วารสารเศรษฐศาสตร์ปริทรรศน์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
ปีที่ 7 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม-ธันวาคม 2556)

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

สรศาสตร์ สุขเจริญสิน และ ปริยดา สุขเจริญสิน***

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานและความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย โดยผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนจะมีความผันผวนไปตามสภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นอย่างมาก ซึ่งกองทุนรวมตราสารทุนของไทยโดยเฉลี่ยแล้วสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ดีในช่วงตลาดขาลงมากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น แต่ในภาพรวมแล้ว กองทุนรวมตราสารทุนเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติเมื่อเทียบกับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ นอกจากนี้ การศึกษายังพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนส่วนหนึ่งสามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีให้มีความสม่ำเสมอในระยะสั้นได้ แต่ก็มีกองทุนรวมตราสารทุนอีกส่วนหนึ่งที่คงผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่อง

คำสำคัญ: กองทุนรวม, ความสม่ำเสมอ, ผลการดำเนินงาน, ประเทศไทย

---

* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กทม. 10240 Email: sorasart@nida.ac.th

** อาจารย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กทม. 10240 Email: pariyada.s@nida.ac.th

Persistence of Equity Mutual Fund Performance in Thailand

Sorasart Sukcharoensin and Pariyada Sukcharoensin***

Abstract

This study investigates the performance of equity mutual funds in Thailand. We find that their returns vary with economic cycle and stock market condition. Overall, equity mutual funds in Thailand show better performance during bear markets instead of bull markets. Nevertheless, only one-third of the equity mutual funds in this study can reveal the excess returns compared to benchmark. For the persistence of equity mutual fund performance, top-performing funds can maintain their status in short term while some bad performers remain.

Keywords: Mutual fund, Performance, Persistence, Thailand

* Assistant Professor of Finance, Graduate School of Development Economics, National Institute of Development Administration (NIDA), Serithai Road, Klong-Chan, Bangkapi, Bangkok, 10240, Thailand. Email: sorasart@nida.ac.th

** Lecturer of Finance, Graduate School of Development Economics, National Institute of Development Administration (NIDA), Serithai Road, Klong-Chan, Bangkapi, Bangkok, 10240, Thailand. Email: pariyada.s@nida.ac.th

1. บทนำ

กองทุนรวม (mutual fund) คือโครงการลงทุนที่มีฐานะเป็นนิติบุคคลซึ่งจัดตั้งขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบกิจการจัดการกองทุนรวม โดยการรวบรวมเงินจากผู้ออมหรือผู้ลงทุนต่างๆ โดยการออกหน่วยลงทุน นำมาจำหน่าย แล้วนำเงินจากกองทุนนี้ไปลงทุนในตลาดเงินและตลาดทุนหรือสินทรัพย์อื่นตามนโยบายการลงทุนและเงื่อนไขต่างๆ ที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนของแต่ละกองทุน โดยไม่ขัดต่อข้อบังคับของกฎหมาย โดยนักลงทุนแต่ละรายจะได้รับ หน่วยลงทุน (unit trust) เพื่อเป็นหลักฐานยืนยันฐานะความเป็นเจ้าของเงินที่ได้ลงทุนไป โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมจะทำหน้าที่บริหารกองทุนรวมให้ได้ผลตอบแทน แล้วนำมาเฉลี่ยคืนให้กับนักลงทุนแต่ละรายตามสัดส่วนที่ลงทุนไว้ กองทุนรวม นับเป็นเครื่องมือในการลงทุน (investment vehicle) สำหรับผู้ลงทุนรายย่อยที่มีความประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน แต่ไม่สามารถลงทุนได้ด้วยตนเองด้วยข้อจำกัดต่างๆ เช่น ไม่มีเวลาจะศึกษา ค้นคว้าและติดตามข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุน ไม่สามารถได้ผลตอบแทนตามเป้าหมายที่ต้องการ มีทุนทรัพย์จำนวนจำกัด ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเภทได้มากพอหรือเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน เป็นต้น ผู้ลงทุนรายย่อยจึงนำเงินออมของตนไปลงทุนไว้กับกองทุนรวม เมื่อกองทุนรวมระดมเงินลงทุนจากผู้ลงทุนจำนวนหลายรายทำให้สามารถที่จะกระจายการลงทุนในสินทรัพย์หลากหลายประเภท ความเสี่ยงจึงลดลงเมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเท่านั้น

จากการที่กองทุนรวมเป็นสถาบันการลงทุนขนาดใหญ่ กองทุนรวมมีแนวโน้มที่จะได้รับข้อมูลข่าวสารที่รวดเร็วกว่า นอกจากนี้ การลงทุนในกองทุนรวมยังมีผู้ชำนาญในการลงทุนวิเคราะห์ข้อมูล โดยที่ผู้ลงทุนไม่ต้องติดตามข้อมูลการลงทุนเอง รวมถึงการที่ผู้จัดการกองทุนเป็นผู้มีความรู้ในการลงทุน จึงทำให้น่าเชื่อได้ว่ากองทุนมีความได้เปรียบกว่านักลงทุนรายย่อยในการบริหารการลงทุน มีการจัดการลงทุนอย่างเป็นระบบ และน่าจะมีจุดมุ่งหมายให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ภายใต้กรอบความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้

ลักษณะของนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนสามารถแบ่งตามนโยบายการลงทุนได้เป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ กองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (active fund management) และกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรับ (passive fund management) สำหรับกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ผู้จัดการกองทุนจะคัดเลือกและซื้อหลักทรัพย์ที่ดีในมุมมองของผู้จัดการกองทุนเมื่อราคาต่ำ และขายหลักทรัพย์นั้นเมื่อราคาสูงเกินปัจจัยพื้นฐาน หรือคิดว่าแนวโน้มธุรกิจเปลี่ยนไป ข้อดีของกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ก็คือ นักลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าดัชนีอ้างอิง และผู้ลงทุนอาจได้รับผลตอบแทนที่ต่ำหากผู้จัดการกองทุนตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ผิดตัว อย่างไรก็ตาม กองทุนเชิงรุกนี้จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจัดการ (management fee) ที่สูง เพื่อเป็นการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้จัดการกองทุนที่คอยบริหารกองทุนให้กับผู้ลงทุนเป็นการตอบแทน ในขณะที่ กองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรับ เป็นกองทุนที่มีกลยุทธ์เลือกกระจายหลักทรัพย์ในองค์ประกอบเดียวกับดัชนีตลาด โดยปกติกลยุทธ์การลงทุนแบบนี้จะมีการเปลี่ยนแปลงกลุ่มหลักทรัพย์ (portfolio rebalancing) ไม่บ่อยครั้งนัก รวมถึงไม่มีค่าใช้จ่ายในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่ำกว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก อาจเรียกกองทุนที่มีนโยบายการบริหารเชิงรับได้อีกอย่างว่า Index Fund ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่เลือกลงทุนในหลักทรัพย์โดยมีจุดมุ่งหมายให้ได้รับผลตอบแทนในอัตราที่เท่าๆ กับผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิง เช่น ดัชนี SET หรือ ดัชนี SET50 นั่นเอง ถ้าดัชนีอ้างอิงปรับตัวขึ้นหรือลดลง มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนก็จะขึ้นหรือลงในอัตราส่วนเท่าๆ กันด้วย จะเห็นได้ว่า กองทุนรวมไม่ว่าจะมีกลยุทธ์อย่างไรก็ตาม จะมีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในบริหารกองทุน และมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงกว่าการลงทุนโดยตรงจากผู้ลงทุน จึงเป็นที่น่าสนใจว่ากองทุนรวมเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพหรือไม่ มีผลการดำเนินงานอย่างไร และผลการดำเนินงานเหล่านั้นมีความสม่ำเสมอหรือไม่

การศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (mutual fund performance) และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (persistence of mutual fund performance) เป็นงานวิจัยที่ได้รับความสนใจเป็นอย่างมากทั้งในเชิงวิชาการและสำหรับผู้ลงทุนเพื่อเลือกลงทุนในกองทุนรวม โดยมีการศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมาก

ที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม เพื่อวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยพิจารณาปัจจัยความสม่ำเสมอของกองทุนรวมในการสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark) ว่าเป็นส่วนหนึ่งของทักษะที่ผู้จัดการกองทุนพึงจะมี ได้แก่ งานวิจัยของ Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993), Goetzmann and Ibbotson (1994), Brown and Goetzmann (1995), Grinblatt, Titman, and Wermers (1995), Gruber (1996), Carhart (1997), Wermers (1999, 2000), Grinblatt and Keloharju (2000) และ Bollen and Busse (2005) เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม การศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน จะมีการศึกษาเป็นอย่างมากในประเทศที่พัฒนาแล้ว ไม่ว่าจะเป็นประเทศสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร สเปน นิวซีแลนด์ แต่ยังขาดแคลนการศึกษาในประเทศที่กำลังพัฒนา โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในประเทศไทย จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจะมีความสม่ำเสมอหรือไม่ ซึ่งการศึกษาในประเด็นนี้ยังมีความขาดแคลนในประเทศที่กำลังพัฒนา โดยเฉพาะประเทศไทยที่มีกองทุนรวมตราสารทุนอยู่เป็นจำนวนมาก แต่ยังมีการศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ยังไม่เป็นที่แพร่หลาย ดังนั้น การวิจัยนี้จึงเป็นการเริ่มต้นการศึกษาเกี่ยวกับประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย อันจะเป็นประโยชน์กับอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย ตลอดจนผู้ลงทุนที่สนใจต่อไป

การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ 2 ประการ คือ ประการแรก เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในประเทศไทย เมื่อเปรียบเทียบกับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ ที่ใช้ในการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุน เพื่อให้ทราบว่า การลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยนั้นมีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไรเมื่อเทียบกับมาตรฐาน ประการที่สอง เพื่อศึกษาผลการดำเนินดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในประเทศไทยว่ามีความสม่ำเสมอหรือไม่ ผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุนที่ดีนั้น เกิดจากความสามารถที่มีความสม่ำเสมอหรือเป็นเพียงเหตุบังเอิญ โดยการศึกษาจะแบ่งเป็น 5 ส่วน ในส่วนแรกจะกล่าวนำถึง

ภาพรวมการศึกษา ส่วนที่สอง จะเป็นการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลการดำเนินงาน และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ส่วนที่สาม จะเป็นการนำเสนอระเบียบวิธีวิจัยที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ส่วนที่สี่ นำเสนอผลการศึกษา และสรุปผลการศึกษาในส่วนสุดท้าย

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การที่กองทุนรวมจะมีบทบาทเป็นเครื่องมือในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยนั้น กองทุนรวมมีหน้าที่หลักในการสร้างผลตอบแทนให้สอดคล้องกับเป้าหมายการลงทุนของผู้ลงทุน ภายใต้ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนสามารถยอมรับได้ กองทุนรวมจะต้องสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ มากกว่าการลงทุนด้วยตนเอง ดังนั้น ในการศึกษาผลการดำเนินงานโดยทั่วไปของกองทุนในทางปฏิบัติ มักจะเป็นการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนโดยรวมที่ได้รับจากการลงทุนในกองทุน ปรับปรุงด้วยความเสี่ยง แล้วจึงนำมาเทียบกับตลาด หรือเทียบกับค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานของกองทุนอื่นๆ ที่มีนโยบายการลงทุนคล้ายๆ กัน โดยใช้อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (risk-adjusted return) ที่ถูกพัฒนาขึ้นโดย Sharpe (1966), Treynor (1966) และ Jensen (1968) เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม การที่กองทุนรวมจะเป็นเครื่องมือในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยให้เกิดประสิทธิภาพได้มากน้อยเพียงใดนั้น ผู้จัดการกองทุนจะมีบทบาทสำคัญในการทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนบรรลุวัตถุประสงค์การลงทุน ดังนั้น ในการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนในเชิงวิชาการ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนที่มีนโยบายเชิงรุก จะเกี่ยวข้องโดยตรงกับระดับทักษะต่างๆ ในการบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุน จากการศึกษาในอดีตพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนมีความสัมพันธ์กับความสามารถด้านต่างๆ ของผู้จัดการกองทุน ได้แก่ (1) ความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ (selectivity) คือ ความสามารถในการวิเคราะห์และตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ที่ดีหรือมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงเข้ามาในพอร์ตโฟลิโอ หรือขายหลักทรัพย์ที่แย่หรือมีมูลค่าที่สูงกว่าความเป็นจริงออกจากพอร์ตโฟลิโอ (2) ความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด (market timing) คือ ความสามารถ

ในการคาดการณ์ว่าตลาดกำลังจะเป็นขาขึ้น หรือขาลง โดยเมื่อคาดการณ์ว่าตลาดกำลังจะเป็นขาลง ก็จะลดสัดส่วนในหลักทรัพย์เสี่ยงลงไปเพิ่มสัดส่วนในตราสารหนี้ของรัฐระยะสั้นแทน หากคาดการณ์ว่าตลาดกำลังจะเป็นขาขึ้นก็จะเพิ่มสัดส่วนในหลักทรัพย์เสี่ยงและไปลดสัดส่วนในตราสารหนี้ของรัฐระยะสั้นลง และ (3) ความสามารถในการรักษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมให้มีความสม่ำเสมอ (performance persistence) คือ ความสามารถในการรักษาระดับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมให้มีความคงเส้นคงวาในแต่ละปี ให้สูงกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนมาตรฐานที่ควรได้ โดยอ้างอิงจากเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark)

การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ที่อ้างอิงจากทักษะและความสามารถของผู้จัดการกองทุน จะแบ่งการศึกษาเป็น 2 แนวทาง คือ แนวทางแรก จะศึกษาว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และพยากรณ์ทิศทางตลาดได้อย่างถูกต้องหรือไม่ และแนวทางที่สอง จะศึกษาว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการรักษาระดับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมให้มีความสม่ำเสมอในแต่ละปี ให้สูงกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนมาตรฐานที่ควรได้หรือไม่ โดยอ้างอิงจากเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark)

2.1 การศึกษาความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานเกินปกติของกองทุน

การศึกษาเกี่ยวกับการสร้างผลการดำเนินงานเกินปกติของกองทุนรวมตราสารทุนในเชิงประจักษ์ พบข้อสนับสนุนที่ว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานที่เกินปกติในระยะยาวน้อยมาก เช่น การศึกษาของ Jensen (1969), Elton, Gruber, Das, and Hlavka (1992), Treynor and Mazuy (1966) และ Henriksson (1984) เป็นต้น อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Goetzmann and Ibbotson (1994), Brown and Goetzmann (1995) และ Gruber (1996) เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในระยะสั้นพบว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และสร้างผลการดำเนินงานที่ดีได้ในช่วงสั้นๆ เท่านั้น และในเวลาต่อมา การศึกษาของ Grinblatt, Titman, and Wermers (1995) และ Carhart (1997) ก็ชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ดีนั้น เกิดจากการซื้อหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงมาก่อนในอดีต เข้ามาในพอร์ตโฟลิโอ และหลักทรัพย์นั้นยังให้ผล

ตอบแทนดีต่อเนื่องต่อไปหรือที่เรียกว่ามีโมเมนตัม (momentum effect) ตามนิยามของ Jegadeesh and Titman (1993) จะเห็นได้ว่าผลการดำเนินงานที่ดีของกองทุนไม่ได้เกิดจากความสามารถในการวิเคราะห์ และระบุหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานแล้วซื้อเก็บไว้ในตอนที่ราคาต่ำแต่ผลการดำเนินงานที่ดีของกองทุนกลับเกิดจากโมเมนตัมนั่นเอง ด้วยเหตุนี้ Carhart (1997) จึงได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนโดยพิจารณาปัจจัยโมเมนตัม (momentum factor) ในแบบจำลองเพื่อการพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ผลการศึกษาพบว่า เมื่อมีการควบคุมปัจจัยโมเมนตัมในแบบจำลองแล้ว ผู้จัดการกองทุนกลับไม่มีความสามารถในการเลือกทรัพย์ที่ดีแต่อย่างใด

Graham and Harvey (1996) ศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนโดยใช้ข้อมูลจากจดหมายข่าวการลงทุน (investment newsletters) ในช่วงปี ค.ศ. 1980 จนถึง ค.ศ. 1992 โดยจดหมายข่าวแต่ละฉบับจะแนะนำกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดี และกลยุทธ์ในการลงทุน รวมถึงสัดส่วนของปริมาณเงินสดที่ผู้ลงทุนควรจะถือ จดหมายข่าวการลงทุนจะแนะนำจังหวะการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนว่า เมื่อใดควรเพิ่มหรือลดน้ำหนักการลงทุนในกองทุนรวม การศึกษาพบว่า จดหมายข่าวการลงทุนไม่สามารถพยากรณ์ทิศทางของตลาดทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ และผลการดำเนินงานของกองทุนก็ไม่สามารถชนะตลาดได้ในระยะยาว

