจากปัจจัยอย่างอื่น เช่น “โชค” ในทางตรงกันข้าม หากผลตอบแทนไม่สม่ำเสมอ ก็อาจจะเป็นไปได้ว่าผู้จัดการกองทุนนั้น ไม่มีทักษะ หรือ อาจไม่มีโชคด้วยก็ได้

2. กลุ่มที่ทำการการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกองทุนกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ไหลออกจากกองทุน (Fund Flow) จากแนวคิดของ Berk & Green (2004) อธิบายว่า

ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ไหลออกจากกองทุนเป็นสิ่งที่อาจจะแทนความหมายของทักษะของผู้จัดการกองทุน โดยนักลงทุนที่มีเหตุผลจะติดตามผลการดำเนินงานของกองทุนโดยสม่ำเสมอ และจะปรับ Portfolio การลงทุนของตนตามผลประกอบการในอดีตของกองทุน กองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีในอดีตจะมีเงินลงทุนไหลเข้าไปมาก ส่วนกองทุนที่ผลการดำเนินงานในอดีตที่ไม่ดี เงินจะไหลออกจากกองทุน

## 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

แนวคิดหลักของงานวิจัยนี้อ้างอิงจากผลงานของ Alan D. Crane and Kevin Crotty (2018) งานวิจัยดังกล่าวได้อ้างอิงงานวิจัยในอดีต เพื่อนำมาใช้ในการพิสูจน์ถึงทักษะในการบริหารกองทุนทั้งกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและเชิงรับ จากการศึกษาใช้งานวิจัยที่ผ่านมาประกอบด้วย

Jensen (1968) เป็นผลงานชิ้นแรกๆ ที่ได้กล่าวถึง การวิเคราะห์ผลตอบแทนของกองทุนรวมเชิงรุกในประเทศ สหรัฐอเมริกา โดยผลการวิจัยให้ข้อสรุปว่า ผู้จัดการกองทุนรวมเชิงรุกโดยเฉลี่ยแล้วไม่ได้มีความสามารถในการคาดการณ์ ราคาหลักทรัพย์ที่ดีพอที่จะเอาชนะนักลงทุนประเภท “Buy the market and hold policy” ได้ ความจริงในข้อนี้ใช้ได้กับผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) และผลตอบแทนรวม (Gross Return)

Carhart (1997) ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนรวมเชิงรุกในประเทศ สหรัฐอเมริกา กับความสม่ำเสมอของผลตอบแทน โดยมีสมมติฐานว่ากองทุนที่ดีเมื่อเทียบกับดัชนีอ้างอิงย่อมจะต้องสร้างผลตอบแทนที่ดี ได้อย่างต่อเนื่อง (Persistence) ส่วนกองทุนที่ไม่ดีย่อมจะต้องสร้างผลตอบแทนที่ไม่ดีอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกัน ในการทดสอบความสม่ำเสมอของผลตอบแทน Carhart ได้ทำการแบ่งกองทุนรวมออกเป็นกลุ่มต่างๆ 10 กลุ่ม ตามลำดับของผลตอบแทนเฉลี่ยในแต่ละปี ในการแบ่งกลุ่มดังกล่าวและคำนวณผลตอบแทนเฉลี่ยของผลตอบแทนในแต่ละปี ทำให้เห็นการเปลี่ยนกลุ่มของแต่ละกองทุน เมื่อเวลาผ่านไปทุกๆ 1 ปี และไม่พบว่ามีกองทุนใดที่สามารถคงอยู่ในอันดับเดิมได้อย่างสม่ำเสมอ จึงอาจกล่าวได้ว่า ไม่มีผู้จัดการกองทุนรวมเชิงรุกที่มีทักษะ แต่การทดสอบโดยมีช่วงเวลาทุกๆ 1 ปี อาจมีปัจจัยรบกวน (Noise) มากเกินไป Carhart จึงได้ทำการทดสอบความสม่ำเสมอโดยกำหนดช่วงเวลาทุกๆ 2 ปี จนถึง 5 ปี (จัดกลุ่มกองทุนรวมตามผลตอบแทนทุกๆ 2 ปี จนถึง 5 ปี) แต่ไม่พบความสม่ำเสมอเช่นเดียวกัน จากงานวิจัยดังกล่าวสามารถสรุปได้ดังนี้

1. หลีกเลี้ยงกองทุนรวมที่มีผลประกอบการไม่ได้อย่างต่อเนื่อง

2. กองทุนรวมที่มีผลประกอบการดีในปีก่อนมักจะมีผลประกอบการดีในปีถัดมา แต่ไม่แน่ว่าจะมีผลประกอบการ ดีในปีต่อไป

3. ค่าใช้จ่ายต่างๆที่กองทุนรวมมี เช่น Expense ratio ยิ่งสูงเท่าไรก็ยิ่งเป็นผลเสียต่อกองทุนรวมมากขึ้นเท่านั้น

Berk & Green (2004) เป็นหนึ่งในกลุ่มนักวิชาการที่เชื่อว่าการลงทุนไม่ได้เป็น Zero sum game ทั้งก่อนและหลัง จากการหักค่าใช้จ่าย Berk and Green มีแนวคิดที่แตกต่างจากแนวคิดก่อนหน้านี้ที่นิยมใช้ผลตอบแทน ในการอธิบายทักษะ ของผู้จัดการกองทุน แต่ Berk and Green ใช้หลักการของตลาดที่มีการแข่งขัน (Competitive market) มาอธิบายว่ามีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวมอย่างไร โดยมีหลักการดังนี้

1. ตลาดกองทุนรวมเป็นตลาดที่มีการแข่งขัน และปริมาณเงินสามารถไหลเข้าหรือออก (Fund flow) ไปสู่กองทุนรวมต่างๆ ได้อย่างอิสระ

