

ผลการดำเนินงานและความต่อเนื่องของผลการดำเนินงาน ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วง 1995 - 2014

ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์*

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาผลการดำเนินงานและความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก (Active Funds) ที่ลงทุนในตราสารทุนไทยในช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ยืนยันผลการศึกษาของงานวิจัยส่วนใหญ่ของกองทุนรวมในตลาดต่างประเทศที่ว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยเฉลี่ยไม่สามารถชนะผลตอบแทนของตลาดหลังปรับความเสี่ยงได้อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือในช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 กองทุนรวมหุ้นไทยโดยเฉลี่ยได้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หลังปรับความเสี่ยงแล้วอยู่ที่ประมาณ 0.115% ต่อปี (หรือมีค่า Alpha ที่ -0.115% ต่อปี) และมีเพียง 6 กองทุนจาก 179 กองทุน ที่สามารถทำผลตอบแทนชนะตลาดหลังปรับความเสี่ยงแล้วอย่างมีนัยสำคัญ การศึกษาครั้งนี้ยังพบว่า กลยุทธ์ในการซื้อกองทุนหุ้นที่มีผลการดำเนินงานดีในอดีต เช่น กองทุนหุ้นที่ชนะค่าเฉลี่ยของกองทุนหุ้นด้วยกัน กองทุนหุ้นที่ชนะตลาด หรือกองทุนหุ้นที่ทำผลงานติดอันดับต่างๆ ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีต่อเนื่องได้ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและทางปฏิบัติ (Statistically and Economically Significant) ทั้งในระยะสั้น 1 ปี และระยะยาว 5 ปี จึงสรุปได้ว่าไม่มีกลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวมที่ใช้ผลงานในอดีตใดๆ แล้วจะได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนตลาดอย่างต่อเนื่องและมีนัยสำคัญในทางสถิติและทางปฏิบัติ ผลการศึกษาของกองทุนรวมหุ้นไทยช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 นี้จึงสนับสนุนทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ที่เชื่อว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบซื้อแล้วถือ (Buy and Hold Strategy) พอร์ตโฟลิโอที่ได้ผลตอบแทนตามตลาดหรือกองทุนดัชนีที่มีค่าใช้จ่ายของกองทุนที่ต่ำ (A Low Load Index Fund) เป็นกลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุด

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงานของกองทุน ความต่อเนื่องของผลการดำเนินงาน กองทุนรวมตราสารทุนในไทย

* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์ CFA เป็นอาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

The Performance and Its Persistence of Thailand Equity Mutual Funds from 1995 to 2014

*Nattawut Jenwittayaroje **

Abstract

This study investigates the performance and its persistence of Thailand equity active mutual funds during 1995-2014. The results confirm the results of other studies of the mutual fund performance in developed markets. That is, in the aggregate, Thailand equity active mutual funds have underperformed the benchmark (i.e., the SET total return index) on a risk-adjusted basis. Specifically, during 1995-2014, the funds on average earn an alpha of -0.115% per year. There are only 6 out of 179 funds that have significantly outperformed the benchmark on a risk-adjusted basis. In addition, this study indicates that several strategies of buying top-performing funds in the past cannot generate statistically and economically significant profits in the future. In other words, there was no fund performance persistence during 1995-2014. In conclusion, the results of this study support the Efficient Market Hypothesis, stating that the best investment strategy is to buy-and-hold a well-diversified portfolio that mimics the market portfolio or a low-load index fund.

Keywords: Fund Performance, Persistence, Thailand Equity Funds

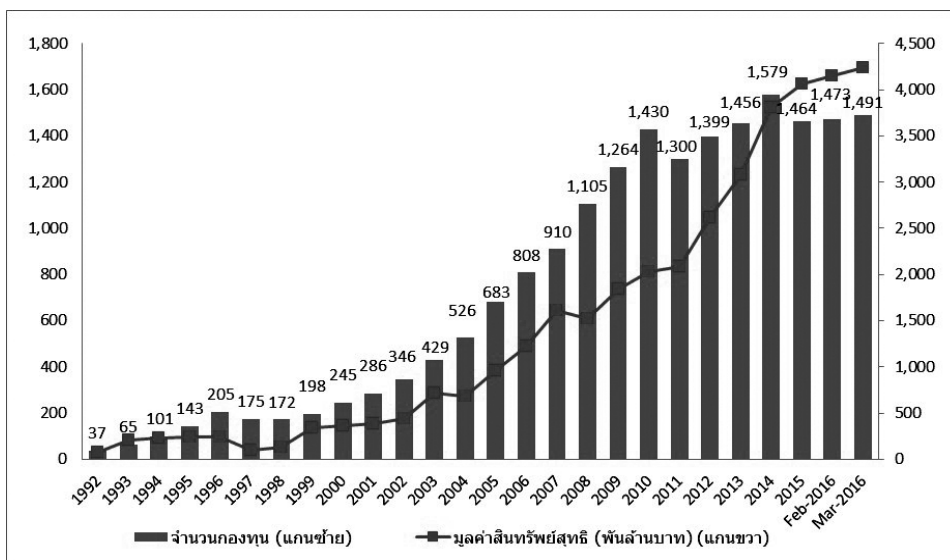
* Nattawut Jenwittayaroje, Ph.D, CFA is an Assistant Professor of NIDA Business School, National Institute of Development Administration,

บทนำ

การลงทุนในกองทุนรวม (Mutual Fund) ถือเป็นอีกทางหนึ่งของการลงทุนที่สำคัญของนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนที่ประสงค์จะลงทุนในหุ้นสามัญนั้นส่วนใหญ่จะมีข้อติดขัดหรืออุปสรรคหลายประการ เช่น การมีทุนทรัพย์ที่จำกัด ซึ่งทำให้ไม่สามารถลงทุนในหุ้นได้หลายๆ ตัวพร้อมกัน ทำให้ไม่สามารถกระจายความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้นสามัญได้อย่างเพียงพอ หรือการไม่มีประสบการณ์หรือความรู้ที่เพียงพอในการวิเคราะห์การลงทุนในหุ้นในด้านต่างๆ เช่น ขาดความเข้าใจในการจัดสรรเงินลงทุน การวิเคราะห์ปัจจัยทางมหภาคและอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท รวมทั้งปัจจัยทางเทคนิคและปัจจัยพื้นฐานของบริษัทนั้น หรืออาจไม่มีเวลาเพียงพอในการศึกษาและการติดตามข้อมูลข่าวสารที่จะใช้ในการตัดสินใจลงทุนในกิจการนั้นๆ ข้อจำกัดต่างๆ เหล่านี้มักทำให้นักลงทุนรายย่อยไม่สามารถลงทุนให้ได้ผลลัพธ์เช่นผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงที่รับได้ ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ได้

กองทุนรวมทำหน้าที่รวบรวมเงินจากนักลงทุนรายย่อยหลายรายมาลงทุนในกองทุนรวม และจัดการการลงทุนตามนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ สินค้าโภคภัณฑ์ และตราสารทางการเงินต่างๆ และใช้ผู้เชี่ยวชาญที่มีความรู้ความสามารถเข้ามาบริหารเงินลงทุนนั้น ดังนั้นการลงทุนในกองทุนรวมจึงช่วยแก้ข้อติดขัดของนักลงทุนรายย่อยดังที่กล่าวข้างต้น และเป็นการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ มีการบริหารจัดการการลงทุนอย่างเป็นระบบ โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุดภายใต้ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ ดังนั้นนักลงทุนรายย่อยสามารถเลือกที่จะลงทุนในกองทุนรวมและได้ประโยชน์ในหลายด้าน เช่น การมีมืออาชีพมาช่วยวิเคราะห์หลักทรัพย์และบริหารการลงทุนเพื่อผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่ดีขึ้นหรือเพื่อการได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าดัชนีมาตรฐาน การกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน การเสียค่าธรรมเนียมที่น้อยลง และสภาพคล่องที่สูงขึ้น เป็นต้น

สำหรับในประเทศไทยอุตสาหกรรมกองทุนรวมมีการเติบโตมาตลอด เช่น ในปี ค.ศ. 1992 มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเพียง 8 บริษัท และมีกองทุนรวมเพียง 37 กองทุน คิดเป็นมูลค่าของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารที่ประมาณ 73.93 พันล้านบาท หลังจากนั้นกองทุนรวมได้มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องมาตลอด 25 ปีที่ผ่านมา ดังแสดงในภาพที่ 1 โดยในปี ค.ศ. 2015 มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมทั้งสิ้นถึง 21 บริษัท และมีกองทุนรวมประมาณ 1,464 กองทุน คิดเป็นมูลค่าของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารที่ประมาณ 4,063.08 พันล้านบาท



ภาพที่ 1 แสดงจำนวนกองทุนรวมในประเทศไทยและมูลค่าสินทรัพย์สุทธิช่วงปี ค.ศ. 1992-2016

ถึงแม้ว่ากองทุนรวมในตลาดการเงินไทยมีการเติบโตเป็นอย่างมากในช่วง 20 กว่าปีที่ผ่านมา แต่การศึกษาทางด้านผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นในไทยยังคงมีไม่มาก และส่วนใหญ่เป็นการศึกษาในช่วงเวลาที่ไม่ยาวมากนัก และถึงแม้ว่าขนาดของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในไทยได้ขยายตัวมาอย่างมากในช่วง 20 กว่าปีที่ผ่านมา ก็ยังมีขนาดที่เล็กเมื่อเทียบกับขนาดของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศที่ตลาดการเงินมีการพัฒนาอย่างมาก เช่น ในประเทศสหรัฐอเมริกาหรือประเทศไต้หวัน เช่น สิงคโปร์และฮ่องกง ดังนั้นจึงคาดว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมในไทยยังมีโอกาสในการขยายตัวได้อีกมากในอนาคต

นอกจากนี้เมื่อนักลงทุนต้องการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหุ้น นักลงทุนจะมีทางเลือกระหว่างกองทุนดัชนี (Index Fund) กองทุน Enhanced Index Fund หรือกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Actively Managed Fund) โดย Index Fund คือกองทุนรวมที่มีจุดมุ่งหมายในการให้ผลตอบแทนกับนักลงทุนเท่ากับตลาดเป้าหมาย เช่น ดัชนี S&P 500 ดัชนี SET ดัชนี SET50 ดัชนี MAI เป็นต้น ดังนั้นกองทุนดัชนีจึงทำแค่สร้างและถือพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่มีลักษณะเหมือนดัชนีอ้างอิง และไม่จำเป็นต้องจับจังหวะตลาด (Market Timing) ผ่านการจัดสรรการลงทุน (Asset Allocation) หรือไม่จำเป็นต้องอาศัยทักษะในการเลือกหุ้น (Security Selection) ใดๆ ดังนั้นข้อดีหลักสำหรับกองทุนดัชนี ก็คือจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการ (Management Fee) ที่อยู่ในระดับต่ำมาก เพราะผู้จัดการกองทุนไม่จำเป็นต้องค้นคว้าหาข้อมูลเพื่อวิเคราะห์ตลาดและหลักทรัพย์รายตัวและไม่จำเป็นต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้ง

ในทางตรงข้าม กองทุน Enhanced Index Fund และ กองทุน Actively Managed Fund คือกองทุนที่ซื้อขายหุ้นอยู่บ่อยครั้งเพื่อจับจังหวะตลาด (Market Timing) และเพื่อซื้อหุ้นที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดเข้ามา และขายหุ้นที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดออกไป โดยมุ่งหวังที่จะทำผลตอบแทนให้สูงกว่าตลาด ดังนั้นกองทุนประเภทนี้จึงมีค่าใช้จ่ายในการจ้างนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในการประเมินหุ้นต่างๆ จ้างนักวิเคราะห์เศรษฐศาสตร์มหภาคเพื่อประเมินภาพรวมตลาดตราสารทุนและตราสารหนี้ และจ้างผู้จัดการกองทุนมาจัดสรรการลงทุน ดังนั้น Enhanced Index Fund และ Actively Managed Fund จึงมีอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ในการจัดการกองทุนหรือค่าธรรมเนียมการจัดการ (Management Fee) ที่สูงกว่า แต่นักลงทุนก็มีโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าผลตอบแทนตลาดหลังปรับค่าความเสี่ยงได้เช่นกัน

ดังนั้นคำถามที่มักจะเกิดขึ้นเสมอจะมีอยู่ 2 คำถาม คำถามแรกที่เกิดขึ้นในใจนักลงทุนโดยทั่วไปได้แก่ เขาควรจะลงทุนใน Index Fund และหวังผลตอบแทนที่เท่ากับตลาดแต่เสียค่าธรรมเนียมการจัดการที่ต่ำ หรือลงทุนใน Enhanced Index Fund หรือ Actively Managed Fund ซึ่งมีอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ที่สูงขึ้นแต่อาจได้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่เหนือกว่าผลตอบแทนของตลาดได้ ดังนั้นผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยเฉพาะกองทุนเชิงรุกจึงเป็นสิ่งสำคัญที่ดึงดูดความสนใจของนักลงทุนและช่วยตอบคำถามข้อนี้ เพราะหากโดยรวมแล้ว กองทุนที่มีนโยบายเชิงรุกสามารถให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้ ย่อมทำให้นักลงทุนในกองทุนเหล่านี้ แต่หากกองทุนที่มีนโยบายเชิงรุกไม่สามารถให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้ การลงทุนในกองทุนดัชนีย่อมเป็นทางเลือกที่ดีกว่า นอกจากนี้คำถามนี้ยังมีนัยที่สำคัญต่อสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) อีกด้วย ซึ่งการมีอยู่ของ Actively Managed Fund ที่สามารถชนะตลาดหลังหักค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายต่างๆ แล้วได้อย่างต่อเนื่อง จะเป็นหลักฐานที่ขัดแย้งกับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) และสนับสนุนการลงทุนแบบเชิงรุก (Active Portfolio Management)

