



การเลือกกองทุนรวม โดยใช้ลักษณะทั่วไปของกองทุนในการตัดสินใจ

โดย

นายณัฏฐา จุงศิริวัฒน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การเลือกกองทุนรวม โดยใช้ลักษณะทั่วไปของกองทุนในการตัดสินใจ

โดย

นายณัฏฐา จุงศิริวัฒน์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

MUTUAL FUND SELECTION BY USING FUNDS CHARACTERISTICS

BY

Mr. NANPICHA CHUNGSIRIWAT



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

นายณนพิชา จุงศิริวัฒน์

เรื่อง

การเลือกกองทุนรวม โดยใช้ลักษณะทั่วไปของกองทุนในการตัดสินใจ
ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 30 มิ.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

อ.อ.อ.อ.

(อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ)

คณบดี

อ.อ.อ.

(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การเลือกกองทุนรวม โดยใช้ลักษณะทั่วไปของกองทุน ในการตัดสินใจ
ชื่อผู้เขียน	นายณัฏฐา จุงศิริวัฒน์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะทั่วไปของกองทุนกับผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตของกองทุน งานวิจัยนี้วิเคราะห์ข้อมูลของกองทุน 80 กองทุน ช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2550 – 2559 โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ

จากผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยเรื่องความผันผวน ขนาด และค่าใช้จ่าย มีความสัมพันธ์ในทางลบต่อผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคต ในขณะที่ อายุและความถี่ในการซื้อขายของกองทุน มีความสัมพันธ์ทางบวกกับกำไรส่วนเกินในอนาคต นอกจากนี้พบว่ากำไรส่วนเกินในอดีตที่มากกว่า 3 ปีขึ้นไป มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนในอนาคต

คำสำคัญ: กองทุนรวม, กองทุนตราสารทุน

Independent Study Title	MUTUAL FUND SELECTION BY USING FUNDS CHARACTERISTICS
Author	Mr. Nanpicha Chungsirawat
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Teerachai Arunruang, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This research has a purpose to study relationship between fund characteristics and future alpha. This study analyses 80 funds during the year 2007 and 2016 by using multiple regression analysis.

Results show that volatility, size, and expense negatively affect future alpha; while age and turnover rate positively affect predicted alpha. This study also shows that over-three-year alpha has negatively affect future alpha.

Keywords: Mutual fund, Funds characteristics

กิตติกรรมประกาศ

งานค้นคว้าอิสระเรื่องการเลือกกองทุนรวม โดยใช้ลักษณะทั่วไปในการตัดสินใจ เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาในระดับปริญญาโท สาขาวิชาการบริหารการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ซึ่งงานค้นคว้านี้สามารถสำเร็จลุล่วงได้ เนื่องจากการสนับสนุนจากหลายฝ่าย

ขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ อาจารย์ที่ปรึกษาในงานค้นคว้าอิสระครั้งนี้ ที่เสียสละเวลาอันมีค่า ช่วยชี้แนะ ตรวจสอบข้อมูล และขอขอบคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่เสียสละเวลาเพื่อมาฟังการรายงาน ตั้งแต่ต้นจนจบ และขอขอบคุณครอบครัวที่สนับสนุน และให้กำลังใจมาโดยตลอด

นายณัฏฐา จุงศิริวัฒน์



สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพประกอบ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 คำถามงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 แบบจำลองการกำหนดราคาตราสารทุน	4
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.3 สมมติฐานงานวิจัย	6
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	8
3.1 การเก็บและรวบรวมข้อมูล	8
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	9

3.3 แบบจำลองงานวิจัย	12
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	13
4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา	13
4.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย	13
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา	17
5.1 สรุปผลการวิจัย	17
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	19
5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย	19
บรรณานุกรม	20
ประวัติผู้เขียน	22

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า	
1.1	เปรียบเทียบมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนแต่ละประเภท	1
2.1	ผลงานวิจัยในอดีต	5
3.1	รายละเอียดการจัดเก็บข้อมูล	8
3.2	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและความสัมพันธ์ที่คาดการณ์	11
4.1	แสดงข้อมูลทั่วไปของแต่ละตัวแปร	13
4.2	แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	14
4.3	แสดงผลลัพธ์การประมาณค่า (รอบที่ 1)	15
4.4	แสดงผลลัพธ์การประมาณค่าเมื่อตั้งตัวแปร Alpha ออก (รอบที่ 2)	16
4.5	แสดงผลลัพธ์การประมาณค่าเมื่อตั้งตัวแปร Ability ออก (รอบที่3)	16



สารบัญภาพประกอบ

ภาพที่		หน้า
3.1	รูปแบบกำไรส่วนเกิน (Alpha)	9
3.2	รูปแบบ T-statistic of alpha	10



บทที่ 1

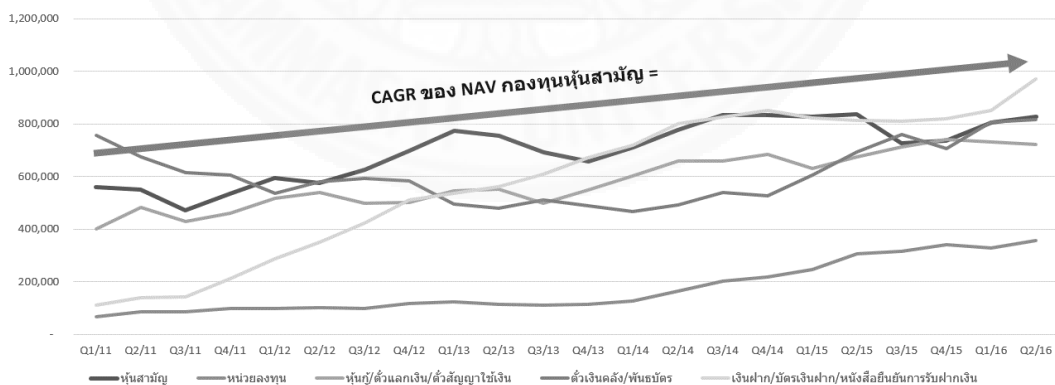
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

กองทุนรวมถือเป็นทางเลือกในการลงทุนที่มีข้อดีมากมาย ประโยชน์ที่สำคัญคือสามารถกระจายความเสี่ยงจากการถือสินทรัพย์หลายประเภทได้ง่าย อันเนื่องมาจากนักลงทุนรายย่อยอาจจะมีขนาดของเงินลงทุนไม่มาก จึงเป็นการยากที่จะกระจายการลงทุนด้วยตัวเอง อีกทั้งยังมีผู้เชี่ยวชาญมาช่วยควบคุมดูแล ซึ่งมีประโยชน์มากโดยเฉพาะกับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศ ส่งผลให้กองทุนรวมได้รับความนิยมมากขึ้นตลอดหลายปีที่ผ่านมา

