



กองทุนรวมในประเทศไทย: หลักฐานใหม่

โดย

นายปรีชา มานพ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กองทุนรวมในประเทศไทย: หลักฐานใหม่

โดย

นายปรีชา มานพ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



MUTUAL FUND IN THAILAND: NEW EVIDENCE

BY

MR. PREECHA MANOP



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2016

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายปรีชา มานพ

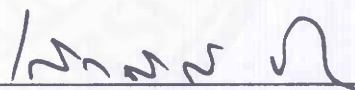
เรื่อง

กองทุนรวมในประเทศไทย: หลักฐานใหม่

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

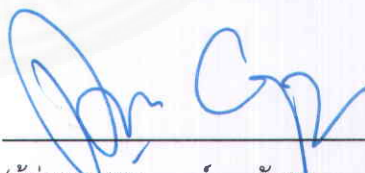
เมื่อ วันที่ 30 พ.ย. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยุทธ มุ่งศักดิ์สวัสดิ์)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	กองทุนรวมในประเทศไทย: หลักฐานใหม่
ชื่อผู้เขียน	นายปรีชา มานพ
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์สวัสดิ์
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

การศึกษาอิสระนี้ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกในประเทศไทย พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ก่อนค่าใช้จ่ายได้อย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่ไม่ได้อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์ก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ แต่ถ้าแบ่งข้อมูลศึกษาตามช่วงระยะเวลาพบว่าช่วงระหว่างวิกฤตซับไพร์ม กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่มีธนาคารพาณิชย์กำกับดูแลสามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์กำกับดูแลอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ได้ทดสอบความสม่ำเสมอของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกในประเทศไทยพบว่าพอร์ตกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในอดีตสามารถให้ผลตอบแทนส่วนเกินได้มากกว่าผลตอบแทนที่ไม่ดีในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งทดสอบดูปรากฏการณ์เดือนมกราคมพบว่าปัจจุบันไม่ได้พบแล้วในประเทศไทย

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงาน, กองทุนรวม, ปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี, ผลตอบแทนส่วนเกิน (แอลฟา α), กองทุนรวมตราสารทุนที่มีธนาคารพาณิชย์กำกับดูแล, กองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์กำกับดูแล

Independent Study Title	MUTUAL FUND IN THAILAND: NEW EVIDENCE
Author	Mr. Preecha Manop
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Chaiyuth Padungsaksawasdi, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

In this research, I studied the performance of equity funds in Thailand. I find that funds significantly create excess return before fee deducting. Besides, Non-bank related funds outperform bank related funds before fee deducting. Moreover, I divided the data. I find that during the crisis, bank related funds significantly outperform non-bank related funds. I also test the fund performance persistence and find that funds which higher lagged one-year return significantly outperform funds which lower lagged one-year return. In addition, January effect was not found in Thailand.

Keywords: Performance, Mutual fund, Anomalies, Excess return (Alpha α),
Bank related fund, Non-bank related fund

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลการดำเนินงานกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย โดยงานวิจัยนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดีเนื่องมาจากความช่วยเหลือและให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยและทำให้เข้าใจในการทำวิจัยอย่างถูกต้องมาโดยตลอด จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยุทธ ผดุงศักดิ์สวัสดิ์ ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษา ไม่ว่าจะเป็นการให้ข้อเสนอแนะและแนวคิดที่ทำให้งานวิจัยนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ตลอดจนการให้แนวทางแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ เพื่อนำไปใช้ในการปรับปรุงงานวิจัยให้ดียิ่งขึ้น รวมไปถึง รองศาสตราจารย์ ดร.ชาตรี จันทโรคลีกาที่ให้คำแนะนำการใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติที่ไปถึงข้อแนะนำในด้านต่างๆ เพื่อให้งานวิจัยเล่มนี้มีความสมบูรณ์และครบถ้วน และขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบ พร้อมทั้งให้คำแนะนำสำหรับการปรับปรุงงานวิจัยให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ ที่นี้ด้วย

งานวิจัยนี้ไม่อาจสำเร็จลุล่วงไปได้ หากขาดกำลังใจจากครอบครัว คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน รวมถึงเพื่อน ๆ ที่เป็นกำลังใจและส่งเสริมสนับสนุนในทุก ๆ ด้าน และเจ้าหน้าที่ทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือด้านการติดต่อประสานงานเป็นอย่างดี ตลอดระยะเวลาการทำงานวิจัยนี้

นายปรีชา มานพ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
รายการสัญลักษณ์และคำย่อ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	6
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	7
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	7
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	8
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9

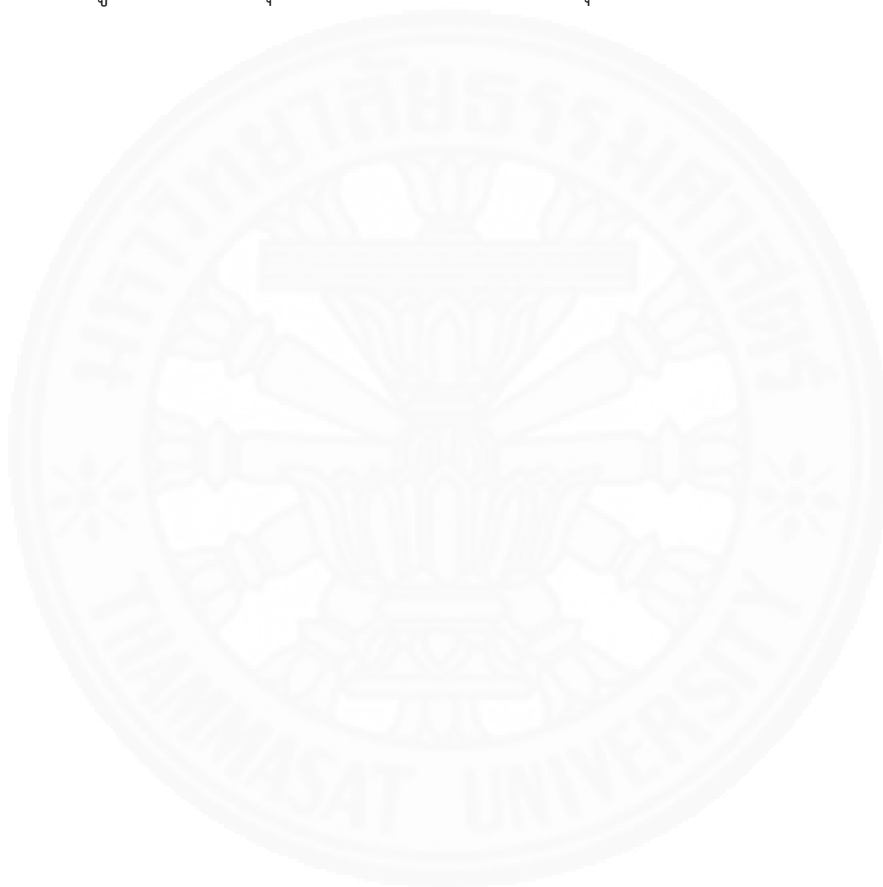
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	15
3.1 วิธีการศึกษา	15
3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	15
3.3 วิธีการดำเนินงานวิจัย	18
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	27
4.1 สรุปข้อมูลตัวแปรและสถิติที่ใช้ในการศึกษา	27
4.2 ทดสอบ Pairwise correlation ของ Risk factor	31
4.3 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก	32
4.4 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกแบบแบ่งช่วงระยะเวลาการศึกษา	35
4.5 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกจัดกลุ่มตามแบ่งเป็น 5 พอร์ต	38
4.6 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกแบบแบ่งตามลักษณะเจ้าของ	42
4.7 ทดสอบดูปรากฏการณ์ January effect	44
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	45
5.1 สรุปผลการศึกษา	45
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัยและข้อเสนอแนะ	46
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง	46
รายการอ้างอิง	48
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	52
ประวัติผู้เขียน	59

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 แสดงถึงการแบ่งช่วงเวลาศึกษาข้อมูล	7
3.1 แสดงถึงการจับคู่ระหว่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม	16
3.2 แสดงถึงจำนวนกองทุนรวมที่อยู่ในการควบคุมของธนาคารพาณิชย์	17
3.3 แสดงถึงจำนวนกองทุนรวมที่ไม่ได้อยู่ในการควบคุมของธนาคารพาณิชย์	18
3.4 แสดงถึงการจัดพอร์ต SMB HML และ PR1YR	22
3.5 แสดงถึงกองทุนรวมที่มีเจ้าของเป็นคนไทย	24
3.6 แสดงถึงกองทุนรวมที่มีเจ้าของเป็นคนต่างชาติ	25
4.1.1 สรุปข้อมูลของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุก	28
4.1.2 สรุปสถิติพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	28
4.2 Pairwise-Correlation ของ Risk factor	31
4.3.1 แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมก่อนหักค่าใช้จ่าย	33
4.3.2 แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหลังหักค่าใช้จ่าย	34
4.4.1 สรุปสถิติพรรณนาของตัวแปร แบ่งตามช่วงระยะเวลา	36
4.4.2 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก ของ Full funds	37
4.4.3 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก ของ Bank related funds	39
4.4.4 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก ของ Non-bank related funds	39
4.5.1 ผลการดำเนินของพอร์ตกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกก่อนหักค่าใช้จ่าย	40
4.5.2 ผลการดำเนินของพอร์ตกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกหลังหักค่าใช้จ่าย	41
4.6.1 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมแบ่งตามลักษณะเจ้าของก่อนหักค่าใช้จ่าย	42
4.6.2 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมแบ่งตามลักษณะเจ้าของหลังหักค่าใช้จ่าย	43
4.7.1 ทดสอบถึงปรากฏการณ์ January effect	44

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 สัดส่วนจำนวนบัญชีกองทุนรวมต่อจำนวนบัญชีเงินฝาก	2
1.2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวมเทียบ GDP และเงินฝาก	2
1.3 แสดงจำนวนกองทุนรวมและบริษัทหลักทรัพย์จัดการฯ	2
1.4 แสดงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิและอัตราการเติบโตของทุนรวม	2



รายการสัญลักษณ์และคำย่อ

สัญลักษณ์/คำย่อ

คำเต็ม/คำจำกัดความ

Alpha

Excess return

BE/ME

Book market to equity ratio

BR

Bank related funds

FR

Foreign related funds

NBR

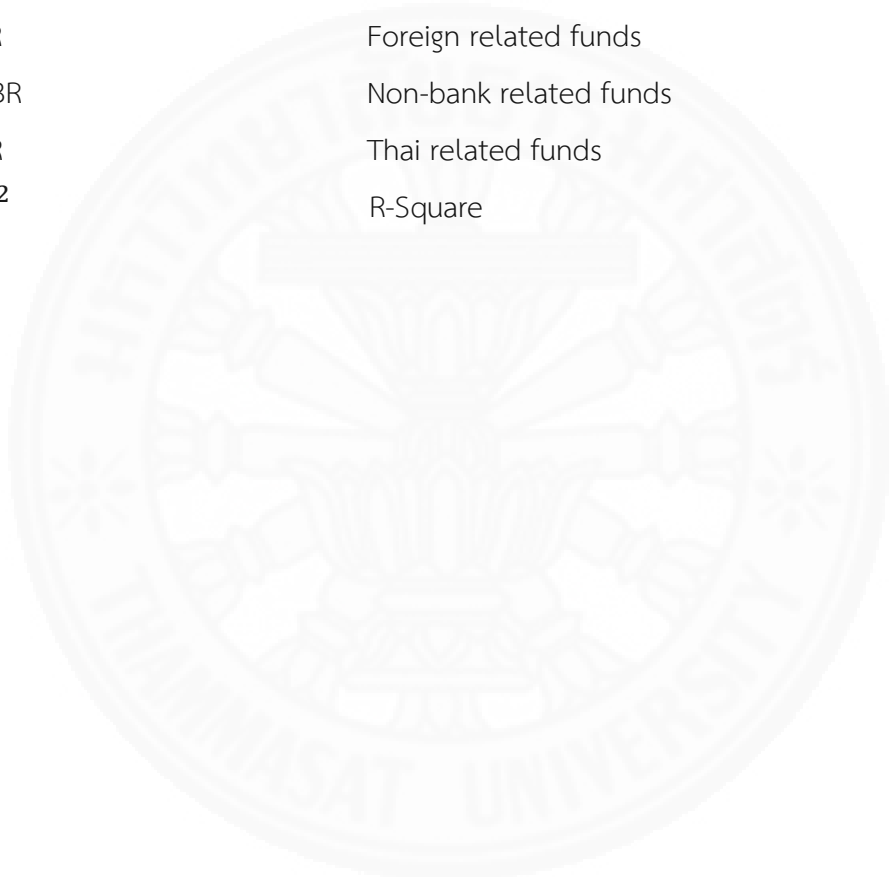
Non-bank related funds

TR

Thai related funds

 R^2

R-Square



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันกองทุนรวม (Mutual fund) ถือว่ามีบทบาทต่อการลงทุนและตลาดทุนไทยเป็นอย่างมาก เนื่องจากกองทุนรวมเป็นสินทรัพย์ทางการเงินในรูปแบบหนึ่งที่ให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าและสามารถเอาชนะอัตราเงินเฟ้อได้เมื่อเทียบกับการฝากเงินไว้ที่ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน ณ สิ้นปี 2558 อยู่เพียง 1.34 %¹ ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 2.5 % ± 1.5 % ซึ่งอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยอยู่ที่ 3 %² จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ (Negative real interest rate) เท่ากับ -1.66% ถ้าเรานำเงินของเราที่มีอยู่ไปฝากที่ธนาคารพาณิชย์ก็จะทำให้ไม่สามารถบรรลุเป้าหมายทางการเงินได้ เนื่องจากมูลค่าของเงินจะมีมูลค่าลดลงเรื่อยๆ ตามดอกเบี้ยทบต้นและเงินตามเวลา นอกจากนี้กองทุนรวมถือว่าเป็นเครื่องมือการลงทุนอีกชนิดหนึ่งของนักลงทุนรายย่อย ที่ช่วยลดข้อจำกัดทางด้านทุนทรัพย์ รวมไปถึงขาดเวลาในการติดตามศึกษาข้อมูลในการลงทุน และขาดประสบการณ์และความชำนาญในการลงทุน ซึ่งกองทุนรวมจะทำการระดมเงินทุนจากนักลงทุน แล้วให้ผู้บริหารกองทุนที่มีความเป็นมืออาชีพทั้งในความรู้และประสบการณ์ในการลงทุน จัดการการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุดภายใต้ความเสี่ยงที่กำหนดไว้ ตามนโยบายของแต่ละกองทุนรวมนั้นๆ มากกว่านี้กองทุนรวมมีการลงทุนเป็นระบบสามารถลดความเสี่ยงในการลงทุนได้ดีกว่าด้วยการกระจายการลงทุน มีสภาพคล่องสูง อีกทั้งมีนโยบายการลงทุนและรูปแบบของการลงทุนที่หลากหลายทางเลือก อาทิเช่น กองทุนรวมทองคำ กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราประเทศ กองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมผสม กองทุนรวมเพื่อผลประโยชน์ทางภาษี และกองทุนรวมอื่นๆ เป็นต้น ซึ่งนักลงทุนแต่ละรายจะได้รับหน่วยลงทุนเพื่อแสดงฐานะความเป็นเจ้าของในเงินลงทุนในกองทุนนั้นๆ และกองทุนรวมจะได้รับค่าธรรมเนียมในการดูแลและจัดการกองทุนรวมเป็นผลตอบแทน นอกจากนี้ ไม่เพียงแต่นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทน

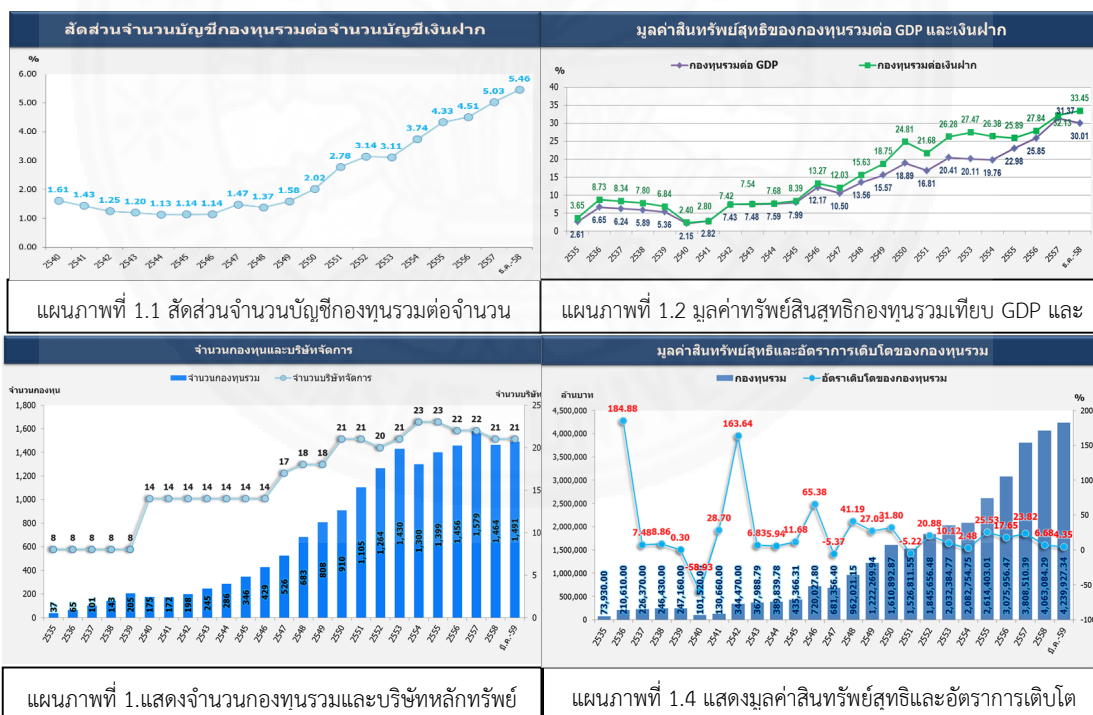
¹ ค่าเฉลี่ยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน ณ ไตรมาส 3 2558 สิ้นปี ของธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศ , ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย

² ค่าเฉลี่ยอัตราเงินเฟ้อทั่วไป 2535-2558 ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย

ที่เพิ่มมากขึ้นในรูปแบบของกำไรจากการลงทุนในหน่วยลงทุน (Capital gain) และในรูปแบบเงินปันผล (Dividend) อีกทั้งกองทุนรวมยังเป็นส่วนสำคัญในการช่วยพัฒนาให้ตลาดเงินและตลาดทุนไทยมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดทุน และช่วยลดการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศ

1.1.1 ภาพรวมอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมแห่งประเทศไทยได้จัดตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2518 โดยความร่วมมือระหว่างรัฐบาลไทยและบรรษัทการเงินระหว่างประเทศ ในตอนนั้นมีเพียง 1 บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และต่อมาในปี พ.ศ. 2535 กระทรวงการคลังได้พิจารณาและให้ใบอนุญาตการจัดการกองทุนรวมแก่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นใหม่อีก 7 บริษัท มีผลทำให้ธุรกิจจัดการกองทุนรวม ขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและกลายเป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนของประเทศ มาจนถึงทุกวันนี้



แผนภาพที่ 1.1 สัดส่วนจำนวนบัญชีกองทุนรวมต่อจำนวน

แผนภาพที่ 1.2 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมเทียบ GDP และ

แผนภาพที่ 1.3 แสดงจำนวนกองทุนรวมและบริษัทหลักทรัพย์

แผนภาพที่ 1.4 แสดงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิและอัตราการเติบโต

ภาพรวมอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทยมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องแบบก้าวกระโดดจากการที่มีนักลงทุนสนใจมากยิ่งขึ้นและให้ความสำคัญเป็นทางเลือกในการลงทุนและการเก็บออมอีกช่องทางหนึ่ง และได้มีการเปิดบัญชีกองทุนรวมเพื่อการออมมากยิ่งขึ้น ตามแผนภาพที่ 1.1 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนจำนวนบัญชีกองทุนรวมต่อจำนวนบัญชีเงินฝากมีการเติบโตขึ้นเฉลี่ยปีละ 7% ซึ่งจากปี 2540 มีเพียง 1.61 เท่า แต่ปีพ.ศ. 2558 กลับพบว่าเพิ่มขึ้นมากถึง 5.46 เท่า และจากแผนภาพที่ 1.2-1.4 ข้อมูลเมื่อปี พ.ศ. 2535 พบว่ากองทุนรวมมีมูลค่าสินทรัพย์ 7.39 หมื่นล้านบาท คิดเป็น 2.61 % ของ GDP รวมในประเทศไทย และมูลค่าสินทรัพย์กองทุนรวมต่อเงินฝากคิดเป็น 3.65 % อีกทั้งมีจำนวนกองทุนรวมเพียง 37 กองทุนและบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเพียง 8 บริษัท แต่อย่างไรก็ตามข้อมูลเมื่อปีพ.ศ. 2558 กลับพบว่า กองทุนรวมมีมูลค่าสินทรัพย์อยู่ที่ 4.05 ล้านล้านบาท คิดเป็น 30.01 % ของ GDP รวมในประเทศไทย มีการเติบโตมูลค่าสินทรัพย์เฉลี่ยปีละ 19 % และมูลค่าสินทรัพย์กองทุนรวมต่อเงินฝากคิดเป็น 33.45 % อีกทั้งมีจำนวนกองทุนรวมเพิ่มขึ้นถึง 1,464 กองทุน และจำนวนกองทุนรวมทั้งหมดเฉลี่ยเติบโตปีละ 17.34 % และมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมถึง 21 บริษัท ซึ่งจากจำนวนกองทุนรวมทั้งหมด 1,464 กองทุน สามารถแยกประเภทตามนโยบายการลงทุนได้เป็น ตามมูลค่าสินทรัพย์สุทธิพบว่า 56 % มาจากกองทุนตราสารหนี้, 24 % มาจากตราสารทุน, 7 % มาจากกองทุนอสังหาริมทรัพย์, 3 % มาจากกองทุนผสม, 2% มาจากกองทุนแก้ไขปัญหาสถาบันทางการเงิน และกองทุนอื่นๆอีก 3 %

ซึ่งในงานศึกษาวิจัยนี้ จะมุ่งเน้นศึกษาผลการดำเนินงานกองทุนรวมตราสารทุนเป็นหลักที่มีลักษณะกลยุทธ์การลงทุนแบบเชิงรุก (Active fund) ที่เชื่อว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ (Market inefficiency) ทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่สะท้อนราคาที่เหมาะสมตามความเป็นจริง จึงทำให้ต้องใช้ความสามารถผู้จัดการกองทุนในคัดเลือกหลักทรัพย์ที่เหมาะสมเพื่อลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อที่จะสามารถสร้างผลตอบแทนชนะเกณฑ์ชี้วัด (Benchmark) และมีโอกาสสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha α) จากกรณีที่ตลาดไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ เนื่องจากงานศึกษาวิจัยของ Schwert (2002) และ Fama (1970) พบว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพหรือ ทฤษฎีในการประเมินราคาหลักทรัพย์ (Underlying asset-pricing model) ขาดประสิทธิภาพเพียงพอทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่ได้สะท้อนความเป็นจริง ประเด็นทั้งสองอันนี้ในปัจจุบันยังคงขัดแย้งกันอยู่ ทั้งนี้ด้วยสาเหตุต่างๆ จากปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) เช่น ขนาดบริษัทไม่เท่ากัน (Size effect) คือ ราคาหุ้นสัมพันธ์กับขนาดบริษัท ซึ่งหุ้นขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่, ประเภทหุ้นที่มีอัตราส่วนทางการเงินต่างกัน (Value effect) คือ ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าอัตราส่วน

ทุนต่อมูลค่าตลาด (BE/ME) ซึ่งหุ้นที่มีสัดส่วน BE/ME สูงจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าหุ้นที่มีสัดส่วน BE/ME ต่ำ, การลงทุนแบบตามกัน (Momentum effect) คือ การถือหุ้นมีผลตอบแทนที่ดีในอดีต (Winner) และซอร์ตหุ้นที่มีผลตอบแทนที่แย่ในอดีต (Loser) ให้ผลตอบแทนสูงกว่าปกติในการถือครองระยะสั้น 3-12 เดือน และปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January effect) ที่ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นในเดือนมกราคมด้วยแรงจูงใจทางภาษี เป็นต้น ทำให้สามารถสร้างโอกาสในการทำผลตอบแทนส่วนเกินได้จากการที่ตลาดประสิทธิภาพเพียงพอและความผิดปกติของตลาด ซึ่งที่ผ่านมาทีมงานวิจัยหลากหลายได้ศึกษาปรากฏการณ์เหนือทฤษฎีนี้ Fama and French (1992) , Schwert (2003) และ Basu (1977) พบว่า ปรากฏการณ์ประเภทหุ้นที่มีอัตราส่วน BE/ME ต่างกัน (Value Effect) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ 2.5 % แต่พอภายหลังจากนั้น 22 ปี Lean and Pontiff (2014) และ Jones and Pomorski (2013) ยังคงศึกษาความผิดปกตินี้อยู่ พบว่ายังคงสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้อยู่แต่ลดลงเหลือ 2% แสดงให้เห็นว่าหลังจากงานวิจัยเหล่านี้เผยแพร่ออกไปทำให้ความผิดปกตินี้กลับลดลง แต่ยังคงมีอยู่ในปัจจุบัน แล้วผู้จัดการกองทุนของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุก (Active fund) ได้ใช้ความสามารถที่มีอยู่ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่เหมาะสมในการลงทุน และสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่ จากปรากฏการณ์เหนือทฤษฎีที่ยังคงอยู่และจากการที่ตลาดไม่มีประสิทธิภาพในประเทศไทย ตามงานวิจัยของสีมิตร (2015) ที่พบว่าตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ (Weak form) ทำให้ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่จึงมีผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ และสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ เนื่องมาจากกองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุกประเภทนี้จะมีค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุน (Expense ratio) ที่มากกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ ซึ่งเฉลี่ยอยู่ที่ 1.73 %³ ซึ่งผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนประเภทนี้ ต้องขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้จัดการกองทุนทั้งหมดว่ามีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ (Stock selectivity) และความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด (Market timing) ได้ดีขนาดไหน

ซึ่งในประเทศไทยพบว่ามียกกองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุกรวมคิดเป็นกว่า 85 % ของกองทุนรวมตราสารทุนทั้งหมด อีก 15 %⁴ ที่เหลือเป็นกองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรับ (Passive fund) ซึ่งมีนโยบายการลงทุนตามเกณฑ์ชี้วัด จะมีค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุน เฉลี่ยไม่เกิน 1% ซึ่งต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุก

³ ค่าเฉลี่ยกองทุนตราสารทุนข้อมูลจาก Morning star direct database

⁴ ข้อมูลจาก AIMC

ในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา มีงานวิจัยที่หลากหลายได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ว่ากองทุนรวมตราสารทุนสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha α) ได้หรือไม่ และยังคงเป็นประเด็นที่ได้เถียงกันอยู่ถึงปัจจุบัน ซึ่งจากงานวิจัยของ Ali, Chen, Yao and Yu (2008) พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุก (Active fund) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน 3-factor Alpha ได้เท่ากับ 2.83% ต่อปี ก่อนหักค่าใช้จ่าย อย่างมีนัยสำคัญ แต่งานวิจัยของ Barras, Scaillet and Wermers (2010) พบว่า 75 % ของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุก (Active Fund) ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ จาก 4-factor Alpha เท่ากับศูนย์ หลังจากหักค่าใช้จ่าย เนื่องมาจากผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการเลือกลงทุน (Stock picking skills) ซึ่งให้ผลไปในทิศทางเดียวกับ Carhart (1997) และ Wermers (2000) พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุกสามารถสร้างผลตอบแทนชนะเกณฑ์ชี้วัดได้ 1.3 % ต่อปี และให้ค่า Alpha เป็นบวก แต่ถ้าหักค่าใช้จ่ายแล้วพบว่าจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเกณฑ์ชี้วัด 1% ต่อปี และให้ค่า Alpha เป็นลบ ซึ่งขัดกับงานศึกษาวิจัยในประเทศไทย รัตนสิมานนท์ (2553) และ ทิพย์พาณิชย์ (2553) ที่พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

นอกจากนี้ยังมีประเด็นสำคัญให้ศึกษา เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) และกองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) ซึ่งงานวิจัยของ Hao and Yan (2012) และ Wattanatorn (2015) พบว่า กองทุน 2 ประเภทนี้มีข้อมูลที่แตกต่างกัน ทำให้การจัดพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนแตกต่างกัน ทำให้สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้แตกต่างกัน ซึ่งกองทุนรวมตราสารทุนที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแลจะมีความได้เปรียบเชิงข้อมูล (Informational Advantage) มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล ซึ่งจากงานวิจัยของ Hao and Yan (2012), Wattanatorn (2015), Bodnaruk, Massa, and Simonov (2009) และ Ritter and Zhang(2005) สามารถสรุปได้ว่า ประการแรก วาณิชธนกิจ (Investment banking) และธนาคารพาณิชย์ จะใช้บริษัทจัดการกองทุนของตัวเองในการสนับสนุนความสัมพันธ์กับลูกค้า ในการถือหุ้นของลูกค้ำหรือหุ้น Initial public offering (IPO) อีกทั้ง วาณิชธนกิจและธนาคารพาณิชย์ เป็นที่ปรึกษาทางด้านการเงินให้กับบริษัทต่างๆ ในการควบรวมหรือเอาหุ้นเข้าตลาด นอกจากนี้ธนาคารพาณิชย์มีความสัมพันธ์กับบริษัทต่างๆ ในการเป็นผู้ปล่อยกู้ให้เงินทุนแก่บริษัทและธนาคารพาณิชย์มีฐานลูกค้าเดิม ทำให้เข้าถึงลูกค้ำได้ง่าย มีฐานข้อมูลของ

ลูกค้า ประกอบกับมีชื่อเสียงที่ดีกว่า สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ดีกว่า ทำให้มีค่าใช้จ่ายในการตลาดต่ำกว่า ซึ่งจากสาเหตุดังต่อไปนี้ ทำให้กองทุนรวมตราสารทุนที่มีธนาคารพาณิชย์และพาณิชย์ธนกิจผู้กำกับดูแล (Bank related fund) มีแนวโน้มที่จะสามารถใช้ข้อมูลที่มีอยู่มากกว่า (Informational advantage) ในการตัดสินใจเลือกลงทุนสินทรัพย์ได้ดีกว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) ซึ่งผลเป็นไปตามงานวิจัยในประเทศไทย ทิพย์พาณิชย์ (2553) พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นกำกับดูแล สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่า และให้ผลตอบแทนส่วนเกินได้มากกว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล จากสาเหตุที่ผู้จัดการกองทุนสามารถใช้ข้อมูลที่มีอยู่เลือกลงทุนได้ดีกว่า แต่ขัดกับวิจัยของ Hao and Yan (2012) และ Frye (2001) ที่กลับพบว่ากองทุนตราสารทุนที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นกำกับดูแลสร้างผลการดำเนินงานได้ต่ำกว่า และให้ผลตอบแทนส่วนเกินได้น้อยกว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล เนื่องมาจากการผู้จัดการกองทุนเลือกลงทุนไม่เหมาะสม โดยมีการถือหุ้นของลูกค้าในสัดส่วนมากเกินความเหมาะสม ประกอบกับการลงทุนยังค่อนข้างประนีประนอม (Conservative) มากกว่า ซึ่งยังคงเป็นประเด็นที่ขัดแย้งกันอยู่

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1.2.1 เพื่อศึกษาว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดในประเทศไทย สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่ ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

1.2.2 เพื่อศึกษาว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) และ กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้แตกต่างกันหรือไม่ ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

1.2.3 เพื่อศึกษาว่าปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January Effect) ยังคงอยู่หรือไม่

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดในประเทศไทย โดยมีกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ กองทุนรวมตราสารทุน ที่มีลักษณะมุ่งหวังผลตอบแทนที่ชนะตลาด (Active fund) โดยใช้เกณฑ์การแบ่งตามหนังสือชี้ชวน (Fund fact sheet) ซึ่งไม่รวมกองทุนรวมตราสารทุนประเภท Passive Fund, RTF, LTF และกองทุนที่มีนโยบายลงทุนต่างประเทศ (Foreign investment fund) โดยในการศึกษานี้จะทำการศึกษาเป็นระยะเวลา 12 ปี ช่วง พ.ศ.2547-2558 รายเดือน (144 เดือน) ซึ่งจะแบ่งข้อมูลเป็นช่วงการศึกษาก่อน ระหว่าง และ หลังเกิดวิกฤต Subprime ตามงานวิจัยของ Sekmen and Hatipoglu (2015) และ Hengchao and Hamid (2010)

ตารางที่ 1.1 แสดงถึงการแบ่งช่วงเวลาศึกษาข้อมูล

ก่อนเกิดวิกฤต (Pre crisis)	ระหว่างเกิดวิกฤต (During crisis)	หลังเกิดวิกฤต (Post crisis)
มกราคม 2547 – พฤษภาคม 2550 (41 เดือน)	มิถุนายน 2550 – เมษายน 2552 (23 เดือน)	พฤษภาคม 2552 – ธันวาคม 2558 (80 เดือน)

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 เพื่อให้ทราบถึงกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดในประเทศไทย สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่ ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

1.4.2 เพื่อให้ทราบถึงของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) และกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) กองทุนประเภทใด สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้มากกว่ากัน ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

1.4.3 เพื่อให้ทราบถึงปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January effect) ว่ายังคงอยู่หรือไม่ ในปัจจุบัน

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 การลงทุนและความเสี่ยง

การลงทุน (Investment) หมายถึง การกักเงินไว้จำนวนหนึ่ง ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อก่อให้เกิด กระแสเงินสดรับในอนาคตซึ่งจะชดเชยให้แก่ผู้กักเงิน โดยกระแสเงินสดรับนี้ควรคุ้มกับ อัตราเงินเฟ้อ และคุ้มกับความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นกับกระแสเงินสดรับในอนาคต (จิริตัน สัจข์แก้ว, 2544)

ความเสี่ยงในการลงทุน (Investment Risk) คือ การที่อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นได้รับจริง (Actual return) คาดเคลื่อนหรือเบี่ยงเบน ไปจากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นคาดหวังไว้ว่าจะได้รับ (Expected return) (จิริตัน สัจข์แก้ว, 2544)

2.1.2 ข่าวสารข้อมูลและการทำงานที่มีประสิทธิภาพของตลาด

การทำงานอย่างมีประสิทธิภาพของตลาดจะพิจารณาจากประสิทธิภาพในการกระจายข้อมูลข่าวสาร (Informational efficiency) ได้อย่างรวดเร็ว ถูกต้องออกไปยังทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ให้ทุกคนได้รับข้อมูลข่าวสารได้เท่าเทียมกันเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน เมื่อตลาดทำงานโดยกระจายข้อมูลข่าวสารอย่างมีประสิทธิภาพ และนักลงทุนได้ใช้ข้อมูลข่าวสารครบถ้วนถูกต้องในทันที ตลาดจะมีการตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลนั้นอย่างถูกต้องและทันทีเช่นกัน