2. นักลงทุนพยายามค้นหาผู้จัดการกองทุนรวมที่เขาเชื่อว่ามีทักษะด้วยวิธีการต่างๆ เช่น ใช้ข้อมูลในอดีต และนักลงทุนจะนำเงินไปลงทุนในกองทุนที่เชื่อว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีทักษะ และจะนำเงินออกจากกองทุนที่เชื่อว่าผู้จัดการกองทุนรวมไม่มีทักษะ กองทุนรวม ที่มีปริมาณเงินไหลเข้าเพิ่มมากขึ้น จะประสบปัญหาในการที่ไม่สามารถนำเงินที่ได้รับมาไปลงทุน จนได้ผลตอบแทนสูงเท่าเดิมอันเนื่องมาจากปริมาณเงินนั้นมากเกินไปกว่าความสามารถที่จะบริหาร ซึ่งทำให้ผลตอบแทนลดลง และปริมาณเงินก็จะเริ่มไหลออกจากกองทุนรวมนั้น วงจรดังกล่าวจะสิ้นสุดก็ต่อเมื่อนักลงทุนไม่สามารถคาดหวังผลตอบแทนที่มากไปกว่าตลาดได้อีกต่อไป กล่าวคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมเชิงรุก ไม่ต่างจากการลงทุนในกองทุนรวมเชิงรับ

3. ไม่ว่าผู้จัดการกองทุนรวมจะมีทักษะหรือไม่ก็ตาม ในท้ายที่สุดด้วยการที่ตลาดมีการแข่งขัน และปริมาณเงินสามารถไหลเข้าหรือออกจากกองทุนได้โดยอิสระ ดังนั้น โดยเฉลี่ยแล้วทุกๆ กองทุนรวมจะได้รับผลตอบแทนหลังหักค่าใช้จ่าย

โดยหลักการของ Berk and Green กองทุนรวมเชิงรุกจะได้รับผลตอบแทน โดยเฉลี่ยหลังหักค่าบริหาร และค่าใช้จ่าย เท่ากับตลาด และได้รับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยก่อนหักค่าบริหารและค่าใช้จ่ายมากกว่าตลาด ทักษะไม่ใช่ประเด็นสำคัญนัก เพราะสิ่งที่ขับเคลื่อนมูลค่าและผลตอบแทนของกองทุนรวม คือ ปริมาณเงินที่ไหลเข้าและออกจากกองทุนรวม ซึ่งเป็นไปตาม ความคาดหวังของนักลงทุน และในท้ายที่สุดทักษะก็มักจะถูกทำลายลงด้วยความยากลำบากในการบริหารปริมาณเงิน ที่มากเกินไปกว่าความสามารถของผู้จัดการกองทุนรวม

Fama and French (2010) เป็นงานวิจัยที่ศึกษาว่ากองทุนรวมเชิงรุกมีทักษะในการบริหารหรือไม่ โดยเริ่มต้นด้วยการระบุปัญหาของ Abnormal return หรือ  $\alpha$  ซึ่งเป็นค่าที่นิยมใช้วัด

ทักษะของผู้จัดการกองทุนรวม ว่าอาจไม่ได้เกิดจากทักษะ แต่อาจจะมีโชครวมอยู่ด้วย ดังนั้น ถ้าหากสามารถแยกโชคออกจากทักษะได้ ก็จะสามารถระบุว่า โดยแท้จริงกองทุนรวมเชิงรุกมีทักษะจริงหรือไม่ และควรหรือไม่ที่นักลงทุนจะตอบแทนผลการดำเนินงานของผู้จัดการ กองทุนรวมเชิงรุกด้วยค่าบริหารที่แพงกว่ากองทุนรวมเชิงรับ Fama and French เป็นหนึ่งในนักวิจัยที่มีความเชื่อว่าตลาดเป็น Zero sum game และพิสูจน์ให้เห็นว่ากองทุนรวมเชิงรุก ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2527 ถึง 2549 โดยรวมแล้วมีการจัด Portfolio เป็น Market Portfolio หรือกล่าวได้ว่า Portfolio โดยรวมไม่ต่างจาก Portfolio ของกองทุนรวมเชิงรับ ดังนั้น จึงไม่สามารถได้ Abnormal return จากตลาด ซึ่งการค้นพบนี้สอดคล้องกับหลักการของ William F. Sharpe ผู้ซึ่งเชื่อว่ากองทุนรวมเชิงรุก ไม่สามารถสร้าง Abnormal return ได้ และยังเป็นการสนับสนุน Efficient Market Hypothesis อีกด้วย

Fama and French ใช้การเปรียบเทียบค่า  $\alpha$  ของกองทุนรวมเชิงรุกในประเทศสหรัฐอเมริกา กับค่า  $\alpha$  ที่ประมาณจากผลตอบแทนของการลงทุนที่หักค่า  $\alpha$  ออก และนำไป Simulation ด้วยวิธี Bootstrapping ผลลัพธ์ที่ได้ ให้ข้อสรุปว่า หากพิจารณาผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross return) มีกองทุนรวมเชิงรุกบางส่วนที่สามารถมีทักษะมากพอ ที่จะสร้างผลตอบแทนให้ได้มากกว่าตลาด และบางส่วนไม่มีทักษะ แต่หากพิจารณาผลตอบแทนหลังหักค่าใช้จ่าย (Net return) จะพบว่า มีกองทุนรมน้อยมากที่มีทักษะมากพอที่จะสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าตลาด Fama and French ไม่ได้ปฏิเสธการมีทักษะของผู้จัดการกองทุนรวมเชิงรุก เพียงแต่ในภาพรวมย่อมต้องมีผู้จัดการกองทุนที่มีทักษะ และไม่มีทักษะปะปนกัน และผู้จัดการกองทุนที่ไม่มีทักษะจะทำให้ภาพรวมดูไม่ดีไปด้วย