ข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2559) ได้เปิดเผยมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมในประเทศไทย ในเดือนมิถุนายน 2559 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมในประเทศไทยอยู่ที่ 3.8 ล้านล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.6% เทียบรายไตรมาส หรือเพิ่มขึ้น 10.4% เทียบรายปี โดยพบว่ามีอัตราการเติบโตเฉลี่ยเรขาคณิตรายไตรมาส (มกราคม พ.ศ. 2554 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2559) ที่ 3.72% และอัตราการเติบโตเฉลี่ยเรขาคณิตรายปี (ธันวาคม พ.ศ. 2554 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2558) ที่ 5.6% บ่งบอกถึงการลงทุนในกองทุนรวมได้รับความนิยมจากประชาชนมากขึ้นเรื่อยๆ

ตารางที่ 1.1 เปรียบเทียบมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนแต่ละประเภท



ที่มา : ฝ่ายกำกับและพัฒนารูจกิจหลักทรัพย์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

พิจารณาตามตารางที่ 1 สินทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญมีส่วนต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงเป็นอันดับสองรองจากสินทรัพย์ประเภทเงินฝาก คิดเป็นมูลค่าประมาณ 8 แสนล้านบาท หรือ 22% ของมูลค่าสินทรัพย์รวมทั้งหมดและมีอัตราการเติบโตทบต้น (CAGR) 7.68% แสดงถึงประชาชนให้

ความสนใจมากขึ้นเรื่อยๆ และด้วยเหตุที่สินทรัพย์ประเภทเงินฝาก มีอัตราผลตอบแทนคาดหวังน้อย และมีความเสี่ยงไม่มาก การค้นหาปัจจัยเพื่อเลือกลงทุนให้ได้ผลตอบแทนสูงที่สุดจึงไม่คุ้มนัก ตรงข้ามกับกองทุนที่ลงทุนในตราสารทุน ซึ่งอ้างอิงจากดัชนีอัตราผลตอบแทนรวม (Total Return Index) จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(2559) อัตราผลตอบแทนรวมเฉลี่ยทบต้น (30 มิถุนายน 2549 ถึง 30 มิถุนายน 2559) เท่ากับ 12.22% ในส่วนความเสี่ยงหรือความผันผวนก็สูงตามไปด้วย ด้วยเหตุนี้การพิจารณาวิธีการหรือปัจจัยที่สามารถบอกแนวโน้มผลการดำเนินงานของกองทุนที่ลงทุนในหุ้นสามัญในอนาคตเป็นสิ่งที่จะต้องเน้นย้ำเป็นพิเศษ เพราะจะช่วยเพิ่มโอกาสสำเร็จสำหรับผลตอบแทนที่ตั้งใจไว้ ซึ่งมีความเกี่ยวเนื่องอย่างมากกับการบรรลุเป้าหมายการลงทุนในระยะยาวของนักลงทุน

ปัจจุบันมีผลงานวิจัยมากมายในเรื่อง ผลการดำเนินงานในอดีตสามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนได้ เช่น Elton, Gruber, and Blake (1996) ได้จัดลำดับกองทุนรวมเป็น 10 กลุ่ม (Decile) เรียงตามผลการดำเนินงานปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted Return) พบว่ากองทุนที่อยู่กลุ่มแรก มีผลการดำเนินงานชนะกองทุนที่อยู่ในกลุ่มสุดท้าย อีกทั้ง Elton, Gruber, and Busse (2004) ได้จัดเรียงกองทุนรวมตามผลการดำเนินงานปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted Performance) พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานในอดีตกับผลการดำเนินงานปรับด้วยความเสี่ยง ในระหว่างแต่ละกลุ่ม (Decile) ที่สูงมาก นอกจากนั้น Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993) ได้จัดเรียงอันดับตามผลการดำเนินงาน ซึ่งได้ผลเหมือนเดิมคือ กองทุนรวมที่ผลการดำเนินงานในอดีตดี ผลการดำเนินงานในอนาคตก็ดีด้วย แต่ยังไม่มีการศึกษาถึงอิทธิพลของตัวแปรอื่นหรือลักษณะทั่วไปของกองทุนอื่น ซึ่งก็น่าจะสามารถเพิ่มความแม่นยำให้การพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนในอนาคตได้

ผู้จัดทำจึงสนใจทำการศึกษาลักษณะทั่วไปของกองทุนปัจจัยใด สามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยปัจจัยที่เชื่อว่าจะสามารถทำนายอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ซึ่งนำเข้ามาศึกษาอยู่ 7 ปัจจัยดังนี้

1) Alpha คือ กำไรส่วนเกินในอดีต จากหลายผลงานวิจัยในอดีตพบว่า กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนในอดีตดี มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2) T-Statistic of Alpha คือ ค่าสถิติ T ของกำไรส่วนเกินในอดีตนับตั้งแต่ปี 2550 จนถึงเดือนที่เก็บข้อมูล โดยค่าสถิตินี้มีขึ้นเพื่อพยายามหากองทุนที่สามารถทำผลกำไรส่วนเกินในอดีตที่ดีต่อเนื่องเป็นเวลานาน มาจากแนวคิดที่ว่า ถ้า 2 กองทุนมีกำไรส่วนเกิน (Alpha) เท่ากัน เราจะเลือกกองทุนที่สามารถทำกำไรส่วนเกินที่นานกว่า

3) Size คือ ขนาดสินทรัพย์ของกองทุนที่มาก ก็เชื่อว่าน่าจะได้รับประโยชน์หลายๆ อย่าง เช่น การกระจายความเสี่ยง ความประหยัดทางขนาด (ค่าธรรมเนียม) ไม่มีข้อจำกัดในการกระจายความเสี่ยง

4) Expense Ratio คือ ค่าใช้จ่ายรวมของกองทุนที่มาก อาจหมายถึงกลยุทธ์ในการบริหารกองทุนที่ดี หรือต้องใช้ทรัพยากรในการบริหารมาก เช่น ต้องซื้องานวิจัยจากข้างนอกเป็นตัวช่วยวิเคราะห์หลักทรัพย์ เป็นต้น

5) Age คือ อายุของกองทุนที่มาก ย่อมหมายถึงกองทุนได้ผ่านช่วงของเศรษฐกิจ (Business Cycle) ที่หลากหลาย

6) Turnover Rate คือ ความถี่ในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งถ้ากองทุนไหนมีการซื้อขายบ่อยครั้ง ย่อมหมายถึงเห็นโอกาสทำกำไรที่มากกว่ากองอื่นเมื่อเปรียบเทียบ

7) Volatility คือ ความผันผวนของผลตอบแทนกองทุน ซึ่งเป็นธรรมชาติของหลักทรัพย์ทุกประเภทที่ความผันผวนสูง (ความเสี่ยงสูง) น่าจะต้องมีผลตอบแทนที่คาดหวังสูงตามไปด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

ศึกษาลักษณะทั่วไปของกองทุนปัจจัยใด สามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

1.3 คำถามงานวิจัย

นักลงทุนสามารถใช้ลักษณะทั่วไปของกองทุน เพื่อเพิ่มผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตได้