ประสิทธิภาพของตลาด (Efficient market) หมายถึง ตลาดที่มีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ตลาดซึ่งราคาของหลักทรัพย์ที่สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทอย่างรวดเร็ว ถูกต้องและทั่วถึง เมื่อตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ และทุกคนมีข่าวสารข้อมูลที่ถูกต้องเท่าเทียมกันจะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ (Alpha α) (จิริตัน สัจข์แก้ว, 2543)

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ความผิดปกติของตลาดหรือปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Market anomalies)

การที่ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ไม่ได้สะท้อนต่อราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง ทำให้เกิดช่องโหว่ของตลาดและโอกาสในการทำกำไรส่วนเกิน ขัดกับทฤษฎีมีประสิทธิภาพของตลาดทุน (Market efficiency) และทฤษฎีในการประเมินราคาหลักทรัพย์ (Underlying asset-pricing model) ตามงานวิจัยที่ของ Schwert (2002) และ Fama (1970) ซึ่งที่ผ่านมางานวิจัยที่หลากหลายได้ทำกับทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนและโอกาสในการทำกำไรส่วนเกิน ปรากฏการณ์เหนือทฤษฎีนี้

2.2.2 ความผิดปกติของขนาดบริษัท (Size effect)

ซึ่งจากงานวิจัยของ Fama and French (1993) ได้ทำการทดสอบผลตอบแทนของหุ้นรายเดือนกับปัจจัยต่างๆ พบว่าขนาดของบริษัท ซึ่งดูจากขนาด Market capitalize (ราคาหุ้น x จำนวนหุ้น) ส่งผลต่อผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งพบว่าหุ้นของบริษัทขนาดเล็ก (Small capitalize) ให้ผลตอบแทนได้ดีกว่า หุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ (Big capitalize) มี Size premium หรือผลตอบแทนของ SMB เฉลี่ย 0.27 % ต่อเดือน ($t=1.73$) ซึ่งให้ผลไปทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ Schwert (2002), Banz (1981) and Reinganum (1981) ด้วยสาเหตุเพราะขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลกำไรของบริษัท ซึ่งบริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มที่มีกำไรน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ แต่เนื่องจากช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในช่วง 1980-1982 กลับพบว่าบริษัทขนาดเล็กสามารถผ่านช่วงภาวะนี้ไปได้ดีกว่าขนาดใหญ่ และมีกำไรต่ำกว่าบริษัทขนาดใหญ่เพียงเล็กน้อย ประกอบกับธุรกิจขนาดเล็กมีความเสี่ยงสูงกว่า มีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่มากกว่า ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าขนาดบริษัทเป็นปัจจัยที่สำคัญในการอธิบายผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าขนาดของบริษัทแปรผกผันกับผลตอบแทนของหุ้น กล่าวคือบริษัทขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนดีกว่าบริษัทขนาดใหญ่

2.2.3 ความผิดปกติประเภทหุ้นที่มีอัตราส่วนทางการเงินต่างกัน (Value effect)

ซึ่งจากงานวิจัยของ Fama and French (1992) พบว่าราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนทางการเงินมูลค่าอัตราส่วนหุ้นต่อมูลค่าตลาด (Book to market ratio BE/ME) ซึ่งบริษัทที่มี มูลค่าอัตราส่วนหุ้นต่อมูลค่าตลาดสูง (High book to market ratio) ให้อัตราผลตอบแทนได้ดีกว่า บริษัทที่มีมูลค่าอัตราส่วนหุ้นต่อมูลค่าตลาดต่ำ (Low book to market ratio) มี Value premium หรือผลตอบแทนของ HML เฉลี่ย 0.4 % ต่อเดือน ($t=2.91$) ซึ่งให้ผลไปทิศทางเดียวกับงานวิจัยของ Rosenberg (1985), Davis (2000), Schwert (2002) และ Griffin and Lemmon (2002) ด้วยสาเหตุเพราะบริษัทที่มี High Book to market equity ratio หรือบริษัทที่มีมูลค่าทางตลาดต่ำเมื่อเทียบกับส่วนมูลค่าของหุ้น (มีมูลค่า P/B ต่ำ) ซึ่งจะถูกจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) เนื่องจากมีความเสี่ยงของบริษัทสูง ในระยะยาวบริษัทจะมีแนวโน้มผลประกอบการที่แย่งลง มีสถานภาพการเงิน Leverage ค่อนข้างสูงในอนาคตมีความเสี่ยงจะประสบกับความยากลำบากทางการเงิน จากการมีต้นทุนที่สูงขึ้นและมีข่าวเชิงลบที่มากขึ้น ทำให้นักลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้นซึ่งตรงกันข้ามกับบริษัทที่มี Low BE/ME (มีมูลค่า P/B สูง) ซึ่งจะจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth Stock) ในระยะยาวจะมีผลประกอบการที่ดีกว่า ความเสี่ยงต่ำกว่า และสรุปได้ว่าบริษัทที่มีสัดส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด แปรผันกับผลตอบแทนของหุ้น และสามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือบริษัทที่มีมูลค่าอัตราส่วนหุ้นต่อมูลค่าตลาดสูง มีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่า บริษัทที่มีมูลค่าอัตราส่วนหุ้นต่อมูลค่าตลาดต่ำ

นอกจากนี้สามารถให้ความจำกัดความของหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโต ได้ ดังนี้ หุ้นคุณค่า มีลักษณะคือ อยู่ในช่วงที่อุตสาหกรรมเติบโตเต็มที่, มีอัตราการขยายตัวของรายได้ กำไรและสินทรัพย์ต่ำกว่าตลาดโดยรวม, มีอัตราส่วน Price to book (P/B) ต่ำ และเป็นบริษัทที่ไม่ค่อยเติบโตแล้ว ทำให้ไม่ต้องใช้เงินลงทุนโครงการต่างๆ ในอนาคต ทำให้กำไรที่ได้มักจะจ่ายในรูปเงินปันผล ส่วนหุ้นเติบโต มีลักษณะคือ อยู่ในช่วงอุตสาหกรรมเติบโต, อัตราการขยายตัวของรายได้ กำไรและสินทรัพย์สูงกว่าตลาดโดยรวม, มีอัตราส่วน Price to book สูงและเป็นบริษัทที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว ทำให้สามารถนำกำไรที่ได้มาจะนำไปลงทุนโครงการต่างๆ ในอนาคตต่อ มักจะไม่มีมีการจ่ายเงินปันผล

2.2.4 ความผิดปกติของการลงทุนแบบตามกัน (Momentum effect)

ซึ่งจากงานวิจัยของ Jegadeesh and Titman (1993) พบว่าได้ใช้กลยุทธ์โดยการซื้อหุ้นที่มีผลตอบแทนที่ดีในอดีต (Winner) และซอร์ตหุ้นที่มีผลประกอบที่ไม่ดีในอดีต (Loser) ซึ่งสามารถให้ผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติได้อย่างมีนัยสำคัญถ้าช่วงในการถือเป็นในระยะสั้น (Short term) 3-12 เดือน อาทิเช่น เลือกหุ้นลงทุนที่ให้ผลตอบแทนเมื่อ 6 เดือนที่ผ่านมาและถือลงทุนต่อไปอีก 6 เดือน พบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินแบบทบต้นสะสมได้ 12.01 % ต่อปี เรียกกลยุทธ์นี้ว่าการลงทุนแบบโมเมนตัม (Momentum Strategy) ซึ่งให้ผลไปในเดียวกับ Schwert (2002) เนื่องมาจากการที่ราคาหุ้นปรับตัวตอบสนองช้ากว่าการที่ข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ (Underreact) กล่าวคือเมื่อมีข่าวดี ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นนักลงทุนก็จะค่อยๆซื้อตามกันมาทำให้ราคาหุ้นค่อยๆขึ้นในภายหลัง ซึ่งขัดกับงานวิจัยของ De Bondt and Thaler (1985,1987) ที่พบว่าราคาหุ้นนั้นปรับตัวเกินจริง (Overreact) กับข่าวสารที่มีอยู่ แล้วใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนทาง (Contrarian Strategy) ซื้อหุ้นที่ให้ผลตอบแทนไม่ดีในอดีต และซอร์ตหุ้นที่มีผลตอบแทนที่ดีในอดีต และถือครองในระยะยาว (Long term) 3-5 ปี พบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนได้เกินกว่าปกติในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก เมื่อราคาหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวลดลง นักลงทุนจะตอบสนองต่อข้อมูลที่มากเกินไปและเทขายหุ้นนั้น จนทำให้ราคาต่ำกว่าความเป็นจริง แต่ในทางตรงกันข้ามเมื่อราคาหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น นักลงทุนจะเข้ามาลงทุนจนราคาเกินราคาเหมาะสมที่ แต่อย่างไรก็ตามจากงานวิจัยของ Fama and French (1996) และ Schwert (2002) ได้ทดสอบทั้ง Momentum Strategy และ Contrarian Strategy และพบว่า Momentum effect ให้ผลที่ดีกว่าและมีความน่าเชื่อถือมากกว่าจากการทดสอบโดย CAPM และ FAMA and French (3 factor model) พบว่าได้ให้ผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha α) เท่ากับ 1 % ต่อเดือน ($t = 2.7-7$) และสรุปได้ว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ

2.2.5 ความผิดปกติที่ของปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January effect)

ซึ่งจากงานวิจัยของ Fama and French (1992) พบว่าเดือนมกราคมราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นและให้ผลตอบแทนมากกว่าเดือนอื่นๆ ซึ่งให้ผลไปในทิศทางเดียวกับ Schwert (2002), Roll (1983), Jegadeesh and Titman (1993) และ Keim (1983) เนื่องมาจากนักลงทุนกลับมาซื้อหุ้นคืนเดือนมกราคม หลังจากที่ขายหุ้นไปในช่วงเดือนธันวาคมเพื่อผลประโยชน์ทางภาษี, เพื่อปิดงบทางบัญชี และทำกำไรจากส่วนเกินของราคาหุ้น (Capital gain)

นอกจากนี้ยังมีความผิดปกติอื่นๆ อาทิเช่น Weekend effect, Turn of the year effect, Dividend effect เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตามหลังจากงานวิจัยเหล่านี้ได้ถูกเผยแพร่ออกไปปรากฏการณ์เหนือทฤษฎี (Anomalies) ได้ปรับตัวลดลงแต่ยังคงมีความผิดปกติเกิดขึ้นอยู่ในตลาดมาจนถึงปัจจุบัน

2.2.6 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน (Mutual fund performance)

ในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา มีงานศึกษาวิจัยหลากหลายที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับการดำเนินงานของกองทุนรวมเปิดตราสารทุน Wermers (2000) ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ค.ศ. 1975-1994 จำนวนทั้งหมด 1,788 กองทุน ซึ่งโดยประเมินผลดำเนินงานของกองทุนรวมโดยผ่านมาตรวัด Jensen และ Carhart (4-factor model) ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายผลสรุปที่ได้คือกองทุนรวมสามารถสร้างผลการดำเนินงานชนะตลาดได้ 1.3 % ต่อปี ซึ่ง Wermers (2000) อธิบายว่า 0.6 % มาจากลักษณะประเภทหุ้นที่ถือของกองทุนรวม และ 0.7 % มาจากความสามารถในการเลือกหุ้นที่ลงทุนของผู้จัดการกองทุน แต่ถ้าหักค่าใช้จ่ายในกองทุนรวมจะทำให้ผลการดำเนินงานต่ำกว่าตลาด 1% ต่อปีซึ่งให้ผลในทิศทางเดียวกับ Gruber (1996), Grinblatt and Titman (1989), Ali, Chen, Yao and Yu (2007) และ Carhart (1997) ซึ่ง Carhart (1997) ศึกษากองทุนรวมตราสารทุนในช่วง 1962-1993 ทั้งกองทุนที่ปิดตัวไปแล้วและกองทุนที่เปิดตัวอยู่ จำนวน 1,892 กองทุนรวมตราสารทุนของประเทศสหรัฐอเมริกา ผลสรุปที่ได้คือกองทุนรวมตราสารทุนไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หลังจากหักค่าใช้จ่ายจากการที่มีค่า 4 factor Alpha (α) ติดลบ นอกจากนี้ Carhart (1997) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินการของกองทุนรวมเพิ่มเติมในส่วนของการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ (Performance persistence) โดยนำค่า Alpha ที่ได้มาดูตามแต่ละ Decile และพบว่า ในช่วงระยะสั้น 1 ปีจะปรากฏอยู่หลังจากนั้นจะเริ่มหายไป และการทดสอบระยะยาว 2-5 ปีพบว่า 2-4 ปี ยังพอมีอยู่แต่ลดลงเรื่อยๆ และไม่พบในปีที่ 5 แต่ในงานศึกษาวิจัยในประเทศไทยของ รัตนสิมานนท์ (2553) ที่ศึกษาผลการดำเนินงานกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2544-2553 ผ่านวิธี CAPM กลับพบว่า ได้ผลตอบแทนส่วนเกินทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายเท่ากับ 0.032 และ 0.015 ตามลำดับ ต่อไตรมาสแสดงให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุนใช้ความสามารถที่มีอยู่สร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ และให้ผลไปในทิศทางเดียวกับ ทิพย์พานิชย์ (2553)

อีกทั้งความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุก (Active fund) Grinblatt and Titman (1989, 1993) และ Wermers (1997) พบว่า

ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถที่จะเลือกลงทุนสามารถชนะตลาดได้ก่อนที่จะหักค่าใช้จ่าย ประมาณ 2-3 % ต่อปี อันเนื่องมาจากกลยุทธ์ในการถือหุ้นของกองทุนที่เน้นในการถือหุ้นคุณค่า (Value stock) ซึ่งให้ผลตอบแทนเฉลี่ยได้ดีกว่าหุ้นที่เคลื่อนไหวตามดัชนี (Passive stock) มากกว่านี้ Wermers (2000) พบว่า กองทุนรวมมีรูปแบบแนวโน้มการลงทุนที่คล้ายกัน Grinblatt and Titman (1989, 1993), Jegadeesh and Titman (1993), และ Wermers (1995) พบว่ากองทุนรวมมีแนวโน้มลงทุนในหุ้นที่ให้ผลตอบแทนได้ดีมาอดีต หรือที่เรียกว่าการลงทุนตามโมเมนตัม (Momentum effect) นอกจากนี้ Fama and French (1992, 1996), Daniel and Titman (1997) พบว่ากองทุนรวมมีลักษณะแนวโน้มที่จะลงทุนในหุ้นขนาดเล็กและ หุ้นที่มีสัดส่วน BE/ME สูง ซึ่งหุ้นที่มีลักษณะเหล่านี้จะให้ผลตอบแทนได้ดีกว่าหุ้นตัวอื่นๆ Wermers (2000) พบว่ากองทุนส่วนใหญ่มีลักษณะการลงทุนตามรูปแบบนี้ซึ่งจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยได้ดีกว่าตลาดก่อนหักค่าใช้จ่ายแต่ถ้าในทางปฏิบัติกลับพบว่าเนื่องจากกองทุนรวมมีค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูงจึงทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเมื่อหักค่าใช้จ่ายได้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาด ซึ่งยังเป็นประเด็นที่คลุมเครืออยู่ว่าสุดท้ายแล้วกองทุนรวมตราสารทุนสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่ ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาวิจัยที่ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) และกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) เนื่องจาก Hao and Yan (2012) และ Wattanatorn (2015) พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดทั้ง 2 แบบนี้มีข้อมูลที่แตกต่างกันในการลงทุน การใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่มีมากกว่า (Informational advantage) ประกอบกับ Kempf, Ruenzi, และ Thiele (2009) และ Jans and Otten (2008) และ Wattanatorn (2015) พบว่าปัจจุบันงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของธนาคารพาณิชย์กับกองทุนรวมตราสารทุนยังมีค่อนข้างน้อย โดยส่วนใหญ่จะศึกษาในตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed market) ซึ่งประเทศไทยเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา (Emerging market) ทำให้ระบบการเงินมีบทบาทสำคัญมาก นอกจากนี้ประเทศไทยในปัจจุบันมีหนี้สินเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ มีสินเชื่อจากสถาบันการเงินต่อ GDP สูงถึง 81.1 %⁵ ดังนั้น กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล ควรมีข้อมูลที่มากกว่าจากการที่เป็นผู้ปล่อยกู้ และที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งงานวิจัยนี้คาดหวังว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล ทำให้สามารถสร้าง

⁵ ที่มา ธนาคารแห่งประเทศไทย

ผลตอบแทนส่วนเกินได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล ซึ่งเป็นไปตามงานวิจัยศึกษาในประเทศไทย Wattanatorn (2015) และ ทิพย์พาณิชย์ (2553) พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มี ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแลสามารถผลตอบแทนส่วนเกินได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล โดยมีผลตอบแทนส่วนเกินเท่ากับ 0.44 % และ 0.25 % ต่อเดือนตามลำดับ แต่ในขณะที่ Hao and Yan (2012) และ Frye (2001) กลับพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล โดยให้ค่าผลตอบแทนส่วนเกิน ต่ำกว่า 0.09%-0.14% ต่อเดือนอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากถือจำนวนสินทรัพย์ไม่เหมาะสมถือหุ้น IPO และหุ้นของลูกค้าในสัดส่วนมากเกินไป อีกทั้งยังพบหลักฐานว่าผู้จัดการกองทุนของธนาคารพาณิชย์จะมีกลยุทธ์ในการลงทุนที่ระมัดระวังมากกว่าผู้จัดการกองทุนที่ไม่ใช่ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งยังคงเป็นประเด็นที่คลุมเครืออยู่