การศึกษาภายหลังช่วง ค.ศ. 2000 เป็นต้นไป จะมุ่งเน้นไปที่ประเด็นว่า หากกองทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีแล้ว ผลการดำเนินงานที่ดีนั้นเกิดจากทักษะที่ดี (skill) ของผู้จัดการกองทุนหรือเป็นเพียงโชคดี (luck) เท่านั้น Kosowski, Timmermann, Wermers, and White (2006) พบว่า มีเพียงกองทุนที่เน้นการเติบโต (growth fund) เท่านั้นที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและเกิดจากทักษะที่แท้จริงของผู้จัดการกองทุนเท่านั้น Cuthbertson, Nitzsche, and O'Sullivan (2008) ใช้เทคนิคบูทสแตรป (bootstrapping) ในการค้นหาทักษะในการเลือกหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุนว่ามีอยู่จริงหรือไม่ พบว่ากองทุนในประเทศสหราชอาณาจักรที่มีผลการดำเนินงานแย่เกิดจากทักษะที่แย่จริง และพบว่าผลการดำเนินงานที่ดีของกองทุนรวมตราสารทุน ที่เน้นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีและเติบโตอย่างสม่ำเสมอ (equity income funds) เกิดจากความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุนจริง

สำหรับการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศที่กำลังพัฒนานั้น ยังมีความขาดแคลนเป็นอย่างมาก Annuar, Shamsher, and Ngu (1997) ศึกษาผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศมาเลเซียในช่วงปี 1990-1995 พบว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ แต่ไม่มีความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด Shamsher, Annuar, and Hassan (2000) ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศมาเลเซีย จำนวน 31 กองทุน ในช่วงปี ค.ศ. 1990 ถึง ค.ศ. 1995 โดยใช้แบบจำลองของ เพื่อทดสอบความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด การศึกษาพบว่าผู้จัดการกองทุนในประเทศมาเลเซียมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์แต่ไม่มีความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด

ศุภชัย ศรีสุชาติ (2544) ศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนรวม ของกองทุนเปิดและกองทุนปิดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม 2533 ถึงเดือนพฤษภาคม 2543 ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนมีประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาดดีกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ ในทางตรงกันข้าม พบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้มีประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านการเลือกสรรดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุน และเมื่อประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยรวม พบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุน เนื่องจากได้รับผลตอบแทนในอัตราคงที่ ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนได้รับผลตอบแทนตามผลตอบแทนของตลาดที่มีการลดลงอย่างต่อเนื่องและมีความแปรปรวนสูง

นอกจากนี้ งานวิจัยของ Lonkani, Satjawathee, and Jegasothy (2013) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมและความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการเลือกหลักทรัพย์และการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุนในประเทศไทยระหว่างช่วงปี ค.ศ. 1992 ถึง 2004 โดยใช้ Jensen alpha เพื่อทดสอบหาความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์พบว่าของผู้จัดการกองทุน และใช้แบบจำลองของ Treynor and Mazuy (1966) และ Henrksson and Merton (1981) เพื่อทดสอบหาความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุน พบว่า ผู้จัดการกองทุนไม่มีความ

สามารถในการสร้างผลการดำเนินงานที่เกินปกติทั้งในด้านการเลือกหลักทรัพย์ และการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุน แต่อย่างใด

โดยสรุป การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ในการเลือกหลักทรัพย์และการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุน พบว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานที่เกินปกติในระยะยาวน้อยมาก และพบว่า หากผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ ก็จะมีผลการดำเนินงานที่ดีในช่วงสั้นๆ เท่านั้น

2.2 การศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน

การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ที่อ้างอิงจากทักษะของผู้จัดการกองทุนในการรักษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน จะมีการศึกษาเป็นอย่างแพร่หลายในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยเฉพาะในประเทศสหรัฐอเมริกา เริ่มต้นตั้งแต่การศึกษาของ Sharpe (1966) ที่ริเริ่มวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมว่ามีความสม่ำเสมอหรือไม่ โดยใช้อัตราส่วนของชาร์ป (Sharpe ratio) โดยจัดอันดับกองทุนโดยใช้ค่าสหสัมพันธ์ลำดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือในช่วงปี ค.ศ. 1944 จนถึง ค.ศ. 1953 เทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนเดียวกัน ค.ศ. 1954 จนถึง ค.ศ. 1963 การศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกระหว่าง 2 ช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม Jensen (1968) ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจำนวน 115 กองทุนในช่วงปี ค.ศ. 1945 จนถึง ค.ศ. 1964 โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟ่าของ Jensen (Jensen's alpha) พบว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายเชิงรุกต่างๆ ไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานที่โดดเด่นไปกว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายเชิงรับแต่อย่างใด และได้สรุปว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนที่ดี เป็นปรากฏการณ์เชิงสุ่มเท่านั้น

นอกจากนี้ Carlson (1970) ศึกษาภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนในช่วง 20 ปี พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่เหนือกว่าค่ามัธยฐาน (median) จากกองทุนรวมทั้งหมดที่ศึกษาในปีก่อนหน้าจะมีแนวโน้มที่จะดีต่อเนื่องในปี

ถัดไป และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนมีความสม่ำเสมอมากขึ้นเมื่อมีการแบ่งช่วงเวลาเป็นช่วงละ 5 ปี เพื่อเปรียบเทียบกัน Grinblatt and Titman (1989, 1992) ศึกษากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1974 ถึงปี ค.ศ. 1984 โดยการศึกษาสมการถดถอยที่วัดความสัมพันธ์ระหว่างค่าสัมประสิทธิ์อัลฟ่าของ Jensen ระหว่าง 2 ช่วงเวลา เพื่อนำผลการดำเนินงานในอดีตมาพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวม การศึกษาพบว่ามีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในช่วงเวลาดังกล่าว และสรุปว่า ผู้ลงทุนสามารถใช้ผลการดำเนินงานในอดีตมาพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมเพื่อประกอบการลงทุนได้

Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993) ศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนโดยใช้ข้อมูลระดับไตรมาสในช่วงปี ค.ศ. 1974 จนถึง ค.ศ. 1988 ด้วยวิธี autocorrelation พบว่า กองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในปีก่อนหน้าจะสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในระดับที่ดีต่อไปได้อีกตั้งแต่ 1-8 ไตรมาส เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากกองทุนรวมตราสารทุนทั้งหมด สนับสนุนปรากฏการณ์ “Hot Hands” ที่เชื่อว่าหากกองทุนมีผลดำเนินงานที่ดี ก็จะมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่อง Malkiel (1995) ใช้ข้อมูลกองทุนรวมเป็นเวลา 21 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1971 ถึงปี ค.ศ. 1991 เพื่อทดสอบความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระยะยาว พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนในภาพรวมจะมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าเกณฑ์มาตรฐาน และกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดี ก็จะมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่อง แต่อย่างไรก็ตาม กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่แย่ ก็จะมีผลการดำเนินงานที่แย่ต่อเนื่องในสัดส่วนที่มากกว่า

Carhart (1997) ที่ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนโดยพิจารณาปัจจัยโมเมนตัม (momentum factor) ในแบบจำลองเพื่อการพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม พบว่า เมื่อมีการควบคุมปัจจัยโมเมนตัมในแบบจำลองแล้ว ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถในการเลือกทรัพย์ที่ดีแต่อย่างใด และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานก็มีเพียงระยะสั้นๆ เท่านั้น

Bollen and Busse (2005) ไม่พบความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานเมื่อกองทุนแต่ละกองทุนถูกจัดอันดับด้วยผลการดำเนินงานปีต่อปี แต่พบว่าผลการ