1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย

1.4.1 ประโยชน์ต่อนักลงทุน หรือประชาชนในวงกว้าง เพราะเนื่องจากการเลือกปัจจัยที่ใช้ในการเลือกกองทุนที่มีกลยุทธ์การบริหารแบบ Active Management โดยเฉพาะที่ลงทุนในตราสารทุน อัตราช่องว่างของผลตอบแทนในระหว่างกองทุนที่มีผลตอบแทนสูงและต่ำ มีค่อนข้างกว้าง ดังนั้นพิจารณาหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนย่อมมีประโยชน์ต่อนักลงทุนในระยะยาว

1.4.2 ประโยชน์ต่อสังคม ช่วยสนับสนุนให้ประชาชนตื่นตัวกับการลงทุนในสินทรัพย์มากขึ้น ซึ่งการลงทุนผ่านกองทุนรวม เป็นทางเลือกการลงทุนหนึ่งที่มีความน่าสนใจ

บทที่ 2

ทบทวนวรรณกรรม

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แบบจำลองการกำหนดราคาตราสารทุน

William Sharp (1964) เป็นผลงานวิจัยที่สามารถใช้ในการตีราคาตราสารได้ แนวคิดคือ เมื่อพอร์ตโฟลิโอถูกกระจายความเสี่ยงไว้อย่างดีแล้ว ผลตอบแทนที่คาดหวัง ($E(R_i)$) สมควรสะท้อนถึงความเสี่ยงที่มากกว่าผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (R_f) โดยส่วนที่เพิ่มนั้นก็คือผลตอบแทนที่สะท้อนถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) โดยรูปสมการดังนี้

$$E(R_{i,t}) - R_{f,t} = \alpha_i + (E(R_{m,t}) - R_{f,t})\beta_i + \varepsilon_{i,t}$$

$E(R_{i,t})$	คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังของตราสาร i ณ ช่วงเวลา t
$R_{f,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของตราสารที่ไม่มีความเสี่ยง ณ ช่วงเวลา t
$E(R_{m,t})$	คือ ผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด ณ ช่วงเวลา t
β_i	คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบของตราสาร i
α_i	คือ ค่าคงที่หรือผลตอบแทนส่วนเกินของตราสาร i
$\varepsilon_{i,t}$	คือ ส่วนขดเซยความผิดพลาดของตราสาร i ณ ช่วงเวลา t

โดยที่ β_i หาได้จากการหาความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนของตราสาร (R_i) กับ ผลตอบแทนของตลาด (R_m) ตามสมการด้วยวิธีการรันรีเกรสชันอย่างง่าย (Simple Regression) จะได้

$$\beta_i = \frac{Cov(R_m, R_i)}{\sigma_m^2}$$

$Cov(R_m, R_i)$ คือ ความแปรปรวนร่วมระหว่างตลาดกับตราสาร i

σ_m คือ ความแปรปรวนของตลาด

ข้อสมมติฐาน

1. นักลงทุนเป็นประเภทหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse)
2. ผลตอบแทนที่คาดหวังมีการแจกแจงแบบปกติ
3. ตราสารอยู่ในตลาดแข่งขันสมบูรณ์ นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างเท่าเทียมกัน และไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขาย
4. ไม่มีกฎระเบียบห้ามการซื้อขายตราสาร หรือการขายตราสารก่อนซื้อ (Short Sell)

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ตารางที่ 2.1 ผลงานวิจัยในอดีต

ผลงานวิจัย	Alpha	Expense	Size	Age	Turnover	t-statistic of 3 year Alpha
Grinblatt, and Titman (1994)		X			X**	
Elton, Gruber, and Blake (1996)	X**					X**
Carhart (1997)		X**	X		X**	
Carhart (1997)	X**					
Wermers (2000)					X**	
Chen et al. (2004)		X	X**	X	X	
Elton, Gruber, and Blake (2004)	X**	X**				
Bollen, Buss (2005)	X**					
Kacperczyk, Sialm, and Zheng (2005)		X	X**	X	X**	
Kosowski, Naik, and Teo (2007)	X					X
Diana P. Budiono and Martin Martens (2010)	X**	X	X	X	X**	X**

หมายเหตุ : เครื่องหมาย X คือปัจจัยของกองทุนที่งานวิจัยศึกษา, เครื่องหมาย ** หมายถึงตัวแปรนั้นสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของกองทุนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และ ถ้างานวิจัยศึกษาเพียงปัจจัยเดียว ** จะเป็นส่วนต่างของผลการดำเนินงานระหว่างบนสุดและต่ำสุดของพอร์ตโฟลิโอ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 2.1 ได้สรุปถึงผลงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะทั่วไปกับผลการดำเนินงานของกองทุน สามารถอธิบายได้ดังนี้

- Grinblatt and Titman (1994) ศึกษาเกี่ยวกับความถี่ในการซื้อขาย (Turnover) พบว่าความถี่ในการซื้อขายสามารถอธิบายอัลฟาหรือผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess Return) ของกองทุนรวมได้

- Elton, Gruber, and Blake (1996) ได้สรุปว่าผลการดำเนินงานในอดีต (three-year alpha, t-statistic of three-year alpha) สามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้

- Carhart (1997) ได้พบว่า ค่าใช้จ่ายกองทุน (Expense) และความถี่ในการซื้อขาย (Turnover) สามารถอธิบายผลการดำเนินงานปรับด้วยความเสี่ยง (Alpha) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

- Wermers (2000) ได้ศึกษาเกี่ยวกับความถี่ของการซื้อขาย (Turnover) ส่งผลให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นหรือไม่? ซึ่งพบว่ากองทุนรวมที่ซื้อขายบ่อยครั้งจะทำให้ผลการดำเนินงานดีกว่ากองทุนที่มีการซื้อขายน้อยครั้ง

- Chen et al. (2004) พบว่าขนาดของกองทุน (Size) มีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของกองทุน

- Elton, Gruber and Busse (2004) ได้ศึกษาผลตอบแทนในการซื้อกองทุนอิงดัชนี (Index Fund) ใน S&P500 สรุปได้ว่าค่าใช้จ่ายกองทุนที่ถูกหรือผลการดำเนินงานในอดีตที่สูงสามารถมีผลตอบแทนที่มากกว่าระหว่างกองทุนที่อิงดัชนีเดียวกันได้

- Bollen and Busse (2005) ได้จัดเรียงตามผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha) แล้วนำไปหาผลตอบแทนของกองทุนรวม พบว่ายังมีอัลฟาในอดีตมาก ยิ่งทำให้ผลตอบแทนในอนาคตตาม

- Kacperczyk, Sialm, and Zheng (2005) ได้ศึกษาเกี่ยวกับขนาด (Size) และความถี่ในการซื้อขาย (Turnover) สามารถกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนได้

- Kosowski, Naik, and Teo (2007) ได้จัดเรียงกองทุนรวมตาม t-statistics of alphas พบว่าสามารถอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตได้ดีกว่าการจัดเรียงตาม Alphas