Aumeboonsuke (2012), Bwo-Nung Huang (1995), Hoque et al. (2007) และ Karemera et al. (1999) ได้ทำการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับต่ำของดัชนีหุ้นไทยในช่วงระยะเวลาต่าง ๆ กัน โดยการศึกษาของ Huang (1995) บนดัชนี MSCI Thailand ในช่วงปี 2531 - 2535 และงานของ Hoque et al. (2007) บนดัชนี SET ช่วงปี 2533 - 2547 ปฏิเสธสมมติฐาน Random Walk และสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหุ้นไทย อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Karemera et al. (1999) บนดัชนีหุ้นไทย ในช่วงปี 2530 - 2540 นั้น กลับสนับสนุนความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหุ้นไทย และงานล่าสุดโดย Aumeboonsuke (2012) พบว่า ในช่วงปี 2544 - 2555 ดัชนีตลาดหุ้นไทยเปลี่ยนแปลงไปในทางที่สอดคล้องกับความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำมากขึ้นตามเวลา โดยเฉพาะในช่วงล่าสุด (2549 - 2555) ที่ทุกการทดสอบสนับสนุนความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหุ้นไทย

C. Alan D. Crane and Kevin Crotty (2018) ทำการศึกษาประสิทธิภาพ (Alpha) ของการบริหารกองทุนระหว่างกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและบริหารแบบเชิงรับ โดยทำการวัด

ทักษะของผู้จัดการกองทุนเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนก่อนคิดค่าธรรมเนียม และหลังคิดค่าธรรมเนียม กล่าวคือผู้จัดการกองทุนมีทักษะเพียงพอที่จะบริหารกองทุนเพื่อให้ครอบคลุมค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บหรือไม่ รวมถึงสามารถบริหารกองทุนให้มีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานจากการเคลื่อนไหวของกระแสเงินของกองทุนที่ตอบสนองระหว่างเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงาน โดยใช้ข้อมูลจาก Center for Research in Security Prices (CRSP) รายเดือน ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 ถึง 2013 ใช้ข้อมูลกองทุนที่มีอายุอย่างน้อย 3 ปี จำนวน 2,060 กองทุน ซึ่งเป็นกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ 237 กองทุน ใช้ดัชนีอ้างอิงทั้งหมด 6 แบบจำลอง ได้แก่ Excess of S&P 500 CAPM Fama-French-Carhart Vanguard basis Creme- Petajisto- Zitzewitz 7-factor model Conditional 4-factor model พบว่ากองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับมีประสิทธิภาพดีกว่ากองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก เช่นเดียวกับงานวิจัย D. Ernst J. Fahling, Elmar Steurer, Sven Sauer (2019) ทำการศึกษาประสิทธิภาพระหว่างกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและเชิงรับ โดยมุ่งเน้นกองทุนที่มีการแข่งขัน และกองทุนที่ซื้อขายแลกเปลี่ยน (ETF) ในประเทศของสมาชิกยุโรป ใช้ข้อมูลจาก Financial Websites German Federal Financial Supervisory Authority เป็นข้อมูลรายวัน ระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม 2007 ถึง ธันวาคม 2017 โดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาด 4 ดัชนี ได้แก่ MSCI World Index ETF Deka STOXXQR Europe Strong Value 20 UCITS ETF Deka STOXXQR Europe Strong Growth 20 UCITS ETF และ iShares EURO Dividend UCITS ETF ทำการวิเคราะห์ทั้งหมด 19 กองทุน จากค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของสินทรัพย์ของกองทุน มูลค่าการเติบโต รายได้อุตสาหกรรม blue-chip (หุ้นที่มีขนาดใหญ่ มีมูลค่าสูง และสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีได้อย่างต่อเนื่อง) ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน โดยใช้แบบจำลอง CAPM, Fama & French Three-Factor Model พบว่ากองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับมีประสิทธิภาพดีกว่ากองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก

Nattawut Jenwittayaroje (2020) ได้ทำการศึกษาความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำของตลาดหุ้นไทยในกลุ่ม SET50 และ SET100 ตั้งแต่ มกราคม 2553 ถึง มกราคม 2563 และพบว่า การเปลี่ยนแปลงราคาตลาดหุ้นไทยในกลุ่มหุ้น SET50 และ SET100 เป็นแบบสุ่ม ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak form of EMH) และอาจตีความหมายได้ว่าการใช้ข้อมูลราคาหุ้นในอดีตมาคาดการณ์ราคาหุ้นในอนาคตไม่น่าจะสามารถกระทำได้



## 2.3 สมมติฐานการวิจัย (Hypothesis)

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีต กับ ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน ของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก และแบบเชิงรับ เพื่อศึกษาความมีเหตุผลของนักลงทุนเชิงรุก และเชิงรับ ว่ามีการศึกษาผลการดำเนินงานในอดีตในการเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนหรือไม่ หากผลการดำเนินงานในอดีต กับ ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนมีความสัมพันธ์กัน และกองทุนนั้นมีปริมาณเงินไหลเข้ากองทุน แสดงว่ากองทุนนั้นมีผลการดำเนินงานในอดีตที่ดี สามารถใช้เป็นตัวบ่งชี้การมีทักษะของผู้จัดการกองทุนได้ (Berk & Green 2004)

สมมติฐาน ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีต กับ ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก และเชิงรับมีความสัมพันธ์เป็นบวก และความสัมพันธ์ดังกล่าวมีผลต่อกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกมากกว่ากองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ กล่าวคือ นักลงทุนเชิงรุกมีการศึกษาผลการดำเนินงานในอดีตในการเลือกลงทุนในกองทุนที่เหมาะสม เนื่องจากนักลงทุนประเภทนี้ต้องการได้รับผลตอบแทนที่มากกว่าดัชนีอ้างอิง