ดำเนินงานของกองทุนจะมีความสม่ำเสมอมากขึ้น หากใช้ข้อมูลรายไตรมาส และจัดอันดับกองทุนโดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟ่าของ Jensen ที่ได้จากแบบจำลอง 4 ปัจจัย (four-factor model) ของ Carhart (1997) งานวิจัยของ Bauer, Otten, and Rad, (2006) ศึกษาประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศนิวซีแลนด์ โดยใช้ข้อมูลของกองทุนรวมตราสารทุนจำนวน 143 กองทุน ในช่วงปี ค.ศ. 1990 ถึงปี ค.ศ. 2003 พบว่า กองทุนรวมในประเทศนิวซีแลนด์ไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานที่ดีกว่าปกติได้ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ได้สังเกตเห็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงสั้นๆ ที่ถูกผลักดันจากปรากฏการณ์ “Icy Hands” มากกว่า “Hot Hands” นอกจากนี้ Giamouridis and Sakellariou (2008) ได้ศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานกองทุนรวมในประเทศกรีซ พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนในกรีซมีผลการดำเนินงานที่ไม่สม่ำเสมอในระยะสั้น ไม่ว่าจะวัดเป็นความสม่ำเสมอรายเดือนหรือรายไตรมาส โดยข้อสรุปที่ได้ไม่เปลี่ยนแปลงเมื่อใช้วิธีศึกษาวิธีต่างๆ

การศึกษาในช่วงหลังเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน จะมุ่งเน้นที่เทคนิคสมัยใหม่ขั้นสูงที่สามารถศึกษาความเสี่ยงเฉพาะตัว (idiosyncratic risks) ของกองทุนแต่ละกองทุน และใช้ตัวแปรที่ผันแปรตามเวลา (time-varying parameters) ในแบบจำลอง โดย Mamasky, Spiegel, and Shang (2007) ประยุกต์แบบจำลองทางสถิติที่อ้างอิงจากเทคนิคตัวกรองคาลแมน (Kalman filter) ที่ใช้ตัวแปรที่ผันแปรตามเวลาเพื่อประเมินความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า กองทุนที่ถูกจัดอันดับตามผลการดำเนินงานในกลุ่มท้ายๆ จะมีผลการดำเนินงานที่ติดลบมาก Cuthbertson, Nitzsche, and O’Sullivan (2008) ใช้เทคนิคบูทสแตรป (bootstrapping) ในการหาความสามารถที่แท้จริงของผู้จัดการกองทุนในการเลือกหลักทรัพย์สำหรับกองทุนรวมตราสารทุนในสหราชอาณาจักร พบว่า กองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานแย่เกิดจากทักษะของผู้จัดการกองทุนที่แย่อย่างแท้จริง และเมื่อศึกษารูปแบบ (style) ของกองทุน การศึกษาพบว่ากองทุนที่มีผลการดำเนินงานระดับต้นๆ เท่านั้นที่มีทักษะในการเลือกหลักทรัพย์ที่แท้จริง ยกเว้นกองทุนที่เน้นบริษัทขนาดเล็ก (small cap funds)

Barras, Scaillet, and Wermers (2010) พัฒนาแบบจำลองที่มีความซับซ้อนน้อยลงเมื่อเทียบกับ Cuthbertson, Nitzsche, and O'Sullivan (2008) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน โดยการแยกกองทุนที่มีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ออกจากกองทุนที่ไม่มีความสามารถ พบว่าสัดส่วนของกองทุนที่มีทักษะในการเลือกหลักทรัพย์ก่อนปี ค.ศ. 1996 นั้น เป็นกองทุนที่มีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ แต่สัดส่วนดังกล่าวได้ลดลงอย่างมากจนเหลือเพียง 0.6% ในปี ค.ศ. 2006 ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงไม่สามารถใช้ผลการดำเนินงานของกองทุนในอดีตเป็นตัววัดทักษะของผู้จัดการกองทุนเพื่อใช้อ้างอิงและตัดสินใจลงทุนได้

จะเห็นได้ว่า การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ส่วนมากจะกระจุกตัวอยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งผลการศึกษาก็ยังขัดแย้งกันอยู่ในงานวิจัยแต่ละฉบับ เช่น การศึกษาของ Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993), Goetzmann and Ibbotson (1994) และ Brown and Goetzmann (1995) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอในช่วงสั้น ในขณะที่งานวิจัยของ Grinblatt and Titman (1992), Elton, Gruber, and Blake (1996) และ Allen and Tan (1999) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอในระยะยาว อย่างไรก็ตาม โดยส่วนใหญ่จะพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไม่มีความสม่ำเสมอเมื่อเทียบช่วงเวลาปีต่อปี และงานวิจัยของ Carhart (1997) ที่ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนโดยพิจารณาปัจจัยโมเมนตัมในแบบจำลองเพื่อการพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมส่วนใหญ่ไม่มีความสม่ำเสมอ และงานวิจัยในอดีตที่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอนั้นก็จะเป็นความสม่ำเสมอในช่วงสั้นๆ และมักพบหลักฐานความสม่ำเสมอของกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่อง มากกว่ากองทุนที่มีผลดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่อง (Hereil, Mitaine, Moussavi, and Roncalli (2010))

จากการศึกษาดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจะมีความสม่ำเสมอหรือไม่ ซึ่งการศึกษาในประเด็นนี้ยังมีความขาดแคลนในประเทศที่กำลังพัฒนา โดยเฉพาะประเทศไทย ที่มีกองทุนรวม

ตราสารทุนอยู่เป็นจำนวนมาก และมีจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากในแต่ละปี แต่ยังมีการศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ยังไม่เป็นที่แพร่หลาย ดังนั้น การวิจัยนี้จึงเป็นการเริ่มต้นการศึกษาเกี่ยวกับประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย เพื่อเพิ่มเติมหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) ว่ามีความคล้ายคลึงหรือแตกต่างจากหลักฐานเชิงประจักษ์ของกองทุนรวมตราสารทุนในกลุ่มตลาดทุนที่พัฒนาแล้วอย่างไร

3. ข้อมูลและระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษานี้มุ่งเน้นไปที่ผลการดำเนินงานและความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุน ทั้งที่ได้รับและไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 และยังดำเนินการอยู่จนถึงปี พ.ศ. 2555 ช่วงเวลานี้เป็นช่วงเวลาการศึกษาที่เหมาะสมในการศึกษา เพื่อจะวิเคราะห์ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอหรือไม่ในแต่ละสภาวะตลาด เพราะช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงเวลาที่ครอบคลุมทุกสภาวะของตลาด โดยสามารถแบ่งสภาวะตลาดได้เป็น 3 ลักษณะ ได้แก่ ตลาดขาขึ้น (bull market) ตลาดขาลง (bear market) และตลาดแกว่งตัวออกข้าง (side way market) และยังครอบคลุมช่วงวิกฤติเศรษฐกิจระดับโลก อย่างวิกฤติซับไพร์ม รวมถึงช่วงการเกิดอุทกภัยใหญ่ในประเทศไทยด้วย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิรายปี โดยรวบรวมข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value: NAV) และเงินปันผล ที่เผยแพร่โดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association of Investment Management Companies: AIMC) และเว็บไซต์ของโครงการให้เงินทำงานผ่านกองทุนรวม (http://www.thaimutualfund.com) รวมถึงบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนต่างๆ ในส่วนของข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ที่ใช้เป็นเกณฑ์มาตรฐานนั้น เก็บรวมรวมจากฐานข้อมูลเผยแพร่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษานี้มุ่งการวิเคราะห์ไปที่กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2555 รวมทั้งสิ้น 78 กองทุน

การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานที่ใช้ในการศึกษานี้ แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 วิธี โดยวิธีแรกจะเป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษากับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ และวิธีที่สองจะพิจารณาอันดับที่ของกองทุนรวมตราสารทุนที่จัดตามผลการดำเนินงานของกองทุน

สำหรับวิธีแรกนั้น เป็นการวิเคราะห์ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระหว่าง 2 งวดเวลาที่มีความต่อเนื่องกัน โดยการศึกษานี้ใช้เกณฑ์มาตรฐานจำนวน 3 เกณฑ์ คือ ใช้เกณฑ์มาตรฐานจำนวน 3 เกณฑ์ คือ ค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยที่ทำการศึกษา และอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ซึ่งกองทุนที่มีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน หมายถึง กองทุนที่มีผลการดำเนินงานสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐานในช่วงเวลาหนึ่งในอดีต (t-1) และยังคงมีผลการดำเนินงานที่สูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ในช่วงเวลาถัดมา (t) เช่นกัน จากนั้นจะเป็นการวิเคราะห์ในระดับที่เข้มข้นขึ้น เนื่องจากจะพิจารณาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระหว่าง 2 งวดเวลา ที่มีความต่อเนื่องกันไปตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา กล่าวคือ กองทุนที่มีผลการดำเนินงานสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐานในช่วงเวลาหนึ่งในอดีต (t-1) และยังคงมีผลการดำเนินงานที่สูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ในช่วงเวลาถัดมา (t) ก็จะต้องยังคงผลการดำเนินงานที่สูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐานเหล่านั้นไว้ในช่วงเวลาต่อๆ ไป (t+1, t+2, ...) ตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จึงจะพิจารณาได้ว่ามีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงาน

วิธีวิเคราะห์วิธีที่สอง จะนำกองทุนรวมตราสารทุนที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดมาจัดอันดับ (rank) ในแต่ละปี เพื่อหากองทุนรวมที่อยู่ใน “กลุ่มที่ดีที่สุด (best)” และ “กลุ่มที่แย่ที่สุด (worst)” และพิจารณาว่ากองทุนเหล่านั้นยังคงสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มเดิมได้หรือไม่ จึงจะพิจารณาว่าเป็นกองทุนที่มีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง จากนั้น จะพิจารณาความสม่ำเสมอโดยรวมโดยใช้ค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) เพื่อแสดงให้เห็นระดับความมีนัยสำคัญของความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงระยะเวลาต่างๆ ที่ทำการศึกษา

4. ผลการศึกษา

ตารางที่ 1 รายงานค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนของกองทุนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จะเห็นได้ว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนจะมีความผันผวนในช่วงเวลาแต่ละปีเป็นอย่างมาก โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนสูงที่สุดในปี พ.ศ. 2546 หลังจากวิกฤติต้มยำกุ้งในปี พ.ศ. 2540 โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึง 118.33% และปีที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนที่ต่ำที่สุดคือปี พ.ศ. 2551 ที่เกิดวิกฤติซับไพร์มในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย -41.26%

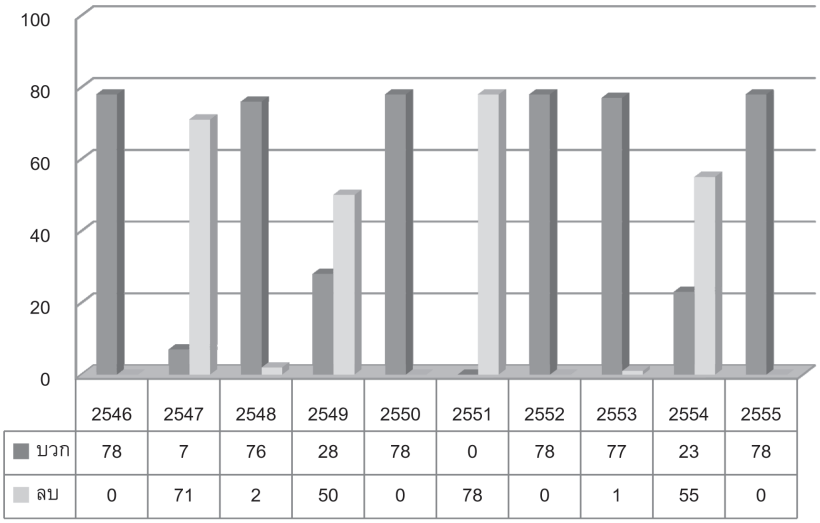
ตารางที่ 1: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปี พ.ศ.	ค่าเฉลี่ย (mean)	ค่ามัธยฐาน (median)	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation)	ค่าสูงสุด (maximum)	ค่าต่ำสุด (minimum)
2546	118.33%	117.08%	16.62%	165.16%	73.28%
2547	-7.70%	-7.59%	4.70%	6.29%	-18.31%
2548	7.55%	8.34%	8.18%	26.97%	-52.83%
2549	-0.95%	-1.95%	4.36%	12.73%	-12.03%
2550	37.90%	37.94%	5.41%	47.04%	16.47%
2551	-41.26%	-41.66%	3.49%	-32.80%	-48.69%
2552	61.29%	62.27%	12.61%	79.77%	18.65%
2553	39.65%	39.28%	9.88%	61.23%	-4.76%
2554	-2.97%	-3.59%	7.76%	15.96%	-39.44%
2555	40.08%	39.97%	9.72%	75.71%	5.49%

ที่มา: คำนวนโดยผู้วิจัย

เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555 พบว่า โดยรวมแล้ว กองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนเป็นบวก

ยกเว้นปี พ.ศ. 2547 และ 2551 ที่กองทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ติดลบ ดังในภาพที่ 1 ซึ่งบ่งชี้ว่า ผลการดำเนินงานในภาพรวมของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจะมีความสอดคล้องกับสภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก กล่าวคือ หากปีใดที่สภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซบเซา อัตราผลตอบแทนโดยรวมจากการลงทุน ก็จะต่ำไปด้วย หากปีใดที่สภาวะเศรษฐกิจดีและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นภาวะกระทิง อัตราผลตอบแทนโดยรวมจากการลงทุน ก็จะดีตามไปด้วย



	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555
บวก	78	7	76	28	78	0	78	77	23	78
ลบ	0	71	2	50	0	78	0	1	55	0

รูปที่ 1 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET total return index หรือ SET TRI) ซึ่งใช้เป็นเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark) ในการอ้างอิงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในการศึกษานี้ พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนมีค่าเฉลี่ย (mean) และค่ามัธยฐาน (median) ที่สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานเพียง 4 ปี ได้แก่ ปี พ.ศ. 2547, 2550, 2551 และ 2555 จากผลการดำเนินงานในช่วงเวลาที่ศึกษาจำนวน 10 ปี ดังแสดงในตารางที่ 2 ซึ่งหากพิจารณา

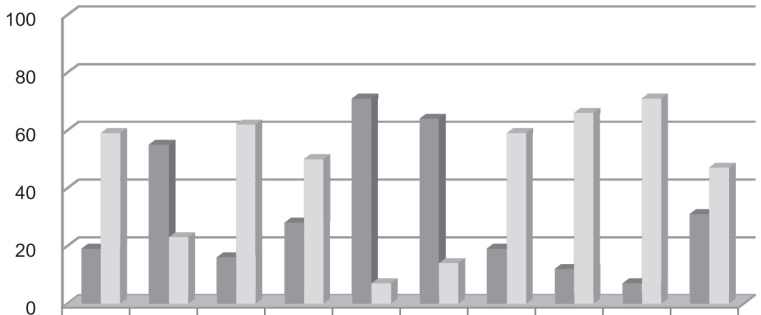
ร่วมกับผลการศึกษาในตารางที่ 1 แล้ว เป็นที่น่าสังเกตว่า ถึงแม้ในปี พ.ศ. 2546 และ 2552 ซึ่งเป็นปีที่กองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนสูง แต่เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ฯแล้วพบว่า โดยรวมแล้วกองทุนรวมตราสารทุนก็ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ชนะตลาดได้ นอกจากนี้ จากตารางที่ 1 จะพบว่าในช่วงเกิดวิกฤติการณ์ซับไพร์มในปี พ.ศ. 2551 ที่โดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานติดลบคือ -4.26% โดยเฉลี่ย แต่เมื่อเทียบกับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ที่ติดลบมากกว่า จึงทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ในช่วงวิกฤติซับไพร์มนั้นดีกว่าตลาด โดยยังมีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานที่เป็นบวกเกินกว่าดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์อยู่ 3.84% และ 3.43% ตามลำดับ การค้นพบนี้บ่งชี้ว่า โดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมตราสารทุนของไทยมีผลการดำเนินงานที่สามารถชนะตลาดได้ในตลาดขาลง แต่มีเพียงส่วนน้อยที่สามารถชนะตลาดได้ในช่วงขาขึ้น กล่าวคือ ผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ดีกว่าในช่วงตลาดขาลง มากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้นนั่นเอง

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนรวมตราสารทุนเปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปี พ.ศ.	ค่าเฉลี่ย (mean)	ค่ามัธยฐาน (median)	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation)	ค่าสูงสุด (maximum)	ค่าต่ำสุด (minimum)
2546	-8.02%	-9.27%	16.62%	38.81%	-53.08%
2547	2.95%	3.05%	4.70%	16.93%	-7.67%
2548	-3.67%	-2.88%	8.18%	15.75%	-64.05%
2549	-0.70%	-1.70%	4.36%	12.99%	-11.77%
2550	6.53%	6.56%	5.41%	15.67%	-14.90%
2551	3.84%	3.43%	3.49%	12.30%	-3.59%
2552	-10.05%	-9.08%	12.61%	8.42%	-52.70%
2553	-8.15%	-8.53%	9.88%	13.42%	-52.57%
2554	-6.66%	-7.28%	7.76%	12.27%	-43.13%
2555	29.88%	34.08%	43.18%	165.16%	-52.83%