จากนั้นคำถามที่สองที่ตามมาได้แก่ ถ้านักลงทุนได้ตัดสินใจเลือกกองทุนในกองทุนประเภท Actively Managed Funds แล้วก็ต้องทำการพิจารณาว่าจะเลือกกองทุน Actively Managed Funds กองไหนดี นั่นเป็นเพราะว่ากองทุน Actively Managed Funds มีจำนวนอยู่มากมายในตลาดการเงิน กล่าวคือ นักลงทุนมักจะตั้งคำถามว่า มีหลักการหรือวิธีการใดๆ บ้างที่สามารถใช้ในการเลือกกองทุนที่จะสร้างผลตอบแทนที่ดีในอนาคต เช่น ในทางปฏิบัตินักลงทุนส่วนใหญ่มักใช้วิธีการดูผลการดำเนินงานที่ผ่านมามานอดีตของกองทุนต่างๆ และตัดสินใจลงทุน (เพื่อหวังผลตอบแทนที่ดีในอนาคต) บนพื้นฐานของผลการดำเนินงานในอดีต ซึ่งในทางวิชาการเหมือนเป็นการศึกษาว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมนั้นมีความต่อเนื่อง (Persistence) หรือไม่และถ้ามีความต่อเนื่องจริง ความต่อเนื่องนั้นมีระยะเวลาอันยาวนานแค่ไหนและมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant) หรือไม่

นอกจากนี้คำถามที่สองนี้ยังมีนัยยะที่สำคัญต่อสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ด้วยเช่นกัน ซึ่งการมีกฎหรือวิธีการใดๆ เช่น การใช้ผลการดำเนินงานในอดีตเป็นตัวตัดสินการเลือกซื้อกองทุนเป็นต้น ที่ใช้ทำนายผลการดำเนินงานในอนาคตของ Actively Managed Fund ได้ ย่อมจะเป็นหลักฐานที่ขัดแย้งกับสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ด้วยเช่นกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงได้จัดทำขึ้นโดยมีจุดประสงค์หลักที่จะตอบคำถาม 2 ข้อข้างต้นนี้กับกองทุนรวมตราสารทุนในไทยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995-2014

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

ในการศึกษานี้มีจุดประสงค์หรือคำถามวิจัยอยู่ 2 ข้อ ดังนี้

1) เพื่อที่จะประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในตราสารทุนไทยในช่วงปี ค.ศ. 1995 ถึงปี ค.ศ. 2014

2) เพื่อตรวจสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในตราสารทุนไทยในช่วงปี ค.ศ. 1995 ถึงปี ค.ศ. 2014

คำนิยาม

1. ดัชนี SET (SET Index)

ดัชนี SET เป็นดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) โดยวิธีการคำนวณดัชนีเป็นการคำนวณแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ดัชนี SET เริ่มใช้ตั้งแต่วันที่ 30 เมษายน ค.ศ. 1975 ซึ่งเป็นวันฐานของดัชนีและกำหนดให้ดัชนีมีค่าเท่ากับ 100 จุดในวันฐานนี้

2. Index (Mutual) Fund

กองทุนดัชนี คือ กองทุนรวม (Mutual Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่อยู่ในดัชนีอ้างอิง เพื่อให้กองทุนรวมมีผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เหมือนกับดัชนีอ้างอิงนั้น สำหรับในประเทศไทย ดัชนีอ้างอิงที่สำคัญได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand Index หรือ SET Index) และ ดัชนี SET50 (SET50 Index) การลงทุนแบบนี้ถือเป็นการลงทุนแบบเชิงรับ (Passive) กล่าวคือเป็นการลงทุนที่หวังผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เหมือนกับตลาดและไม่ได้มุ่งหวังที่จะเอาชนะตลาด

3. Enhanced Index (Mutual) Fund

คือ กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนที่เลียนแบบดัชนีต่างๆ แต่ยังคงมีที่ว่างเหลือให้มีการเปลี่ยนแปลงได้เช่น การปรับเปลี่ยนการจัดสรรการลงทุน (Asset Allocation) การปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุนของหลักทรัพย์หรือหุ้นบางกลุ่ม หรืออาจมีการใช้ตราสารอนุพันธ์เข้าช่วยในการบริหารการลงทุน เช่น เพื่อหวัง “อัตราทด” (Leverage) โดยทั้งหมดนี้ก็เพื่อหวังเอาชนะตลาด

4. Actively Managed (Mutual) Fund

คือ กองทุนรวม (Mutual Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ด้วยการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทต่างๆ โดยมีจุดมุ่งหมายหลักเพื่อให้กองทุนรวมมีผลตอบแทนที่เหนือกว่าดัชนีอ้างอิง สำหรับในประเทศไทยดัชนีอ้างอิงที่สำคัญได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand Index หรือ SET Index) และ ดัชนี SET50 (SET50 Index) การลงทุนประเภทนี้ถือเป็นการลงทุนแบบเชิงรุก (Active) กล่าวคือเป็นการลงทุนที่หวังจะเอาชนะตลาด

5. Alpha

Alpha คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Rate of Return) ที่เกิดขึ้นจากการถือครองหลักทรัพย์ใดๆ หรือกลุ่มการลงทุน (Portfolio) ของหลักทรัพย์หรือกองทุนรวมในช่วงเวลาหนึ่ง และมีหน่วยเป็นร้อยละ โดยอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นผลตอบแทนส่วนเกินกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Rate of Return) ด้วยแบบจำลองการหาค่าหลักทรัพย์ต่างๆ เช่น Capital Asset Pricing Model (CAPM) หรือ Fama-French Three Factor Model (Fama and French, 1996) ซึ่งถ้าผลตอบแทนผิดปกตินี้เป็นบวกจะแสดงว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือกลุ่มการลงทุนหรือกองทุนรวมในช่วงเวลาหนึ่งมีค่ามากกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง หรือแสดงว่าการลงทุนนั้นชนะตลาดหลังจากปรับค่าความเสี่ยงแล้ว แต่ถ้าผลตอบแทนผิดปกตินั้นเป็นลบจะแสดงว่าผลตอบแทนจากการลงทุนดังกล่าวมีค่าน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดหวังหรือแสดงว่าการลงทุนนั้นแพ้ตลาดหลังจากปรับค่าความเสี่ยงแล้ว ดังนั้นค่า Alpha จึงนิยมนำมาใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นเมื่อเทียบกับดัชนีหุ้น เช่น ดัชนี SET หลังจากการปรับค่าความเสี่ยงแล้ว

เอกสารและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษากองทุนรวมในต่างประเทศ

การศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนมีจุดเริ่มต้นที่สำคัญจากงานของ Treynor (1965) Sharpe (1966) และ Jensen (1968) ทั้งสามงานนี้ได้พัฒนาวิธีการวัดผลการดำเนินงาน

ของกองทุนรวมที่ค้ำประกันหรือพิจารณาถึงความเสี่ยงของการลงทุนของกองทุนรวมนั้นด้วย นั่นเป็นเพราะว่าหากกองทุนนั้นเลือกจะถือหุ้นที่มีความเสี่ยงสูง เช่น มีค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูง หรือมีค่าเบต้าที่สูง ก็ย่อมที่จะมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่สูงตามไปด้วย ดังนั้นจึงไม่ควรประเมินความสามารถของกองทุนจากแค่ผลตอบแทนโดยรวมที่กองทุนนั้นทำได้ แต่ควรวัดผลตอบแทนที่มีการปรับค่าความเสี่ยงแล้ว (Risk-adjusted Return) ซึ่งผลการศึกษาของทั้งสามงานในกองทุนในตลาดสหรัฐอเมริกา พบว่าผลตอบแทนที่ได้ของกองทุนรวมส่วนใหญ่แล้วมีค่าน้อยกว่าผลตอบแทนที่ควรจะได้เมื่อเทียบกับความเสี่ยงของการลงทุนที่กองทุนรวมนั้นแบกรับอยู่

Grinblatt และ Titman (1992) ใช้วิธีที่แตกต่างจาก Jensen (1968) โดยดูจากการเปลี่ยนแปลงของหุ้นรายไตรมาสที่กองทุนถืออยู่ และพบว่ากองทุนรวมสามารถทำผลตอบแทนที่ชนะตลาดได้หลังจากปรับค่าความเสี่ยงแล้ว และยังพบว่าความสามารถ (Performance) ที่ดีเลิศของกองทุนเหล่านี้มีความต่อเนื่องกัน (Persistence) สนับสนุนปรากฏการณ์ “Hot Hand” (Hot Hand คือความเชื่อที่ว่ากองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีก็มีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่องไปในอนาคต)

การศึกษาต่อมาโดย Hendricks Patel และ Zeckhauser (1993) Goetzmann และ Ibbotson (1994) และ Brown และ Goetzmann (1995) พบว่ากองทุนที่ให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าค่าเฉลี่ยยังคงรักษาระดับผลตอบแทนที่ดีได้อย่างต่อเนื่องในอนาคต โดย Hendricks และคณะ (1993) พบว่ากลยุทธ์การลงทุนในกองทุนที่ให้ผลตอบแทนที่ดีในอดีตสามารถให้ผลตอบแทนส่วนเกินแบบปรับความเสี่ยงแล้วได้ถึง 5% ต่อปี ในอนาคต Brown และ Goetzmann (1995) พบความต่อเนื่องในผลการดำเนินงานหลังปรับค่าความเสี่ยงของกองทุน ดังนั้น ผลการศึกษานี้สนับสนุนความเชื่อเรื่อง “Hot Hand” และชี้ให้เห็นถึงกำไรอย่างมีนัยสำคัญของกลยุทธ์การลงทุนแบบ “Hot Hand”

การศึกษาที่สนับสนุนความเชื่อเรื่อง “Hot Hand” ต่อมาคือ Elton Gruber และ Blake (1996) และ Gruber (1996) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนในประเทศสหรัฐอเมริกามีความต่อเนื่องในระยะ 1 ถึง 3 ปี กล่าวคือ กองทุนที่ทำผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง (หรือค่า Alpha) ที่สูงในช่วง 1 ถึง 3 ปีที่ผ่านมา มีแนวโน้มที่จะทำผลงาน (วัดด้วยค่า Alpha) ได้ดีต่อเนื่องไปในอนาคตอีก 1 ถึง 3 ปีข้างหน้า

การศึกษาโดย Bollen และ Busse (2004) พบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงาน (ที่วัดด้วยผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง) ของกองทุนเช่นกัน อย่างไรก็ตามความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานนี้พบได้ในระยะสั้นเป็นรายไตรมาสเท่านั้น ไม่พบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานในระยะ 1 ถึง 3 ปี เช่นการศึกษาก่อนหน้านี้ การศึกษาของ Bollen และ Busse นี้ จึงเป็นการยืนยันว่าความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานที่ดีเป็นปรากฏการณ์ระยะสั้นเท่านั้น

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Malkiel (1995) กลับพบว่างานวิจัยของ Grinblatt และ Titman (1992) มีปัญหาเรื่อง “Survivorship Bias” กล่าวคืองานของ Grinblatt และ Titman (1992) ใช้เฉพาะข้อมูลของกองทุนที่มีอยู่มาวิเคราะห์เท่านั้น ไม่ได้รวมไปถึงกองทุนรวมที่ปิดตัวลง หรือกองทุนรวมที่ควบรวมกับกองทุนอื่น (ซึ่งมักจะไม่ได้ปรากฏอยู่ในฐานข้อมูล) ดังนั้นการศึกษาของ Malkiel (1995) จึงรวมกองทุนรวมเหล่านี้เข้าไว้ในการศึกษาด้วย เพื่อแก้ไขปัญหา Survivorship Bias ที่เกิดขึ้นในงานของ Grinblatt และ Titman (1992) ผลการศึกษาของ Malkiel (1995) พบว่าในช่วงปี ค.ศ. 1971 ถึงปี ค.ศ. 1991 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนกองทุนรวมทั้งหมดมีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่างๆ (เช่น อัตราส่วนค่าใช้จ่าย ค่าธรรมเนียมการจัดการ) และพบว่าผลการดำเนินงาน (Mutual Fund Performance) ในช่วงปี ค.ศ. 1970 ไม่สอดคล้องกับในช่วงปี ค.ศ. 1980 กล่าวคือในช่วงปี ค.ศ. 1970-1979 ผลตอบแทนของกองทุนมีความต่อเนื่อง (Persistence) แต่ในช่วงปี ค.ศ. 1980-1989 กลับไม่พบความต่อเนื่องในผลตอบแทนของกองทุน

Cai Chan และ Yamada (1997) ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดตราสารทุนจำนวน 800 กองทุน ในประเทศญี่ปุ่นในช่วงปี ค.ศ. 1981 ถึง ค.ศ. 1992 และพบว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของทั้ง 800 กองทุนนั้นมีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดถึงประมาณ 6% ถึง 7% โดยผลตอบแทนที่ต่ำนี้พบได้ในทุกๆ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเหล่านี้และพบได้ทั้งในตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง

Cuthbertson Nitzsche และ O' Sullivan (2010) ได้รวบรวมและสรุปผลการศึกษาด้านผลการดำเนินงาน (Performance) ของกองทุนรวมในตลาดประเทศสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ โดยพบว่า มีกองทุนจำนวนไม่เกิน 5% เท่านั้นที่สามารถชนะตลาดหลังปรับความเสี่ยงได้อย่างมีนัยสำคัญที่ประมาณ 4.8% ต่อปี และพบว่าประมาณ 15-20% ของกองทุนรวมมีผลการดำเนินงานที่แพ้ตลาดหลังปรับความเสี่ยงแล้วอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกองทุนที่เหลืออีกประมาณ 75% มีผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างจากตลาด โดยพบว่า กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ไม่ดีมีแนวโน้มที่จะเป็นกองทุนที่เรียกเก็บค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่สูงและมีการซื้อขายที่บ่อย ดังนั้นการศึกษานี้จึงแนะนำให้เลือกกองทุนที่มีค่าใช้จ่ายที่ต่ำเป็นประเด็นสำคัญ ส่วนความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานนั้นมีหลักฐานที่ค่อนข้างอ่อนที่จะสนับสนุนว่าการชนะตลาดนั้นมีความต่อเนื่อง แต่กองทุนที่แพ้ตลาดนั้นก็กลับมีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่องและมีนัยสำคัญ

การศึกษาในช่วงต่อมาใช้วิธีการที่ซับซ้อนขึ้นที่เรียกว่า Bootstrap Simulation ในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุน เช่น Kosowski Timmermann White และ Wermers (2006) Cuthbertson และคณะ (2008) และ Fama และ French (2010) โดย Kosowski และคณะ (2006) ศึกษากองทุนหุ้นจำนวน 2,172 กองทุนในตลาดสหรัฐอเมริกาช่วงปี ค.ศ. 1975-2002 และ Cuthbertson และคณะ (2008) ศึกษากองทุนหุ้นจำนวน 675 กองทุนในตลาดอังกฤษช่วงปี ค.ศ. 1975-2002 ทั้งสองการศึกษา

นี้พบว่า มีกองทุนจำนวนน้อยมากที่ชนะตลาดได้หลังปรับค่าความเสี่ยงแล้ว แต่มีจำนวนกองทุนจำนวนที่มากกว่าที่แพ้ตลาดหลังปรับค่าความเสี่ยง ส่วน Fama และ French (2010) ศึกษากองทุนหุ้นจำนวน 3,156 กองทุน ในตลาดสหรัฐอเมริกาช่วงปี ค.ศ. 1984-2006 พบว่าไม่มีกองทุนใดเลยที่สามารถชนะตลาดได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่มีกองทุนจำนวนหนึ่งที่แพ้ตลาดอย่างมีนัยสำคัญ โดยเหตุผลหลักของผลการดำเนินงานที่ไม่ดีมาจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่างๆ ของกองทุนที่สูง

การศึกษากองทุนรวมในไทย

คมวุธ วิศวะไพศาล และกัลยานี ภาคออต (2557) ศึกษาความสัมพันธ์ของอันดับผลตอบแทนและความสามารถในการเอาชนะตลาดของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF/Long Term Equity Funds) ที่มีการบริหารเชิงรุกในช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2556 จำนวนทั้งสิ้น 23 กองทุน และพบว่าโดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเหล่านี้ไม่สามารถรักษำอันดับผลตอบแทนอย่างสม่ำเสมอได้ ดังนั้นการศึกษานี้สรุปโดยรวมว่าการเลือกซื้อกองทุนรวมหุ้นระยะยาวโดยพิจารณาจากผลงานในอดีตไม่อาจเป็นกลยุทธ์ที่สร้างผลตอบแทนที่ดีและสม่ำเสมอในอนาคตได้

Lonkani Satjawathee และ Jegasothy (2013) ทำการศึกษาความสามารถในการเลือกหุ้น (Selectivity) กับความสามารถในการจับจังหวะตลาด (Market Timing) ของผู้จัดการกองทุนรวมหุ้นไทยในช่วงปี ค.ศ. 1992 ถึง ค.ศ. 2004 และพบว่าโดยรวมแล้วผู้จัดการกองทุนเหล่านี้มีความสามารถในการเลือกหุ้นหรือความสามารถในการจับจังหวะตลาดที่ไม่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงวิกฤติการณ์ทางการเงินในปี ค.ศ. 1997.

Suppa-Aim Jelic และ Theobald (2014) ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยในช่วงปี ค.ศ. 2002-2007 โดยพิจารณาปัจจัยของสภาพคล่องร่วมด้วย (Liquidity-augmented Evaluation) ในการประเมินผลการดำเนินงาน และพบว่าโดยรวมแล้ว แบบจำลองที่รวมปัจจัยของสภาพคล่องเข้าไปด้วยมีนัยสำคัญทางสถิติในการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในไทย และพบว่า กองทุนรวมหุ้นไทยที่ให้ผลประโยชน์ทางภาษีให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากองทุนรวมหุ้นประเทศไทยทั่วไป ท้ายที่สุดการศึกษานี้พบความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานในระยะสั้นของกองทุนรวมหุ้นไทย

การศึกษาค้นคว้านี้มีความแตกต่างและพัฒนาจากงานวิจัยกองทุนรวมในไทยที่ผ่านมาดังนี้ ประการแรกการศึกษาค้นคว้านี้เป็นการศึกษาของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีการบริหารเชิงรุกทั้งหมด ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาโดย คมวุธ วิศวะไพศาล และกัลยานี ภาคออต (2557) ที่ศึกษาเฉพาะกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Funds) ที่มีการบริหารเชิงรุกเท่านั้น ประการที่สอง การศึกษานี้แตกต่างจากงานของ Lonkani Satjawathee และ Jegasothy (2013) ที่ว่าเป็นการศึกษาผลการดำเนินงานและความต่อเนื่องของผลการดำเนินงาน ประการสุดท้ายคือ การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลกองทุนรวมหุ้นไทยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995 ถึง ค.ศ. 2014 ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาที่ยาวนานกว่าการศึกษากองทุนรวมหุ้นไทยที่ผ่านมา

ข้อมูล

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาผลการดำเนินงานเฉพาะของกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในตราสารทุนไทย (Thai Equity Active Funds) ในช่วงปี ค.ศ. 1995 - 2014¹ โดยใช้ฐานข้อมูลของ Morningstar เพื่อเก็บข้อมูลผลตอบแทนรวมเงินปันผลแต่หลังจากหักอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) แล้ว เป็นผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนหุ้นในประเทศไทย และเก็บอัตราส่วนค่าใช้จ่ายทั้งหมดของกองทุนรายปี (Annual Expense Ratio) โดยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995-2014 มีกองทุนรวมตราสารทุนในไทยอยู่ทั้งหมดจำนวน 474 กองทุน อย่างไรก็ตามมีอยู่หลายกองทุนที่มีอายุไม่นานเนื่องจากจัดตั้งได้ไม่นานหรืออาจมีข้อมูลผลตอบแทนที่ขาดหายไป ดังนั้นการศึกษานี้จะวิเคราะห์เฉพาะกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในตราสารทุนไทยที่มีข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนอย่างน้อย 30 เดือน ทำให้เหลือจำนวนกองทุนที่ใช้ในการศึกษาอยู่ทั้งสิ้นจำนวน 179 กองทุน

ส่วนฐานข้อมูล Datastream ใช้เพื่อเก็บข้อมูลผลตอบแทนรวม (Total Return) ของดัชนี SET แบบรายเดือนและรายปี อัตราส่วนมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อราคาปิด (Book-to-Price Ratio) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 เดือนเพื่อเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free Rate) ในช่วงปี ค.ศ. 2001-2014 และเก็บข้อมูลอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจากรณการแห่งประเทศไทย เพื่อเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยงในช่วงปี ค.ศ. 1995-2000

ปัญหาสำคัญอย่างหนึ่งของการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวม คือ Survivorship Bias นั่นคือ การใช้ข้อมูลเฉพาะของกองทุนที่ยังคงอยู่มาวิเคราะห์เท่านั้น โดยไม่รวมกองทุนรวมที่เล็กไปและไม่อยู่ในฐานข้อมูลส่วนใหญ่ ซึ่งจะทำได้ผลการศึกษาที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนที่ดีเกินจริง (Malkiel 1995) การศึกษานี้จึงรวมกองทุนรวมที่ออกจากตลาดในช่วงปีที่ศึกษาเข้ามาศึกษาผลการดำเนินงานด้วย และปัญหาสำคัญอีกประการหนึ่งคือ การคิดผลตอบแทนของกองทุนจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value / NAV) เพียงอย่างเดียวจะไม่ได้ค่าผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมที่ต่ำเกินจริง เพราะหลายๆ กองทุนรวมมีการจ่ายเงินปันผลเป็นระยะ ดังนั้นการศึกษานี้จึงใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมเงินปันผลของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย นอกจากนี้ผลตอบแทนของตลาดได้รวมเงินปันผลเช่นกัน โดยคำนวณได้จากร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index) ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ ข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมตราสารทุนไทยที่เก็บจากฐานข้อมูล Morningstar เริ่มต้นที่เดือนสิงหาคมปี ค.ศ. 1992 แต่จำนวนกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงปี ค.ศ. 1992 ถึงปี ค.ศ. 1994 ยังมีจำนวนกองทุนไม่มากพอต่อการวิเคราะห์ทางสถิติ ดังนั้นการศึกษานี้จึงเริ่มวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไทยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995 เป็นต้นไป

วิธีการศึกษา

ในการวิเคราะห์ส่วนแรกนี้ จะเริ่มจากการวิเคราะห์ความสามารถของกองทุนหุ้นในประเทศไทยโดยดูจากอัตราผลตอบแทนโดยรวมของกองทุนรวมหุ้นทั้งหมดเทียบกับผลตอบแทนโดยรวมของตลาดเท่านั้น ซึ่งการศึกษานี้ใช้ดัชนี SET เป็นตัวแทนของตลาด โดยยังไม่ได้คำนึงถึงว่ากองทุนรวมแต่ละกองอาจลงทุนในหุ้นต่างๆ ที่มีความเสี่ยง (เช่น ค่าเบต้า) ที่สูงหรือต่ำกว่าความเสี่ยงหรือค่าเบต้าของตลาดได้ และความเสี่ยงที่แตกต่างกันนี้ย่อมส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่คาดหวังของกองทุนรวมที่แตกต่างกัน เช่น หากในปีใดที่กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นที่มีค่าเบต้าสูงสามารถทำผลตอบแทนให้นักลงทุนได้ถึง 20% ในขณะที่ผลตอบแทนรวมจากดัชนี SET อยู่ที่ 17% ในปีเดียวกัน กองทุนนี้อาจจะไม่ได้มีความสามารถที่ดีก็ได้หากพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงกว่าของกองทุนนี้

ดังนั้นการศึกษานี้จึงได้ประเมินความสามารถของกองทุนหุ้นโดยเปรียบเทียบผลดำเนินงานของกองทุนนั้นกับดัชนีมาตรฐาน (Benchmark) และปรับความเสี่ยงไปด้วย เพื่อหาว่าในแต่ละช่วงเวลาของกองทุนสามารถทำผลตอบแทนได้เกินดัชนีมาตรฐานหลังจากปรับค่าความเสี่ยงแล้วหรือไม่ โดยการศึกษาเลือกใช้ดัชนี SET เป็นตัวแทนดัชนีมาตรฐาน เนื่องจากว่าดัชนี SET เป็นดัชนีที่กองทุนรวมหุ้นไทยใช้เป็นมาตรฐานในการวัดผลการดำเนินงานดังแสดงในหนังสือชี้ชวนของกองทุนรวมต่างๆ และเลือกใช้ 2 รูปแบบจำลองที่ใช้ในการหาผลตอบแทนผิดปกติหรือค่า Alpha ที่กองทุนทำได้เหนือดัชนี SET หลังจากปรับค่าความเสี่ยงที่กองทุนนั้นแบกรับอยู่ ได้แก่ Capital Asset Pricing Model (CAPM) และ Fama-French Three-Factor Model (Fama and French, 1996)

CAPM

$$R_p - R_f = \alpha + \beta^*(R_m - R_f)$$

Fama-French Three-Factor Model

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_1^*(R_m - R_f) + \beta_2^*(SMB) + \beta_3^*(HML)$$

โดย R_p คือผลตอบแทนรวมของกองทุนรวมหุ้นใดๆ R_f คืออัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง SMB ย่อมาจาก Small Minus Big ซึ่งเป็นผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากหุ้นขนาดเล็กกับหุ้นขนาดใหญ่ โดยขนาดวัดจากมูลค่าตลาดของส่วนหุ้น (Market Capitalization) ของหุ้นตัวนั้นๆ โดยจากสมมติฐานของรูปแบบจำลอง Three Factor หุ้นขนาดเล็กย่อมมีความเสี่ยงสูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่ และส่งผลให้หุ้นขนาดเล็กมีผลตอบแทนที่สูงกว่า HML ย่อมาจาก High Minus Low ซึ่งเป็นผลต่างของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่มีค่า B/P (Book Value to Price Ratio หรือ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหุ้นต่อราคาตลาดของหุ้น) ที่สูง กับอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่มีค่า B/P ที่ต่ำ เช่นเดียว