- Diana P. Budiono and Martin Martens (2010) ซึ่งเป็นงานวิจัยต้นแบบ ได้ศึกษาถึงทั้ง 6 ปัจจัย รวมถึงปัจจัยที่ 7 คือความผันผวน (Volatility) ด้วย พบว่า Alpha, t-statistic of alpha over life time of a fund และ Turnover สามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และทดสอบเทียบระหว่างการเลือกซื้อกองทุนแบบใช้เพียงข้อมูลผลตอบแทนในอดีตเพียงอย่างเดียว (Momentum Strategy) กับการใช้ทั้งผลการดำเนินงานในอดีตและลักษณะทั่วไปของกองทุนอย่าง Turnover ที่ได้จากการรันข้อมูลที่ทำมาก่อนหน้านี้ แล้วนำมาเปรียบเทียบกันว่า ผลการดำเนินงานในอนาคตมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจนหรือไม่? ผลลัพธ์ที่ได้คือผลตอบแทนส่วนเกินสุทธิจากค่าใช้จ่ายมีความแตกต่างกันประมาณ 0.8% ถึง 1.7%

2.3 สมมติฐานงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม งานวิจัยนี้มีสมมติฐานดังนี้

H1 : กำไรส่วนเกินสามปีย้อนหลัง (Alpha) ส่งผลต่อกำไรส่วนเกินในอนาคต

H2 : กำไรส่วนเกินในระยะเวลายาวนานกว่า 3 ปี (Ability) ส่งผลต่อกำไรส่วนเกินในอนาคต

H3 : ค่าใช้จ่ายรวมต่อสินทรัพย์สุทธิ ส่งผลทางลบต่อกำไรส่วนเกินในอนาคต

H4 : อายุของกองทุน ส่งผลต่อกำไรส่วนเกินในอนาคต

H5 : ความถี่ในการซื้อขาย ส่งผลต่อกำไรส่วนเกินในอนาคต

H6 : ความผันผวนของผลตอบแทน ส่งผลต่อกำไรส่วนเกินในอนาคต

H7 : ขนาดของกองทุน ส่งผลทางลบต่อกำไรส่วนเกินในอนาคต



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 การเก็บและรวบรวมข้อมูล

เรานำข้อมูลมาจาก Eikon (Thomson Reuter) และ Morning Star Direct Database 10 ปีย้อนหลังตั้งแต่ปีพ.ศ. 2550-2559 โดยนำเอากองทุนทั้งหมดมากรองให้มีคุณสมบัติเฉพาะ ดังนี้

1. กองทุนที่ลงทุนในตราสารทุนเท่านั้น โดยจะนำเอาเฉพาะกองทุนที่ถูกจัดตามหมวดหมู่ดังนี้เท่านั้น

1.1. Morning Star Category – Equity general, Equity Large Cap., Equity Mid-Small Cap.

1.2. AIMC Category – Thailand Fund Equity Large Capitalization และ Thailand Fund Equity Mid-Small Capitalization

2. ไม่พิจารณากองทุนรวมดัชนีและกองทุนรวมอิตาลี

3. ไม่พิจารณากองทุนที่ลงทุนในต่างประเทศ (Foreign Investment Fund)

4. เป็นกองทุนที่ลงทุนโดยตรงเอง

5. มีข้อมูลเพียงพอครบ 10 ปี ทุกตัวแปร

กองทุนที่เข้าเงื่อนไขทั้งหมด จะมีความหลากหลายทางด้านกลยุทธ์การลงทุน อาทิ ลงทุนในหุ้นขนาดกลางและเล็ก ลงทุนในหุ้นคุณค่า ลงทุนในหุ้นปันผล เป็นต้น

ตารางที่ 3.1 รายละเอียดการจัดเก็บข้อมูล

รายละเอียดข้อมูล	เปลี่ยนแปลง	จำนวน คงเหลือ
กองทุนตราสารทุนที่เข้าเกณฑ์ข้อ 1. - 4.		244
Less: กองทุนที่มีข้อมูลต่ำกว่า 10 ปี	(164)	80
ข้อมูล 10 ปีย้อนหลังตั้งแต่ปีพ.ศ. 2550-2559 ทั้งตัวแปรตามและอิสระ 8 ตัวแปร ที่ใช้ในการรันข้อมูล	80 กองทุน × 5 ปี* × 8 ตัวแปร	3,200

* ที่เหลือ 5 ปี เพราะมีการใช้การรันข้อมูลแบบ Lag ช่วงเวลาสั้น ตามสมการที่ (2)

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

เนื่องจากวัตถุประสงค์ของงานวิจัยคือ ศึกษาลักษณะทั่วไปของกองทุนปัจจัยใด สามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนในอนาคตได้อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ กำไรส่วนเกินในอนาคต (Future Alpha) และตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ที่นำมาพิจารณา มีอยู่ทั้งหมด 7 ตัวแปร มีรายละเอียดดังนี้

1. **Alpha (α)** หรือ กำไรส่วนเกิน คำนวณเป็นเวลา 3 ปีย้อนหลัง ข้อมูลรายเดือน (Monthly) คำนวณได้จากสมการ

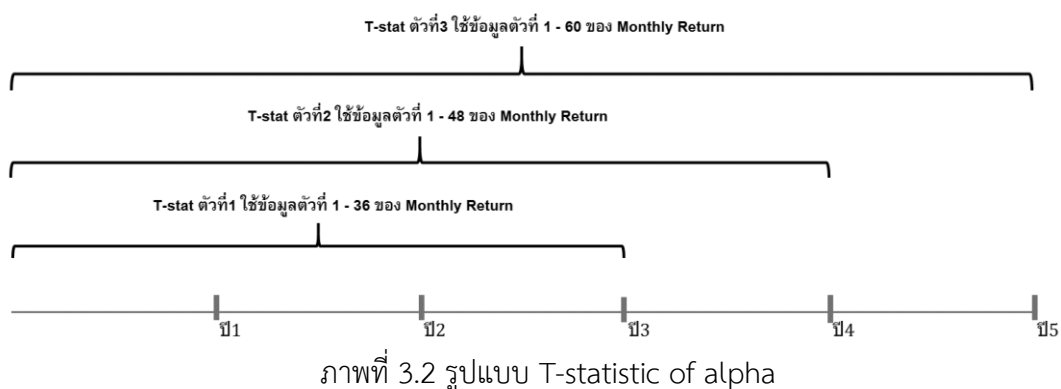
$$r_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + \beta_i(RMRF_t) + \varepsilon_{i,t}, \quad \text{--- (1)}$$

โดยที่ $r_{i,t}$ คือ กำไรส่วนเกินที่มากกว่าผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงของกองทุน i ในเดือน t , $RMRF_t$ คือ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET PR) ณ เดือนที่ t กับ ผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง ณ เดือนที่ t



ภาพที่ 3.1 รูปแบบกำไรส่วนเกิน (Alpha)

2. **Ability** คำนวณโดยใช้ t-statistic ของสมการที่ (1) มีความถี่รายเดือน โดยคำนวณระยะเวลาตั้งแต่กองทุนจัดตั้งขึ้นจนถึงเวลาที่เก็บข้อมูล