ที่มา: คำนวนโดยผู้วิจัย

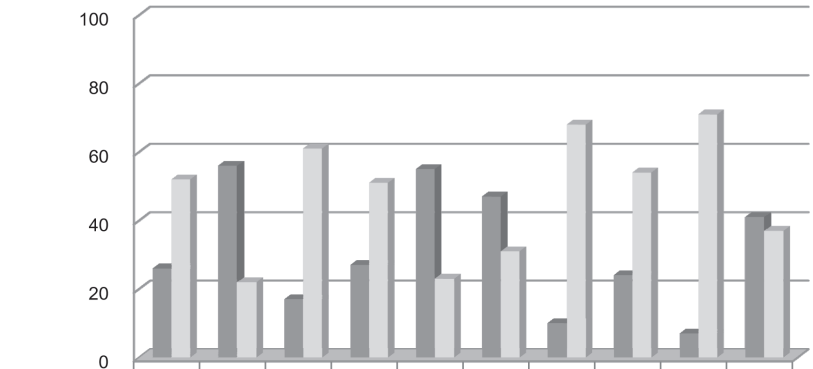
รูปที่ 2 แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนเกินกว่าครึ่งหนึ่งมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2547, 2550 และ 2551 ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าตลาดถึง 7 ปี เป็นที่น่าสังเกตว่า หลังจากช่วงวิกฤติซับไพรม์ คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 เป็นต้นมา กองทุนรวมตราสารทุนที่ศึกษาโดยส่วนใหญ่ จะมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานโดยตลอด



	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555
สูงกว่า SET	19	55	16	28	71	64	19	12	7	31
ต่ำกว่า SET	59	23	62	50	7	14	59	66	71	47

รูปที่ 2 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ที่กล่าวไปแล้วเป็นการพิจารณาผลการดำเนินงานโดยพิจารณาเฉพาะด้านอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในกองทุนรวม ในส่วนต่อไปนี้ จะพิจารณาในแง่มุมความเสี่ยงประกอบ โดยใช้อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe ratio) มาวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (risk-adjusted return) ซึ่งผลจากการศึกษาดังแสดงในภาพที่ 3 พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีอัตราส่วนชาร์ปสูงกว่าอัตราส่วนชาร์ปของตลาดในปี พ.ศ. 2547, 2550, 2551 และ 2555 แต่ในปีอื่นๆ อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าของตลาด โดยผลการศึกษาในส่วนนี้ค่อนข้างสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้าที่วัดผลการดำเนินงานในแง่ของอัตราผลตอบแทนเพียงอย่างเดียว



	2546	2547	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555
สูงกว่า SET	26	56	17	27	55	47	10	24	7	41
ต่ำกว่า SET	52	22	61	51	23	31	68	54	71	37

รูปที่ 3 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงเปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

การศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในงานวิจัยนี้ ใช้เกณฑ์มาตรฐานจำนวน 3 เกณฑ์ คือ ค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยที่ทำการศึกษา และอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) โดยกองทุนที่มีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน หมายถึง กองทุนใดๆ ที่ในช่วงเวลาหนึ่งในอดีต (t-1) มีผลการดำเนินงานสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ก็จะต้องสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ในช่วงเวลาต่อมา (t) เช่นกัน ซึ่งการศึกษานี้วัดความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานระหว่างปี โดยจากข้อมูลจำนวน 10 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2555 สามารถแบ่งได้เป็น 9 ช่วงเวลา โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลาหนึ่งนั้น จะต้องมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าเกณฑ์อ้างอิงในทั้ง 2 ปีที่อยู่ในช่วงเวลาดังกล่าว และในทางกลับกัน สำหรับกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอนั้น คือกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเกณฑ์อ้างอิงในทั้ง 2 ปีที่อยู่ในช่วงเวลาดังกล่าว

ผลการศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ในตารางที่ 3 แสดงจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าและต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานในทั้งสองปีของแต่ละช่วงเวลา โดยเมื่อใช้ค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยที่ทำการศึกษาเป็นเกณฑ์อ้างอิงแล้ว เกณฑ์ทั้งสองให้ผลที่สอดคล้องกันคือ พบว่ามีจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนประมาณ 1 ใน 3 โดยเฉลี่ยที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้ดีกว่าค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนได้อย่างสม่ำเสมอในแต่ละช่วงเวลาในช่วงปี พ.ศ. 2546-2555 ที่ทำการศึกษา แต่หากใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์เป็นเกณฑ์อ้างอิงแล้ว จะมี 1 ช่วงเวลา คือ ปี พ.ศ. 2550-2551 ที่จำนวนกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยเกินกว่ากึ่งหนึ่ง มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาดอย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลาดังกล่าว แต่ภายหลังจากปี พ.ศ. 2552 เรื่อยมา แนวโน้มจำนวนกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอจะมีจำนวนลดลงโดยตลอดอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งในปี พ.ศ. 2553-2554 นั้น ไม่มีกองทุนใดเลยที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดได้อย่างสม่ำเสมอ ในขณะที่จำนวนกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอกลับมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น กล่าวคือ มีจำนวนกองทุนเกินกว่ากึ่งหนึ่งที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดอย่างสม่ำเสมอในทั้ง 3 ช่วงเวลาหลังเกิดวิกฤติซับไพร์ม

ตารางที่ 3 ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปี พ.ศ.	ค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทน (median return)		ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทน (mean return)		อัตราผลตอบแทนของตลาด (market return)	
	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า
2546-2547	18	18	10	21	11	15
2547-2548	23	23	25	20	11	18
2548-2549	28	28	28	28	15	49
2549-2550	24	24	22	26	24	3
2550-2551	22	22	18	22	58	1
2551-2552	17	17	16	14	15	10
2552-2553	26	26	26	21	2	49
2553-2554	17	17	14	18	0	59
2554-2555	27	27	25	29	7	47

ที่มา: คำนวนโดยผู้วิจัย

จากการศึกษาเชิงลึกโดยทำการแบ่งการศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในช่วงปี ออกเป็น 2 ช่วง คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2551 และช่วงหลังเกิดวิกฤติการณ์ซับไพร์ม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2555 พบว่า มีเพียง 6 กองทุน ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่าค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตลอดช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2546-2551 และมีเพียง 4 กองทุนเท่านั้น ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้สูงกว่าตลาดอย่างสม่ำเสมอในทุกปีตลอดช่วงระยะเวลาแรกนี้ สำหรับในช่วงหลังเกิดวิกฤติ มีกองทุนรวมตราสารทุนจำนวน 9 และ 6 กองทุนที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่าค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตามลำดับ แต่ไม่มีกองทุนใดเลยที่สามารถรักษาความสม่ำเสมอของผลตอบแทนให้สูงกว่าตลาดได้ตลอดช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2552-2555 ในขณะที่ 1 ใน 3 ของกองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลานี้

ตารางที่ 4 ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงระหว่างปี พ.ศ. 2546-2551 และ ปี พ.ศ. 2552-2555

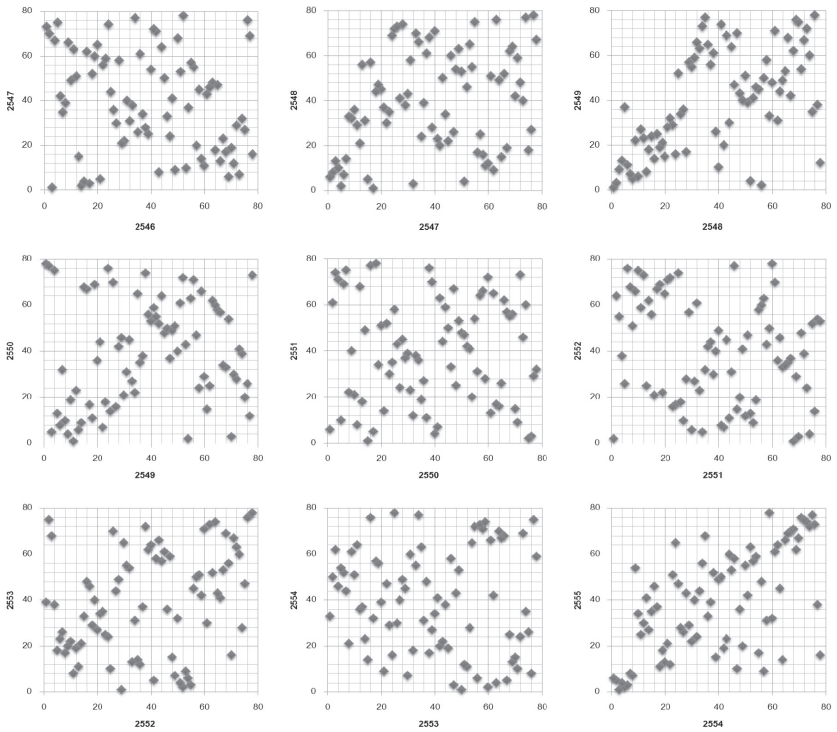
ปี พ.ศ.	ค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทน (median return)		ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทน (mean return)		อัตราผลตอบแทนของตลาด (market return)	
	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า
2546-2551	6	7	6	7	4	1
2552-2555	9	10	6	5	0	31