จึงเป็นที่มาของงานศึกษาวิจัยนี้ กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดในประเทศไทย จะสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้หรือไม่ รวมไปถึงกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่มี ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) และกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) กองทุนประเภทไหนจะสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ดีกว่ากันทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 วิธีการศึกษา

งานศึกษาอิสระนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุก อีกทั้งศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) และกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) โดยใช้วิธี Single-factor model (CAPM), Three-factor model (Fama and French) และ Four-factor model (Carhart) ในการวัดผลการดำเนินงาน

3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิจัยนี้ เป็นข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดในประเทศไทย รายเดือน ตั้งแต่ช่วง มกราคม พ.ศ. 2547 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558 ซึ่งจะศึกษาแต่กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีลักษณะ Active fund คือมุ่งหวังผลตอบแทนเอาชนะตลาด ตามที่เขียนไว้ในนโยบายการลงทุนใน Fund fact sheet เท่านั้น เนื่องจากได้ใช้ความสามารถของผู้จัดการกองทุนมากกว่าในการวิเคราะห์และคัดเลือกการลงทุนที่เหมาะสม และไม่รวมกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิด Passive fund และ กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิด LTF, กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิด RTF ที่มีผลประโยชน์และแรงจูงใจทางภาษี และกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีนโยบายลงทุนต่างประเทศ (Foreign investment fund) เนื่องจากจะศึกษากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ลงทุนในประเทศไทยเท่านั้น ซึ่งข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนที่เก็บได้มี ทั้งหมด 136 กองทุนซึ่งในที่มีทั้งกองทุนที่เปิดตัวอยู่ (Live funds) และปิดตัวไปแล้ว (Dead funds) มีจำนวนเดือนมีศึกษาทั้งหมด 144 เดือน

ซึ่งสามารถสรุปข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้ดังนี้ข้อมูลจะเก็บเป็นรายเดือนตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558 ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนประกอบไปด้วย กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุก (Active fund) ทั้งที่เปิดตัวอยู่และปิดตัวไปแล้ว,

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV), อายุ, นโยบายการลงทุน, ผู้ออกกองทุน, ผลตอบแทนรวมของ (Total return) กองทุนรวมตราสารทุนที่ประกอบด้วยเงินปันผลและส่วนต่างของราคา และค่าใช้จ่ายรวมของกองทุนรวม (Expense ratio) จะเก็บมาจาก Morning star direct database ส่วนข้อมูลอัตราดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) จะใช้ตัวเงินคลังอายุ 1 เดือน (Treasury-bill 1 month) เก็บมาจาก ธนาคารแห่งประเทศไทย อีกทั้งข้อมูลผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ (SET total return) และผลตอบแทนแทน หลักทรัพย์ทุกตัวในตลาด รวมไปถึงขนาดมูลค่าตามตลาด (Market capitalization) และ อัตราส่วนมูลค่าหุ้นต่อมูลค่าตลาด (BE/ME) ของหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาด จะเก็บจาก DataStream

เกณฑ์ในการแบ่งข้อมูล

กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุก (Active fund) มีจำนวนทั้งหมด 136 กองทุน จากจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนที่เก็บได้ทั้งหมด 156 กองทุน แบ่งเป็นกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) จำนวน 90 กองทุน และกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) จำนวน 45 กองทุน ในการศึกษาวิจัยนี้จะใช้วิธีการแบ่งตาม งานศึกษาวิจัยก่อนหน้านี้ Hao and Yan (2012) และ Wattanatorn (2015) โดยใช้วิธีจับคู่ตาม รายชื่อธนาคารพาณิชย์กับรายชื่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (Asset management Company : AMC) ทำให้แบ่งได้ ดังนี้

ตารางที่ 3.1 แสดงถึงการจับคู่ระหว่างธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม

ธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศไทย ⁶	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน
ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด
ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กรุงไทย จำกัด (มหาชน)
ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กรุงศรี จำกัด
ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กสิกรไทย จำกัด

⁶ ที่มาธนาคารแห่งประเทศไทย

ธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศไทย (ต่อ)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน
ธนาคารซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ซีไอเอ็มบี-พริ้นซิเพิล จำกัด
ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ทหารไทย จำกัด
ธนาคารทีสโก้ จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ทีสโก้ จำกัด
ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ไทยพาณิชย์ จำกัด
ธนาคารธนาชาต จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนาชาต จำกัด
ธนาคารยูโอบี จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ยูโอบี (ประเทศไทย) จำกัด
ธนาคารแลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด

จากตารางทำให้เราสามารถแบ่ง กองทุนรวมที่อยู่ในภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์ (Bank related fund) และกองทุนรวมที่ไม่ได้อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์ (Non-bank related fund) ได้ดังนี้

ตารางที่ 3.2 แสดงถึงจำนวนกองทุนรวมที่อยู่ในการควบคุมของธนาคารพาณิชย์

กองทุนรวมที่อยู่ในการควบคุมของธนาคารพาณิชย์ Bank Related (จำนวนกองทุน)

- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด (10)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กรุงไทย จำกัด (มหาชน) (5)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กรุงศรี จำกัด (9)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กสิกรไทย จำกัด (11)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ซีไอเอ็มบี-พริ้นซิเพิล จำกัด (6)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ทีสโก้ จำกัด (7)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ไทยพาณิชย์ จำกัด (14)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนาชาต จำกัด (11)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ยูโอบี (ประเทศไทย) จำกัด (11)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (7)

รวม 90 กองทุน

ตารางที่ 3.3 แสดงถึงจำนวนกองทุนรวมที่ไม่ได้อยู่ในการควบคุมของธนาคารพาณิชย์

กองทุนรวมที่ไม่ได้อยู่ในการควบคุมของธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank Related) (จำนวนกองทุน)

- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ฟิลลิป จำกัด (1)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ภัทร จำกัด (2)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม แมนูลิโอพี (ประเทศไทย) จำกัด (3)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรณ จำกัด (9)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม อเบอร์ดีน จำกัด (4)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) (24)
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม แอสเซท พลัส จำกัด (2)

รวม 45 กองทุน

3.3 วิธีการดำเนินงานวิจัย

3.3.1. ผลตอบแทนของกองทุนรวม

ผลตอบแทนขั้นต้น (Gross return) คือ ผลตอบแทนรวม (Total return) ที่นักลงทุนจะได้ประกอบด้วยกำไรส่วนเกินมูลค่าหน่วยลงทุน (Capital gain) และ ส่วนแบ่งกำไรในรูปแบบเงินปันผล (Dividend) ซึ่งเงินปันผลที่ได้จะถูกนำมา Reinvestment ณ วันที่จ่ายปันผล ซึ่งคำนวณได้จาก

$$r_{it} = \ln\left(\frac{NAV_t + D_t}{NAV_{t-1}}\right)$$

โดยที่ r_{it} คือผลตอบแทนรวมของกองทุนรวม ซึ่งจะคำนวณโดยวิธี Log return และ NAV_t คือมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยลงทุน และ D_t คือเงินปันผลจ่ายต่อหน่วยลงทุน

ผลตอบแทนสุทธิ (Net return) คือ ผลตอบแทนขั้นต้น (Gross return) หักด้วยค่าใช้จ่ายต่างๆของกองทุนรวม ประกอบไปด้วย 2 ส่วน โดยส่วนแรกจะเป็น ค่าใช้จ่ายด้านค่าธรรมเนียมการซื้อ (Front-end fee) และค่าธรรมเนียมการขาย (Back-end fee) อีกส่วนที่จะหักออกจาก NAV ของกองทุนนั้น คือ ค่าใช้จ่ายรวมของกองทุนรวม (Total expense ratio)

คือ ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ ค่าสอบบัญชี ค่าประกาศ หนังสือพิมพ์มูลค่าหน่วยลงทุน ค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์ ค่าธรรมเนียมนายทะเบียน ค่าที่ปรึกษา กองทุน ซึ่งค่าใช้จ่ายนี้จะประกาศผ่านหนังสือรายงานประจำปี ซึ่งจะเรียกเก็บเป็นรายปี ซึ่งคำนวณได้จาก

$$r_{it} = \ln\left(\frac{NAV_t + D_t}{NAV_{t-1}}\right) - \frac{Expense\ Ratio}{12}$$

3.3.2 การวัดผลการดำเนินการของกองทุนรวม

ตามหลักการลงทุนที่มีความเสี่ยงอยู่ย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงขึ้น และการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่ต่ำตาม ซึ่งในที่นี้ถ้าสนใจเฉพาะอัตราผลตอบแทนเป็นตัววัดผลการดำเนินงานก็จะเป็นเพียงการมองในด้านเดียว เพื่อให้การวัดผลการดำเนินงานมีประสิทธิภาพมากขึ้น จึงได้นำเอาความเสี่ยงและปัจจัยอื่นๆ มาพิจารณาประกอบด้วย โดยในที่นี้ได้ทำการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ CAPM, Fama and French และ Carhart

3.3.2.1 Capital Asset Pricing Model (Single-factor model)

หลังจากปี 1964 แบบจำลอง CAPM พัฒนาโดย Sharpe (1964) และ Linter (1965) เป็นจุดเริ่มต้นในการกำหนดราคาและผลตอบแทนของสินทรัพย์ ซึ่งอยู่ภายใต้สมมติฐานดังนี้ 1. ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ 2. ไม่มีภาษี 3. เป็นการลงทุนแบบ 1 งวดเวลา 4. นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์จากผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง 5. นักลงทุนมีการคาดการณ์และความเห็นไปในทิศทางเดียวกัน 6. มีดอกเบี่ยปราศจากความเสี่ยงอัตราเดียว 7. นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้อย่างเสรี ซึ่งแบบจำลองนี้เป็นแบบจำลอง ที่ประเมินผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ ภายใต้ความเสี่ยงตลาด (Market factor) เท่านั้น โดยสมการ CAPM คือ

$$(R_{it} - R_{ft})_t = \alpha_i + \beta_1 RMRF_t + \varepsilon_{it}$$

3.3.2.2 Fama and French (1993) (Three-factor model)

ต่อมาในปี 1993 Fama and French (1993) ได้เพิ่มตัวแปร 2 ตัวเข้าไป ในแบบจำลอง CAPM คือ ขนาดของบริษัท Firm size (SMB) และสัดส่วนมูลค่าหุ้นต่อมูลค่าตลาด BE/ME (HML) เนื่องจากจากการศึกษาในช่วงปี 1962-1989 พบว่าแบบจำลอง CAPM ไม่สามารถ อธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ทั้งหมด เนื่องจากยังมีปัจจัยอื่นๆด้วย ที่ส่งผลต่อผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ อีกทั้งตัวแปร 2 ตัวนี้มีความสัมพันธ์กับความสามารถของการทำกำไรของกิจการ และ ส่งผลต่อผลตอบแทนของราคาหุ้น หลังจากนำปัจจัยทั้ง 3 ตัวนี้มาใช้ในการอธิบายผลตอบแทนทำให้ สามารถได้เพิ่มขึ้น ทำให้ได้มี R^2 เพิ่มขึ้นใกล้เคียง 0.9 และสรุปว่าตัวแปร SMB และ HML เป็นตัว แปรที่สำคัญในการอธิบายผลตอบแทน โดยสมการ Three-factor model คือ

$$(R_{it} - R_{ft})_t = \alpha_i + \beta_1 RMRF_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \varepsilon_{it}$$

3.3.2.3 Carhart (1997) (Four-factor model)

ต่อมาในปี 1997 Carhart (1997) ได้พัฒนาแบบจำลอง Three-factor model โดยเพิ่มตัวแปรโมเมนตัมของ Jegadeesh and Titman (1993) เข้าไปในแบบจำลอง เนื่องจากสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในรูปแบบ Time series และ Cross sectional ได้ดีกว่า อีกทั้งช่วยลดปัญหา Pricing error ได้ และสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการได้ Three-factor model

$$(R_{it} - R_{ft})_t = \alpha_i + \beta_1 RMRF_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 PR1YR_t + \varepsilon_{it}$$

โดยในงานศึกษาวิจัยนี้จะใช้การวัดผลการดำเนินการของกองทุนรวม 3 วิธี นี้ตามงานวิจัยก่อนหน้าคือของ Sharp (1994) and Lintner (1995) และ Carhart (1997)

$$(R_{it} - R_{ft})_t = \alpha_i + \beta_1 RMRF_t + \varepsilon_{it} \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

$$(R_{it} - R_{ft})_t = \alpha_i + \beta_1 RMRF_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \varepsilon_{it} \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (2)$$

$$(R_{it} - R_{ft})_t = \alpha_i + \beta_1 RMRF_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 PR1YR_t + \varepsilon_{it} \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3)$$

ในขณะที่ R_{it} คือ ผลตอบแทนของพอร์ตกองทุนรวม R_{ft} คือ อัตราดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยง $RMRF_t$ คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยงคำนวณได้จาก ผลตอบแทนรวมของตลาด (SET total return) ลบกับอัตราดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) SMB_t คือ ผลตอบแทนหุ้นที่มีขนาดเล็กลบกับหุ้นที่มีขนาดใหญ่ (Small minus big) แบบถ่วงน้ำหนัก HML_t คือ ผลตอบแทนของหุ้นที่มี High BE/ME ลบกับ Low BE/ME แบบถ่วงน้ำหนัก $PR1YR_t$ คือ ผลตอบแทนของซื้อหุ้นที่ชนะ (Winner) กับ ซอร์ตหุ้นที่แพ้ (Loser) แบบถ่วงน้ำหนัก α_i คือ ผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal return) β_1 คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวมแสดงถึงความเสี่ยงของ Market risk β_2 ค่าความเสี่ยงของ Size risk β_3 คือ ค่าความเสี่ยงของ Value risk β_4 คือ ค่าความเสี่ยงของ Momentum risk

3.3.3 วิธีการจัดพอร์ตหุ้นในคำนวณ 3-factor Model และ 4-factor Model

ซึ่งจะทำตามงานวิจัยของ วิธี Fama and French (1993) และ Carhart (1997)

1. คำนวณหา SMB (Small Medium Big) จะแบ่งตามขนาดของหุ้นใน โดยเรียงลำดับเป็น 3 ส่วน ส่วน 30% แรกที่มี Market capitalization (Market price x Shares) น้อยที่สุด จะจัดอยู่ในกลุ่ม Small (S) หุ้นขนาดเล็ก ส่วนที่สอง 40 % มี Market capitalization ปานกลางจะอยู่ในกลุ่ม Medium (M) หุ้นขนาดปานกลางส่วนที่สาม 30 % มี Market capitalization สูงที่สุดจะอยู่ในกลุ่ม Big (B) หุ้นขนาดใหญ่

2. คำนวณหา HML (High Medium Low) โดยใช้ BE/ME ของปลายปีปฏิทินที่แล้ว t-1 (last fiscal year end in t-1) โดยเรียงลำดับหลักทรัพย์ตามอัตราส่วนมูลค่าหลักทรัพย์ตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BE/ME) ของแต่ละหุ้นใน SET ทั้งหมด แต่ละช่วงเวลาโดยแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 3 ส่วน ส่วนแรก 30% ที่ต่ำที่สุดเป็น ประเภทหุ้นที่มี BE/ME ต่ำ จะอยู่ในกลุ่ม Low (L) ส่วนที่สอง 40 % ประเภทหุ้นที่มี (BE/ME) ระดับกลางจะจัดอยู่ในกลุ่ม Medium (M) และส่วนที่สาม 30% ที่สูงที่สุด เป็นประเภทหุ้นที่มี (BE/ME) ระดับสูงจะจัดอยู่ในกลุ่ม High (H)

3. คำนวณหา WNL (Winner Neutral Loser) จะแบ่งตาม โดยเรียงลำดับหลักทรัพย์ผลตอบแทนของหุ้นใน ใน SET ทั้งหมดตามผลตอบแทนแบบสะสม 11 เดือนย้อนหลัง lag 1 เดือน (eleven-month returns lagged one month) แต่ละช่วงเวลาโดยแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น โดยเรียงแบบ 3 ส่วน ส่วนแรก 30% เป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดเป็นกลุ่มผู้แพ้ Loser (L) ส่วนที่สอง 40 % เป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนปานกลาง Neutral (N) และส่วนที่สาม 30 % เป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดเป็นกลุ่มผู้ชนะ Winner (W)

4. จัดกลุ่มหลักทรัพย์ข้างต้นออกเป็น 10 พอร์ตกลุ่มหลักทรัพย์โดยจะจัดพอร์ตแบบ ดังนี้ Three factor (SMB and HML) จับระหว่าง Size กับ HML ได้ 6 พอร์ต ได้แก่ S/H,S/M,S/L,B/H,B/M,B/L (L คือ Low BE/ME) และ Four factor (PR1YR) คือเพิ่มในส่วน Size กับ Winner Loser อีก 4 พอร์ตได้แก่ S/W,S/L,B/W,B/L (L คือ Loser)

5. คำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายเดือนแบบ Log return ของ SMB, HML และ PR1YR จะคำนวณแบบถ่วงน้ำหนัก (Value-weighted) และไม่ใช้เงินทุนในการซื้อขาย (Zero-investment)

6. งานวิจัยนี้จะทำการปรับพอร์ตในการคำนวณ SMB, HML และ PR1YR ทุกๆ 1 เดือน เนื่องจาก PR1YR เป็นเหตุการณ์เกิดในระยะสั้นเท่านั้นและเป็นความถี่ที่สูงที่สุด

ซึ่งในการจัดพอร์ตจะไม่นำบริษัทที่มี BE/ME ที่ติดลบมาคิด รวมไปถึงกองทุนต่างๆ ทั้งที่เป็นกองทุนปิด กองทุน ETF และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ Property Fund (REITs) ซึ่งสามารถจัดพอร์ตได้ตามตารางนี้