### บทที่ 3

## ข้อมูล ตัวแปร และ วิธีการศึกษา (Data, Variables and Methodologies)

### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัย

งานวิจัยนี้ทำการเก็บข้อมูลแบบอนุกรมเวลา (Time Series Data) กองทุนรวมตราสารทุนที่นำมาศึกษาในงานวิจัยมีการคัดเลือกกองทุนจากฐานข้อมูลของ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC Application Programming Interface: SEC API) โดยคัดเลือกเฉพาะกองทุนที่ลงทุนในตราสารทุน (Equity Fund) จำนวน 150 กองทุน ประกอบด้วยกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรุก จำนวน 124 กองทุน และกองทุนรวมที่มีการบริหารแบบเชิงรับ จำนวน 26 กองทุน โดยทั้งหมดเป็นกองทุนที่ลงทุนในตราสารทุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2553 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2562 รวมระยะเวลา 120 เดือน โดยแต่ละกองทุนรวมจะต้องมีข้อมูลผลการดำเนินงาน รายเดือนไม่น้อยกว่า 12 เดือน โดยเป็นกองทุนที่มีผลการดำเนินงานจนถึงที่สุดช่วงเวลาของงานวิจัย คือ เดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 อาจมีบางกองทุนรวมที่ต้องปิดตัวลงไปก่อนเดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 แต่ไม่สามารถค้นหาเพื่อนำข้อมูลเหล่านั้นมาใช้ได้ ทำให้ข้อมูลที่นำมาใช้อาจมีปัญหา Survivorship Bias ซึ่งอาจส่งผลทำให้ภาพรวมของผลตอบแทนของกองทุนรวมดีกว่าความเป็นจริง

แหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาข้อมูลของตราสารทุน และข้อมูลของกองทุน สืบค้นฐานข้อมูลของ DATASTREAM และ SiamChart ข้อมูลด้านผลตอบแทนรวมของตลาด (SET100 TRI) ได้จากฐานข้อมูลของ SETSMART ข้อมูลผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสืบค้นจากฐานข้อมูลของสมาคมตราสารหนี้ไทย (The Thai Bond Market Association: ThaiBMA)

#### 3.1.1 ตัวแปร (Variable)

ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยมีความถี่รายเดือน โดยใช้ข้อมูล ณ วันที่ 1 ของทุกๆ เดือน เป็นเวลาที่  $t$  กองทุนที่  $i$  แบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับตลาด ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวม และ ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับตราสารทุน

### 3.1.1.1 ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับตลาด

ผลตอบแทนตลาด (Market Return: MKT) สามารถหาได้จากสมการ (1) มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ โดยดัชนีผลตอบแทนรวมกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 ตัวแรก (SET100 TRI) เป็นดัชนีผลตอบแทน ซึ่งมีได้พิจารณาเฉพาะการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นดังเช่น ราคาดัชนีหุ้น (SET) แต่จะนำผลตอบแทนอื่นๆที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ เช่น เงินปันผล (Dividend) หรือ สิทธิในการจองซื้อหุ้นมารวมด้วย ทำให้สะท้อนอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ

$$\text{Market Return (MKT)}_t = \left[ \left( \frac{\text{SET100TRI}_t}{\text{SET100TRI}_{t-1}} - 1 \right) \times 100 \right] - \text{Risk free}_t \quad (1)$$

เมื่อ  $\text{SET100TRI}$  คือ ผลตอบแทนรวมกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด 100 ตัวแรก

$\text{Risk free}$  คือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุ 1 เดือน ทั้งนี้การที่ต้องใช้อายุ 1 เดือน เพื่อปรับความเสี่ยงให้มีอายุเท่ากับช่วงของข้อมูล มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์

### 3.1.1.2 ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวม

1. ผลตอบแทนรวม (Gross return) สามารถหาได้จากสมการที่ (2) มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ โดยมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยกองทุนรวม (Net Asset Value per unit: NAV) สามารถหาได้จาก อัตราส่วนของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่อยู่ภายใต้การบริหารของกองทุนรวม (Total Net Asset: TNA) กับจำนวนหน่วยลงทุน

$$\text{Gross Return}_{it} = \left[ \left( \frac{\text{NAV}_{it}}{\text{NAV}_{it-1}} - 1 \right) \times 100 \right] + \text{Dividend}_{it} \quad (2)$$

เมื่อ NAV คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยกองทุนรวม

Dividend คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield: DY) สำหรับบางกองทุนรวมที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล

2. ผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) สามารถหาได้จากสมการที่ (3) โดยค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุน (Total Expense Ratio: TER) สามารถหาได้จากสัดส่วนของเงินที่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนจะต้องจ่ายให้กับกองทุนรวม เพื่อเป็นค่าธรรมเนียม ค่าบริหาร และค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์

$$\text{Net Return}_{it} = \text{Gross Return}_{it} - \text{Expense Ratio}_{it} \quad (3)$$

เมื่อ  $\text{Expense Ratio}$  คือ ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุน (Total Expense Ratio: TER)

จากการรวบรวมข้อมูล กองทุนทั้งหมด 150 กองทุน แบ่งเป็น กองทุนตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกจำนวน 124 กองทุน และกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับจำนวน 26 กองทุน โดยเก็บข้อมูลความถี่รายเดือนจำนวน 120 เดือน ซึ่งสามารถแสดงข้อมูลทางสถิติได้ดังตาราง 3.1

ตาราง 3.1 ข้อมูลทางสถิติของกองทุนตราสารทุนที่ใช้ศึกษาทั้งหมด 150 กองทุน

|                                   | Min    | Max    | Mean  | Median | .Std. Dev |
|-----------------------------------|--------|--------|-------|--------|-----------|
| <b>กองทุนแบบเชิงรุก (Active)</b>  |        |        |       |        |           |
| Total Net Asset (ล้านบาท)         | 53     | 35,323 | 2,397 | 731    | 4,708     |
| Age (เดือน)                       | 13     | 178    | 86    | 69     | 56        |
| Expense Ratio (%)                 | 0.01   | 0.44   | 0.16  | 0.17   | 0.04      |
| Gross Return (%)                  | -21.76 | 18.68  | 0.32  | 0.00   | 3.24      |
| Net Return (%)                    | -21.92 | 18.47  | 0.23  | 0.00   | 3.24      |
| <b>กองทุนแบบเชิงรับ (Passive)</b> |        |        |       |        |           |
| Total Net Asset (ล้านบาท)         | 58     | 6,249  | 1,469 | 988    | 1,701     |
| Age (เดือน)                       | 13     | 179    | 78    | 78     | 49        |
| Expense Ratio (%)                 | 0.02   | 0.12   | 0.07  | 0.06   | 0.02      |
| Gross Return (%)                  | -26.27 | 19.91  | 0.32  | 0.00   | 3.66      |
| Net Return (%)                    | -26.31 | 19.88  | 0.28  | 0.00   | 3.66      |