ที่มา: คำนวนโดยผู้วิจัย

สำหรับแนวทางการวิเคราะห์อีกวิธีหนึ่ง หากนำกองทุนรวมตราสารทุนที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 78 กองทุน มาจัดอันดับ (rank) ในแต่ละปีโดยจัดอันดับที่ 1 ให้กับกองทุนที่มีผลการดำเนินงานสูงที่สุด และจัดอันดับถัดมาไปเรื่อยๆ จนถึงกองทุนที่มีผลการดำเนินงานแย่ที่สุด จากนั้นจึงแบ่งข้อมูลออกเป็น 4 กลุ่ม โดยเรียก 20 กองทุนแรกที่อยู่ในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานสูงที่สุดว่า “กลุ่มที่ดีที่สุด (best)” และ 20 กองทุนที่อยู่ในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานต่ำที่สุดว่า “กลุ่มที่แย่ที่สุด (worst)” จำนวน 20 กองทุน โดยจะทำการจัดอันดับกองทุนในทุกๆ ปีที่ทำการศึกษา แล้วจึงพิจารณารายปีว่า ภายในกลุ่มที่ดีที่สุด (best) มีกี่กองทุนที่ยังสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุด (best) ในปีถัดไปได้ ซึ่งหากกองทุนใดที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุดได้เช่นเดิม ก็จะถูกเรียกว่า กองทุนที่ดีอย่างสม่ำเสมอ (best-best) ในทางตรงกันข้าม ภายในกลุ่มที่แย่ที่สุด (worst) จะทำการพิจารณาว่า มีกองทุนใดบ้างที่รักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มที่แย่ที่สุด (worst) เช่นเดิมในปีถัดไป ซึ่งจะเรียกกองทุนเหล่านี้ว่า กองทุนที่แย่อย่างสม่ำเสมอ (worst-worst)

หากกองทุนที่เคยอยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุด (best) ในปีหนึ่งๆ แต่กลับไม่สามารถรักษาผลการดำเนินงานของกองทุนให้อยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุดเช่นเดิมได้ จะถูกพิจารณาว่ากองทุนนั้นๆ ไม่มีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงาน โดยอาจเกิดจากการที่กองทุนเหล่านั้นไม่ใช่กองทุนที่ดี แต่เป็นเพียงเหตุบังเอิญที่ปีก่อนหน้าได้มาอยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุด

หรืออาจเป็นไปได้เช่นกันว่า กองทุนเหล่านั้นเป็นกองทุนที่ดี แต่บังเอิญในปีนี้โชคร้ายที่ทำให้ตกอันดับลงมา ในทำนองเดียวกัน หากกองทุนที่เคยอยู่ในกลุ่มที่แย่ที่สุด (worst) กลับกลายมาอยู่ในกลุ่มที่ดีขึ้นหรือดีที่สุดในปีถัดมา ก็อาจเป็นเพียงเหตุบังเอิญ หรือเป็นไปได้เช่นกันว่า กองทุนเหล่านั้นเป็นกองทุนที่ดี แต่ปีก่อนหน้าโชคร้ายที่ทำให้ตกอันดับลงไป ซึ่งสำหรับกองทุนที่มีการเปลี่ยนกลุ่มเหล่านี้ เราไม่สามารถสรุปได้ว่าเป็นกองทุนที่แท้จริงแล้วดีหรือแย่ แต่เราสามารถสรุปได้ว่ากองทุนเหล่านี้ไม่มีความสามารถในการรักษาผลการดำเนินงานที่ดีให้สม่ำเสมอได้ ดังในรูปที่ 4 ซึ่งแสดงการเปลี่ยนแปลงอันดับของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษาในแต่ละช่วงเวลา



รูปที่ 4 อันดับของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ตารางที่ 5 แสดงจำนวนของกองทุนรวมตราสารทุนของไทยที่มีผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ โดยพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีได้อย่างสม่ำเสมอ (best-best) นั้น มีจำนวนมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินที่แย่อย่างต่อเนื่อง (worst-worst) ในช่วงแรกของการศึกษา คือระหว่างปี พ.ศ. 2546-2551 แต่ภายหลังปี พ.ศ. 2551 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤติซับไพร์ม จนถึงปี พ.ศ. 2555 กลับพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่ดีอย่างสม่ำเสมอนั้น มีจำนวนน้อยกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่แย่อย่างสม่ำเสมอ

ตารางที่ 5 ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน โดยการจัดอันดับระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปี พ.ศ.	กองทุนที่ดีที่สุดอย่างสม่ำเสมอ (best-best)	กองทุนที่แย่ที่สุดอย่างสม่ำเสมอ (worst-worst)
2546-2547	5	2
2547-2548	9	7
2548-2549	13	9
2549-2550	11	4
2550-2551	6	5
2551-2552	1	2
2552-2553	6	10
2553-2554	1	8
2554-2555	11	15

ที่มา: คำนวนโดยผู้วิจัย

หากพิจารณาในแง่ของความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงานนั้น สัดส่วนของกองทุนทั้งที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอ (best-best) และแย่อย่างสม่ำเสมอ (worst-worst) มีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้นทุกปีช่วงก่อนเกิดวิกฤติซับไพร์ม แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2551-2552 จะลดลงอย่างเห็นได้ชัด โดยมีเพียง 1 กองทุนเท่านั้นที่ยังคงรักษาผลการดำเนินงานให้ดีอย่างต่อเนื่องในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจได้ และ

ในช่วงปี พ.ศ. 2553-2554 ที่เกิดอุทกภัยในภาคกลางของประเทศไทย ก็เช่นเดียวกันที่กองทุนรวมตราสารทุนของไทยที่มีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงานมีจำนวนที่ลดลง แต่มีแนวโน้มที่ความสม่ำเสมอจะเพิ่มมากขึ้นหลังจากปี 2554 ซึ่งผลที่ได้นี้ สอดคล้องกับผลในตารางที่ 6 ซึ่งแสดงค่าสหสัมพันธ์ลำดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) โดยพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไม่มีความสม่ำเสมอ ในช่วงปี พ.ศ. 2546-2547 และในช่วงปี พ.ศ. 2551-2552 อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2554-2555 เป็นช่วงระยะเวลาที่พบว่ามีความสม่ำเสมอของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษามากที่สุด อย่างไรก็ตาม พึงระลึกไว้ว่า ถึงแม้ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2547-2548 พ.ศ. 2548-2549 พ.ศ. 2552-2553 และ พ.ศ. 2554-2555 จะแสดงถึงการมีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานโดยรวมอย่างมีนัยสำคัญ แต่ผลที่แสดงนั้น มีทั้งที่เกิดจากการที่กองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่องหรืออาจจะแย่อย่างต่อเนื่องก็ได้ โดยต้องพิจารณาข้อมูลจากตารางอื่นประกอบการวิเคราะห์ด้วย

ตารางที่ 6 ค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปี พ.ศ.	ค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation)
2546-2547	-0.2363**
2547-2548	0.2959 ***
2548-2549	0.5695 ***
2549-2550	0.1337
2550-2551	-0.0386
2551-2552	-0.2364**
2552-2553	0.3261 ***
2553-2554	-0.1104
2554-2555	0.6195 ***

หมายเหตุ: ***,**, * แสดงถึงระดับความมีนัยสำคัญมางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.1 ตามลำดับ

5. บทสรุป

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน และความสามารถในการรักษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ โดยการศึกษาตามแนวทางนี้ ได้รับความสนใจเป็นอย่างมากในช่วงสามทศวรรษที่ผ่านมา เนื่องจากผู้ลงทุนคาดหวังความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการสร้างอัตราผลตอบแทนให้สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐาน ภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ และคาดหวังให้กองทุนรวมที่ตนลงทุนมีผลการดำเนินงานที่มีความสม่ำเสมอตลอดช่วงเวลาที่ลงทุน นอกจากนี้ผู้ลงทุนบางส่วนยังใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุน โดยหวังว่าผลตอบแทนที่ดีในอดีตจะมีความสม่ำเสมอต่อไปในอนาคต ดังนั้น จึงเป็นที่น่าสนใจในการศึกษาว่า กองทุนรวมจะสามารถรักษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานได้หรือไม่ และจำนวนกองทุนเหล่านั้นมีมากน้อยเพียงใด