ตารางที่ 3.4 แสดงถึงการจัดพอร์ต SMB HML และ PR1YR

		Book to Market Equity (HML)			Momentum Stock Return (PR1YR)		
		Low (L)	Medium(M)	High (H)	Loser (L)	Neutral (N)	Winner (W)
		30%	40%	30%	30%	40%	30%
Size (Market Cap.)	Small (S) 30%	S/L	S/M	S/H	S/L	S/N	S/W
	Medium (M)40%	M/L	M/M	M/H	M/L	M/N	M/W
	Big (B) 30%	B/L	B/M	B/H	B/L	B/N	B/W

โดยที่ SMB คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยทั่วไปแบบถ่วงน้ำหนัก (Value-weighted) ของผลตอบแทนหุ้นที่มีขนาดเล็ก ลบกับ ผลตอบแทนหุ้นที่มีขนาดใหญ่ (Small minus big) ซึ่งคำนวณได้จาก

$$SMB = \frac{1}{3}(Small\ Low + Small\ Medium + Small\ High) - \frac{1}{3}(Big\ Low + Big\ Medium + Big\ High)$$

โดยที่ HML คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยทั่วไปแบบถ่วงน้ำหนักของผลตอบแทนของหุ้นที่มี BE/ME สูง ลบกับ ผลตอบแทนของหุ้นที่มี BE/ME ต่ำ ซึ่งคำนวณได้จาก

$$HML = \frac{1}{2}(Small\ High + Big\ High) - \frac{1}{2}(Small\ Low + Big\ Low)$$

โดยที่ PR1YR คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยทั่วไปแบบถ่วงน้ำหนัก ของการซื้อหุ้นที่ชนะ (Winner) กับชอร์ตหุ้นที่แพ้ (Loser) ซึ่งคำนวณได้จาก

$$PR1YR = \frac{1}{2}(Small\ Winner + Big\ Winner) - \frac{1}{2}(Small\ Loser + Big\ Loser)$$

3.3.4 ทำการทดสอบดูปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January effect)

จากงานวิจัยของ Roll and Keim (1983) ที่เดือนมกราคมมักจะให้ผลตอบแทนมากกว่าเดือนอื่นๆ ซึ่งจะใช้วิธีการ Run multiple regression โดยใช้ Dummy variable คือ 1 เป็นเดือนมกราคม และ 0 คือเดือนอื่นๆ และดูค่าผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha α) ของเดือน มกราคม (January) และที่ไม่ใช่เดือนมกราคม (Non January) ว่ามีค่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้วิธี CAPM, Fama French และ Carhart

$$(R_{it} - R_{ft})_t = \alpha_i + \beta_1 RMRF_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 PR1YR_t + \gamma D_{Jan} + \varepsilon_{it}$$

3.3.5 ทดสอบความสม่ำเสมอของการดำเนินงานของกองทุนรวม

ทำตามวิธี Carhart (1997) โดยทำการจัดพอร์ตกองทุนรวมโดยใช้เป็น 5 พอร์ตแบบเท่าๆกัน Quintile 1-5 (Equal weight portfolio) โดยเรียงอัตราผลตอบแทนในอดีต 1 ปี (lagged one-year return) โดย Quintile ที่ 1 เป็นพอร์ตที่ให้ผลตอบแทนในอดีต 1 ปีสูงที่สุด (Highest past one-year return) และ Quintile 5 เป็นพอร์ตที่ให้ผลตอบแทนในอดีตต่ำที่สุด

(Lowest past one-year return) โดยใช้วิธี Carhart และทำการปรับ Port ทุกๆ 1 ปี รวมไปถึง แล้ว ทำการจัดพอร์ตแล้วดูผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกอีก 5 ปี โดยดูว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุกสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้สม่ำเสมอหรือไม่

3.3.6 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยแบ่งตามลักษณะเจ้าของ

นอกจากนี้ยังมีประเด็นสำคัญเพิ่มเติมให้ศึกษา คือทำการทดสอบดูผลการดำเนินงานแบ่งตามโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure) ระหว่างคนไทยและคนต่างประเทศว่าจะสามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ต่างกันหรือไม่ซึ่งแบ่งเป็น Thai related fund และ Foreign related fund โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่ง ตามสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นถ้าสัญชาติไทยถือหุ้นสูงกว่า 50% จะจัดเป็น Thai related fund นอกจากนั้นเป็น Foreign related fund โดยใช้วิธี CAPM, Fama French และ Carhart และทำให้แบ่งได้เป็นข้อมูลได้เป็น

ตารางที่ 3.5 แสดงถึงกองทุนรวมที่มีเจ้าของเป็นคนไทย

Company	Ownership Structure
Asset Plus Fund Management Co., Ltd.	Thai
BBL Asset Management Co., Ltd.	Thai
Kasikorn Asset Management Co. Ltd	Thai
Krungthai Asset Management PLC	Thai
Land and Houses Fund Management Co.,LTD	Thai
MFC Asset Management PLC	Thai
One Asset Management Ltd	Thai
SCB Asset Management Co., Ltd.	Thai
Thanachart Fund Management Co., Ltd.	Thai
TISCO Asset Management Co., Ltd.	Thai

ตารางที่ 3.6 แสดงถึงกองทุนรวมที่มีเจ้าของเป็นคนต่างชาติ

Company	Ownership Structure
Aberdeen Asset Management Ltd (Thailand)	Foreign
CIMB-Principal Asset Management Co., Ltd	Foreign
Krungsri Asset Management Co., Ltd.	Foreign
Manulife Asset Management (Thailand)	Foreign
Phatra Asset Management Co., Ltd.	Foreign
Phillip Asset Management Co., Ltd.	Foreign
UOB Asset Management (Thailand) Co., Ltd	Foreign

3.3.7 สมมติของงานวิจัย

สมมติฐานที่ 1: กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดไม่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

$$\text{Null Hypothesis: } \mu_{\alpha_i} = 0$$

$$\text{Alternative Hypothesis: } \mu_{\alpha_i} \neq 0$$

คำนิยาม : ผลตอบแทนส่วนเกิน Alpha (α) ถ้า $\alpha < 0$ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการเลือกลงทุน (Stock-picking skills) และจับช่วงจังหวะตลาด (Market timing) ที่จะให้ผลตอบแทนเท่ากับนักลงทุนต้องการ
ถ้า $\alpha = 0$ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกลงทุนและจับช่วงจังหวะตลาดได้เท่ากับผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ

ถ้า $\alpha > 0$ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกลงทุนและจับช่วงจังหวะตลาด ซึ่งทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ

สมมติฐานที่ 2: กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related fund) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้เท่ากับกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่ไม่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund) ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย

$$\text{Null Hypothesis: } \mu_{\alpha \text{Bank Related}} = \mu_{\alpha \text{Non-Bank Related}}$$

$$\text{Alternative Hypothesis: } \mu_{\alpha \text{Bank Related}} \neq \mu_{\alpha \text{Non-Bank Related}}$$

โดยใช้วิธี Independent Sample t-test เพื่อทดสอบว่าค่าเฉลี่ยจากกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มที่อิสระจากกันมีความแตกต่างกันภายใต้ข้อสมมติที่มีความแปรปรวนเท่ากัน มีสมมติฐาน ดังนี้

$$\text{Null Hypothesis: } \sigma^2_{\text{Bank Related}} = \sigma^2_{\text{Non-Bank Related}}$$

$$\text{Alternative Hypothesis: } \sigma^2_{\text{Bank Related}} \neq \sigma^2_{\text{Non-Bank Related}}$$

สมมติฐานที่ 3: กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินในเดือนมกราคมได้เท่ากับเดือนอื่นๆที่ไม่ใช่เดือนมกราคม

$$\text{Null Hypothesis: } \mu_{\alpha \text{Jan}} = \mu_{\alpha \text{Non-Jan}}$$

$$\text{Alternative Hypothesis: } \mu_{\alpha \text{Jan}} \neq \mu_{\alpha \text{Non-Jan}}$$

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในส่วนนี้จะอธิบายแบ่งเป็น 7 ส่วนซึ่งได้แก่ เริ่มจาก 4.1 สรุปข้อมูลตัวแปรและสถิติที่ใช้ในการศึกษาและทำการ 4.2 ทดสอบ Pairwise correlation ของ Risk factor เพื่อดูว่าเป็นตัวแปรที่ดีในการทดสอบหรือไม่ ต่อจากนั้นทำการ 4.3 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกโดยวิธี CAPM, Fama and French และ Carhart และแบ่งพอร์ตกองทุนรวมตาม Bank related fund และ Non-bank related fund ส่วนต่อมาทำการ 4.4 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกแบบแบ่งช่วงการศึกษาตามช่วงระยะเวลาก่อนวิกฤตซับไพร์ม ระหว่างวิกฤตซับไพร์มและหลังเกิดวิกฤตซับไพร์ม นอกจากนี้ทำการ 4.5 ทดสอบผลการดำเนินงานของพอร์ตกองทุนรวมเชิงรุกจัดกลุ่มตามผลการดำเนินงานในอดีตย้อนหลัง 1 ปีซึ่งแบ่งออกเป็น 5 พอร์ตกองทุนรวมเท่ากันๆ เพื่อดูความสัมพันธ์ของกองทุนรวม อีกทั้งยังมีประเด็นเพิ่มเติมคือ 4.6 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกแบบแบ่งตามลักษณะเจ้าของซึ่งแบ่งเป็น Thai related fund และ Foreign related fund และสุดท้าย 4.7 ทดสอบดูปรากฏการณ์ January effect ว่ายังคงเหลือหรือไม่ในปัจจุบัน

4.1 สรุปข้อมูลตัวแปรและสถิติที่ใช้ในการศึกษา

เราเริ่มจากสรุปข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาภาพรวมของของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่ตั้งตั้งแต่ ช่วงมกราคม พ.ศ. 2547 ถึง ธันวาคม 2558 รายเดือนแบบถ่วงเฉลี่ย (Equal-weight) ซึ่งแสดงอยู่ใน Panel A พบว่ามีจำนวนกองทุนที่ศึกษาทั้งหมด 135 กองทุนโดยเฉลี่ยแล้วสามารถสร้างผลตอบแทนได้ 0.8588 % ต่อเดือนและมีค่าใช้จ่ายรวมเฉลี่ย 0.1431% ต่อเดือน อีกทั้งพบว่ากองทุน Non-bank related fund ให้ผลตอบแทนรวมได้ดีกว่า Bank related fund ได้ดีกว่า 0.0293% ต่อเดือน นอกจากนี้ยังพบว่า Non-bank related fund มีค่าใช้จ่ายรวมต่อเดือนรวม และขนาดมูลค่าสินทรัพย์เฉลี่ยต่ำกว่า Bank related fund อีกทั้งพบว่า Thai related fund สามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่า Foreign related fund 0.0193% ต่อเดือน รวมไปถึงมีค่าใช้จ่ายรวมที่ต่ำกว่าและมีขนาดมูลค่าสินทรัพย์เฉลี่ยที่สูงกว่า

ตารางที่ 4.1.1 สรุปข้อมูลของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุก ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel A : สรุปข้อมูลเชิงสถิติของกองทุนรวมเชิงรุก					
กองทุนรวมตราสารทุน	จำนวน กองทุน (กองทุน)	ผลตอบแทนรวม (% ต่อเดือน)	ค่าใช้จ่ายรวม (% ต่อเดือน)	อายุ (ปี)	มูลค่าสินทรัพย์ สุทธิเฉลี่ย (ล้านบาท)
All funds	135	0.8588	0.1431	13	993,957,076
Bank related funds	90	0.8478	0.1477	13	1,157,326,257
Non-bank related funds	45	0.8771	0.1349	14	659,792,842
Thai related funds	100	0.8606	0.1385	13	1,021,913,102
Foreign related funds	35	0.8413	0.1588	13	887,641,073

ตารางที่ 4.1.2 สรุปสถิติพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel B : สรุปข้อมูลเชิงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา					
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	Mean	SD	Median (% ต่อเดือน)	Min	Max
SET total return (SET TRI)	0.6869	6.1200	1.6373	-35.8000	14.5700
Risk free rate (RF)	0.2048	0.0900	0.2054	0.0800	0.4100
RMRF	0.4821	6.1328	1.4156	-36.0972	14.4966
SMB	2.6563	6.9144	1.5645	-10.6397	39.2968
HML	1.3373	7.8641	1.4154	-26.8854	53.3195
PR1YR	-0.1631	7.0937	0.6772	-41.1293	17.3326

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)	Mean	SD	Median	Min	Max
	(% ต่อเดือน)				
Bank funds gross return	0.6430	5.5648	1.4369	-26.2030	12.5883
Non-bank funds gross return	0.6723	5.5287	1.4920	-24.9350	13.5242
Thai funds gross return	0.6558	5.6653	1.4479	-25.9241	13.3401
Foreign funds gross return	0.6365	5.1957	0.9624	-25.1587	11.9892
Full funds net return	0.5109	5.5419	1.3491	-25.8824	12.7908
Bank funds net return	0.4953	5.5647	1.2931	-26.3523	12.4391
Non-bank funds net return	0.5374	5.5277	1.3643	-25.0639	13.3868
Thai funds net return	0.5173	5.6650	1.3119	-26.0574	13.2018
Foreign funds net return	0.4776	5.1953	0.8089	-25.3219	11.8258
Expense ratio Full fund	0.1431	0.0026	0.1433	0.1358	0.1507
Expense ratio Bank fund	0.1477	0.0026	0.1486	0.1438	0.1517
Expense ratio Non-bank fund	0.1349	0.0109	0.1362	0.1205	0.1490
Expense ratio Thai fund	0.1385	0.0066	0.1362	0.1319	0.1480
Expense ratio Foreign fund	0.1588	0.0062	0.1614	0.1490	0.1656

โดยที่ SET TRI คือผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์, RF คือผลตอบแทนดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยงของ
 ตัวเงินคลัง 1 เดือน RMRF คือผลตอบแทนของ SET TRI ลบกับ RF ส่วน SMB,HML และ PR1YR คือ
 ผลตอบแทนพอร์ตของกลุ่มหลักทรัพย์ของ Size factor, Value factor และ Momentum factor ส่วน Gross
 return คือ ผลตอบแทนของพอร์ตกองทุนรวมลบกับดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยง Net return คือ Gross
 return ลบกับค่าใช้จ่ายรวมของกองทุนรวม (Expense ratio)

ส่วน Panel B แสดงถึงข้อมูลเชิงพรรณนาที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2547 ถึง ธันวาคม พ.ศ.2558 รายเดือนโดยมีข้อมูลศึกษาทั้งหมด 144 เดือน ซึ่งประกอบไปด้วย Set total return, Risk free rate, Risk factor, Fund gross return, Fund net return และ Expense ratio ตามลำดับ ซึ่งจากตารางพบว่า ภาพรวมตลาดหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ย 0.6869% ต่อเดือนหรือ 8.2428% ต่อปี และจะเห็นได้ส่วนใหญ่ค่า Mean กับค่า Median มีค่าแตกต่างกันมาก เนื่องจากข้อมูลมีความกระจายตัวของข้อมูลค่อนข้างมากโดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน Standard Deviation (SD) 5% - 8 % ยกเว้นในส่วนของ Risk free rate และ Expense ratio ที่มีความผันผวนค่อนข้างน้อย และจาก Risk factor จะเห็นได้ว่าพอร์ตของ SMB และ HML สามารถสร้างผลตอบแทนได้จะเห็นได้ว่ามีค่าเท่ากับ 2.6563% และ 1.3373% ต่อเดือน แสดงให้เห็นว่ากลยุทธ์ Size factor และ Value factor สามารถสร้างผลตอบแทนได้ แต่ในขณะนี้ พอร์ตของ PR1YR ให้ผลตอบแทน -0.1631% แสดงให้เห็นถึงการใช้ Momentum factor จะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนได้ เนื่องจากเป็นกลยุทธ์ที่สามารถสร้างผลตอบแทนได้ในระยะสั้นเท่านั้น อีกทั้งพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกสามารถสร้าง Gross return และ Net return ได้เท่ากับ 0.6540% และ 0.5109% ต่อเดือนตามลำดับ

นอกจากนี้ยังพบว่า Non-bank related fund สามารถให้ผลตอบแทนของ Gross return และ Net return ได้มากกว่า Bank related fund เท่ากับ 0.0293% และ 0.0421% ตามลำดับ อีกทั้งพบว่า Non-bank related fund มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า Bank related fund โดยมี SD ต่ำกว่า 0.036%-0.037% ต่อเดือน

ส่วน Thai related fund และ Foreign related fund พบว่า Thai related fund สามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าและมีความเสี่ยงที่สูงกว่า Foreign related fund โดยมี Gross return และ Net return สูงกว่าเท่ากับ 0.0193 % และ 0.0397% ตามลำดับ และมี SD ที่สูงกว่าเท่ากับ 0.46%-0.47%

4.2 ทดสอบ Pairwise correlation ของ Risk factor

จากตารางที่ 4.2 จากการทดสอบ Pairwise correlation เพื่อดูความสัมพันธ์ของตัวแปรของ 4 factor ที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้พบว่าตัวแปรเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันเองต่ำ ทำให้ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองของข้อมูล และเป็นตัวแปรที่ดีที่สุดที่ใช้ในการทดสอบ อีกทั้งพบว่าถ้ามาดูความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปร พบว่า RMRF มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ SMB และ PR1YR อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าถ้า RMRF เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ SMB ลดลง 0.2134 หน่วยและ

ตารางที่ 4.2 Pairwise-Correlation ของ Risk factor

Factor	Pairwise-Correlation			
	RMRF	SMB	HML	PR1YR
RMRF	1.0000			
SMB	-0.2134**	1.0000		
HML	0.0223	0.2106**	1.0000	
PR1YR	-0.1681**	-0.1156	-0.2057**	1.0000