กับ SMB สมมติฐานของ Three Factor Model คือหุ้นที่มีค่า B/P ที่สูงจะมีความเสี่ยงที่สูงกว่าและย่อมให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า ดังนั้นทั้ง CAPM และ Fama French Three Factor จึงเป็นแบบจำลองมาตรฐานที่ช่วยปรับผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นตามความเสี่ยงต่างๆ ที่กองทุนนั้นถืออยู่

การคำนวณ SMB และ HML เริ่มจากการแบ่งหุ้นตามมูลค่าตลาดของส่วนหุ้นเป็นสองส่วนเท่าๆ กันหรือ 50:50 กล่าวคือ หุ้นที่มีมูลค่าตลาดของส่วนหุ้นต่ำกว่าค่ามัธยฐานมูลค่าตลาดของส่วนหุ้นทั้งหมดจะจัดเป็นหุ้นขนาดเล็ก (S) ส่วนหุ้นที่มีมูลค่าตลาดของส่วนหุ้นสูงกว่าค่ามัธยฐานมูลค่าตลาดของส่วนหุ้นทั้งหมดจะจัดเป็นหุ้นขนาดใหญ่ (B) จากนั้นจะทำการแบ่งหุ้นตามอัตราส่วน B/P ในสัดส่วน 30:40:30 กล่าวคือหุ้นที่มีค่าอัตราส่วน B/P ที่สูงกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 70 ของอัตราส่วน B/P ของหุ้นทั้งหมดจะถูกจัดเป็นหุ้นประเภท High หรือ “หุ้นคุณค่า” เรียกย่อว่าหุ้นกลุ่ม H และหุ้นที่มีค่าอัตราส่วน B/P ต่ำกว่าค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 70 แต่สูงกว่าค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 30 จะถูกจัดเป็นหุ้นประเภท Medium เรียกย่อว่าหุ้นกลุ่ม M และหุ้นที่มีค่าอัตราส่วน B/P ต่ำกว่าค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 30 จะถูกจัดเป็นหุ้นประเภท Low หรือ “หุ้นเติบโต” เรียกย่อว่าหุ้นกลุ่ม L

ดังนั้นเราจะแบ่งหุ้นได้ทั้งหมดหกประเภทด้วยกัน ได้แก่ หุ้นกลุ่ม S/H (หุ้นที่มีขนาดเล็กและเป็นหุ้นกลุ่ม High) หุ้นกลุ่ม S/M (หุ้นที่มีขนาดเล็กและเป็นหุ้นกลุ่ม Medium) หุ้นกลุ่ม S/L (หุ้นที่มีขนาดเล็กและเป็นหุ้นกลุ่ม Low) หุ้นกลุ่ม B/H (หุ้นที่มีขนาดใหญ่และเป็นหุ้นกลุ่ม High) หุ้นกลุ่ม B/M (หุ้นที่มีขนาดใหญ่และเป็นหุ้นกลุ่ม Medium) และหุ้นกลุ่ม B/L (หุ้นที่มีขนาดใหญ่และเป็นหุ้นกลุ่ม Low)

จากนั้น SMB คือค่าความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามกลุ่มเล็กคือ หุ้นกลุ่ม S/H หุ้นกลุ่ม S/M และหุ้นกลุ่ม S/L กับผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามกลุ่มใหญ่คือ หุ้นกลุ่ม B/H หุ้นกลุ่ม B/M หุ้นกลุ่ม B/L ส่วน HML คือค่าความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสองกลุ่ม High คือ หุ้นกลุ่ม S/H และหุ้นกลุ่ม B/H กับผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสองกลุ่ม Low คือ หุ้นกลุ่ม S/L และหุ้นกลุ่ม B/L

ตัวแปรที่เราสนใจในแบบจำลองทั้งสองคือค่าสัมประสิทธิ์ (Alpha) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของอัตราผลตอบแทนของกองทุนซึ่งไม่สามารถอธิบายได้ด้วยความเสี่ยงที่กองทุนนั้นๆ ถืออยู่ Alpha จึงเป็นผลตอบแทนส่วนเกินที่กองทุนนั้นทำได้หลังจากหักค่าความเสี่ยงต่างๆ แล้ว Alpha จึงเป็นค่าที่แสดงถึงความสามารถที่แท้จริงของกองทุนรวมนั่นเอง

ผลการศึกษา

ตารางที่ 1 แสดงถึงผลการดำเนินงานรายปีของกองทุนรวมหุ้นไทยกับผลตอบแทนรวมของดัชนี SET และแสดงผลตอบแทนส่วนเกินรายปีที่กองทุนรวมหุ้นไทยทำได้เหนือดัชนี SET ตั้งแต่ปี ค.ศ.1995-2014

ปี	ผลตอบแทนกองทุนรวมหุ้น (% ต่อปี)	ผลตอบแทนรวมดัชนี SET (% ต่อปี)	ผลตอบแทนส่วนเกินตลาด (% ต่อปี)
1995	-1.6	-5.8	4.2
1996	-29.9	-35.1	5.2
1997	-40.5	-55.2	14.7
1998	-6.1	-4.5	-1.6
1999	20.5	35.4	-14.9
2000	-41.0	-44.1	3.1
2001	9.0	12.9	-3.8
2002	25.2	17.3	7.8
2003	119.9	126.4	-6.5
2004	-7.0	-10.6	3.6
2005	8.8	11.2	-2.5
2006	0.1	-0.3	0.4
2007	36.2	31.4	4.9
2008	-40.4	-45.1	4.7
2009	57.3	71.3	-14.1
2010	41.5	47.8	-6.4
2011	-0.6	3.7	-4.3
2012	39.5	40.5	-1.0
2013	-3.4	-3.6	0.3
2014	15.8	19.1	-3.3

ตารางที่ 1 แสดงถึงผลการดำเนินงานรายปีของกองทุนรวมหุ้นไทยกับผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995-2014 จากตารางที่ 1 จะเห็นได้ว่า ผลการดำเนินงานในแต่ละปีของกองทุนรวมหุ้นไทยโดยเฉลี่ยแล้วขึ้นหรือลงตามผลตอบแทนโดยรวมของดัชนี SET แต่เมื่อดูจากผลตอบแทนส่วนเกินรายปีที่กองทุนรวมหุ้นไทยทำได้เหนือดัชนี SET จะเห็นได้ว่าความสามารถของกองทุนรวมหุ้นไทยโดยรวมไม่มีความเด่นชัดมากนัก เช่นจะเห็นได้ว่า มีอยู่ 10 ปี ที่ผลตอบแทนส่วนเกินรายปีมีค่าเป็นบวก ซึ่งแสดงว่ากองทุนรวมหุ้นไทยทำผลงานได้ดีกว่าดัชนี SET ในปีนั้นๆ โดยไม่คำนึงถึงทิศทางของตลาด เช่นในปี ค.ศ. 1997 ผลตอบแทนของดัชนี SET อยู่ที่ -55.2% ในปีนั้น ในขณะที่กองทุนรวมหุ้นไทยโดยเฉลี่ยทำได้ -40.5% ซึ่งถือว่าสามารถชนะตลาดได้มากถึง 14.7% ต่อปี แต่ก็มีอยู่อีก 10 ปี เช่นกันที่ผลตอบแทนส่วนเกินรายปีมีค่าเป็นลบ ซึ่งแสดงว่ากองทุนรวมหุ้นไทยทำผลงานได้แย่กว่าดัชนี SET ในปีนั้นๆ โดยไม่คำนึงถึงทิศทางของตลาดเช่นกัน เช่นในปี ค.ศ. 2009 ผลตอบแทนของดัชนี SET อยู่ที่ 71.3% ในขณะที่กองทุนรวมหุ้นไทยโดยเฉลี่ยทำได้ 57.3% ซึ่งถือว่าแพ้ตลาดมากถึง 14.1% ต่อปี

นอกจากนี้ ตารางที่ 1 ยังแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนส่วนเกินตลาด (หรือความสามารถในการชนะหรือแพ้ตลาดของกองทุนรวมหุ้นไทย) ในช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 มีความผันผวนมากปีต่อปี โดยมีค่าเป็นบวกบ้างลบบ้างสลับกันไปในแต่ละปี โดยไม่สัมพันธ์กับทิศทาง การขึ้นลงของตลาดโดยรวม ซึ่งบ่งบอกว่าการชนะหรือแพ้ตลาดของกองทุนรวมหุ้นไทยไม่ค่อยมีความต่อเนื่องปีต่อปี ไม่ว่าจะตลาดจะมีทิศทางอย่างไรก็ตาม

ตารางที่ 2 แสดงถึงผลการดำเนินงานแบบส่วนเกินตลาดที่ไม่ปรับความเสี่ยงกับแบบปรับความเสี่ยง (ค่า Alpha) ของกองทุนตราสารทุนไทยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1992-2014 โดยพิจารณาทั้งผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) และผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross Return) โดยผลตอบแทน "ส่วนเกินตลาด" เกิดจากส่วนต่างของผลตอบแทนของกองทุนกับผลตอบแทนรวมของดัชนี SET การปรับความเสี่ยงใช้ทั้งแบบจำลอง CAPM และ Fama-French Three-Factor การพิจารณาผลการดำเนินงานโดยใช้ผลตอบแทนสุทธิ (ผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย) พิจารณาจาก 179 (169) กองทุน

	ผลตอบแทนสุทธิ (หลังหักค่าใช้จ่าย)			ผลตอบแทน (ก่อนหักค่าใช้จ่าย)		
	ส่วนเกินตลาด	Alpha-CAPM	Alpha-Three-Factor	ส่วนเกินตลาด	Alpha-CAPM	Alpha-Three-Factor
ค่าเฉลี่ยรายเดือน	-0.0985%	-0.0096%	0.0296%	0.0241%	0.0970%	0.1486%
ค่าเฉลี่ยรายปี	-1.1820%	-0.1152%	0.3552%	0.2892%	1.1640%	1.7832%
จำนวนกองทุนที่มีค่า ส่วนเกินตลาด/Alpha เป็นบวกและมีนัยสำคัญ	1	6	3	1	20	31
สัดส่วนของกองทุนที่มีค่า ส่วนเกินตลาด/Alpha เป็นบวกและมีนัยสำคัญ	0.6%	3.4%	1.7%	0.6%	11.8%	18.3%
จำนวนกองทุนที่มีค่า ส่วนเกินตลาด/Alpha เป็นลบและมีนัยสำคัญ	23	10	6	7	4	2
สัดส่วนกองทุนที่มีค่า ส่วนเกินตลาด/Alpha เป็นลบและมีนัยสำคัญ	12.8%	5.6%	3.4%	4.1%	2.4%	1.2%

ตารางที่ 2 แสดงผลจากการวิเคราะห์ความสามารถของกองทุน โดยแบ่งการวิเคราะห์โดยใช้ผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) กับ ผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross Return) โดยผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross Return) เกิดจากการนำ ผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) บวกกลับด้วยอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) โดยเราใช้ข้อมูลอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) รายปีจากฐานข้อมูล Morningstar และทำการหารเฉลี่ยจากรายปีเป็นรายเดือนและบวกกลับเข้าไปในผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) ของแต่ละกองทุน ทั้งนี้เนื่องจากอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) มีข้อมูลไม่เท่ากับจำนวนข้อมูลของผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) ดังนั้น เดือนใดที่ไม่สามารถหาข้อมูลอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ได้ เราจะตัดข้อมูลเดือนนั้นออกจากกลุ่มข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์

จากผลการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานจากผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) ค่าเฉลี่ย “ส่วนเกินตลาด” ของทั้ง 179 กองทุน นั้นมีค่าเท่ากับ -0.0985% ต่อเดือน หรือคิดเป็น -1.182% ต่อปี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) โดยเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นไทยไม่สามารถชนะดัชนี SET ได้ และมีเพียง 1 กองทุนเท่านั้นหรือประมาณ 0.6% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 179 กองทุน ที่ชนะตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และมีอยู่มากถึง 23 กองทุน หรือประมาณ 12.8% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 179 กองทุน ที่แพ้ตลาดอย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อมีการปรับค่าความเสี่ยงของเบต้า โดยดูจากผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) ของกองทุนรวมหุ้น ค่าเฉลี่ย Alpha ของทั้ง 179 กองทุน ภายใต้ CAPM นั้นมีค่าเท่ากับ -0.0096% ต่อเดือน หรือคิดเป็น -0.1152% ต่อปี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนสุทธิ (Net Return) โดยเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นไทยไม่สามารถชนะตลาดได้หลังจากปรับค่าความเสี่ยงด้วยค่าเบต้าในแบบจำลอง CAPM และมีเพียง 6 กองทุนเท่านั้นหรือประมาณ 3.4% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 179 กองทุน ที่ชนะตลาดอย่างมีนัยสำคัญหลังปรับความเสี่ยงด้วย CAPM และมีอยู่ 10 กองทุน หรือประมาณ 5.6% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 179 กองทุน ที่แพ้ตลาดอย่างมีนัยสำคัญหลังปรับความเสี่ยงด้วย CAPM