### 3.1.1.3 ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับตราสารทุน

ข้อมูลตราสารทุนในดัชนี SET100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่

1. ราคาหลักทรัพย์ (Price) หน่วยเป็น บาท
2. เงินปันผลจ่าย (Dividend) เงินปันผลจ่ายจะถูกนำไปคำนวณผลตอบแทนรวมที่นักลงทุนได้รับจากหุ้น แต่ละตัว หน่วยเป็น เปอร์เซ็นต์
3. มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น (Market Value of Equity) หรือ Market Capitalization คือ ผลคูณของราคา หลักทรัพย์กับจำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมด หน่วยเป็น ล้านบาท
4. มูลค่าทางบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้น (Book Value of Equity) คือ มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรากฏในงบแสดงฐานะทางการเงิน (งบดุล) หน่วยเป็น ล้านบาท

ข้อมูลตราสารทุนในดัชนี SET100 นำมาสร้าง Portfolio และคำนวณค่า Factor ตามขนาด (SMB), Book to Market (HML) ใน 3 Factor และ Momentum (WML) ใน 4 Factor model เพื่อใช้เป็นดัชนีอ้างอิง (Benchmark Model)

### 3.1.2 การสร้าง Portfolio และการคำนวณค่า Factor ใน Three-Factor และ Four-Factor model

ตาราง 3.2 การจัด Portfolio ของหุ้นกลุ่มต่างๆ การคำนวณ SMB และ HML Factor อ้างอิงจาก Fama & French (1993) ส่วน WML Factor อ้างอิงจาก Carhart (1997)

| Size (SMB)     | 50% (S) |         | 50% (B) |
|----------------|---------|---------|---------|
| Value (HML)    | 30% (H) | 40% (M) | 30% (L) |
| Momentum (WML) | 30% (W) | -       | 30% (L) |

หุ้นที่พิจารณา คือ หุ้นที่ได้รับการจัดอันดับให้อยู่ในกลุ่ม SET100 โดยใช้ข้อมูลจากการจัดอันดับทุกๆ 1 ปี เริ่มต้นจากวันที่ 1 มกราคม ถึง 31 ธันวาคม และปรับ Portfolio ใหม่ทุกๆ 1 ปี

- SMB จัดแบ่งกลุ่มของหุ้นออกเป็น 2 กลุ่มที่มีจำนวนเท่าๆกันในแต่ละเดือน ตาม Market value of equity (Market Cap) โดยกลุ่มของหุ้นที่มี Market Cap น้อยจะอยู่ในกลุ่ม (S) ส่วนหุ้นที่มี Market Cap มากจะอยู่ในกลุ่ม (B)

- HML คำนวณ Book value of equity ต่อ Market value of equity (BE/ME) ของหุ้นในแต่ละเดือน จัดแบ่งกลุ่มของหุ้นออกเป็น 3 กลุ่ม ตามอัตราส่วน BE/ME แยกกันที่ Percentile 30% และ 70% โดย 30% แรกที่มี BE/ME สูงสุดจะถูกจัดอยู่ในกลุ่ม (H) 30% ท้ายที่มี BE/ME ต่ำสุดจะอยู่ในกลุ่ม (L) และ 40% ตรงกลางจะอยู่ในกลุ่ม (M)

- WML คำนวณผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 11 เดือนของหุ้น (Lag 1 เดือน) โดยหุ้น 30% แรกที่มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนย้อนหลังสูงที่สุดจะถูกจัดให้อยู่ในกลุ่ม (W) ส่วนหุ้น 30% ท้ายที่มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดจะถูกจัดให้อยู่ในกลุ่ม (L)

ตาราง 3.3 การจัดกลุ่ม Portfolio ของ Size, Value และ Momentum factor

|               | High BE/ME | Median BE/ME | Low BE/ME | Winner (W) | Loser (L) |
|---------------|------------|--------------|-----------|------------|-----------|
| Big Cap (B)   | BH         | BM           | BL        | BW         | BL        |
| Small Cap (S) | SH         | SM           | SL        | SW         | SL        |

ตาราง 3.3 กลุ่มของ Portfolio จะถูกสร้างขึ้นด้วยการเรียง Size factor (B และ S) ทางแกนนอน ตัดกับ Value factor (H,M,L) และ Momentum factor (W และ L) ทางแกนตั้ง ก่อให้เกิด Portfolio จำนวน 10 กลุ่ม ในการคำนวณผลตอบแทนจากกลุ่มของ Portfolio ทั้ง 10 กลุ่มในตารางที่ 2 จะคำนวณโดยพิจารณาตามสัดส่วนของ Market Cap ของหุ้นแต่ละตัวในกลุ่ม Portfolio (Value-weighted portfolio) ซึ่ง SMB, HML และ WML Factor จะคำนวณได้จากสมการ

$$SMB = \frac{(SL - BL) + (SM - BM) + (SH - BH)}{3} \quad (4)$$

$$HML = \frac{(BH - SH) + (BL - SL)}{2} \quad (5)$$

$$WML = \frac{(SW - SL) + (BW - BL)}{2} \quad (6)$$

### 3.1.3 การใช้แบบจำลองดัชนีอ้างอิง (Benchmark Model) ในการทดสอบสมมติฐาน

ตาราง 3.4 แสดงการใช้ Benchmark Model ในการทดสอบสมมติฐาน

| การทดสอบ   | Benchmark Model   |
|--|---|
| ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีต กับ ปริมาณเงินไหลเข้า/ออกจากกองทุน (Fund Flow) | CAPM, Fama & French Three-Factor Model, Carhart Four-Factor Model |