***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

PR1YR ลดลง 0.1681 เนื่องจากถ้าส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาดเพิ่มขึ้น จะทำให้ผลตอบแทนของหุ้นขนาดเล็กและหุ้นที่มีผลตอบแทนในขยับลดลง รวมไปถึง HML ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ PR1YR อย่างมีนัยสำคัญเนื่องจากผลตอบแทนของ หุ้น Value stock ส่วนใหญ่เป็นหุ้นที่ให้ผลตอบแทนค่อนข้างสม่ำเสมอ ราคาไม่ค่อยไม่เคลื่อนไหวรุนแรง และมีความผันผวนน้อยกว่า ทำให้กลยุทธ์ PR1YR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ HML อีกทั้งพบว่า SMB มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับ HML อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า 2 กลยุทธ์นี้ยังสามารถทำผลตอบแทนในตลาดได้อยู่ กล่าวคือถ้า SMB เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ HML ขยับเพิ่มขึ้น 0.2106 ในทิศทางเดียวกัน

4.3 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก

ตารางที่ 4.3.1-4.3.2 แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุก ภาพรวมพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนสามารถผลตอบแทนส่วนเกินได้ก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญโดยให้ผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha α) ก่อนหักค่าใช้จ่ายเท่ากับ 0.19% - 0.23% ต่อเดือน (2.28%-2.76% ต่อปี) อย่างมีนัยสำคัญและผลตอบแทนส่วนเกินหลังหักค่าใช้จ่ายเท่ากับ 0.04% - 0.08% ต่อเดือน (0.48% - 0.96% ต่อปี) แต่ไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งให้ผลศึกษาเป็นไปตามผลวิจัยที่ศึกษาในประเทศไทย รัตนสิมานนท์(2553) และ ทิพย์พาณิชย์ (2553) แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยต่างประเทศ Carhart (1997) และ Wermer (2000) แสดงว่าผู้จัดการกองทุนตราสารทุนเชิงรุกในประเทศไทยสามารถใช้ความสามารถที่มีอยู่ในการเลือกลงทุน (Stock Selectivity) และใช้ความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด (Market timing) ได้ อีกทั้งพบว่าตัวแปรที่นำมาใช้ศึกษา ทั้ง RMRF, SMB, HML และ PR1YR เป็นตัวแปรที่มีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลตอบแทนของพอร์ตกองทุนรวมซึ่งให้ผลไปในทิศทางเดียวกัน ยกเว้นตัวแปร HML ที่ให้ผลในทางตรงข้าม และสามารถให้ R-sq สูงถึง 97 % นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกภายใต้กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related funds :BR) และกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกตราสารทุนเชิงรุกที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund :NBR) พบว่าในภาพรวม BR สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ต่ำกว่า NBR ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย พบว่า NBR สามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่า BR โดยให้ผลตอบแทนส่วนเกินดีกว่า 0.02% - 0.04% ต่อเดือน (0.24% - 0.48% ต่อปี) ก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งถ้าหลังหักค่าใช้จ่ายพบว่า NBR สามารถ สร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ดีกว่า BR โดยให้ผลตอบแทนส่วนเกินดีกว่า 0.03% - 0.04% ต่อเดือน (0.36% - 0.48% ต่อปี) แต่ไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งให้ผลเป็นไปตามงานวิจัยศึกษาของต่างประเทศ Hao and Yan (2012) และ Frye (2001) แต่ขัดกับงานวิจัยศึกษาในประเทศไทย ทิพย์พาณิชย์ (2553) เนื่องจาก NBR มีค่าใช้จ่ายรวมต่ำกว่า BR รวมไปถึง NBR มีขนาดของกองทุนเล็กกว่า BR ทำให้สามารถเลือกลงทุน โดยการกระจายตัวได้คล่องตัวกว่า และมาจากช่วงเวลาศึกษาที่แตกต่างกัน

ตารางที่ 4.3.1 แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมก่อนหักค่าใช้จ่าย ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel A : Gross excess return	CAPM			Fama and French					Carhart					
	Portfolio	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR
Full funds	0.0023***	0.8885***	0.9667	0.0020**	0.8953***	0.0244*	-0.0304***	0.9689	0.0019**	0.9011***	0.0277**	-0.0262**	0.0266**	0.9699
	(2.66)	(64.21)		(2.21)	(64.76)	(1.95)	(-2.82)		(2.10)	(64.89)	(2.22)	(-2.43)	(2.22)	
Bank related funds	0.0021**	0.8914***	0.9652	0.0020**	0.8974***	0.0211	-0.0304***	0.9672	0.0018**	0.9048***	0.0252**	-0.0250**	0.0340***	0.9689
	(2.45)	(62.73)		(2.11)	(62.95)	(1.63)	(-2.73)		(1.98)	(63.80)	(1.98)	(-2.26)	(2.78)	
Non-bank related funds	0.0025***	0.8835***	0.9606	0.0020**	0.8918***	0.0306**	-0.0314***	0.9632	0.0020**	0.8946***	0.0322**	-0.0294**	0.0126	0.9635
	(2.67)	(58.81)		(2.09)	(59.48)	(2.25)	(-2.69)		(2.02)	(58.57)	(2.35)	(-2.47)	(0.96)	

โดยที่ Gross excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง, Alpha คือผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนเบี่ยงเบนความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

ตารางที่ 4.3.2 แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหลังหักค่าใช้จ่าย ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel B : Net excess return														
Portfolio	CAPM			Fama and French					Carhart					
	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
Full funds	0.0008	0.8885***	0.9667	0.0006	0.8952***	0.0244*	-0.0303***	0.9689	0.0004	0.9010***	0.0276**	-0.0261**	0.0265**	0.9699
	(0.97)	(64.20)		(0.62)	(64.74)	(1.94)	(-2.81)		(0.48)	(64.87)	(2.42)	(-3.98)	(2.21)	
Bank related funds	0.0007	0.8914***	0.9652	0.0005	0.8974***	0.0210	-0.0303***	0.9672	0.0003	0.9048***	0.0252**	-0.0249**	0.0340***	0.9689
	(0.75)	(62.74)		(0.51)	(62.96)	(1.63)	(-2.73)		(0.34)	(63.81)	(1.98)	(-2.26)	(2.78)	
Non-bank related funds	0.0011	0.8834***	0.9606	0.0007	0.8916***	0.0305**	-0.0311***	0.9632	0.0006	0.8944***	0.0320**	-0.0292**	0.0125	0.9634
	(1.21)	(58.81)		(0.70)	(59.45)	(2.24)	(-2.66)		(0.64)	(58.53)	(2.34)	(-2.45)	(0.95)	

โดยที่ Net excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงและค่าใช้จ่ายของกองทุนรวม, Alpha คือผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนแยกความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือ ผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

นอกจากนี้พบว่า BR มีความเสี่ยง Systematic Risk (Beta) สูงกว่า NBR แสดงให้เห็นถึง BR มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของตลาดมากกว่า NBR สำหรับ Unsystematic Risk พบว่า NBR มีค่า Coefficient ของ SMB สูงกว่า BR แสดงถึง NBR มีการใช้กลยุทธ์ Size factor ในการลงทุนได้ดีกว่า BR อีกทั้งพบว่า NBR มีค่า Coefficient HML สูงกว่า BR แสดงถึง NBR มีการใช้กลยุทธ์การลงทุน Value factor ได้ดีกว่า BR มากกว่านี้ยังพบว่า BR มีค่า Coefficient PR1YR สูงกว่า NBR อย่างมีนัยสำคัญแสดงถึง BR มีการใช้กลยุทธ์ Momentum factor ในการลงทุนได้ดีกว่า NBR ในขณะที่ไม่พบกลยุทธ์ Momentum factor ใน NBR

อีกทั้งยังได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยแบ่งตามช่วงระยะเวลาศึกษาตาม Sekmen and Hatipoglu (2015) และ Hengchao and Hamid (2010) เพื่อทดสอบดูว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุก ในแต่ละช่วงเวลามีผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่

4.4 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก แบ่งช่วงการศึกษาตามช่วงระยะเวลา

จากตาราง 4.4.1 แสดงให้เห็นว่าช่วงวิกฤตซับไพร์มผลตอบแทนรวมของตลาดเฉลี่ยต่อเดือนต่ำมากเท่ากับ 0.2440 % ต่อเดือน และช่วงวิกฤตซับไพร์ม ให้ผลตอบแทนติดลบถึง -1.3784 % ต่อเดือนและหลังจากนั้นตลาดปรับตัวดีขึ้นเรื่อยๆ ให้ผลตอบแทนกลับมาสูงถึง 1.5076% ในขณะที่พบว่าอัตราดอกเบี้ยปราศจากความเสี่ยงมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ อีกทั้งพบว่าจากกลยุทธ์ Size factor, Value factor และ Momentum factor สามารถสร้างผลตอบแทนได้ตลอดตามระยะช่วงเวลาที่ศึกษา ยกเว้นช่วงก่อนวิกฤตซับไพร์มที่ Momentum factor ให้ผลที่ติดลบ 1.0381% ต่อเดือน นอกจากนี้พบว่าช่วงก่อนและระหว่างวิกฤตซับไพร์มกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related funds :BR) สามารถให้ผลตอบแทนได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกตราสารทุนเชิงรุกที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund :NBR) เท่ากับ 0.0241% ต่อเดือน และ 0.1833% ต่อเดือนตามลำดับ แต่ถ้าหลังวิกฤตซับไพร์มกลับพบว่า NBR กลับให้ผลตอบแทนได้มากกว่า BR ถึง 0.1178% ต่อเดือน มากกว่านี้ความเสี่ยงของพอร์ตกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกพบว่า ช่วงก่อนและระหว่างวิกฤตซับไพร์ม BR มี Standard deviation ที่สูงกว่า NBR แต่ถ้าหลังวิกฤตซับไพร์มกลับพบว่า NBR มีความเสี่ยง (SD) สูงกว่า BR

ตาราง 4.4.1 สรุปสถิติพรรณนาของตัวแปร แบ่งตามช่วงระยะเวลาวิกฤตซัพไพร้มตามงานวิจัย ได้แก่ Pre-crisis ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 – พฤษภาคม พ.ศ. 2550, During-crisis ตั้งแต่ มิถุนายน พ.ศ. 2550 – เมษายน พ.ศ. 2552 และ Post-crisis ตั้งแต่ พฤษภาคม พ.ศ.2552 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	Pre-Crisis	During-Crisis	Post-Crisis
SET total return	0.2440	-1.3784	1.5076
Risk free rate	0.2436	0.2374	0.1755
RMRF	0.0003	-1.6158	1.3321
SMB	2.9638	1.9252	2.7089
HML	3.3776	0.8254	0.4388
PR1YR	-1.0381	0.5574	0.0782
Full funds excess return	0.1109	-0.8237	1.3572
Bank funds excess return	0.1195	-0.7568	1.3137
Non-bank funds excess return	0.0954	-0.9401	1.4315
Full funds Standard deviation	4.1855	8.8965	4.8374
Bank funds Standard deviation	4.1987	9.0046	4.8352
Non-bank funds Standard deviation	4.1819	8.7280	4.8731

ตาราง 4.4.2 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก ของ Full funds แบ่งตามช่วง
ระยะเวลาวิกฤตซับไพร์ม

Full funds excess return	CAPM			Carhart					
	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
Pre-crisis	0.0011 (1.15)	0.9244*** (42.56)	0.9789	0.0011 (1.13)	0.9227*** (44.54)	0.0300** (2.26)	-0.0240** (-2.45)	0.0071 (0.64)	0.9824
During-crisis	0.0052 (1.63)	0.8327*** (27.15)	0.9723	0.0077** (2.50)	0.8406*** (14.34)	-0.0554 (-0.49)	-0.1833*** (-3.07)	0.0345 (0.64)	0.9849
Post-crisis	0.0009 (0.84)	0.9534*** (47.34)	0.9664	0.0004 (0.37)	0.9572*** (47.26)	0.0147 (0.90)	-0.0053 (-0.30)	0.0243 (1.45)	0.9678

โดยที่ Excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง, Alpha คือผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนแยกความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

จากตาราง 4.4.2-4.4.4 พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุก (Active fund) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้โดยให้ ค่า Alpha เป็นบวกได้ทุกช่วงระยะเวลาการศึกษาแต่ไม่มีนัยสำคัญยกเว้นช่วงระหว่างเกิดวิกฤตซับไพร์ม โดยให้ผลตอบแทนส่วนเกิน เท่ากับ 0.11%, 0.52%-0.77% และ 0.04%-0.09% ต่อเดือนตามลำดับ ก่อน ระหว่าง และหลังวิกฤตซับไพร์ม นอกจากนี้พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related funds :BR) สามารถให้ผลตอบแทนส่วนเกินได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกตราสารทุนเชิงรุกที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund :NBR) ในช่วงก่อน วิกฤตซับไพร์ม 0.02 % ต่อเดือนแต่ไม่มีนัยสำคัญ และในช่วงระหว่างวิกฤตซับไพร์ม 0.18% ต่อเดือนอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งพบว่าช่วงหลังวิกฤตซับไพร์ม NBR สามารถให้ผลตอบแทนส่วนเกินได้มากกว่า BR 0.07%-0.11% ต่อเดือน แต่ไม่มีนัยสำคัญ อีกทั้งยังพบว่าช่วงก่อนวิกฤตซับไพร์ม BR มีความเสี่ยง Systematic risk สูงกว่า NBR มากกว่านี้พบว่า BR มีการใช้กลยุทธ์การลงทุน Size factor และ Value factor ได้ดีกว่า NBR สำหรับช่วงระหว่างวิกฤตซับไพร์มพบว่า BR มีความเสี่ยง Systematic risk สูงกว่า NBR มากกว่านี้พบว่า NBR มีการใช้กลยุทธ์การลงทุน Value factor ได้ดีกว่า BR

นอกจากนี้ได้ทำการทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกเพื่อทดสอบดูผลการดำเนินงานสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน

4.5 ทดสอบผลการดำเนินงานของพอร์ตกองทุนรวมเชิงรุกจัดกลุ่มตามผลการดำเนินงานในอดีตย้อนหลัง 1 ปี

จากตารางที่ 4.5.1-4.5.2 ได้ทำการจัดพอร์ตการลงทุน รวมตราสารทุนเชิงรุกโดยทำการจัดพอร์ตกองทุนรวมตาม Carhart (1997) และ Hendricks, Patel และ Zeckhauser (1993) โดยใช้จัดพอร์ตกองทุนรวมเป็น 5 Quintile เท่าๆกัน โดยแบ่งตามผลตอบแทนย้อนหลัง 1 ปี (Lagged one-year return) โดยกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่มีผลตอบแทนย้อนหลัง 1 ปีสูงสุดจะอยู่ใน Quintile ที่ 1 และ ต่ำที่สุดจะอยู่ Quintile ที่ 5 โดยทำการปรับพอร์ตทุกๆ 1 ปี ซึ่งจากผลวิจัยพบว่า ภาพรวมผลการดำเนินการของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุก ทั้ง 5 Quintile สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha α) ได้อย่างมีนัยสำคัญก่อนหักค่าใช้จ่าย แต่ถ้าหลังจากหักค่าใช้จ่ายพบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้แต่ไม่มีนัยสำคัญ อีกทั้งพบว่า พอร์ตที่ผลการดำเนินงานในอดีตดีที่สุด Quintile 1 สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ดีกว่า พอร์ตที่ผลการดำเนินงานในอดีตต่ำที่สุด Quintile 5 อยู่ที่ 0.05 % - 0.14% ต่อเดือน (0.6 % - 1.68 % ต่อปี) ก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ แต่ถ้าหลังหักค่าใช้จ่ายดีกว่า 0.07 % - 0.16% ต่อเดือน (0.84 % - 1.92 % ต่อปี) อีกทั้งยังพบว่า พอร์ตที่ดีที่สุด Q1 กลยุทธ์ Momentum factor ส่งผลต่อผลตอบแทนของพอร์ตกองทุนรวม Q1 ในทิศทางเดียวกัน มากกว่าพอร์ตอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่ากลยุทธ์ Size factor มีผลต่อพอร์ต Q1 มากที่สุด แต่พอร์ตที่แย่ที่สุด Q5 กลับพบว่า Momentum factor ส่งผลต่อผลตอบแทนของพอร์ตกองทุนรวมในทิศทางตรงกันข้ามแต่ไม่มีนัยสำคัญ อีกทั้งพบว่า Risk factor ที่ส่งผลต่อพอร์ต Q1-Q5 อย่างมีนัยสำคัญได้แก่ RMRF ในทิศทางเดียวกัน HML อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้ามและ PR1YR ในทิศทางเดียวอย่างมีนัยสำคัญ สำหรับพอร์ต Q2 มีความเสี่ยง Systematic risk สูงที่สุดและ กลยุทธ์ Value factor มีผลมากที่สุด

ตาราง 4.4.3 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก ของ Bank related funds แบ่งตามช่วงระยะเวลาวิกฤตซับไพร์ม

Bank related funds excess return	CAPM			Carhart					
	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
Pre-crisis	0.0012 (1.15)	0.9258*** (39.56)	0.9757	0.0012 (1.11)	0.9246*** (41.21)	0.0323** (2.24)	-0.0241** (-2.27)	0.0109 (0.91)	0.9795
During-crisis	0.0060* (1.80)	0.8420*** (26.25)	0.9704	0.0084** (2.68)	0.8626*** (14.48)	-0.0536 (-0.46)	-0.1720** (-2.83)	0.0717 (1.31)	0.9847
Post-crisis	0.0005 (0.43)	0.9524*** (46.59)	0.9653	0.0002 (0.14)	0.9559*** (46.93)	0.0094 (0.57)	-0.0079 (-0.44)	0.0321* (1.91)	0.9674