แต่ในส่วนของการปรับค่าความเสี่ยงด้วย Fama-French Three Factor Model กองทุนรวมหุ้นไทยจะมีผลงานที่ดีขึ้นเล็กน้อย กล่าวคือ ค่า Alpha ของกองทุนรวมหุ้นไทยมีค่าเฉลี่ยเป็นบวกได้ แต่ก็มีค่าไม่สูงนักที่ 0.0296% ต่อเดือน หรือคิดเป็นเพียง 0.3552% ต่อปีเท่านั้น โดยจำนวนกองทุนที่มีค่า Alpha เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญกลับลดลงจาก 6 กองทุน เหลือ 3 กองทุน (หรือ 1.7% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 179 กองทุน) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า Three Factor Model ซึ่งมีการคำนึงถึงปัจจัยเสี่ยงที่มากขึ้น จึงทำให้เป็นการยากขึ้นที่กองทุนจะชนะตลาดหรือมีค่า Alpha เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญภายใต้ Three Factor Model ได้

ในขณะที่หากพิจารณาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยจากผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross Return) จะให้ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นอย่างชัดเจนเมื่อเทียบกับการใช้ผลตอบแทนสุทธิในการวัดผลการดำเนินงาน โดยเมื่อใช้ผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย ค่าเฉลี่ย “ส่วนเกินตลาด” ของทุกกองทุน (169 กองทุน) มีค่าเฉลี่ยเป็นบวกที่ 0.0241% ต่อเดือนหรือ 0.2892% ต่อปี แต่ยังคงมีแค่ 1 กองทุนที่มีค่า Alpha เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่จำนวนกองทุนที่มีค่า Alpha เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญลดลงจาก 23 กองทุน เหลืออยู่เพียง 7 กองทุน หรือคิดเป็น 4.1% ของทั้ง 169 กองทุน

เมื่อมีการปรับค่าความเสี่ยงของเบต้า ค่าเฉลี่ย Alpha ของทั้ง 169 กองทุน มีค่าเฉลี่ยเป็นบวกที่ 0.0970% ต่อเดือนหรือ 1.1640% ต่อปี ภายใต้การปรับค่าความเสี่ยงด้วยค่าเบต้าในแบบจำลอง CAPM และมีจำนวนอยู่ถึง 20 กองทุนที่มีค่า Alpha เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญหรือคิดเป็น 11.8% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 169 กองทุน และมีจำนวนกองทุนที่มีค่า Alpha เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเหลืออยู่เพียง 4 กองทุน หรือคิดเป็น 2.4% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 169 กองทุน

ภายใต้การปรับค่าความเสี่ยงด้วย Fama-French Three Factor Model ค่าเฉลี่ย Alpha ของทุกกองทุน (169 กองทุน) มีค่าเฉลี่ยเป็นบวก 0.1486% ต่อเดือน หรือ 1.7832% ต่อปี และมีถึง 31 กองทุนที่มีค่า Alpha เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญหรือคิดเป็น 18.3% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 169 กองทุน และมีจำนวนกองทุนที่มีค่า Alpha เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเหลืออยู่เพียง 2 กองทุน หรือคิดเป็น 1.2% ของกองทุนรวมทั้งหมดที่ 169 กองทุน

ดังนั้นจากตารางที่ 2 นี้สามารถสรุปได้ว่า มีกองทุนแค่ไม่เกิน 3.5% ที่มีผลการดำเนินงานสุทธิที่ชนะตลาด (ไม่ว่าจะก่อนหรือหลังปรับค่าความเสี่ยง) อย่างมีนัยสำคัญ แต่มีถึงประมาณ 3.4% ถึง 12.8% ที่มีผลตอบแทนสุทธิที่แพ้ตลาด (ไม่ว่าจะก่อนหรือหลังปรับค่าความเสี่ยง) อย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Cuthbertson และคณะ (2010) และ Malkiel (1995) ที่ว่ากองทุนหุ้นโดยรวมไม่สามารถชนะตลาดได้ และมีกองทุนจำนวนหนึ่งที่แพ้ตลาด ดังนั้นผลการศึกษาจึงสนับสนุนทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ที่กล่าวว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบซื้อแล้วถือ (Buy and Hold Strategy) พอร์ตโฟลิโอที่ได้ผลตอบแทนตามตลาดเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่ดีที่สุดเพราะเสียค่าใช้จ่ายในการซื้อขายที่ต่ำสุด

นอกจากนี้ มีกองทุนจำนวน 12% ถึง 18% ที่มีผลการดำเนินงานก่อนหักค่าใช้จ่ายที่ชนะตลาดหลังปรับค่าความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษาโดยใช้ผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่าย (Gross Return) นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Cuthbertson

และคณะ (2010) และ Malkiel (1995) ที่ว่ากองทุนหุ้นสามารถชนะตลาดได้หากพิจารณาผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่ายของกองทุน อย่างไรก็ตามผลการดำเนินงานที่ดีและชนะตลาดนี้อยู่ในรูปของอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ของบริษัทจัดการกองทุนรวมทั้งหมด และไม่สามารถส่งต่อผลการดำเนินงานที่ดีและชนะตลาดนี้ให้กับนักลงทุนได้ โดยจากผลการศึกษาของงานวิจัยนี้พบว่าผลตอบแทนที่ดีขึ้นนั้นไม่สามารถชดเชยค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการบริหารกองทุนได้ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่ายยังคงสอดคล้องกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพตามแบบของ Grossman และ Stiglitz (1980) ที่เชื่อว่าต้องมีค่าตอบแทน (ผลตอบแทนที่เหนือตลาด) จากการเก็บรวบรวมข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูล (ซึ่งมีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้น) ดังนั้นผลศึกษานี้บ่งบอกว่าค่าใช้จ่ายของกองทุน (Expense Ratio) เป็นสิ่งสำคัญที่ต้องพิจารณาเมื่อเลือกซื้อกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในไทย

ในส่วนที่สองของงานวิจัยฉบับนี้ จะเป็นการวิเคราะห์ว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีผลการดำเนินงานที่ได้อย่างสม่ำเสมอหรือต่อเนื่องหรือไม่ การวิเคราะห์ในส่วนนี้จะเป็นการทดสอบปรากฏการณ์ที่เรียกว่า Hot Hand กับกองทุนรวมตราสารทุนไทย โดยปรากฏการณ์ Hot Hand คือความเชื่อที่ว่ากองทุนใดก็ตามที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในช่วงที่ผ่านมา เป็นกองทุนที่น่าเข้าไปลงทุน เพราะมีความน่าจะเป็นสูงที่กองทุนรวมนั้นจะมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่องต่อไปในอนาคต กล่าวคือ กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีที่ให้ผลตอบแทนที่ชนะตลาดในปีนั้น ก็น่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่องต่อไปในปีหน้าเช่นกัน

ในการทดสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม การศึกษานี้ทำการทดสอบใน 2 รูปแบบ แบบแรกใช้วิธีการทดสอบของ Goetzmann และ Ibbotson (1994) และ Malkiel (1995) โดยการสร้างตารางสองทาง เพื่อเป็นการทดสอบว่า “ผู้ชนะ” ในช่วงเวลาที่ผ่านมายังสามารถเป็น “ผู้ชนะ” ในช่วงเวลาต่อมาได้หรือไม่ โดยคำนิยามของ “ผู้ชนะ” มี 2 คำนิยาม คำนิยามแรกของ “ผู้ชนะ” ได้แก่กองทุนที่ทำผลการดำเนินงานได้เกินกว่าค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของกองทุนหุ้นทั้งหมดในปีนั้น (ดังแสดงในตารางที่ 3) ส่วนคำนิยามที่สองของ “ผู้ชนะ” ได้แก่กองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ชนะผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ในปีนั้น (ดังแสดงในตารางที่ 4) การทดสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมนี้ จะใช้วิธีการสร้างพอร์ตโฟลิโอ “ผู้ชนะ” ที่ประกอบไปด้วยกลุ่มกองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีในช่วงเวลาที่ผ่านมา และสร้างพอร์ตโฟลิโอ “ผู้แพ้” ที่ประกอบไปด้วยกลุ่มกองทุนที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีในช่วงเวลาที่ผ่านมา จากนั้นสร้างตาราง 2 ทางเพื่อทดสอบว่าพอร์ตโฟลิโอ “ผู้ชนะ” จะสามารถคงผลการดำเนินงานที่ดีต่อไปได้อีกในช่วงเวลาข้างหน้าได้หรือไม่ และพอร์ตโฟลิโอ “ผู้แพ้” จะยังคงผลการดำเนินงานที่ไม่ดีต่อไปอีกในอนาคตหรือไม่

ตารางที่ 3 ทดสอบความต่อเนื่องในการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไทยในช่วงปี ค.ศ.1995-2014 โดยการวิเคราะห์แบบตารางสองทางของการจัดอันดับผลการดำเนินงานของกองทุนในช่วง 1 ปี โดย “ผู้ชนะ” (“ผู้แพ้”) คือกลุ่มกองทุนที่ทำผลการดำเนินงานได้ดี (แย่) กว่าค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของทุกๆ กองทุนในปีนั้น ผลการดำเนินงานวัดจากผลตอบแทนสุทธิส่วนเกิน (Excess Net Return) โดยคำนวณได้จากส่วนต่างของผลตอบแทนสุทธิและอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (Risk Free Rate) ค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป (Percent Repeated Winner/Loser) มีการทดสอบทางสถิติด้วย Z-Test โดยมีสมมติฐานหลักคือ ค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปเท่ากับ 50

ปีที่ผ่านมา	ปีถัดไป		ร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป	ปีที่ผ่านมา	ปีถัดไป		ร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป		
	“ผู้ชนะ”	“ผู้แพ้”			“ผู้ชนะ”	“ผู้แพ้”			
1995	“ผู้ชนะ”	6	2	75.00%	2005	“ผู้ชนะ”	40	20	66.67%*
	“ผู้แพ้”	1	8	88.89%*		“ผู้แพ้”	21	39	65.00%*
1996	“ผู้ชนะ”	5	8	38.46%	2006	“ผู้ชนะ”	35	30	53.85%
	“ผู้แพ้”	8	6	42.86%		“ผู้แพ้”	32	33	50.77%
1997	“ผู้ชนะ”	6	8	42.86%	2007	“ผู้ชนะ”	28	41	40.58%
	“ผู้แพ้”	11	4	26.67%		“ผู้แพ้”	41	29	41.43%
1998	“ผู้ชนะ”	8	10	44.44%	2008	“ผู้ชนะ”	24	55	30.38%
	“ผู้แพ้”	12	6	33.33%		“ผู้แพ้”	55	25	31.25%
1999	“ผู้ชนะ”	15	7	68.18%	2009	“ผู้ชนะ”	54	25	68.35%*
	“ผู้แพ้”	10	12	54.55%		“ผู้แพ้”	25	55	68.75%*
2000	“ผู้ชนะ”	8	18	30.77%	2010	“ผู้ชนะ”	28	54	34.15%
	“ผู้แพ้”	17	10	37.04%		“ผู้แพ้”	54	28	34.15%
2001	“ผู้ชนะ”	14	17	45.16%	2011	“ผู้ชนะ”	47	38	55.29%
	“ผู้แพ้”	16	15	48.39%		“ผู้แพ้”	38	47	55.29%
2002	“ผู้ชนะ”	22	11	66.67%	2012	“ผู้ชนะ”	51	31	62.20%*
	“ผู้แพ้”	11	23	67.65%*		“ผู้แพ้”	31	52	62.65%*
2003	“ผู้ชนะ”	14	25	35.90%	2013	“ผู้ชนะ”	39	52	42.86%
	“ผู้แพ้”	27	12	30.77%		“ผู้แพ้”	57	34	37.36%
2004	“ผู้ชนะ”	22	20	52.38%					
	“ผู้แพ้”	20	23	53.49%					

* แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ 5%

ตารางที่ 3 แสดงถึงการทดสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไทยช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 โดยในแต่ละปี นำผลตอบแทนสุทธิส่วนเกิน (คำนวณได้จากส่วนต่างของผลตอบแทนสุทธิและอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง) ของกองทุนรวมตราสารทุนแต่ละกองทุนในช่วงปีดังกล่าวมาวิเคราะห์เปรียบเทียบกับค่ามัธยฐานของผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินของกองทุนรวมตราสารทุนทั้งหมดในปีนั้นว่ากองทุนใดเป็น “ผู้ชนะ” (สูงกว่าค่ามัธยฐาน) หรือ “ผู้แพ้” (ต่ำกว่าค่ามัธยฐาน) หลังจากนั้นทดสอบดูว่าท่ามกลางผู้ชนะในปีที่ผ่านมา ยังมีกองทุนที่ยังคงเป็นผู้ชนะในปีถัดไปและมีกี่กองทุนที่กลายมาเป็นผู้แพ้ในปีถัดไป และท่ามกลางผู้แพ้ในปีที่ผ่านมา ยังมีกองทุนที่ยังคงเป็นผู้แพ้ในปีถัดไปและมีกี่กองทุนที่กลายมาเป็นผู้ชนะในปีถัดไป โดยการวัดร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป (Percent of Repeated Winner/Loser) ซึ่งในช่วงปีใดๆ การศึกษานี้จะทดสอบว่า ร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปนั้นแตกต่างจากร้อยละ 50 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ดังนั้นภายใต้สมมติฐานของการไม่มีความต่อเนื่องในผลการดำเนินงานของกองทุน ค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปควรเป็นร้อยละ 50 (Malkiel, 1995) กล่าวคือผู้ชนะในปีนี้มีโอกาส 50% ที่จะเป็นผู้ชนะในปีหน้าและมีโอกาสอีก 50% จะเป็นผู้แพ้ในปีหน้า แต่ถ้าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปนั้นแตกต่างจากร้อยละ 50 อย่างมีนัยสำคัญ จะถือว่ากองทุนเหล่านั้นมีผลการดำเนินงานที่ต่อเนื่องอย่างน่าเชื่อถือ กล่าวคือ ในกรณีของผู้ชนะ (ผู้แพ้) จะหมายความว่ากองทุนเหล่านั้นมีผลการดำเนินงานที่ดี (แย่) อย่างสม่ำเสมอ