3. Expense Ratio หรือสัดส่วนค่าใช้จ่ายทั้งหมดต่อมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) ของกองทุน ข้อมูลเป็นรายปี (Annually)

$$\text{Expense Ratio} = \frac{\text{Total cost}}{\text{NAV}}$$

4. Size หรือ ขนาดของกองทุน ใช้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) เป็นตัวแทน ข้อมูลเป็นรายปี (Annually)

5. Age หรือ อายุ คือระยะเวลาระหว่างก่อตั้งกองทุนถึงเวลาที่เก็บข้อมูล หน่วยเป็นจำนวนปีและ ข้อมูลเป็นรายปี (Annually)

6. Portfolio Turnover Rate (PTR) หรือ ความถี่ในการซื้อขายหลักทรัพย์ คำนวณจากมูลค่าที่ต่ำกว่าระหว่างผลรวมของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์กับผลรวมของมูลค่าการขายหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนหารด้วยมูลค่าทรัพย์สินสุทธิเฉลี่ย ของกองทุนรวมในรอบระยะเวลาบัญชีเดียวกัน ข้อมูลเป็นรายปี (Annually)

$$\text{PTR} = \frac{\min(\text{Value Buy}, \text{Value Sell})}{\text{Avg. NAV}}$$

7. Volatility หรือ ความผันผวน ใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแต่ละกองทุน ข้อมูลเป็นรายปี (Annually)

$$S.D. = E(x_t^2) - \mu^2$$

$E(x_t^2)$ หมายถึง ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของตัวแปร x_t^2
 μ หมายถึง ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของข้อมูล

ตารางที่ 3.2 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและความสัมพันธ์ที่คาดการณ์

Variables	Description	Expected Sign	Reference
Alpha	กำไรส่วนเกิน	+	Elton, Gruber and Busse (2004) Bollen and Busse (2005)
Ability	T-Statistic ของกำไรส่วนเกิน	+	Elton, Gruber, and Blake (1996) Kosowski, Naik, and Teo (2007)
Expense	ค่าใช้จ่ายรวม	-	Carhart (1997) Elton, Gruber and Busse (2004)
Age	อายุ	+	Chen et al. (2004)
Turnover	ความถี่ในการซื้อหรือขายต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย	+	Grinblatt and Titman (1994) Carhart (1997) Wermers (2000) Kacperczyk, Sialm, and Zheng (2005)
Volatility	ความผันผวน	+	Diana P. Budiono and Martin Martens (2010)
Size	ขนาดสินทรัพย์สุทธิ (NAV)	-	Chen et al. (2004) Kacperczyk, Sialm, and Zheng (2005)

3.3 แบบจำลองงานวิจัย

เราใช้กระบวนการวิเคราะห์แบบสมการถดถอยระหว่างกำไรส่วนเกินในอนาคต (Future Alpha) ของแต่ละกองทุนกับลักษณะทั่วไปของกองทุนในอดีต เพื่อหาลักษณะทั่วไปใดที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานในอนาคต

$$\alpha_{T+1 \text{ to } T+3,i} = \beta_0 + \beta_1 \alpha_{T-2 \text{ to } T,i} + \beta_2 \text{ability}_{T,i} + \beta_3 \text{expense}_{T,i} + \beta_4 \text{size}_{T,i} + \beta_5 \text{age}_{T,i} + \beta_6 \text{turnover}_{T,i} + \beta_7 \text{volatility}_{T,i} + \hat{\epsilon}_{T,i} \quad , -- (2)$$

โดยที่ $\alpha_{T+1 \text{ to } T+3,i}$ คือ ผลตอบแทนส่วนเกินในปีที่ T+1 ถึง T+3 ในสมการที่ (1) ส่วนขนาดของกองทุน (Size) จะถูกปรับให้เป็นมาตรฐาน (Standardize) โดยการลบด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูลตัดขวาง (Cross-Sectional Mean) และหารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลตัดขวาง (Cross-Sectional Standard Deviation) เพื่อปรับสเกลและทำให้สามารถเปรียบเทียบกันได้ และใช้การรันข้อมูลโดยใช้ Pooled OLS Regression

แนวคิดนอกเหนือจากที่ถูกรายงานงานวิจัยในอดีต คือ กองทุนที่มีผลการดำเนินงานในอดีตดี มีแนวโน้มที่จะทำผลงานที่ดีต่อไปในอนาคตหรืออย่างน้อยอีก 3 ปีข้างหน้า โดยใช้ผลตอบแทนปรับความเสี่ยงเป็นตัวแทน (α) กองทุนที่มีผลตอบแทนปรับความเสี่ยงเท่ากัน เราจะเลือกกองทุนที่สามารถคงผลงานไว้ในระยะเวลาที่นานกว่า (ability) กองทุนที่มีค่าใช้จ่ายกองทุนมากกว่า (Expense ratio) แสดงถึงเป็นกองทุนที่พยายามหาผลตอบแทนให้ได้มากกว่าตลาด (Active fund) จึงมีแนวโน้มว่าจะทำผลตอบแทนปรับความเสี่ยงที่ดีกว่า กองทุนที่มีความถี่ในการซื้อขายสูง (Turnover rate) หมายถึงผู้จัดการกองทุนได้ใช้ความสามารถอย่างเต็มที่เพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติให้มากที่สุด ส่วนกองทุนที่มีขนาดใหญ่กว่า มีแนวโน้มว่าจะสามารถกระจายการลงทุนสินทรัพย์ต่างๆ ที่ง่ายกว่า (Size) กองทุนที่มีอายุยืนยาวกว่า ย่อมหมายถึงกองทุนได้ผ่านช่วงเศรษฐกิจที่หลากหลาย (Age) และกองทุนที่มีความผันผวนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงกว่า หมายถึงความเสี่ยงที่มากกว่า ย่อมมีแนวโน้มว่าจะมีผลตอบแทนที่มากกว่า (Volatility)

บทที่ 4 ผลงานวิจัย

4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

กองทุนที่นำมาวิเคราะห์ทั้งหมดที่ผ่านเงื่อนไขมีทั้งสิ้น 80 กองทุน เก็บข้อมูลทั้งหมด 10 ปี ตั้งแต่ปี 2550-2559 โดยที่ตัวแปรที่ได้จะเริ่มตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป เพราะสองปีแรกใช้ในการคำนวณสมการ (1) เพราะฉะนั้น จะได้ข้อมูลทั้งหมดเพียง 8 ปี โดยมีทั้งหมด 7 ตัวแปร เนื่องจากเราต้องการหา Alpha ในอนาคต ($\alpha_{T+1 \text{ to } T+3,i}$) ตามสมการที่ (2) จะเห็นได้ว่ามีตัวแปรที่ Lag ช่วงเวลาขึ้นอยู่กับ ($\alpha_{T+1 \text{ to } T+3,i}$, $\alpha_{T-2 \text{ to } T,i}$) ดังนั้นในการรันตามสมการที่ (2) แต่ละตัวแปร จะเหลือข้อมูลที่ใช้รันอยู่ 5 ปี จาก 8 ปี

$$\alpha_{T+1 \text{ to } T+3,i} = \beta_0 + \beta_1 \alpha_{T-2 \text{ to } T,i} + \beta_2 \text{ability}_{T,i} + \beta_3 \text{expense}_{T,i} + \beta_4 \text{size}_{T,i} + \beta_5 \text{age}_{T,i} + \beta_6 \text{turnover}_{T,i} + \beta_7 \text{volatility}_{T,i} + \hat{\varepsilon}_{T,i} , -- (2)$$