โดยที่ Excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง, Alpha คือผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนเขยความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

ตาราง 4.4.4 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุก ของ Non-bank related funds แบ่งตามช่วงระยะเวลาวิกฤตซับไพร์ม

Non-bank related funds excess return	CAPM			Carhart					
	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
Pre-crisis	0.0010 (0.94)	0.9224*** (40.21)	0.9764	0.0010 (0.95)	0.9199*** (41.26)	0.0255* (1.78)	-0.0237** (-2.25)	0.0001 (0.01)	0.9796
During-crisis	0.0038 (1.19)	0.8165*** (26.66)	0.9713	0.0066* (2.04)	0.8022*** (13.16)	-0.0593 (-0.50)	-0.2038*** (-3.28)	-0.0299 (-0.54)	0.9830
Post-crisis	0.0016 (1.33)	0.9550*** (40.97)	0.9556	0.0009 (0.37)	0.9593*** (40.53)	0.0241 (1.26)	-0.0034 (-0.16)	0.0083 (0.43)	0.9567

โดยที่ Excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง, Alpha คือผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนเขยความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

ตารางที่ 4.5.1 ผลการดำเนินงานของพอร์ตกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกก่อนหักค่าใช้จ่าย ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel A : Gross excess return			CAPM				Fama and French					Carhart					
Portfolio	Excess	Std	Median	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
	return	Dev															
Q1 (High)	0.0085	0.0563	0.0182	0.0030*** (2.90)	0.8788*** (52.40)	0.9548	0.0027** (2.39)	0.8855*** (52.37)	0.0262 (1.49)	-0.0439*** (-2.68)	0.9585	0.0023** (2.14)	0.9002*** (54.65)	0.0316* (1.89)	-0.0363** (-2.32)	0.0610*** (3.91)	0.9629
Q2	0.0074	0.0586	0.0161	0.0017 (1.61)	0.9160*** (52.81)	0.9555	0.0015 (1.28)	0.9221*** (52.79)	0.0240 (1.32)	-0.0481*** (-2.84)	0.9592	0.0011 (1.00)	0.9353*** (54.20)	0.0289 (1.65)	-0.0412** (-2.51)	0.0551*** (3.37)	0.9625
Q3	0.0081	0.0581	0.0146	0.0024** (2.26)	0.9072*** (52.62)	0.9552	0.0025** (2.08)	0.9093*** (51.11)	0.0093 (0.50)	-0.0351** (-2.03)	0.9568	0.0023* (1.92)	0.9167*** (50.58)	0.0120 (0.65)	-0.0313* (-1.82)	0.0305* (1.78)	0.9579
Q4	0.0075	0.0577	0.0156	0.0019** (2.02)	0.9068*** (60.02)	0.9652	0.0024** (2.33)	0.9050*** (58.97)	-0.0047 (-0.30)	-0.0451*** (-3.03)	0.9675	0.0023** (2.23)	0.9083*** (57.58)	-0.0035 (-0.22)	-0.0434*** (-2.89)	0.0134 (0.90)	0.9677
Q5 (Low)	0.0069	0.0547	0.0131	0.0016* (1.66)	0.8565*** (55.69)	0.9598	0.0017* (1.66)	0.8580*** (54.85)	0.0074 (0.45)	-0.0425*** (-2.80)	0.9624	0.0018* (1.68)	0.8569*** (53.14)	0.0070 (0.43)	-0.0430*** (-2.81)	-0.0046 (-0.30)	0.9624
1-5 Spread	0.0016	0.0112	0.0018	0.0014 (1.48)	0.0223 (1.44)	0.0157	0.0010 (0.89)	0.0275* (1.69)	0.0188 (1.12)	-0.0014 (-0.09)	0.0259	0.0005 (0.52)	0.0432*** (2.78)	0.0247 (1.56)	-0.0067 (-0.45)	0.0655*** (4.44)	0.1570

โดยแบ่งตามผลตอบแทนย้อนหลัง 1 ปี โดยกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่มีผลตอบแทนย้อนหลัง 1 ปีสูงสุดจะอยู่ใน Quintile ที่ 1 และ ต่ำที่สุดจะอยู่ใน Quintile ที่ 5, Gross excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง, Alpha คือ ผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนเบี่ยงความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

ตารางที่ 4.5.2 ผลการดำเนินงานของพอร์ตกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกหลังหักค่าใช้จ่าย ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel B : Net excess return				CAPM			Fama and French					Carhart					
Portfolio	Excess return	Std Dev	Median	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
Q1 (High)	0.0071	0.0561	0.0169	0.0016	0.8759***	0.9543	0.0013	0.8829***	0.0271	-0.0416**	0.9578	0.0009	0.8973***	0.0324*	-0.0342**	0.0598***	0.9621
				(1.57)	(52.13)		(1.11)	(51.98)	(1.54)	(-2.53)		(2.14)	(54.08)	(1.93)	(-2.17)	(3.81)	
Q2	0.0063	0.0591	0.0142	0.0005	0.9230***	0.9558	0.0004	0.9284***	0.0215	-0.0508***	0.9596	0.0000	0.94177***	0.0265	-0.0439**	0.0557***	0.9630
				(0.50)	(53.01)		(0.32)	(53.03)	(1.18)	(-2.99)		(0.00)	(54.50)	(1.51)	(-2.67)	(3.40)	
Q3	0.0066	0.0578	0.0134	0.0010	0.9043***	0.9590	0.0010	0.9063***	0.0088	-0.0376**	0.9609	0.0008	0.9136***	0.0115	-0.0339**	0.0301*	0.9619
				(0.95)	(55.15)		(0.92)	(53.81)	(0.50)	(-2.30)		(0.75)	(53.31)	(0.66)	(-2.08)	(1.86)	
Q4	0.0060	0.0576	0.0143	0.0004	0.9044***	0.9648	0.0008	0.9031***	-0.0033	-0.0407***	0.9667	0.0008	0.9061***	-0.0022	-0.0391***	0.0125	0.9669
				(0.43)	(59.69)		(0.78)	(58.29)	(-0.21)	(-2.71)		(0.69)	(56.87)	(-0.14)	(-2.58)	(0.83)	
Q5 (Low)	0.0053	0.0548	0.0115	0.0000	0.8574***	0.9581	0.0002	0.8590***	0.0075	-0.0439***	0.9608	0.0002	0.8583***	0.0072	-0.0443***	-0.0030	0.9608
				(0.02)	(54.50)		(0.15)	(53.70)	(0.45)	(-2.83)		(0.16)	(52.05)	(0.43)	(-2.82)	(-0.19)	
1-5 Spread	0.0017	0.0111	0.0026	0.0016*	0.0185	0.0109	0.0011	0.0239	0.0196	0.0023	0.0214	0.0007	0.0391**	0.0252	0.0101	0.0628***	0.1434
				(1.69)	(1.20)		(1.02)	(1.48)	(1.17)	(0.15)		(0.68)	(2.50)	(1.59)	(0.68)	(4.25)	

โดยแบ่งตามผลตอบแทนย้อนหลัง 1 ปี โดยกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่มีผลตอบแทนย้อนหลัง 1 ปีสูงสุดจะอยู่ใน Quintile ที่ 1 และ ต่ำที่สุดจะอยู่ Quintile ที่ 5, Net excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่งและค่าใช้จ่ายกองทุนรวม, Alpha คือผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนเขยความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***,**,* represent significant 99%, 95% and 90%

4.6 ทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกแบบแบ่งตามลักษณะเจ้าของ

ตารางที่ 4.6.1 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกแบบแบ่งตามลักษณะเจ้าของก่อนหักค่าใช้จ่ายตั้งแต่วันที่ มกราคม พ.ศ. 2547 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel A : Gross excess return	CAPM			Fama and French					Carhart					
Portfolio	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
Thai related funds	0.0022**	0.9073***	0.9648	0.0020**	0.9138***	0.0232*	-0.0319***	0.9670	0.0019**	0.9186***	0.0258*	-0.0284**	0.0219*	0.9676
	(2.45)	(62.36)		(2.08)	(62.75)	(1.75)	(-2.81)		(1.98)	(62.37)	(1.96)	(-2.48)	(1.72)	
Foreign related funds	0.0024**	0.8275***	0.9541	0.0020**	0.8348***	0.0270*	-0.0259**	0.9563	0.0018*	0.8439***	0.0321**	-0.0193	0.0418***	0.9593
	(2.55)	(54.35)		(1.98)	(54.35)	(1.94)	(-2.17)		(1.83)	(55.71)	(2.36)	(-1.64)	(3.20)	

โดยแบ่งสัดส่วนเจ้าของถ้าสัดส่วนถือหุ้น สูงกว่า 50% จะอยู่ในกลุ่ม Foreign related funds และถ้าต่ำกว่า 50% จะอยู่ใน Thai related funds ,Gross excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง, Alpha คือ ผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนเบี่ยงเบนความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

จากตารางที่ 4.6.1-4.6.2 พบว่า ในกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่มีคนไทยเป็นเจ้าของ (Thai related funds: TR) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha) ได้เท่ากับ 0.19%-0.22% ก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ แต่ถ้าหักจากค่าใช้จ่ายพบว่า TR สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้เท่ากับ

0.05%-0.08% ต่อเดือนแต่ไม่มีนัยสำคัญ แต่ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่มีคนต่างประเทศเป็นเจ้าของ (Foreign related funds: FR) สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน 0.18%-0.24% ก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งให้ผลการดำเนินงานใกล้เคียงกับ TR แต่ถ้าหักจากค่าใช้จ่ายกลับพบว่า FR สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้เท่ากับ 0.02%-0.08% ต่อเดือนแต่ไม่มีนัยสำคัญ น้อยกว่า TR เพียงเล็กน้อยเนื่องจากมีค่าใช้จ่ายที่มากกว่า นอกจากนี้พบว่า TR มีความเสี่ยง Systematic risk สูงกว่า FR อีกทั้งพบว่า TR มีการใช้กลยุทธ์ Value factor ได้ดีกว่า FR มากกว่านี้พบว่า FR มีการใช้กลยุทธ์ Size factor และ Momentum factor ได้ดีกว่า TR

ตารางที่ 4.6.2 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเชิงรุกแบบแบ่งตามลักษณะเจ้าของหลังหักค่าใช้จ่ายตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

Panel B : Net excess return	CAPM			Fama and French					Carhart					
Portfolio	Alpha	RMRF	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	R-Sq	Alpha	RMRF	SMB	HML	PR1YR	R-Sq
Thai related funds	0.0008	0.9073***	0.9647	0.0006	0.9137***	0.0230*	-0.0317***	0.9669	0.0005	0.9185***	0.0257*	-0.0283**	0.0219*	0.9676
	(0.90)	(62.34)		(0.61)	(62.70)	(1.74)	(-2.79)		(0.51)	(62.32)	(1.94)	(-2.47)	(1.72)	
Foreign related funds	0.0008	0.8275***	0.9542	0.0004	0.8347***	0.0270*	-0.0258**	0.9563	0.0002	0.8439***	0.0321**	-0.0192	0.0418***	0.9593
	(0.84)	(54.37)		(0.38)	(54.37)	(1.94)	(-2.16)		(0.19)	(55.71)	(2.37)	(-1.63)	(3.20)	

โดยแบ่งสัดส่วนเจ้าของถ้าสัดส่วนถือหุ้น สูงกว่า 50% จะอยู่ในกลุ่ม Foreign related funds และถ้าต่ำกว่า 50% จะอยู่ใน Thai related funds ,Net excess return คือ ผลตอบแทนพอร์ตกองทุนรวมลบกับอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงและค่าใช้จ่ายกองทุนรวม, Alpha คือผลตอบแทนส่วนเกินของพอร์ตกองทุนรวม, RMRF คือ ส่วนเบี่ยงเบนความเสี่ยง, SMB HML และ PR1YR คือผลตอบแทนของพอร์ตที่ปรับด้วย Size, Value และ Momentum factor, วงเล็บคือ T-stat และ ***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

4.7 ทดสอบดูปรากฏการณ์ January effect

ตารางที่ 4.7.1 ทดสอบถึงปรากฏการณ์ January effect โดยใช้ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกทั้งหมดรายเดือนตั้งแต่ มกราคม พ.ศ.2547 – ธันวาคม พ.ศ.2558

Model	α jan	t-stat	α non-jan	t-stat
CAPM	-0.0012	(-0.64)	0.0027***	(2.96)
Fama and French	0.0013	(0.38)	0.0023**	(2.46)
Carhart	0.0012	(0.32)	0.0021**	(2.29)

***, **, * represent significant 99%, 95% and 90%

จากตารางที่ 4.7.1 พบว่าปรากฏการณ์ January effect ในประเทศไทย ไม่ได้คงอยู่แล้ว เนื่องจากผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha) ที่กองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกทำได้ในเดือนมกราคมเท่ากับ -0.12%-0.13% ต่อเดือนแต่ไม่ได้มีนัยสำคัญ แต่ในขณะเดือนอื่นๆ ที่ไม่ใช่มกราคมกลับสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ 0.21%-0.27% ต่อเดือนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งขัดกับหลัก January effect ที่ราคาหุ้นมักจะปรับตัวขึ้นในเดือนมกราคม แต่ในปัจจุบันไม่ได้เป็นเช่นนั้นแล้ว

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

ในงานศึกษาวิจัยนี้ได้ทำการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกในประเทศไทยตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2547 จนถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558 ซึ่งจากผลวิจัยพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกในประเทศไทยสามารถสร้างผลตอบแทน (Alpha α) ส่วนเกินได้ทั้งก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญและหลังหักค่าใช้จ่ายได้แต่ไม่มีนัยสำคัญซึ่งให้ผลตอบแทนส่วนเกินเท่ากับ 2.28%-2.76% ต่อปี ก่อนหักค่าใช้จ่าย และ 0.48% - 0.96% ต่อปี หลังหักค่าใช้จ่าย

อีกทั้งได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนแบบเชิงรุกที่อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์ (Bank related fund) และที่ไม่ได้อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์ (Non bank related fund) ซึ่งจากผลวิจัยพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่ไม่ได้อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์เท่ากับ 0.24%-0.48% ต่อปีก่อนหักค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญและ 0.36%-0.48% ต่อปีหลังหักค่าใช้จ่ายแต่ไม่มีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ได้แบ่งช่วงข้อมูลในการศึกษาเป็นช่วงก่อนวิกฤตซับไพร์มในสหรัฐอเมริกา, ช่วงระหว่างวิกฤตซับไพร์ม และช่วงหลังวิกฤตซับไพร์มซึ่งจากผลวิจัยพบว่า ช่วงก่อนและระหว่างวิกฤตซับไพร์มกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Bank related funds :BR) สามารถให้ผลตอบแทนได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกตราสารทุนเชิงรุกที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้กำกับดูแล (Non-Bank related fund :NBR) เท่ากับ 0.2892% ต่อปี และ 2.1966% ต่อปีตามลำดับ แต่ถ้าหลังวิกฤตซับไพร์มกลับพบว่า NBR กลับให้ผลตอบแทนได้มากกว่า BR ถึง 1.4136% ต่อเดือน แสดงให้เห็นว่าหลังจากวิกฤตซับไพร์ม NBR ได้สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ดีมากขึ้น อีกทั้งยังแบ่งพอร์ตกองทุนรวมเป็นกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่มีคนไทยเป็นเจ้าของ และที่กองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่มีคนต่างประเทศเป็นเจ้าของพบว่าทั้ง 2 พอร์ตกองทุนรวมสามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ใกล้เคียงกัน แต่ถ้าหลังจากหักค่าใช้จ่ายกองทุนรวมตรา

สารทุนเชิงรุกที่มีคนไทยเป็นเจ้าของจะสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่าแต่ไม่มีนัยสำคัญ เนื่องมาจากมีค่าใช้จ่ายรวมต่ำกว่า

มากกว่านี้ได้ทำการจัดกองทุนรวมเชิงรุกเป็น 5 พอร์ตเท่าๆกันตามผลงานในอดีต 1 ปี ย้อนหลังพอร์ตที่ผลการดำเนินงานในอดีตดีที่สุด Quintile 1 สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินได้ดีกว่า พอร์ตที่ผลการดำเนินงานในอดีตต่ำที่สุด Quintile 5 เท่ากับ 0.6 % - 1.68 % ต่อปี ก่อนหัก ค่าใช้จ่ายอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้ว่ากองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกสามารถสร้างผลงานได้สม่ำเสมอ และควรหลีกเลี่ยงการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกที่มีผลงานต่ำในอดีต

นอกจากนี้ได้ทำการทดสอบดูความผิดปกติของเดือนมกราคม (January effect) ซึ่งจาก ผลวิจัยพบว่าไม่พบปรากฏการณ์นี้คงเหลืออยู่ในประเทศไทยซึ่งเดือนมกราคมไม่ได้ให้ผลตอบแทน สูงสุดเมื่อแต่ก่อนโดยให้ผลตอบแทนส่วนเกินของเดือนมกราคมเท่ากับ

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนแบบเปิดเชิงรุกที่ลงทุนในประเทศไทย เท่านั้นโดยแหล่งข้อมูลมาจาก Morning star direct database ซึ่งมีทั้งหมด 135 กองทุนไม่รวม กองทุนรวมประเภทอื่นๆ ซึ่งศึกษาทั้งหมดเป็นระยะเวลา 12 ปีย้อนหลัง ซึ่งในช่วงเวลานี้ไม่รวม ช่วงเวลาที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตเศรษฐกิจหรือวิกฤตต้มยำกุ้งปี พ.ศ. 2540 รวมไปถึงปัญหาเรื่อง Survivorship bias เนื่องจากกองทุนที่ปิดตัวไปแล้ว ผลการดำเนินงานในปีถัดไปจะไม่มีข้อมูล

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกในประเทศไทย เท่านั้นไม่ได้รวมกองทุนประเภทอื่นๆ ซึ่งในการศึกษาในอนาคตสามารถศึกษากองทุนตราสารทุน เชิงรุกในประเทศอื่นๆ หรือศึกษาในประเภทกองทุนอื่นๆ ซึ่งอาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้แตกต่างจาก งานวิจัยชิ้นนี้ อีกทั้งการวัดผลการดำเนินงานในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้การวัดผลการดำเนินงานโดย

CAPM, Fama and French และ Carhart ซึ่งในการศึกษาในอนาคตสามารถใช้ตัววัดผลการดำเนินงานอื่นเพิ่มขึ้นซึ่งอาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้มีความถูกต้องและแม่นยำมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้งานวิจัยนี้ไม่ได้ทำการศึกษาช่วงเวลาในประเทศไทยเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ซึ่งในการศึกษาในอนาคตสามารถศึกษาช่วงเวลานี้ซึ่งอาจทำให้ผลลัพธ์ที่ได้มีความแตกต่างกันตามช่วงสภาวะเศรษฐกิจ



รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2558). ผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์. *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์*, 202-204.

ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2558). ข่าวสารข้อมูลเพื่อการตัดสินใจ. *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์*, 217-222.

วิทยานิพนธ์

จุฑาทิพ ตระการบุญชัย (2553). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกองทุนรวมตราสารทุนแบบ active fund กับผลตอบแทนของกองทุน ในกลุ่มกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารพาณิชย์ และกลุ่มกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การควบคุมของบริษัทที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ . วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี, การบริหารการเงิน

ณิชนันท์ ทิพย์พาณิชย์ (2553). การศึกษาผลตอบแทนกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยผ่านมาตรวัด Jensen's Alpha (พ.ศ. 2545-2552) . วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี, การบริหารการเงิน

รัฐวิชญ์ รัตนสิมานนท์ (2553). ผลการดำเนินการของกองทุนรวมในประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2544-2553. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี, การบริหารการเงิน

Mainkamnurd, Soontornkit. 1997. Mutual fund performance and persistence: some evidence in Thai stock market. In: Presentation in JDBA forum

Woraphon Wattanatorn, PhD (2015). Liquidity Timing in the higher moment framework: Evidence from bank affiliated fund. Doctor of Philosophy, Thammasat University, faculty of commerce and accountancy, Finance

Thesis

- Ashiq Ali, Xuanjuan Chen, Tong Yao and Tong Yu, 2008. Do Mutual Funds Profit from the Accruals Anomaly?. *Journal of Accounting Research*, 1-25.
- Banz, R.W. 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economic*, 9.
- Carhart, M.M. 1997. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 57-82.
- De Bondt, W. and R. Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40: 793-805.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1996. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *Journal of Finance*, 51: 55-84.
- Fama, E. F., and K. R. French,. 1993. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds". *Journal of Financial Economics*, 33: 3-56.
- Fama, E. and K. French. 1992. The Cross Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance* 47: 427-466.
- Grinblatt, Mark, and Sheridan Titman, 1989. Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. *Journal of Business*, 62: 393-416.
- Grinblatt, Mark, Sheridan Titman, and Russ Wermers, 1995. Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior. *American Economic Review*, 85: 1088-1105.
- Gruber, Martin J. 1996. Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *Journal of Finance*, 51: 783-810.
- HAO, Q. & YAN, X. 2012. The Performance of Investment Bank-Affiliated Mutual Funds: Conflicts of Interest or Informational Advantage?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47: 537-565.

- Jegadeesh, Narasimham, and Sheridan Titman, 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48: 65-91.
- Jensen, Michael C., 1969. Risk, the pricing of capital assets, and evaluation of investment portfolios. *Journal of Business*, 42: 167-247.
- Jensen, M. C. 1968. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964". *Journal of Finance*, 23 : 389–416.
- Jones, C. and L. Pomorski. 2013. "Investing in Disappearing Anomalies" Review of Finance, Forthcoming, 1-58.
- Laurent Barras, Olivier Scaillet and Russ Wermers. 2010. False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas. *Journal of Finance*, 1: 179-216.
- MASSA, M. & REHMAN, Z. 2008. Information flows within financial conglomerates: Evidence from the banks–mutual funds relation. *Journal of Financial Economics*, 89: 288-306.
- McLean, D. and J. Pontiff. 2014. "Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability". *Journal of Finance*, 1-46.
- MEHRAN, H. & STULZ, R. M. 2007. The economics of conflicts of interest in financial institutions. *Journal of Financial Economics*, 85: 267-296.
- Melissa B. Frye,. 2001. THE PERFORMANCE OF BANK-MANAGED MUTUAL FUNDS. *The Journal of Finance*, 189-206
- Michael C.J.,. 1968. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Financial Research*, 3: 419-422
- RITTER, J. R. & ZHANG, D. 2007. Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 86: 337-368.
- Roy D. Henriksson,. 1984. Market Timing and Mutual Fund Performance : An Empirical Investigation. *Journal of Business*, 73-96

- Russ Wermers,. 2000. Mutual fund performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Cost, and Expense. *The Journal of Finance*, 1655-1695.
- Sharpe, William F.,. 1964. Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19: 425-42.
- Schwert, G.W. 2003. Anomalies and market efficiency, in G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, eds. *Handbook of the Economics of Finance (Elsevier Science B.V.)*.
- S.P. Kothari and Jerold B. Warner, (2001), Evaluating Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance*, 1686-2010.
- Taner Sekmen and Mercan Hatipoglu,. 2015. Effect of the Subprime Crisis on Return and Volatility of the Turkish Stock Market. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 23-29
- Zhang Hengchao and Zarinah Hamid. 2010. The Impact of Subprime Crisis on Asia-Pacific Islamic Stock Markets. *Center for Islamic Economics and Finance*, 1-13.



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก
รายชื่อกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุก

ID	Bank (B) Nonbank (N)	Branding Name	Fund Code	Age	Monthly Return	Expense Ratio
1	B	Bangkok Bank	BKIND	2	-0.68%	2.45%
2	B	Bangkok Bank	BKA	23	1.11%	1.75%
3	B	Bangkok Bank	BKA2	22	1.08%	1.86%
4	B	Bangkok Bank	BKD	22	1.06%	1.76%
5	B	Bangkok Bank	BBASIC	21	1.06%	1.81%
6	B	Bangkok Bank	BCAP	20	1.07%	1.20%
7	B	Bangkok Bank	B-INFRA	22	0.88%	1.79%
8	B	Bangkok Bank	BSIRICG	4	0.53%	1.61%
9	B	Bangkok Bank	BTK	22	0.89%	1.83%
10	B	Bangkok Bank	BTP	22	1.22%	1.81%
11	B	Bank of Ayudhya	KFSDIV	9	1.17%	2.25%
12	B	Bank of Ayudhya	KFDYNAMIC	13	0.70%	2.17%
13	B	Bank of Ayudhya	KFDNM-D	12	0.73%	2.10%
14	B	Bank of Ayudhya	KFFIN-D	13	0.66%	2.15%
15	B	Bank of Ayudhya	KFSEQ	12	0.77%	2.18%
16	B	Bank of Ayudhya	KFSEQ-D	19	0.71%	2.16%
17	B	Bank of Ayudhya	KFTW5	13	0.81%	1.89%
18	B	Bank of Ayudhya	KFVALUE	12	0.85%	2.21%
19	B	CIMB Thai Bank	CIMB-PRINCIPAL iDIV-A	4	1.03%	1.96%

ID	Bank (B) Nonbank (N)	Branding Name	Fund Code	Age	Monthly Return	Expense Ratio
20	B	CIMB Thai Bank	CIMB-PRINCIPAL iDIV-C	2	0.22%	2.17%
21	B	CIMB Thai Bank	CIMB-PRINCIPAL iDIV-D	4	1.01%	1.96%
22	B	CIMB Thai Bank	CIMB-PRINCIPAL iDIV-R	4	1.02%	1.96%
23	B	CIMB Thai Bank	CIMB-PRINCIPAL (FAM) DEF	4	1.11%	0.75%
24	B	CIMB Thai Bank	n/a	7	0.39%	1.06%
25	B	KASIKORNBANK	K-EQUITY	14	0.84%	2.07%
26	B	KASIKORNBANK	K-MIDSMALL	2	0.33%	2.19%
27	B	KASIKORNBANK	K-SELECT	18	0.79%	2.08%
28	B	KASIKORNBANK	K-STADE	15	0.88%	1.97%
29	B	KASIKORNBANK	K-STAR	10	1.17%	2.12%
30	B	KASIKORNBANK	K-STEQ	22	0.90%	2.12%
31	B	KASIKORNBANK	K-VALUE	19	0.89%	2.14%
32	B	KASIKORNBANK	KAEQ	14	0.98%	0.04%
33	B	KASIKORNBANK	RKF2	18	0.86%	2.05%
34	B	KASIKORNBANK	RKF4	15	0.82%	2.10%
35	B	KASIKORNBANK	RKF-HI2	15	0.85%	1.88%
36	B	Krung Thai Bank	KTSF	16	0.79%	1.21%
37	B	Krung Thai Bank	KT-HiDiv	3	-0.13%	1.97%
38	B	Krung Thai Bank	KTMSEQ	1	-0.92%	1.74%
39	B	Krung Thai Bank	KTSE	13	0.98%	1.38%
40	B	Krung Thai Bank	KTEF	5	1.02%	1.74%
41	B	Land and Houses Bank	LHEQD-A	4	0.07%	2.01%

ID	Bank (B) Nonbank (N)	Branding Name	Fund Code	Age	Monthly Return	Expense Ratio
42	B	Land and Houses Bank	LHEQD-D	4	0.07%	2.01%
43	B	Land and Houses Bank	LHEQD-R	4	0.07%	2.01%
44	B	Land and Houses Bank	LHGROWTH-A	3	0.38%	2.01%
45	B	Land and Houses Bank	LHGROWTH-D	3	0.38%	2.01%
46	B	Land and Houses Bank	LHGROWTH-R	3	0.38%	2.01%
47	B	Land and Houses Bank	LHMSEQ	1	0.38%	2.01%
48	B	Siam Commercial Bank	SCBDA	22	0.56%	1.88%
49	B	Siam Commercial Bank	SCBDV	13	0.90%	1.35%
50	B	Siam Commercial Bank	SCBMSE	1	0.11%	1.52%
51	B	Siam Commercial Bank	SCBMF	18	0.63%	1.44%
52	B	Siam Commercial Bank	SCBMF2	17	0.53%	1.95%
53	B	Siam Commercial Bank	SCBMF3	17	0.56%	2.01%
54	B	Siam Commercial Bank	SCBMF4	16	0.58%	1.94%
55	B	Siam Commercial Bank	SCBMF5	16	0.56%	2.08%
56	B	Siam Commercial Bank	SCBPMO	18	0.51%	2.08%
57	B	Siam Commercial Bank	SCBSE	5	0.96%	2.49%
58	B	Siam Commercial Bank	SCBSET	20	0.74%	1.09%
59	B	Siam Commercial Bank	SCBTS	18	0.57%	1.65%
60	B	Siam Commercial Bank	SCBTS2	17	0.58%	1.66%
61	B	Siam Commercial Bank	SCBTS3	17	0.57%	1.64%
62	B	Thanachart Bank	T-EQUITY	21	0.77%	1.26%
63	B	Thanachart Bank	T-NFPLUS	12	0.94%	1.25%

ID	Bank (B) Nonbank (N)	Branding Name	Fund Code	Age	Monthly Return	Expense Ratio
64	B	Thanachart Bank	T-LOWBETA	4	1.34%	2.14%
65	B	Thanachart Bank	T-PPSD	24	0.93%	1.42%
66	B	Thanachart Bank	T-PISD	21	0.87%	1.40%
67	B	Thanachart Bank	T-Privilege	3	-0.10%	2.38%
68	B	Thanachart Bank	T-NSET	13	0.89%	1.41%
69	B	Thanachart Bank	T-SPT	22	0.88%	1.34%
70	B	Thanachart Bank	T-SM CAP	2	0.44%	2.49%
71	B	Thanachart Bank	T-USD	23	0.83%	1.44%
72	B	Thanachart Bank	T-USD2	23	0.79%	1.40%
73	B	TISCO Financial Group	TCMEQF	24	0.79%	2.20%
74	B	TISCO Financial Group	TISCOEDF	22	0.83%	2.09%
75	B	TISCO Financial Group	TISCOEGF	16	0.87%	1.87%
76	B	TISCO Financial Group	TISESG-S	1	-1.09%	2.18%
77	B	TISCO Financial Group	TISCOHD	4	0.31%	1.29%
78	B	TISCO Financial Group	TISCOMS	3	1.47%	1.83%
79	B	TISCO Financial Group	TSF	12	1.11%	1.88%
80	B	United Overseas Bank	KPLUS	23	0.84%	1.54%
81	B	United Overseas Bank	KPLUS2	23	0.85%	1.56%
82	B	United Overseas Bank	KKF	22	0.82%	1.92%
83	B	United Overseas Bank	TDF	22	0.81%	1.91%
84	B	United Overseas Bank	TEF	17	1.02%	1.84%
85	B	United Overseas Bank	TEF-DIV	12	1.09%	2.10%

ID	Bank (B) Nonbank (N)	Branding Name	Fund Code	Age	Monthly Return	Expense Ratio
86	B	United Overseas Bank	VFOCUS-D	4	0.84%	1.68%
87	B	United Overseas Bank	UTSME	1	2.76%	1.84%
88	B	United Overseas Bank	UOBSAS100	11	1.03%	2.03%
89	B	United Overseas Bank	UOBSAS100D	8	0.99%	1.83%
90	B	United Overseas Bank	UOBSDF	6	1.09%	1.64%
91	N	Aberdeen Asset Management	ABG	19	1.00%	1.81%
92	N	Aberdeen Asset Management	ABSL	12	1.09%	2.04%
93	N	Aberdeen Asset Management	ABSM	11	1.30%	2.06%
94	N	Aberdeen Asset Management	ABTED	13	0.47%	1.68%
95	N	Asset Plus Fund Management	ASP-GDF	12	0.72%	1.91%
96	N	Asset Plus Fund Management	ASP-THEQ	2	-0.52%	2.00%
97	N	Manulife Asset Management	MS-CORE EQ	9	1.13%	1.85%
98	N	Manulife Asset Management	MS-EQ DIV	7	1.34%	1.79%
99	N	Manulife Asset Management	n/a	7	1.11%	2.08%
100	N	MFC Asset Management	AGF	19	0.76%	1.75%
101	N	MFC Asset Management	BMBF	16	0.82%	1.46%
102	N	MFC Asset Management	DE-1	17	0.81%	1.47%
103	N	MFC Asset Management	M-Active	6	1.07%	2.66%
104	N	MFC Asset Management	HI-DIV	7	1.72%	2.28%
105	N	MFC Asset Management	HI-DIV PLUS	1	-1.13%	2.13%
106	N	MFC Asset Management	M-MIDSMALL	1	-0.46%	2.17%
107	N	MFC Asset Management	M-S50	12	0.92%	0.87%

ID	Bank (B) Nonbank (N)	Branding Name	Fund Code	Age	Monthly Return	Expense Ratio
108	N	MFC Asset Management	RRF1	18	0.97%	1.47%
109	N	MFC Asset Management	RPF2	16	0.95%	1.20%
110	N	MFC Asset Management	STD	18	0.95%	1.35%
111	N	MFC Asset Management	STD2	17	0.96%	1.39%
112	N	MFC Asset Management	SCIF	13	0.93%	1.51%
113	N	MFC Asset Management	SCIF2	12	0.97%	2.51%
114	N	MFC Asset Management	SCDF	19	0.85%	2.38%
115	N	MFC Asset Management	SF8	16	0.93%	1.36%
116	N	MFC Asset Management	SF5	19	1.11%	1.21%
117	N	MFC Asset Management	SF4	19	0.91%	1.58%
118	N	MFC Asset Management	SF7	17	0.95%	1.25%
119	N	MFC Asset Management	SAN	14	0.91%	1.36%
120	N	MFC Asset Management	SSB	30	0.92%	0.84%
121	N	MFC Asset Management	TNP	17	0.98%	1.22%
122	N	MFC Asset Management	TS	19	0.84%	1.87%
123	N	MFC Asset Management	UNF	19	0.83%	1.69%
124	N	One Asset Management	ONE-EQ	22	0.79%	1.96%
125	N	One Asset Management	ONE-EC14	6	1.34%	0.68%
126	N	One Asset Management	ONE-G	24	0.77%	1.96%
127	N	One Asset Management	ONE+1	23	0.86%	2.02%
128	N	One Asset Management	ONE-UB3	23	0.76%	1.98%
129	N	One Asset Management	1AMSET50	13	1.02%	0.64%

ID	Bank (B) Nonbank (N)	Branding Name	Fund Code	Age	Monthly Return	Expense Ratio
130	N	One Asset Management	1VAL-D	11	1.12%	1.85%
131	N	One Asset Management	SYRUS-M	23	0.76%	1.93%
132	N	One Asset Management	THANA1	22	0.80%	1.93%
133	N	Phatra Capital	PHATRA ACT EQ	5	1.20%	2.44%
134	N	Phatra Capital	PHATRA DIVIDEND	4	0.92%	2.26%
135	N	Phillip Securities	PEQ	3	0.19%	2.15%

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายปรีชา มาณพ
วันเดือนปีเกิด	14 ธันวาคม 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต (การบริหารธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