จากตารางที่ 3 ยกตัวอย่างในช่วงปี ค.ศ. 2009-2010 มีกองทุนที่เป็นผู้ชนะในปี ค.ศ. 2009 จำนวน 79 กองทุน (ได้แก่กองทุนที่มีผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินในปี ค.ศ. 2009 สูงกว่าค่ามัธยฐานของผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินของกองทุนรวมหุ้นทั้งหมดในปี ค.ศ. 2009) และมีกองทุนที่เป็นผู้แพ้ในปี ค.ศ. 2009 จำนวน 80 กองทุน (ได้แก่กองทุนที่มีผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินในปี ค.ศ. 2009 ต่ำกว่าค่ามัธยฐานของผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินของกองทุนรวมหุ้นทั้งหมดในปี ค.ศ. 2009) และจากผู้ชนะในปี ค.ศ. 2009 จำนวน 79 กองทุนนี้ มีอยู่ 54 กองทุน ที่ยังเป็นผู้ชนะในปี ค.ศ. 2010 (กล่าวคือ เป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินในปี ค.ศ. 2010 สูงกว่าค่ามัธยฐานของผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินของกองทุนรวมหุ้นทั้งหมดในปี ค.ศ. 2010) โดยคิดเป็นค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะซ้ำในปีถัดไปอยู่ที่ 68.35% (หรือ 54/79) รวมทั้งมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ดังนั้นในช่วงปี ค.ศ. 2009-2010 นี้จึงถือได้ว่ามีความต่อเนื่องของผู้ชนะอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนในด้านของผู้แพ้ จากกองทุนที่เป็นผู้แพ้ในปี ค.ศ. 2009 จำนวน 80 กองทุนที่ได้กล่าวไป มีอยู่ถึง 55 กองทุนที่ยังคงเป็นผู้แพ้ในปี ค.ศ. 2010 (กล่าวคือเป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินในปี ค.ศ. 2010 ต่ำกว่าค่ามัธยฐานของผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินของกองทุนรวมหุ้นทั้งหมดในปี ค.ศ. 2010) โดยคิดเป็นค่าร้อยละของการเป็นผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปอยู่ที่ 68.75% (หรือ 55/80) และมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ดังนั้นในช่วงปี ค.ศ. 2009-2010 นี้จึงถือได้ว่ามีความต่อเนื่องของผู้แพ้อย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาตารางที่ 3 พบว่า ค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปอยู่ในช่วงประมาณ 30%-70% แต่ส่วนใหญ่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยจะพบว่า มีเพียง 3 ปีเท่านั้น

(ค.ศ. 2005, 2009, 2012) จากทั้งหมด 19 ปี ที่ผู้ชนะยังคงเป็นผู้ชนะในปีถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่า 5 ปี (ค.ศ. 1995, 2002, 2005, 2009, 2012) จากทั้งหมด 19 ปี ที่ผู้แพ้ยังคงเป็นผู้แพ้ในปีถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นโดยรวมแล้วผลจากตารางที่ 3 บ่งบอกว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความสม่ำเสมอที่ค่อนข้างต่ำ กล่าวคือ ผลการดำเนินงานของกองทุนในปีใดๆ แทบไม่สามารถบ่งบอกถึงความสามารถหรือผลการดำเนินงานของกองทุนนั้นในอนาคตได้เลย นอกจากนี้เมื่อพิจารณาผลการศึกษาจากตารางที่ 3 ที่พบว่ามีเพียง 3 ปีเท่านั้นจาก 19 ปี ที่กองทุนที่เป็นผู้ชนะในปีนั้นจะเป็นผู้ชนะในปีถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการใช้กลยุทธ์ในการลงทุนที่เลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่เป็นผู้ชนะในอดีตเพื่อหวังที่จะได้ผลตอบแทนที่ดีต่อเนื่องในอนาคต อาจจะไม่ใช้กลยุทธ์ที่เหมาะสมสำหรับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่ดีอย่างต่อเนื่อง ผลการศึกษานี้จึงสนับสนุนทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ที่เชื่อว่าข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต

นอกจากนี้ ข้อที่ควรระวังในการตีความผลการศึกษาในตารางที่ 3 ได้แก่ การที่กองทุนใดถูกจัดเป็นผู้ชนะในปีใดๆ นั้นเพราะกองทุนนั้นมีผลตอบแทนที่ดีกว่าค่ามัธยฐานของทุกกองทุนในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งผลตอบแทนที่เป็นค่ามัธยฐานนี้อาจต่ำกว่าผลตอบแทนโดยรวมของดัชนี SET ก็ได้ ดังนั้นจึงไม่สามารถรับประกันได้ว่ากองทุนที่ชนะค่ามัธยฐานนี้อย่างต่อเนื่องจะเป็นกองทุนที่ชนะตลาดได้ และยังมีอีกหลายปี เช่นในปี ค.ศ. 2000, 2003, 2008, 2010, 2013 ที่การทดสอบความต่อเนื่องของผลตอบแทนของกองทุนกลับให้ผลที่ตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ (ไม่ได้แสดงค่านัยสำคัญในตาราง) กล่าวคือ กองทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูง (ต่ำ) กว่าค่ามัธยฐานในปีที่ผ่านมา แต่กลับให้ผลตอบแทนที่ต่ำ (สูง) กว่าค่ามัธยฐานในปีถัดไป

ตารางที่ 4 แสดงถึงการทดสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงปี ค.ศ. 1995 - 2014 เหมือนในตารางที่ 3 แต่คำนิยามของ “ผู้ชนะ” ได้แก่กองทุนที่ทำผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินได้สูงกว่าผลตอบแทนรวมส่วนเกินของดัชนี SET (ผลตอบแทนรวมของดัชนี SET หักด้วยอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง) ในปีนั้น กล่าวคือนำผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินของแต่ละกองทุนรวมหุ้นในช่วงปีใดๆ แต่ละปีมาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนรวมส่วนเกินของดัชนี SET ในปีนั้นๆ โดยถ้ากองทุนใดมีผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินที่สูงกว่า (ต่ำกว่า) ผลตอบแทนรวมส่วนเกินของดัชนี SET ก็จะจัดว่าเป็นผู้ชนะ (ผู้แพ้) จากนั้นทำการทดสอบว่ามีกี่กองทุนที่ยังคงเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ในปีถัดไป หรือกองทุนที่ออกจากตลาดไปในปีนั้น โดยการวัดค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป พร้อมทั้งมีการทดสอบทางสถิติด้วย Z-Test เพื่อดูว่าในช่วงปีใดบ้างที่มีค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปแตกต่างจาก 50% อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งในกรณีของผู้ชนะจะถือว่ากองทุนเหล่านั้นมีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอ หรือในกรณีของผู้แพ้จะหมายความว่ากองทุนเหล่านั้นมีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอเช่นเดียวกัน

ตารางที่ 4 ทดสอบความต่อเนื่องในการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไทยในช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 โดยแสดงตารางสองทางของการอันดับผลการดำเนินงานของกองทุนในช่วง 1 ปี โดย “ผู้ชนะ” (“ผู้แพ้”) คือกลุ่มกองทุนที่ทำผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินได้สูง(ต่ำ)กว่าผลตอบแทนรวมส่วนเกินของดัชนี SET ในปีนั้น โดยผลตอบแทนสุทธิส่วนเกินคำนวณได้จากส่วนต่างของผลตอบแทนสุทธิและอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง ผลตอบแทนรวมส่วนเกินของดัชนี SET คำนวณได้จากส่วนต่างของผลตอบแทนรวมของดัชนี SET และอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง ค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป (Percent Repeated Winner/Loser) มีการทดสอบทางสถิติด้วย Z-Test โดยมีสมมติฐานหลักคือ ค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปเท่ากับ 50

ปีที่ผ่านมา	ปีถัดไป	ร้อยละของการเป็นผู้ชนะ หรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป	ปีที่ผ่านมา	ปีถัดไป	ร้อยละของการเป็นผู้ชนะ หรือผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป		
1995	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	14 0 2 1	100.00%* 33.33%	2005	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	22 5 30 63	81.48%* 67.74%*
1996	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	25 1 1 0	96.15%* 0.00%	2006	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	39 17 70 4	69.64%* 5.41%
1997	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	13 15 1 0	46.43% 0.00%	2007	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	97 17 25 0	85.09%* 0.00%
1998	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	2 13 6 15	13.33% 71.43%*	2008	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	21 117 2 19	15.22% 90.48%*
1999	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	6 2 29 7	75.00% 19.44%	2009	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	8 15 29 107	34.78% 78.68%*
2000	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	9 30 4 10	23.08% 71.43%	2010	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	6 34 38 86	15.00% 69.35%*
2001	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	9 6 39 8	60.00% 17.02%	2011	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	30 14 51 75	68.18%* 59.52%*
2002	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	14 39 6 8	26.42% 57.14%	2012	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	53 23 42 47	69.74%* 52.81%
2003	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	17 7 53 1	70.83%* 1.85%	2013	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	21 83 22 56	20.19% 71.79%*
2004	“ผู้ชนะ” “ผู้แพ้”	15 59 4 7	20.27% 63.64%				

* แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ 5%

ตัวอย่างเช่น ในช่วงปี ค.ศ. 2005 - 2006 มีกองทุนที่เป็นผู้ชนะในปี ค.ศ. 2005 อยู่ 27 กองทุน และยังคงเป็นผู้ชนะต่อในปี ค.ศ. 2006 อยู่ 22 กองทุน คิดเป็นค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะซ้ำในปีถัดไปอยู่ที่ 81.48% รวมทั้งมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ส่วนในด้านของผู้แพ้ มีกองทุนที่เป็นผู้แพ้ ในปี ค.ศ. 2005 รวมทั้งสิ้น 93 กองทุน และยังคงเป็นผู้แพ้ต่อไปในปี ค.ศ. 2006 อยู่ 63 กองทุน คิดเป็นค่าร้อยละของการเป็นผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไป อยู่ที่ 67.74% และมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% เช่นกัน

อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาตารางที่ 4 พบว่า ค่าร้อยละของการเป็นผู้ชนะหรือ ผู้แพ้ซ้ำในปีถัดไปอยู่ในช่วงประมาณ 30% - 80% แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย มีความสม่ำเสมอค่อนข้างต่ำไปจนถึงระดับสูงในบางปี แต่เมื่อพิจารณาผลการศึกษามาจากตารางที่ 4 จะพบว่า มีเพียง 8 ปีใน 19 ปีเท่านั้น ที่กองทุนที่เป็นผู้ชนะในปีใดๆ ยังคงเป็นผู้ชนะในปีถัดไปอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในส่วนของผู้แพ้ก็นับว่ามีเพียง 7 ปีที่กองทุนที่เป็นผู้แพ้ในปีใดๆ ยังคงเป็นผู้แพ้ในปีถัดไปอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ยังมีอีกหลายช่วงเวลาที่ผลการศึกษาของความต่อเนื่องของผลตอบแทนของกองทุนให้ผลที่ตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ไม่ได้แสดงค่านัยสำคัญในตาราง) กล่าวคือกองทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูง (ต่ำ) กว่าดัชนี SET ในปีที่ผ่านมา แต่ในปีถัดไปกลับให้ผลตอบแทนที่ต่ำ (สูง) กว่าดัชนี SET

ดังนั้นโดยรวมแล้วผลการศึกษาในตารางที่ 4 สอดคล้องกับผลการศึกษาในตารางที่ 3 ที่ชี้ว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความสม่ำเสมอที่ค่อนข้างต่ำ กล่าวคือ ผลการดำเนินงานของกองทุนในปีใดๆ บ่งบอกถึงความสามารถหรือผลการดำเนินงานของกองทุนนั้นในอนาคตได้ค่อนข้างน้อยหรือไม่ได้เลย ดังนั้นการใช้กลยุทธ์ในการลงทุนที่เลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่เป็น “ผู้ชนะ” ในอดีตที่ผ่านมาเพื่อหวังที่จะได้ผลตอบแทนที่ดีต่อเนื่องในอนาคต อาจจะไม่ใช้กลยุทธ์ที่เหมาะสมสำหรับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่ดีอย่างต่อเนื่อง

ผลตอบแทนจากกลยุทธ์การลงทุนในกองทุนที่ทำผลงานติดอันดับสูงสุด

ในส่วนที่แล้วเราได้ศึกษาความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในหุ้นไทย และพบว่ามีความต่อเนื่องในผลการดำเนินงานที่ค่อนข้างต่ำ ในส่วนที่สองของการทดสอบความต่อเนื่องนี้ ผู้วิจัยต้องการทดสอบต่อไปอีกว่าความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานที่มีอยู่นั้นมีความสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant) หรือไม่ กล่าวคือ เราต้องการศึกษาว่ากลยุทธ์ในการซื้อกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานติดอันดับสูงสุดในอดีตนั้นจะทำให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนในอนาคตที่สูงอย่างมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติได้หรือไม่ โดยเราจะทำการศึกษาตามวิธีการของ Malkiel (1995) ด้วยการจัดอันดับกองทุนรวมจากกองทุนรวมที่มีผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของตลาด (คำนวณได้จากส่วนต่างของผลตอบแทนสุทธิของกองทุนรวมกับผลตอบแทนรวมของตลาด) สูงสุดไป