โดยสรุป จะมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องในสมการที่ (2) อยู่ทั้งหมด 8 ตัวแปร โดยที่แต่ละตัวแปรจะมี 400 ข้อมูล (5 ปี คูณ 80 กองทุน) โดยสามารถสรุปข้อมูลทั่วไปดังนี้

4.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลทั่วไปของแต่ละตัวแปร

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Predicted Alpha	400	0.245	0.334	-0.637	1.409
Alpha	400	0.248	0.383	-0.806	1.409
Ability	400	1.765	1.160	-2.027	4.339
Expense	400	1.747	0.438	0.57	3.200
Age	400	10.362	4.632	3.000	27.000
Turnover	400	347.110	393.968	1.64	2422.480
Volatility	400	5.417	1.229	2.742	8.218
Size	400	0.015	1.020	-0.412	7.606

ตารางที่ 4.2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	P.Alpha	Alpha	Abi.	Exp.	Age	Turno.	Vol.	Size
Predicted Alpha	1							
Alpha	-0.088	1						
Ability	-0.091	0.620	1					
Expense	-0.130	-0.100	-0.207	1				
Age	0.162	0.099	0.231	0.02	1			
Turnover	0.064	-0.092	0.027	0.027	-0.085	1		
Volatility	-0.230	0.007	0.085	0.012	-0.016	0.196	1	
Size	-0.141	0.032	-0.102	0.030	-0.172	-0.157	-0.169	1

ข้อมูลมีลักษณะเป็น Longitudinal Data เราจึงใช้โมเดลในการประมาณค่าคือ Pooled Ordinary Least Square โดยที่จะปรับตัวแปร Size ให้เป็นมาตรฐาน (Standardize) ก่อน โดยการลบด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูลตัดขวาง (Cross-Sectional Mean) และหารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลตัดขวาง (Cross-Sectional Standard Deviation) เพื่อปรับสเกลและทำให้สามารถเปรียบเทียบกันได้ โดยมีสมมติฐานในการทดสอบ คือ

$$H_0: \beta_i = 0 \quad H_1: \beta_i \neq 0$$

ถ้าค่าสัมประสิทธิ์ β_i ไม่เท่ากับศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถทำนายผลตอบแทนในอนาคตได้ ซึ่งผลลัพธ์จากการรันข้อมูลด้วยวิธี Pooled Ordinary Least Square ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.3 ตารางแสดงผลสัมฤทธิ์การประมาณค่า (รอบที่ 1)

	Load	T-statistic	P > T
Adj R ²	0.1397		
Intercept	0.7578	7.32	0.000
Alpha	-0.0062	-0.12	0.906
Ability	-0.0459	-2.54*	0.012
Expense	-0.1251	-3.44**	0.001
Age	0.0133	3.78**	0.000
Turnover	0.0001	2.40*	0.017
Volatility	-0.0706	-5.41**	0.000
Size	-0.0479	-3.01**	0.003

หมายเหตุ: “ * “ หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับนัยสำคัญ 0.05 และ “ ** “ หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลลัพธ์ที่ได้ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 มีเพียง Alpha ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนที่เหลือ Ability Expense Age Turnover Volatility Size มีนัยสำคัญระดับ 0.05 ทั้งสิ้น ขณะที่ถ้าใช้เกณฑ์ระดับนัยสำคัญที่มากขึ้นที่ 0.01 จะส่งผลให้มีเพียงตัวแปรอิสระ Expense Age Volatility และ Size เท่านั้น ค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละตัวแปรมีทิศทางสอดคล้องกับที่ทบทวนวรรณกรรมมา ยกเว้น 3 ตัวแปรคือ Alpha Ability และ Volatility ที่ไม่เป็นไปตามที่คาด

จากที่ทิศทางสัมประสิทธิ์ของ Alpha และ Ability ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ อีกทั้งยังสังเกตได้อีกว่า ค่าความสัมพันธ์ระหว่างกัน (Correlation) สูงถึง 0.6201 ตามตารางที่ 4.2 ดังนั้นจึงลองดึงเอา Alpha หรือ Ability ออก แล้วดูว่าทิศทางจะเปลี่ยนไปหรือไม่

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงผลสัมพัทธ์การประมาณค่าเมื่อตั้งตัวแปร Alpha ออก (รอบที่ 2)

	Load	T-statistic	P > T
Adj R ²	0.1419		
Intercept	0.7583	7.34	0.000
Ability	-0.0473	-3.34**	0.001
Expense	-0.1254	-3.45**	0.001
Age	0.0134	3.80**	0.000
Turnover	0.0001	2.44*	0.015
Volatility	-0.0706	-5.41**	0.000
Size	-0.0482	-3.03**	0.003

หมายเหตุ: “ * “ หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับนัยสำคัญ 0.05 และ “ ** “ หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ตารางที่ 4.5 ตารางแสดงผลสัมพัทธ์การประมาณค่าเมื่อตั้งตัวแปร Ability ออก (รอบที่3)

	Load	T-statistic	P > T
Adj R ²	0.1278		
Intercept	0.7029	6.89	0.000
Alpha	-0.0893	-2.15*	0.032
Expense	-0.1066	-2.97**	0.003
Age	0.0114	3.28**	0.001
Turnover	0.0001	2.14*	0.033
Volatility	-0.0732	-5.58**	0.000
Size	-0.0446	-2.79**	0.006

หมายเหตุ: “ * “ หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยระดับนัยสำคัญ 0.05 และ “ ** “ หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากที่ลองสลับเอา Alpha หรือ Ability ออกแล้วสังเกตทิศทางค่าสัมประสิทธิ์ พบว่า ทิศทางของตัวแปรยังเหมือนเดิมคือ Alpha, Ability และ Volatility ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ ผลตอบแทนในอนาคตต่ำลง แต่การดึงเอา Alpha ออกไป เหลือเพียงตัวแปร Ability ไว้ (ตารางที่ 4.4) กลับทำให้ Adj. R2 เพิ่มขึ้น โดยที่การดึงเอาตัวใดตัวหนึ่งออก (Alpha หรือ Ability) ส่งผลให้ตัวแปรที่คงเหลืออยู่มีนัยสำคัญทันที แม้ว่าตอนรันค่ารวมทุกตัวแปรแล้ว ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเลยก็ตาม (Alpha ใน ตารางที่4.3) การรัน Pooled Ordinary Least Square ทั้ง 3 ครั้ง ได้ผลลัพธ์คล้ายๆกัน ดังนั้น จึงขอยึดเอาการรันโดยใช้ตัวแปรอิสระทั้งหมด (7 ตัวแปร) เป็นตัวอ้างอิงในการกล่าวถึงต่อไป