### 3.1.4 เครื่องหมายและความหมาย

ตาราง 3.5 เครื่องหมายและความหมายของแบบจำลอง CAPM, Fama & French และ Carhart

| แบบจำลอง      | ตัวแปร Y          | ตัวแปร X              | เครื่องหมาย | ความหมาย  |
|---------------|-------------------|-----------------------|-------------|---|
| CAPM          | $r_{it} - r_{ft}$ | MKT                   | +           | ตัวแปร มี X<br>ความสัมพันธ์ในทิศทาง<br>เดียวกับตัวแปร Y |
| Fama & French |                   | MKT, SMB, HML         |             |   |
| Carhart       |                   | MKT, SMB, HML,<br>WML |             |   |

## 3.2 การทดสอบสมมติฐาน

### 3.2.1 แบบจำลอง FLOW

การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ของปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน และตัวแปรอิสระต่างๆ ที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุน โดยใช้แบบจำลอง ดังนี้

$$FLOW_{it} = \delta_i + \delta_t + \beta_1 \alpha_{it-1} + \beta_2 \alpha_{it-1} \times Index + \gamma_1 \ln(TNA)_{it} + \gamma_2 ExpenseRatio_{it} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

เมื่อ  $FLOW_{it}$  คือ ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน ณ เวลา  $t$  คำนวณจากสมการที่ (8)

โดยสมการที่ (8) คือ

$$FLOW_{it} = \frac{TNA_{it} - TNA_{it-1}(1 + r_{it})}{TNA_{it-1}} \quad (8)$$

เมื่อ  $TNA_{it}$  คือ ขนาดของกองทุน (Total Net Asset) ของแต่ละกองทุน  $i$  ณ เวลา  $t$  ซึ่งรวมการ Reinvestment ของเงินปันผล

$r_{it}$  คือ ผลตอบแทนรวม (Gross return) ของกองทุน  $i$  ณ เวลา  $t-1$  อ้างอิงจาก Alan D. Crane and Kevin Crotty 2018

$\alpha_{it-1}$  คือ ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุน  $i$  ณ เวลา  $t-1$  ที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอย ของแบบจำลอง CAPM Fama & French และ Carhart

$Index$  คือ ตัวแปรหุ่น ซึ่งกำหนดให้กองทุนแบบเชิงรับ มีค่าเท่ากับ 1 และกองทุนเชิงรุกมีค่าเท่ากับ 0

$\ln(TNA)_{it}$  คือ ขนาดของกองทุน  $i$  ณ เวลา  $t$  แบบลอการิทึม

$Expense Ratio_{it}$  คือ ค่าธรรมเนียมของกองทุน  $i$  ณ เวลา  $t$

### 3.2.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน

#### 3.2.2.1 การทดสอบ

- ใช้กองทุน จำนวน 150 กองทุน แบ่งเป็น กองทุนแบบเชิงรุก จำนวน 124 กองทุน และกองทุนแบบเชิงรับ จำนวน 26 กองทุน

- ใช้ข้อมูลกองทุนที่มีอายุการดำเนินงานอย่างน้อย 12 เดือน และมีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารมากกว่า 50 ล้านบาท
- ข้อมูลรายปีจำนวน 10 ปีตั้งแต่ปี 2553 ถึง 2562 โดยนำข้อมูลรายเดือนมาหาค่าเฉลี่ย
- พิจารณาเฉพาะ Gross return (Alan D. Crane and Crotty 2018)

### 3.2.2.2 แนวคิด

- ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนจะตอบสนองต่อผลการดำเนินงานในอดีต
- ผู้ซื้อกองทุนรวมติดตามผลการดำเนินงานย้อนหลัง และจะซื้อขายตามผลการดำเนินงานในอดีต
- มีการตั้งคำถามถึงควมมีเหตุผลของนักลงทุนที่เลือกซื้อกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก ซึ่งส่วนใหญ่มีการเก็บค่าธรรมเนียมที่มากกว่า และไม่มีการยืนยันถึงผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ

### 3.2.2.3 วิธีการทางสถิติ (Methodologies)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน จากแบบจำลอง Panel Data Model (แบบจำลองที่ (7)) ที่ประยุกต์จากแบบจำลอง FLOW ของ Crane & Crotty 2018 เพื่อทดสอบว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีการ Fixed Effects Estimation Method



## บทที่ 4

### ผลการวิจัย (Results)

#### 4.1 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและเชิงรับ โดยใช้แบบจำลอง FLOW

ตาราง 4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตกับปริมาณเงินที่ไหลเข้ากองทุน/ออกจากกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและเชิงรับ

| ตัวแปร                 | CAPM                 | Fama & French        | Carhart              |
|------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Alpha                  | 2.2209***<br>(0.51)  | 0.3128<br>(0.44)     | 0.1268<br>(0.47)     |
| Alpha x index          | -1.9996*<br>(1.07)   | -0.0094<br>(0.89)    | -0.2151<br>(0.95)    |
| ln_TNA                 | 1.3117***<br>(0.13)  | 1.2792***<br>(0.13)  | 1.2786***<br>(0.13)  |
| Expense Ratio          | -2.6646***<br>(0.45) | -2.5941***<br>(0.45) | -2.5886***<br>(0.46) |
| Number of observations | 1,500                | 1,500                | 1,500                |
| Number of groups       | 150                  | 150                  | 150                  |
| F-test                 | 29.57                | 24.67                | 24.51                |
| R <sup>2</sup>         | 0.0326               | 0.0274               | 0.0268               |

หมายเหตุ: 1) นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*)

2) ตัวแปร Alpha คือ ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก

3) ตัวแปร Alpha × Index คือ ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ

4) ค่าในวงเล็บ คือ ค่า Standard Error

จากการศึกษาสามารถอธิบายได้ดังนี้

#### 4.1.1 ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุน (Alpha)

แบบจำลอง CAPM กองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก ผลการดำเนินงานในอดีตมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ ทางสถิติที่ 1% ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 2.2209 แสดงว่า หากกองทุนมีผลการดำเนินงานในอดีต เพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้มีปริมาณเงินไหลเข้ากองทุน 2.2209% ในส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ ผลการดำเนินงานในอดีตมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 10% ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.2213 แสดงว่า หากกองทุนมีผลการดำเนินงานในอดีตเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้มีปริมาณเงินไหลเข้ากองทุน 0.2213%