ยังต่ำสุด หลังจากนั้นจึงสร้างกลุ่มกองทุนรวมที่จัดเรียงนี้ขึ้นมา 4 กลุ่ม กลุ่มแรกคือ กลุ่มกองทุนรวมที่มีค่าผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของตลาด สูงสุด 5 อันดับแรก กลุ่มที่สองคือ กลุ่มกองทุนรวมที่มีค่านี้ สูงสุด 10 อันดับแรก กลุ่มที่สามคือ กลุ่มกองทุนรวมที่มีค่านี้ สูงสุด 15 อันดับแรก และกลุ่มสุดท้ายคือ กลุ่มกองทุนรวมที่มีค่านี้ สูงสุด 20 อันดับแรก จากนั้นพิจารณาผลตอบแทนการลงทุนที่เกิดขึ้นในโอกาสของทั้งสี่กลุ่มนั้นว่ามีค่าเท่าไร (กล่าวคือ นักลงทุนได้รับผลตอบแทนในโอกาสเท่าไรจากการซื้อกองทุนรวมที่ติดอันดับดังกล่าว) โดยสมมติว่าไม่มีต้นทุนในการซื้อหรือขายกองทุน (Front- and Back-end Fees) หรือต้นทุนการเปลี่ยนย้ายกองทุน (Switching Fees) ยกตัวอย่างเช่น ในต้นปี ค.ศ. 2000 นาย ก ซื้อกองทุนรวมที่ติดอันดับ 5 อันดับแรกในปี ค.ศ. 1999 ที่ผ่านมา แล้วถือไว้เป็นระยะเวลา 1 ปี (ตลอดทั้งปี ค.ศ. 2000) หลังจากนั้นในต้นปี ค.ศ. 2001 นาย ก ขายกองทุนรวมเหล่านั้นที่เคถืออยู่ แล้วเปลี่ยนไปซื้อกองทุนรวมที่ติดอันดับ 5 อันดับแรกในปี ค.ศ. 2000 แทน จะเห็นว่าถ้าเป็นในโลกความเป็นจริง การใช้กลยุทธ์เช่นนี้นักลงทุนจะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมเมื่อมีการซื้อหรือขายกองทุนรวม แต่ในงานวิจัยนี้จะยกเว้นต้นทุนในการซื้อขายกองทุนและต้นทุนในการเปลี่ยนย้ายที่เกิดขึ้น

ตารางที่ 5 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ได้จากการซื้อกลุ่มกองทุนรวมที่ติดอันดับในแต่ละปีเป็นระยะเวลา 5 ปีติดต่อกัน เช่น กลยุทธ์การซื้อกลุ่มกองทุนรวมที่ติด 5 อันดับแรกในแต่ละปีตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 ถึงปี ค.ศ. 2004 ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่อยู่ที่ 21.7% จากผลการศึกษาในตารางที่ 5 พบว่ากลยุทธ์นี้สามารถชนะตลาดได้ในช่วงปี ค.ศ. 2000-2004 ทั้งสี่กลยุทธ์นี้ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ประมาณ 21.5% (จากการซื้อกลุ่มกองทุนรวมที่ติด 15 อันดับแรก) ถึง 22.0% (จากการซื้อกลุ่มกองทุนรวมที่ติด 10 อันดับแรก) ในขณะที่ในช่วงปี ค.ศ. 2000-2004 ดัชนี SET ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ 20.4% ซึ่งถือว่าเป็นการชนะตลาดแบบไม่มีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant) ส่วนในช่วงปี ค.ศ. 1995-1999 และช่วงปี ค.ศ. 2010-2014 ทั้งสี่กลยุทธ์ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ถือว่าไม่ได้แตกต่างจากผลตอบแทนรวมของตลาดอย่างมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (Economically Significant) เช่นกัน แต่ในช่วงปี ค.ศ. 2005-2009 กลยุทธ์การซื้อกลุ่มกองทุนรวมที่ติดอันดับทั้งสี่กลยุทธ์นี้ก็กลับให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาดอย่างมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ ดังนั้นผลการศึกษาในตารางที่ 5 จึงชี้ให้เห็นว่ากลยุทธ์การซื้อกลุ่มกองทุนรวมที่ติดอันดับในแต่ละปีไม่น่าจะใช้กลยุทธ์ที่สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนตลาดได้อย่างต่อเนื่องหรือมี "กำไร" อย่างมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติได้

นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังได้ทำการทดสอบความสามารถของกองทุนที่ติดอันดับสูงเพิ่มเติมด้วยการคัดเลือกกองทุนที่มีผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนตลาดสูงสุด 20 อันดับแรกในช่วงระยะเวลา 5 ปี ทั้งหมด 3 ช่วงดังนี้ ปี ค.ศ. 1995-1999 ปี ค.ศ. 2000-2004 และปี ค.ศ. 2005-2009 เพื่อศึกษาว่ากองทุน 20 อันดับแรกนี้มีผลการดำเนินงานในอีก 5 ปีข้างหน้าเป็นอย่างไร โดยมีจุดประสงค์เพื่อต้องการทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในระยะที่ยาวขึ้น (เมื่อเทียบกับตารางที่ 5 ที่ดูผล

การดำเนินงานย้อนหลังเพียงแค่ 1 ปี และประเมินความสามารถของกองทุนที่ติดอันดับในอีก 1 ปีข้างหน้าเท่านั้น) ในตารางที่ 6 จะแสดงผลการศึกษาที่ โดยพบว่ากองทุนที่มีผลตอบแทนสูงสุด 20 กองทุนในปี ค.ศ. 1995-1999 นั้น ซึ่งมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของตลาดอยู่ที่ 5.92% ต่อปี (ในขณะที่ผลตอบแทนรวมของดัชนี SET อยู่ที่ -13.03% ต่อปี) กลับมีผลตอบแทนมากกว่าตลาดเฉลี่ยเหลืออยู่ที่ 2.30% ต่อปีในช่วง 5 ปีต่อมา (ในขณะที่ผลตอบแทนรวมของดัชนี SET อยู่ที่ 20.35% ต่อปี) และมีเพียง 6 กองทุนเท่านั้นที่ยังติดอยู่ใน 20 อันดับแรกในช่วง 5 ปีต่อมา คือ กองทุน B, C, D, E, F และ G ที่อยู่อันดับที่ 8, 13, 10, 9, 7 และ 12 ตามลำดับ และเนื่องจากจำนวนกองทุนในช่วงปี ค.ศ. 1995 ถึง 1999 ซึ่งมีอยู่จำนวน 44 กองทุนและในช่วงปี ค.ศ. 2000 ถึง 2004 มีจำนวนเพิ่มเป็นถึง 85 กองทุน การศึกษานี้จึงทำการเปรียบเทียบอันดับของกองทุนให้อยู่ในรูปอันดับเปอร์เซ็นต์ด้วย เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบอันดับของกองทุนได้ดียิ่งขึ้นในกรณีที่มีจำนวนกองทุนในสองช่วงเวลาที่นำมาเปรียบเทียบกับมีไม่เท่ากัน ผลของอันดับเปอร์เซ็นต์แสดงให้เห็นว่ากองทุน 20 อันดับแรกหรืออันดับเปอร์เซ็นต์ที่ 100 ถึง 58 ในช่วงปี ค.ศ. 1995-1999 นั้น ในอีก 5 ปีถัดมามีอยู่ 9 กองทุนเท่านั้นที่ยังอยู่ในอันดับเปอร์เซ็นต์ที่เหนือกว่าเปอร์เซ็นต์ที่ 58 ได้แก่กองทุน A, B, C, D, E, F, G, M และ T

ตารางที่ 5: ผลตอบแทนจำลองจากกลยุทธ์การซื้อขายกองทุนที่มีผลตอบแทนสูงติดอันดับในหนึ่งปีที่ผ่านมา ในช่วงปี ค.ศ. 1995-2014

ตารางนี้แสดงผลตอบแทนจำลองเฉลี่ยต่อปีจากกลยุทธ์การซื้อขายกองทุนที่มีผลตอบแทนสูงติดอันดับในหนึ่งปีที่ผ่านมาเป็นระยะเวลา 5 ปีติดต่อกันของทั้ง 4 กลยุทธ์ต่อไปนี้ กลยุทธ์การซื้อขายกองทุนที่มีผลตอบแทนสูงติดอันดับในหนึ่งปีที่ผ่านมา 5 อันดับแรก 10 อันดับแรก 15 อันดับแรก และ 20 อันดับแรก ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995-2014 และแสดงผลตอบแทนรวมรายปีของดัชนี SET ในแต่ละช่วงเวลาเพื่อการเปรียบเทียบ

ช่วงเวลา	ซื้อกองทุน 5 อันดับแรก	ซื้อกองทุน 10 อันดับแรก	ซื้อกองทุน 15 อันดับแรก	ซื้อกองทุน 20 อันดับแรก	ผลตอบแทนรวมดัชนี SET
1995-1999	-13.5	-16.7	-15.9	-10.3	-13.0
2000-2004	21.7	22.0	21.5	21.5	20.4
2005-2009	7.0	8.6	7.9	8.8	13.7
2010-2014	21.9	22.1	20.7	21.1	21.5

กองทุนรวมที่มีผลตอบแทนสูงสุด 20 อันดับแรกหรืออันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 100 ถึง 78 (จากจำนวนทั้งหมด 85 กองทุน) ในปี ค.ศ. 2000-2004 ซึ่งมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของตลาดอยู่ที่ 8.05% ต่อปี กลับมีผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดอยู่ที่ -0.49% ต่อปี ในช่วง 5 ปีต่อมา และมีเพียง 3 กองทุนเท่านั้นที่ยังคงติดอยู่ใน 20 อันดับแรกหรือยังคงติดอันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่เหนือกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 78 (จากจำนวนทั้งหมด 159 กองทุน) ในช่วง 5 ปีต่อมา คือ กองทุน AA กองทุน KK และกองทุน OO ท้ายที่สุด กองทุนที่มีผลตอบแทนสูงสุด 20 อันดับแรกหรืออันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 100 ถึง 88 (จากจำนวนทั้งหมด 159 กองทุน) ในปี ค.ศ. 2005-2009 นั้น ซึ่งมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของตลาดอยู่ที่ 2.93% ต่อปี แต่ในอีก 5 ปีข้างหน้ากลับมีผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดเฉลี่ยอยู่ที่ -1.61% ต่อปี และมีเพียง 1 กองทุนเท่านั้นที่ยังคงติดอยู่ใน 20 อันดับแรกหรือยังคงติดอันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่เหนือกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 88 (จากจำนวนทั้งหมด 222 กองทุน) ในช่วง 5 ปีต่อมา คือ กองทุน FFF และมีกองทุนที่ปิดตัวไป 1 กองทุน โดยรวมแล้วจะสังเกตว่ากองทุนที่เคยทำผลงานได้ดีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา อันดับกลับตกลงมาอย่างมากในอีก 5 ปีถัดไป นั่นแสดงว่ากลยุทธ์การซื้อกองทุนที่ติดอันดับต้นๆ เช่น 20 อันดับแรกโดยดูจากผลงานย้อนหลังที่ยาวนานถึง 5 ปีนั้น ยังไม่สามารถบ่งบอกได้อย่างมีนัยสำคัญถึงผลตอบแทนในอนาคตที่ดีกว่าผลตอบแทนของตลาดได้เลย ถึงแม้จะถือกองทุน 20 อันดับแรกในอดีตเป็นระยะเวลาไปอีก 5 ปีข้างหน้าก็ตาม ดังนั้นผลการศึกษาส่วนนี้จึงสนับสนุนทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ที่เชื่อว่าข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตไม่สามารถใช้บ่งบอกผลการดำเนินงานในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 6 ผลตอบแทนในอีก 5 ปีถัดมาของกองทุนตราสารทุนไทยที่ทำผลตอบแทนสูงสุดติด 20 อันดับแรก ช่วงปี 1995 ถึงปี 2014

ตารางนี้แสดงผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ในช่วง 5 ปีถัดมาของกองทุนทำผลตอบแทนส่วนเกินสูงสุดติด 20 อันดับแรกในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา การแสดงผลแบ่งออกเป็น 3 ตารางย่อย คือ ตารางย่อยแรกแสดงผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ในช่วง ค.ศ. 2000-2004 ตารางย่อยที่สองแสดงผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ในช่วง ค.ศ. 2005-2009 ตารางย่อยที่สามแสดงผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ในช่วง ค.ศ. 2010-2014

ตารางที่ 6 ผลตอบแทนในอีก 5 ปีถัดมาของกองทุนตราสารทุนไทยที่ทำผลตอบแทนสูงสุดติด 20 อันดับแรก ช่วงปี ค.ศ. 1995 ถึงปี 2014 (ต่อ)