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา

5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาหาความสัมพันธ์ของลักษณะทั่วไปของกองทุนที่สามารถทำนายผลตอบแทนในอนาคต โดยใช้ข้อมูล 10 ปี ตั้งแต่ 31 ธันวาคม 2550 ถึง 31 ธันวาคม 2559 ศึกษาตัวแปรอิสระทั้งหมด 7 ตัวแปร ที่น่าจะส่งผลต่อผลตอบแทนในอนาคต ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ผลปรากฏว่าผลตอบแทนส่วนเกินในอดีต 3 ย้อนหลัง ($\alpha_{T-2 \text{ to } T,i}$) ไม่สามารถนำมาทำนายผลตอบแทนในอนาคตได้ นอกจากนั้นความถี่ในการซื้อขาย (Turnover) ก็มีระดับนัยสำคัญเพียง 0.05 เท่านั้น

ในส่วนของอายุ (Age), ค่าใช้จ่าย (Expense) , ขนาด (Size) และ ความผันผวน (SD) ทั้ง 4 ปัจจัยอิสระนี้ มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ทั้งสิ้น ส่วน Ability และ ความถี่ในการซื้อขาย (Turnover) มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และตัวแปร Alpha ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สามารถอธิบายแต่ละตัวแปรได้ดังนี้

- **อายุ (Age)** มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0133 ทิศทางสอดคล้องกับที่คาดการณ์ และมีค่า T-statistic อยู่ที่ 3.78 แสดงให้เห็นถึงปัจจัยทางด้านอายุของกองทุน มีผลต่อผลตอบแทนในอนาคต กล่าวคือ กองทุนที่จัดตั้งมานาน มีแนวโน้มที่จะทำผลตอบแทนที่สูงในอนาคต อาจจะมีเหตุผลมาจาก ยิ่งบริษัทจัดตั้งมานานเท่าไร ย่อมหมายถึงกองทุนได้ผ่านหลายช่วงวัฏจักรเศรษฐกิจ อีกทั้งยังเปิดกองทุนมาเป็นระยะเวลาานาน ย่อมหมายถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อกองทุนนั้นๆ ในระดับสูง ซึ่งอาจจะประกอบด้วยนโยบายการลงทุนที่ดี ความสามารถของผู้จัดการกองทุนเป็นที่ยอมรับ เป็นต้น

- **ขนาด (Size)** มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0479 ทิศทางสอดคล้องกับที่คาดการณ์ และมีค่า T-statistic อยู่ที่ -3.01 บ่งบอกถึง กองทุนที่มีขนาดเล็ก จะส่งผลให้ผลตอบแทนในอนาคตที่สูงกว่ากองทุนที่มีขนาดใหญ่ สาเหตุก็เพราะว่า เป็นที่แน่ชัดอยู่แล้วว่าไม่ใช่หุ้นทุกตัวที่จะมีสภาพคล่องเพียงพอต่อการซื้อขายขนาดมหึมาของกองทุน ดังนั้น กองทุนที่มีขนาดใหญ่หลายๆ ย่อมหมายถึงมีข้อจำกัดในการดำเนินกลยุทธ์การลงทุน เช่น ไม่สามารถลงทุนในหุ้นขนาดกลางหรือเล็กได้ หรืออาจถึงขั้นไม่สามารถลงทุนในหุ้นใหญ่บางตัวได้

- **ค่าใช้จ่าย (Expense)** มีค่าสัมประสิทธิ์ -0.1251 ทิศทางสอดคล้องกับที่คาดการณ์ และมีค่า T-statistic อยู่ที่ -3.44 แสดงถึงเราสมควรเลือกกองทุนที่มีค่าใช้จ่ายรวมเทียบกับต่อสินทรัพย์รวมน้อยๆ จะมีแนวโน้มผลตอบแทนที่มากขึ้นในอนาคต อาจจะไม่แปลกได้ว่า ค่าใช้จ่ายรวมที่เพิ่มขึ้นเนื่องมาจากหลายเหตุผล เช่น ค่าโฆษณากองทุนเพิ่มขึ้น ค่าบริหารจัดการของผู้จัดการกอง

ทุนเพิ่มขึ้น หรือ ค่าซื้อทรัพยากรเพื่อประกอบการวิเคราะห์เพิ่มขึ้น เป็นต้น มีแนวโน้มที่จะไม่เพิ่มผลตอบแทนในอนาคต

- **ความผันผวน (SD.)** มีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0706 และมีค่า T-statistic อยู่ที่ -5.41 มีทิศทางที่ต่างจากที่คาดการณ์ไว้ อ้างอิงจาก Diana P. Budiono and Martin Martens (2010) ที่มีทิศทางเป็นบวก กล่าวคือ กองทุนใดที่มีความผันผวนมาก มีแนวโน้มที่กำไรส่วนเกินในอนาคตจะสูงขึ้นโดยเฉลี่ย แต่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น การผันผวน (SD) ที่ได้ ซึ่งมีทิศทางที่ขัดแย้งกัน จึงไม่แปลกเท่าไรนัก

ผลการประมาณค่าของ SD แสดงให้เห็นถึงกองทุนที่มีความผันผวนต่ำ มีแนวโน้มที่จะมีผลตอบแทนที่ดีในอนาคต ทำให้พบบอกได้ว่า ในระหว่างกองทุนที่มีกลยุทธ์ Active Management ด้วยกัน สมควรเลือกกองทุนที่มีความผันผวนต่ำ ซึ่งจะส่งผลดีต่อผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคต

- **Turnover** หรือความถี่ในการซื้อหรือขายสินทรัพย์ระหว่างปี ค่าสัมประสิทธิ์ 0.0001 และมีค่า T-statistic อยู่ที่ 2.40 มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หมายความว่ายิ่งผู้จัดการกองทุนมีการซื้อขายที่มีความถี่สูงเท่าไร ย่อมทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตสูงมากขึ้นโดยเฉลี่ย

- **Alpha** หรือกำไรส่วนเกิน มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0062 และมีค่า T-statistic อยู่ที่ -0.12 มีทิศทางขัดแย้งกับการที่ทบทวนวรรณกรรม ซึ่งไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะอธิบายตัวแปรตามได้ ซึ่งกล่าวได้ว่า การใช้ข้อมูลกำไรของกองทุนในอดีต 3 ปี ไม่สามารถเป็นปัจจัยในการเลือกกองทุนที่น่าจะมีกำไรส่วนเกินในอนาคตได้ เพราะถึงแม้ว่า การรันรอบที่ 3 (ดึงตัว Ability ออก เหลือเพียง Alpha ไว้) Alpha จะมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 แต่ก็ยังไม่ดีเท่า Ability อีกทั้งการรันรอบที่ 3 ยังได้ Adj.R² ที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับการรันรอบที่ 2 (ดึงตัว Alpha ออก เหลือเพียง Ability ไว้)