แบบจำลอง Fama & French กองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก ผลการดำเนินงานในอดีต มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.3128 ในส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ ผลการดำเนินงานในอดีตมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์ เท่ากับ 0.3034

แบบจำลอง Carhart กองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก ผลการดำเนินงานในอดีต มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1268 ในส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหาร แบบเชิงรับ ผลการดำเนินงาน ในอดีตมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญ ทางสถิติ ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0883

#### 4.1.2 ขนาดของกองทุน (Total Net Asset)

พบว่าขนาดของกองทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.3117, 1.2792 และ 1.2786 จากแบบจำลอง CAPM, Fama & French และ Carhart ตามลำดับ แสดงว่า หากขนาดของกองทุนเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มีปริมาณเงินไหลเข้ากองทุน

### 4.1.3 ค่าธรรมเนียมของกองทุน (Expense Ratio)

พบว่า มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% ค่าเฉลี่ยสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.6646, -2.5941 และ -2.5886 จากแบบจำลอง CAPM, Fama & French และ Carhart ตามลำดับ แสดงว่า หากกองทุนมีการเก็บค่าธรรมเนียมจากนักลงทุนเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มีปริมาณเงินไหลออกจากกองทุน

ตาราง 4.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน

| ตัวแปร Y                              | ตัวแปร X  | ความสัมพันธ์   |
|---------------------------------------|---|----------------|
| ปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออก<br>จากกองทุน | ผลการดำเนินงานในอดีต <ul style="list-style-type: none"> <li>● กองทุนแบบเชิงรุก</li> <li>● กองทุนแบบเชิงรับ</li> </ul> | ทิศทางเดียวกัน |
|                                       | ขนาดของกองทุน   | ทิศทางเดียวกัน |
|                                       | ค่าธรรมเนียมของกองทุน   | ทิศทางตรงข้าม  |

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา และ ข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน โดยทำการรวบรวมแนวความคิด และทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยเชิงประจักษ์ในต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการอธิบายลักษณะทักษะของผู้จัดการกองทุน โดยในการศึกษาผู้วิจัยได้เลือกศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ และเชิงรุกในประเทศไทยที่ทำการลงทุนในตลาดทุน ช่วงระยะเวลา 10 ปี นับตั้งแต่เดือนมกราคม 2553 ถึง สิ้นเดือนธันวาคม 2562

##### 5.1.1 สรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน ของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก และ เชิงรับ โดยใช้แบบจำลอง FLOW

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุนพบว่า ผลการดำเนินงานในอดีตมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน ตรงตามที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวมีผลต่อกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกมากกว่ากองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ สรุปได้ว่านักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก มีการศึกษาข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตมาใช้ในการเลือกลงทุนกองทุนรวมตราสารทุน เพื่อที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าดัชนีอ้างอิง สนับสนุนแนวคิดของ Berk & Green (2004) เมื่อพบความมีเหตุผลของนักลงทุนเชิงรุกแล้ว จากทฤษฎีตลาดที่มีการแข่งขัน (Léon Walras 1950) อธิบายได้ว่า หากกองทุนนั้นมีปริมาณเงินที่ไหลเข้ากองทุนแสดงว่ามีผลการดำเนินงานในอดีตที่ดี และถือได้ว่าผู้จัดการกองทุนมีทักษะในการดำเนินงาน หากกองทุนที่มีปริมาณเงินที่ไหลออกจากกองทุนแสดงว่ามีผลการดำเนินงานในอดีตที่ไม่ดี เป็นผลมาจากผู้จัดการกองทุนนั้นไม่มีทักษะในการดำเนินงาน ในส่วนของตัวแปรอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ขนาดของกองทุน (Total Net Asset) พบว่า มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณเงินที่

ไหลเข้า/ออกจากกองทุน และค่าธรรมเนียมของกองทุน (Expense Ratio) พบว่า มีความสัมพันธ์ ไปในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณเงินที่ไหลเข้า/ออกจากกองทุน

## 5.2 บทวิเคราะห์

เนื่องจากกองทุนรวมในประเทศไทยมีการเติบโตอย่างมาก จึงทำให้การลงทุนในกองทุนต่างๆมีความน่าสนใจ เมื่อพิจารณาทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ จากผลการศึกษาพบว่านักลงทุนไม่เชื่อมั่นว่าตลาดมีประสิทธิภาพ โดยนักลงทุนจะศึกษาผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนตราสารทุน และเลือกลงทุนในกองทุนที่มีผลการดำเนินงานในอดีตที่ดีเมื่อเทียบกับดัชนีอ้างอิง ทำให้กองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกมีความได้เปรียบ และได้รับความนิยมมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับ ก่อให้เกิดความท้าทายในการบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุนเพื่อให้กองทุนมีผลการดำเนินงานที่ได้อย่างต่อเนื่อง และมีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนที่เหมาะสม ส่งผลให้ผู้จัดการกองทุนได้รับความน่าเชื่อถือ นอกจากนี้ นักลงทุน ผู้กำหนดนโยบาย และผู้มีส่วนร่วมในตลาดทุน สามารถนำงานวิจัยนี้ไปใช้สร้างแผนการออมและการลงทุนได้ โดยพิจารณาจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

กองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกจะให้ผลตอบแทนที่สม่ำเสมอ สะท้อนให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุนใช้ทักษะในการลงทุน โดยสามารถเลือกลงทุนในตราสารทุนที่สามารถให้ผลตอบแทนที่มากกว่าดัชนีอ้างอิงได้ แม้ในช่วงเวลาที่ตลาดมีความผันผวนสูง ผู้จัดการกองทุนยังสามารถทำให้กองทุนมีผลการดำเนินงานอยู่ในระดับเดิมได้ ผู้จัดการกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุก ควรพิจารณาจังหวะในการซื้อขายสินทรัพย์ พิจารณาภาวะตลาดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อนำข้อมูล ไปบริหารกองทุนให้ตรงตามนโยบาย และก่อให้เกิดผลตอบแทนสูงสุด กองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกจึงเหมาะสำหรับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่มากกว่าดัชนีอ้างอิง จับจังหวะลงทุนตามภาวะตลาด เว้นแต่ในกรณีที่สถานะไม่ปกติทำให้ไม่สามารถลงทุนได้ตามสัดส่วนที่กำหนด ซึ่งนักลงทุนต้องรับความเสี่ยงทางด้านความผันผวนของราคาในระดับสูงในขณะเดียวกันพบว่า กองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรับจะให้ผลตอบแทนที่ไม่สม่ำเสมอ ถึงแม้ว่าผู้จัดการกองทุนไม่ได้ใช้ทักษะในการลงทุน แต่ในบางกองทุนไม่ได้มีการปรับน้ำหนักการลงทุนตามดัชนีอ้างอิง ทำให้ผลตอบแทนไม่เท่ากับดัชนีอ้างอิง ผู้จัดการกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรับ จึงควรมีการปรับสัดส่วนการลงทุนตามดัชนีอ้างอิงอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้สามารถบริหารกองทุนให้ตรงตามนโยบาย และก่อให้เกิดผลตอบแทนตามดัชนีอ้างอิง กองทุนที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรับจึงเหมาะสำหรับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนใกล้เคียงกับดัชนีอ้างอิง และควร

พิจารณากองทุนจากค่าธรรมเนียม กองทุนที่มีราคาต่ำ นอกจากนี้ยังพบว่ากองทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์โดยเน้นการลงทุนในกลุ่มบริษัทที่ทำธุรกิจเกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานในการดำรงชีวิต ได้แก่ อาหาร ที่อยู่อาศัย เครื่องนุ่งห่ม ยารักษาโรค พลังงาน การเงินการธนาคาร การขนส่ง เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีแนวโน้มการเติบโตทางธุรกิจสูง สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีในอนาคต

นอกจากการที่นักลงทุนพิจารณาผลตอบแทนในอดีตมาใช้ในการจัด Portfolio การลงทุนของตนเองแล้ว ควรพิจารณาเงื่อนไขระยะเวลาการลงทุน ความเสี่ยงของกองทุนในภาพรวมว่าอยู่ในระดับที่ยอมรับได้หรือไม่ ความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคาของหลักทรัพย์ และสินทรัพย์ ภายใต้การบริหารของกองทุนที่เติบโตขึ้นจากปริมาณเงินที่ไหลเข้าที่แสดงให้เห็นถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุน และสะท้อนให้เห็นว่ากองทุนนั้นมีประสิทธิภาพ รวมถึงนักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงได้ โดยการบริหารการลงทุนทั้งกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับใน Portfolio ของตนเอง นักลงทุนควรเลือกกองทุน ให้เหมาะสมกับเป้าหมายส่วนบุคคล ตามสถานะตลาด และควรแบ่งการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่น เช่น ตราสารหนี้ และเงินฝาก เป็นต้น เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน

### 5.3 ข้อจำกัดทางการศึกษา

ผู้จัดการกองทุนมีการปรับกลยุทธ์การลงทุนตามภาวะตลาด เพื่อให้เหมาะสมกับภาวะตลาด และสภาพเศรษฐกิจที่คำนึงถึงผลตอบแทนของกองทุนเป็นสำคัญ ซึ่งอาจทำให้การเลือกตราสารทุนในการลงทุนแตกต่างจากนโยบายการลงทุนของกองทุนนั้นๆ (Tracking error)

### 5.4 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

- แบ่งช่วงการศึกษา เช่น ช่วงเวลาก่อนมีวิกฤต ช่วงเกิดวิกฤต และช่วงหลังเกิดวิกฤต ในการเปรียบเทียบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก และเชิงรับ ในแต่ละช่วงเวลา เพื่อศึกษาว่าแต่ละช่วงเวลานักลงทุนควรเลือกลงทุนในกองทุนที่มีนโยบายในการลงทุนแบบใด
- การจัดกลุ่มดัชนีอ้างอิงควรใช้ข้อมูลตราสารทุนในตลาด SET และ MAI ทั้งหมด เนื่องจากกองทุนรวมตราสารทุน ส่วนใหญ่มีการลงทุนในตราสารทุนของตลาดดังกล่าว

## บรรณานุกรม

- Berk, J. B. (2005). Five myths of active portfolio management: most active managers are skilled(3), 27.
- Berk, J. B., & Green, R. C. (2004). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295. doi:10.1086/424739
- Berk, J. B., & van Binsbergen, J. H. (2016). Assessing asset pricing models using revealed preference. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 1-23.
- Carhart, M. M., Carpenter, J. N., Lynch, A. W., & Musto, D. K. (2002). Mutual Fund Survivorship. *Review of Financial Studies*, 15(5), 1439. doi:10.1093/rfs/15.5.1439
- Crane, A. D., & Crotty, K. (2018). Passive versus Active Fund Performance: Do Index Funds Have Skill? *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(1), 33-64. doi:10.1017/S0022109017000904
- Edwin, J. E., Martin, J. G., & Christopher, R. B. (2011). Does Size Matter? The Relationship Between Size and Performance. Working paper.
- French, E. F. a. K. R. (2009, NOV 30, 2009). Luck versus Skill in Mutual Fund Performance
- Hendricks, D., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1993). Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988. *Journal of Finance (Wiley-Blackwell)*, 48(1), 93-130. doi:10.1111/j.1540-6261.1993.tb04703.x
- Mark, M. C. (1997). On persistence in mutual fund performance.
- Raphaëlle Bellando, L. T.-D. (2011). Fund Flow/Performance Relationship A Case Study of French Mutual Funds.
- Robert, K., Allan, T., Russ, W., & Hal, W. (2006). Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2551.