การวิจัยนี้ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย จำนวน 78 กองทุน ในช่วงปี พ.ศ. 2546-2555 โดยผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความผันผวนไปตามสภาวะเศรษฐกิจ โดยปีที่กองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดคือปี พ.ศ. 2551 ที่เกิดวิกฤติซับไพร์มในประเทศสหรัฐอเมริกา และในภาพรวมแล้ว กองทุนรวมตราสารทุนเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ที่ใช้เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งกองทุนรวมตราสารทุนของไทยส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่สามารถชนะตลาดได้ในตลาดขาลง นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง คือ อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe ratio) นั้น ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่จะมีอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของตลาดในช่วงตลาดขาลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้า

ในเรื่องของความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน การศึกษานี้ใช้วิธีวิเคราะห์โดยการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนกับเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark) ต่างๆ ทั้งค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน รวมถึงอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) โดยการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนส่วนหนึ่งสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานทุกเกณฑ์ได้อย่างสม่ำเสมอในทุกปีตลอดช่วงปี พ.ศ. 2546-2551 แต่ในช่วงหลังเกิดวิกฤติซับไพร์ม ไม่มีกองทุนใดเลยที่สามารถรักษาความสม่ำเสมอของผลตอบแทนให้สูงกว่าตลาดได้ตลอดช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2552-2555 ในขณะที่ 1 ใน 3 ของกองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลานี้

นอกจากนี้ จากการจัดอันดับกองทุนรวมตราสารทุนตามอัตราผลตอบแทนของกองทุนในแต่ละปี พบว่า ในช่วงแรกของการศึกษา คือระหว่างปี พ.ศ. 2546-2551 กองทุนรวมตราสารทุนที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีได้อย่างสม่ำเสมอ (best-best) นั้น มีจำนวนมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินที่แย่อย่างต่อเนื่อง (worst-worst) แต่ภายหลังจากปีที่เกิดวิกฤติซับไพร์ม กลับพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอนั้น มีจำนวนน้อยกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่แย่อย่างสม่ำเสมอ จึงอาจกล่าวโดยสรุปได้ว่า กองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยส่วนหนึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนที่มีความสม่ำเสมอได้ โดยจากค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) แสดงให้เห็นว่าในช่วงปี พ.ศ. 2554-2555 เป็นช่วงระยะเวลาที่พบว่ามีความสม่ำเสมอของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษามากที่สุด อย่างไรก็ตาม พึงระลึกไว้ว่า ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานนี้ มาจากทั้งกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่องและแย่อย่างต่อเนื่อง แต่เนื่องจากงานวิจัยนี้ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของนิยามความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานที่ครอบคลุมผลการดำเนินงานของกองทุนในระหว่าง 2 งวดเวลาที่ต่อเนื่องกัน ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ช่วงสั้นๆ เท่านั้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่ากองทุนรวมตราสารทุนไทยจะมีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระยะยาวหรือไม่ อันจะเป็นโอกาสในการทำวิจัยต่อไปในอนาคต

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

ศุภชัย ศรีสุชาติ (2544) การประเมินความสามารถของกองทุนรวมในประเทศไทย, วิทยานิพนธ์,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ภาษาอังกฤษ

Allen, D.E. and Tan M.L. (1999) "A Test of The Persistence in the Performance of UK Managed Funds," Journal of Business, Finance, and Accounting, 26(5&6): 559-593.

Annuar, M.N., Shamsher, M. and Ngu, M.H. (1997) "Selectivity and Timing: Evidence from the Performance of Malaysian Unit Trusts," Pertanika Journal Social Science and Human, 5(1): 45-57.

Barras, L., Scaillet, O. and Wermers, R. (2010) "False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas," Journal of Finance, 65(1): 179-216.

Bauer, R, Otten, R. and Rad, A.T. (2006) "New Zealand Mutual Funds: Measuring Performance and Persistence in Performance," Accounting and Finance, 46(3): 347-363.

Bollen, N.P.B. and Busse, J.A. (2005) "Short-Term Persistence in Mutual Fund Performance," Review of Financial Studies, 18(2): 569-597.

Brown, S.J., and Goetzmann, W.N. (1995) "Performance Persistence," Journal of Finance, 50(2): 679-698.

Carhart, M.M. (1997) "On Persistence in Mutual Fund Performance," Journal of Finance, 52(1): 57-82.

Carlson, R.S. (1970) "Aggregate Performance of Mutual Funds (1948-1967)," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 5(1): 1-32.

Cuthbertson, K., Nitzsche, D. and O'Sullivan, N. (2008) "UK Mutual Fund Performance: Skill or Luck?," Journal of Empirical Finance, 15(4): 613-634.

Elton, E.J., Gruber, M.J. and Blake, C.R. (1996) "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance," Journal of Business, 69(2): 133-157.

Elton, E.J., Gruber, M.J., Das, S. and Hlavka, M. (1992) ''Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of the Evidence for Managed Portfolios," Review of Financial Studies, 6(1): 1-22.

Giamouridis, D., and Sakellariou, K. (2008) "Short-Term Persistence in Greek Mutual Fund Performance," Athens: Athens University of Economics and Business, Mimeo.

Goetzmann, W.N., and Ibbotson, R.G. (1994) "Do Winners Repeat?," Journal of Portfolio Management, 20(2): 9-18.

Graham, J., and Harvey, C. (1996) "Market Timing and volatility Implied in Investment Newsletters' Asset Allocation Recommendations," Journal of Financial Economics, 42(2): 397-421.

Grinblatt, M., and M. Keloharju (2000) "The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set," Journal of Financial Economics, 55(1): 43-67.

Grinblatt, M., and Titman, S. (1989) "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holding," Journal of Business, 62(3): 393-416.

Grinblatt, M., and Titman, S. (1992) "The Persistence of Mutual Fund Performance," Journal of Finance, 47(5): 1977-1984.

Grinblatt, M., Titman, S. and Wermers, R. (1995) "Momentum Investing Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior," American Economic Review, 85(5): 1088-1105.

Gruber, M. (1996) "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds," Journal of Finance, 51(3): 783-810.

Hendricks, D., Patel, J. and Zeckhauser, R. (1993) "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988," Journal of Finance, 48(1): 93-130.

Henriksson, R.D. (1984) "Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation," Journal of Business, 57(1): 73-96.

Hereil, P., Mitaine, P., Moussavi, N. and Roncalli, T. (2010) "Mutual Fund Ratings and Performance Persistence," White Paper Issue 3, Paris: Lyxor Asset Management.

Jegadeesh, N., and Titman, S. (1993) "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency," Journal of Finance, 48(1): 65-91.

Jensen, M.C. (1968) "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964," Journal of Finance, 23(2): 389-416.

Jensen, M.C. (1969) "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios," Journal of Business, 42(2): 167-247.

Kosowski, R., Timmermann, A., Wermers, R. and White, H. (2006) "Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis", Journal of Finance, 61(6): 2551-2596.

Lonkani, R., Satjawathee, T. and Jegasothy, K. (2013) "Selectivity and Market Timing Performance in a Developing Country's Fund Industry: Thai Equity Funds Case," Journal of Applied Finance and Banking, 3(2): 89-108.

Malkiel, B.G. (1995) "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991," Journal of Finance, 50(2): 549-572.

Mamasky, H., Spiegel, M. and Shang, H. (2007) "Improved Forecasting of Mutual Fund Alphas and Betas," Review of Finance, 11(3): 359-400

Shamsher, M., Annuar, M.N. and Hassan, T. (2000) "Investment in Unit Trusts: Performance of Active and Passive Funds," Paper presented at the Universiti Putra Malaysia's FEP Seminar: Issues in Accounting and Finance, Kuala Lumpur: Universiti Putra Malaysia

Sharpe, W.F. (1966) "Mutual Fund Performance," Journal of Business, 39(1): 119-138.

Treynor, J.T., and Mazuy, K.K. (1966) "Can Mutual Funds Outguess the Market?," Harvard Business Review, 44, 131-136.

Wermers, R. (2000) "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses," Journal of Finance, 55(4): 1655-1695.

Wermers, R. (1999) "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices," Journal of Finance, 54(2): 581-622.