ชื่อกองทุน	1995-1999			2000-2004		
	อันดับ	อันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ (%)	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินรายปี (%)	อันดับ	อันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ (%)	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินรายปี (%)
A	1	100	19.22	21	77	3.85
B	2	98	15.75	8	92	8.84
C	3	96	10.36	13	86	8.38
D	4	93	8.38	10	90	8.79
E	5	91	6.62	9	91	8.80
F	6	89	6.57	7	93	9.07
G	7	87	5.51	12	87	8.44
H	8	84	5.29	51	42	-0.31
I	9	82	5.03	46	48	0.13
J	10	80	5.01	69	21	-2.39
K	11	78	4.73	48	45	-0.08
L	12	76	4.57	65	26	-2.06
M	13	73	4.43	23	74	3.68
N	14	71	4.29	47	47	0.12
O	15	69	4.11	52	41	-0.34
P	16	67	2.85	44	50	0.20
Q	17	64	2.75	75	14	-5.72
R	18	62	2.10	53	40	-0.34
S	19	60	0.71	73	16	-4.35
T	20	58	0.10	34	62	1.36
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินของ 20 กองทุน			5.92			2.30
ผลตอบแทนรวมดัชนี SET			-13.03			20.35
จำนวนกองทุน	44			85		

ตารางที่ 6 ผลตอบแทนในอีก 5 ปีถัดมาของกองทุนตราสารทุนไทยที่ทำผลตอบแทนสูงสุดติด 20 อันดับแรก ช่วงปี ค.ศ. 1995 ถึงปี 2014 (ต่อ)

ชื่อกองทุน	2000-2004			2005-2009		
	อันดับ	อันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ (%)	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินรายปี (%)	อันดับ	อันดับเปอร์เซ็นต์ไทล์ (%)	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินรายปี (%)
AA	1	100	14.53	9	95	2.62
BB	2	99	13.17	71	56	-0.83
CC	3	98	11.08	126	22	-3.05
DD	4	97	9.74	76	53	-0.96
EE	5	95	9.40	38	77	0.42
FF	6	94	9.31	66	59	-0.67
GG	7	93	9.07	106	34	-2.06
HH	8	92	8.84	87	46	-1.37
II	9	91	8.80	95	41	-1.81
JJ	10	90	8.79	105	35	-2.00
KK	11	88	8.49	4	98	3.99
LL	12	87	8.44	118	27	-2.32
MM	13	86	8.38	112	31	-2.16
NN	14	85	6.57	62	62	-0.50
OO	15	84	5.52	11	94	2.36
PP	16	83	4.37	50	69	0.02
QQ	17	81	4.36	53	68	-0.02
RR	18	80	4.17	64	61	-0.57
SS	19	79	4.04	67	59	-0.68
TT	20	78	3.88	55	66	-0.12
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินของ 20 กองทุน			8.05			-0.49
ผลตอบแทนรวมดัชนี SET			20.35			13.72
จำนวนกองทุน	85			159		

ตารางที่ 6 ผลตอบแทนในอีก 5 ปีถัดมาของกองทุนตราสารทุนไทยที่ทำผลตอบแทนสูงสุดติด 20 อันดับแรก ช่วงปี ค.ศ. 1995 ถึงปี 2014 (ต่อ)

ชื่อกองทุน	2005-2009			2010-2014		
	อันดับ	อันดับ เปอร์เซ็นต์ ไทล์ (%)	ค่าเฉลี่ยผล ตอบแทนส่วน เกินรายปี (%)	อันดับ	อันดับ เปอร์เซ็นต์ ไทล์ (%)	ค่าเฉลี่ยผล ตอบแทนส่วน เกินรายปี (%)
AAA	1	100	5.94	47	79	0.55
BBB	2	99	4.57	178	21	-6.99
CCC	3	99	4.11	140	38	-4.16
DDD	4	98	3.99	67	70	-0.71
EEE	5	98	3.76	117	48	-2.92
FFF	6	97	3.74	14	94	2.77
GGG	7	96	3.28	87	61	-1.68
HHH	8	96	3.05	74	67	-1.13
III	9	95	2.62	70	69	-0.82
JJJ	10	94	2.52	37	84	0.99
KKK	11	94	2.36	53	77	-0.01
LLL	12	93	2.3	127	43	-3.63
MMM	13	93	2.26	133	41	-3.96
NNN	14	92	2.23	40	83	0.78
OOO	15	91	2.14	155	31	-4.83
PPP	16	91	2.08	49	78	0.32
QQQ	17	90	1.98	65	71	-0.64
RRR	18	89	1.97	Dead	Dead	Dead
SSS	19	89	1.95	142	37	-4.25
TTT	20	88	1.83	79	65	-1.42
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนส่วนเกินของ 20 กองทุน			2.93			-1.61
ผลตอบแทนรวมดัชนี SET			13.72			21.5
จำนวนกองทุน	159			222		

บทสรุป

การศึกษานี้เป็นการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกที่ลงทุนในตราสารทุนไทยในช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 โดยรวมทุกกองทุนที่เคยมีอยู่เข้าในการวิเคราะห์นี้เพื่อแก้ไขปัญหา Survivorship Bias ที่อาจเกิดขึ้น (Malkiel, 1995) ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ยืนยันผลการวิจัยส่วนใหญ่ของกองทุนรวมในตลาดต่างประเทศที่ว่า ผลตอบแทนสุทธิของกองทุนรวมไม่สามารถชนะผลตอบแทนของตลาดทั้งก่อนและหลังปรับความเสี่ยงได้อย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าจะใช้แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) หรือ Fama-French Three Factor Model (Fama and French, 1996) ในการปรับความเสี่ยง โดยในช่วงปี ค.ศ. 1995-2014 กองทุนรวมหุ้นไทยโดยเฉลี่ยได้ผลตอบแทนสุทธิที่ต่ำกว่าผลตอบแทนของดัชนี SET อยู่ที่ 1.1820% ต่อปี และโดยเฉลี่ยได้ผลตอบแทนสุทธิที่ต่ำกว่าผลตอบแทนของดัชนี SET หลังปรับความเสี่ยงแล้วอยู่ที่ 0.1152% ต่อปี และพบว่ามียกกองทุนไม่เกิน 6 กองทุนจาก 179 กองทุน ที่สามารถทำผลตอบแทนส่วนเกินตลาดแบบทั้งไม่ปรับและแบบปรับความเสี่ยงแล้วเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) แต่ถ้าใช้ผลตอบแทนก่อนหักค่าใช้จ่ายมาประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทย ค่าเฉลี่ย Alpha ของกองทุนรวมมีค่าสูงขึ้นมาอยู่ที่ 1.1640% ต่อปีภายใต้ CAPM และที่ 1.7832% ต่อปีภายใต้ Fama-French Three-Factor Model ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กองทุนสามารถทำผลงานเหนือผลตอบแทนตลาดได้ แต่ผลงานที่ดีกว่าตลาดนั้นไม่เพียงพอต่อค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ของ Grossman และ Stiglitz (1980) ที่เชื่อว่าค่าใช้จ่ายเกิดขึ้นจากการเก็บรวบรวมข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่เหนือตลาด

การศึกษานี้ยังพบว่ากลยุทธ์ในการซื้อกองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีในอดีตที่ผ่านมาเพื่อหวังจะได้ผลตอบแทนที่สูงในอนาคต หรือที่เรียกว่าปรากฏการณ์ “Hot Hand” ไม่ได้เป็นกลยุทธ์ที่เชื่อถือได้สำหรับนักลงทุนทั้งในระยะสั้นคือ 1 ปี และระยะยาวคือ 5 ปี เนื่องจากมีกองทุนจำนวนน้อยที่สามารถชนะตลาดได้อย่างต่อเนื่อง โดยพบว่ามีเพียง 3 ปีใน 19 ปีเท่านั้นที่กองทุนที่ทำผลงานได้ดีกว่าค่ามัธยฐานของกองทุนรวมทั้งหมดในปีที่ผ่านมาจะยังคงทำผลงานที่ดีเช่นเดิมในปีถัดไป และยังพบว่ากองทุนที่ชนะตลาด 20 อันดับแรกกลับมีผลการดำเนินงานที่ไม่ได้ดีดังเดิมหรือแย่ลงไปอีกในอีก 5 ปีต่อมา จึงสรุปได้ว่า ไม่มีกลยุทธ์การลงทุนใดในกองทุนรวมที่น่าเชื่อถือได้ที่จะได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนตลาดอย่างต่อเนื่องและมีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ ซึ่งผลการศึกษานี้ปฏิเสธความเชื่อเรื่อง Hot Hand และสอดคล้องกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในอนาคต

การศึกษานี้พบว่าผลตอบแทนสุทธิของกองทุนรวมหุ้นไทยส่วนใหญ่ไม่สามารถชนะผลตอบแทนรวมของตลาดทั้งก่อนและหลังปรับความเสี่ยงได้อย่างมีนัยสำคัญ และยังพบว่ากลยุทธ์ใน

การซื้อกองทุนรวมหุ้นที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในอดีตเพื่อหวังจะได้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคตนั้น ไม่ได้เป็นกลยุทธ์ที่เชื่อถือได้สำหรับการลงทุนทั้งในระยะสั้นคือ 1 ปี และระยะยาวคือ 5 ปี ซึ่งผลการศึกษาสนับสนุนทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ดังนั้นจึงอาจเกิดคำถามที่ว่าทำไมนักลงทุนจึงยังคงลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทยอย่างต่อเนื่องและเติบโตมาโดยตลอด ถ้าผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทยไม่สามารถชนะตลาดได้ งานวิจัยเชิงทฤษฎีโดย Glode (2011) เสนอแนะว่าอาจเป็นไปได้ที่กองทุนรวมหุ้นจะมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่ต่ำกว่าตลาด แต่นักลงทุนที่มีเหตุผล (Rational Investors) ยังคงเลือกลงทุนในกองทุนเหล่านี้อยู่นั้นเป็นเพราะว่ากองทุนรวมหุ้นเหล่านี้สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีได้ในช่วงที่ตลาดหุ้นโดยรวมหรือภาวะเศรษฐกิจนั้นแย่เมื่อเทียบกับในช่วงตลาดหุ้นโดยรวมหรือภาวะเศรษฐกิจนั้นดี ดังนั้นการเลือกลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่ได้ผลตอบแทนในภาวะเศรษฐกิจแย่หรือในช่วงที่ตลาดหุ้นโดยรวมไม่ดีจึงดูสมเหตุสมผลเพราะเป็นช่วงที่อรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มของการบริโภคมีค่าสูง (Marginal Utility of Consumption) ดังนั้นข้อเสนอแนะของการทำวิจัยในอนาคตอาจจะเป็นการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยในช่วงภาวะตลาดโดยรวมต่างๆหรือภาวะเศรษฐกิจต่างๆ เพื่อช่วยในการตอบคำถามวิจัยว่าทำไมนักลงทุนจึงยังลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทยอย่างต่อเนื่องแม้ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยที่ผ่านมาโดยเฉลี่ยแล้วไม่ดี

เอกสารอ้างอิง

คมวุธ วิศวรไพศาล และ กัลยานี ภาคอัฐ 2557, ความสม่ำเสมอของผลตอบแทนจากกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีการบริหารเชิงรุก วารสารการการจัดการสมัยใหม่ ปีที่ 12 ฉบับที่ 2 หน้า 23-36.

References

- Bollen, N. P. B., and Busse, J. A., (2004). Short Term persistence in mutual fund performance. *Review of Financial Studies*, 18(2), 569-597.
- Brown, S. J., and Goetzmann, W., (1995). Performance Persistence. *Journal of Finance*, 50(2), 679-698.
- Cai, J, Chan, K. C., and Yamada, T., (1997). The performance of Japanese mutual funds. *Review of Financial Studies*, 10(2), 237-273.
- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., and O'Sullivan, N., (2008). UK Mutual Fund Performance: Skill or Luck? *Journal of Empirical Finance*, 15, 613-634.

- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., and O’Sullivan, N., (2010). Mutual Fund Performance: Measurement and Evidence. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 19(2), 95-187.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., and Blake, C. R., (1996). The persistence of risk-adjusted mutual fund performance. *Journal of Business*, 69, 133-157.
- Fama, E., and French, K., (1996), Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, 51, 55-84.
- Fama, E., and French, K., (2010). Luck versus skill in the cross section of mutual fund returns. *Journal of Finance*, 65, 1915-1947.
- Glode, V., (2011). Why mutual funds “underperform”. *Journal of Financial Economics*, 99, 546-559.
- Goetzmann, W., and Ibbotson, R., (1994). Do winners repeat? Patterns in mutual fund behavior. *Journal of Portfolio Management*, Winter 1994, 9-18.
- Grinblatt, M., and Titman, S., (1992). The Persistence of Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 47, 1977-1984.
- Grossman, S., and Stiglitz, J., (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review*, 70, 393-408.
- Gruber, M., (1996). Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds. *Journal of Finance*, 51, 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, 93-130.
- Jensen, M., (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23, 389-416.
- Kosowski, R., Timmermann, A., White, H., and Wermers, R., (2006). Can Mutual Fund “Stars” Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis. *Journal of Finance*, 61, 2551-2595.
- Lonkani, R., Satjathawee, 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., (1995). Return from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 50, 549-572.
- Sharpe, W. F., (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*, 39, 119-138.
- Suppa-Aim, T., Jelic, R., and Theobald, M., (2014). Liquidity-augmented performance evaluation of Thai's mutual funds. *Investment Management and Financial Innovations*, 11(2), 28-37.
- Treynor, J. L., (1965), How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43, January-February, 63-75.