- **Ability (t-statistic of alpha)** หรือ กำไรส่วนเกินในระยะเวลาที่ยาวนานกว่า 3 ปี มีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0459 และมีค่า T-statistic อยู่ที่ -2.54 มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หมายถึงยิ่งกองทุนที่มีผลตอบแทนส่วนเกินในอดีตมาก จะส่งผลให้กำไรส่วนเกินในอนาคตน้อยลงโดยเฉลี่ย ซึ่งแตกต่างไปจากที่ทบทวนวรรณกรรม แต่การรันรอบ 2 (ดึงตัว Alpha ออก เหลือเพียง Ability ไว้) ทำให้มีระดับนัยสำคัญเพิ่มขึ้นเป็น 0.01 และ Adj. R² ที่ 14.19% มากกว่าทุกรอบของการรันประมาณค่า ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าตัวแปร Ability มีพลังในการคาดการณ์กำไรส่วนเกินในอนาคตได้มากกว่า Alpha

โดยรวมแล้วปัจจัยอิสระที่ส่งผลต่อผลตอบแทนในอนาคตที่มีนัยสำคัญสูงสุดเรียงลำดับได้ดังนี้ Volatility > Age > Expense > Size > Ability > Turnover ซึ่งเราสามารถสรุป

วิธีการเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่มีสไตล์การลงทุนแบบ Active Management และเป็นไปตามเงื่อนไขอื่นในบทที่ 3 สมควรที่จะเลือกลงทุนในกองทุนที่มีความผันผวนต่ำ มีการจัดตั้งกองทุนที่นาน ค่าใช้จ่ายรวมต่อสินทรัพย์รวมที่น้อย ขนาดของกองทุนเล็ก มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงเป็นระยะเวลายาว และมีความถี่ในการซื้อขายสูง ในเชิงเปรียบเทียบ แล้วจะมีแนวโน้มที่จะได้ผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตที่มากขึ้นโดยเฉลี่ย ซึ่งตอบคำถามงานวิจัยที่ว่า สามารถใช้ลักษณะทั่วไปของกองทุนในการพิจารณาประกอบการลงทุน เพื่อเพิ่มผลตอบแทนส่วนเกินในอนาคตได้

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ใช้ข้อมูลกองทุนในไทยเท่านั้น ด้วยลักษณะของตลาดทุนประเทศไทยยังเพิ่งตั้งใหม่เมื่อเทียบกับตลาดทุนในประเทศที่พัฒนาแล้ว อาจส่งผลให้การรันแบบจำลองมีผลลัพธ์ที่ไม่เหมือนกับที่ทบทวนวรรณกรรมมา ซึ่งอาจเกิดจากสาเหตุหลักดังนี้ 1. ขนาดตัวอย่างที่น้อย 2. เวลาที่ใช้ในการศึกษาอิสระที่น้อย 3. วัฒนธรรมการลงทุนที่ไม่เหมือนกับต่างประเทศ ด้วยสาเหตุต่างๆเหล่านี้ จึงอาจจะทำให้ผลการศึกษาคาดเคลื่อนได้

5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เป็นการศึกษากลุ่มตัวอย่างของกองทุนที่เข้าเกณฑ์ที่กำหนดไว้อย่างเคร่งครัด ซึ่งหากมีผู้สนใจจะขยายขอบเขตการศึกษาให้กว้างขึ้น สามารถทำได้ เช่น ขยายกรอบระยะเวลาให้ยาวนานขึ้น ดึงตัวแปรลักษณะอื่นที่เกี่ยวข้องมาร่วมพิจารณาเพิ่มขึ้น หรือ การศึกษากองทุนประเภทอื่น เป็นต้น

บรรณานุกรม

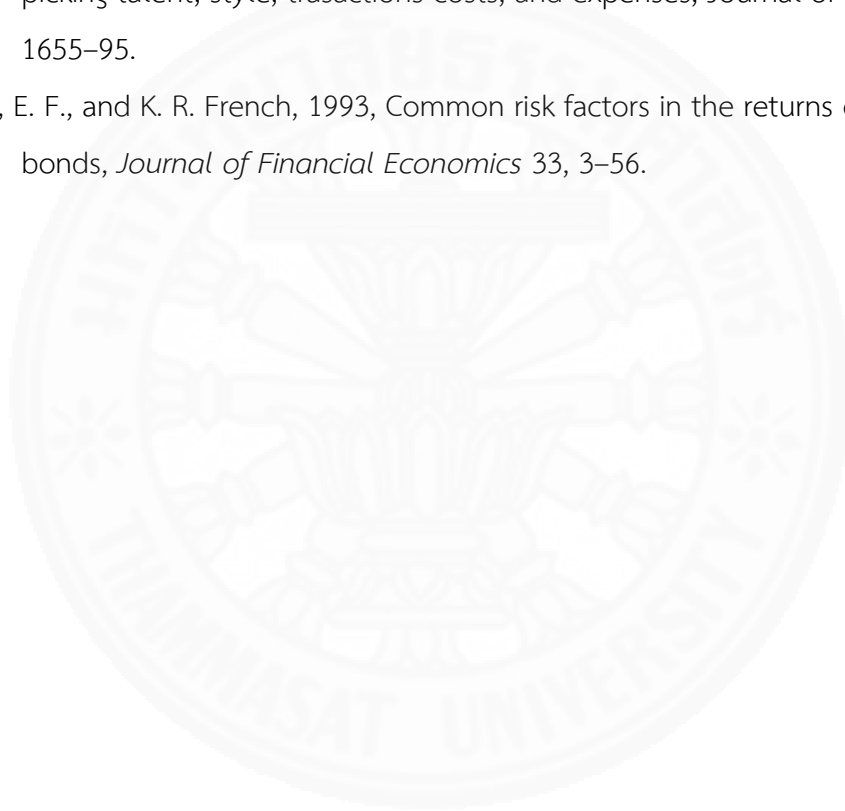
งานวิจัย

- ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์. (2558). การเปรียบเทียบความคาดหวังของผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบ ของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาการเงิน
- ปรียศ ทับสมบัติ. (2558). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมาดบริการรับเหมาก่อสร้างโดยใช้แบบจำลองราคาหลักทรัพย์ CAPM, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

Journal

- Budiono, D. P., and M. Martens. (2010). Mutual Funds Selection Based on Funds Characteristics, *Journal of Financial Research*, 249-265.
- Bollen, N. P. B., and J. A. Busse. (2005). Short-term persistence in mutual fund performance, *Review of Financial Studies*, 18, 569–97.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance*, 52, 57–82.
- Chen, J., H. Hong, M. Huang, and J. D. Kubik. (2004). Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization, *American Economic Review*, 94, 1276–1302.
- Elton, E. J., M. J. Gruber, and C. R. Blake. (1996). The persistence of risk-adjusted mutual fund performance, *Journal of Business*, 69, 133–57.
- Fama, E. F., and J. D. MacBeth. (1973). Risk, returns, and equilibrium: Empirical tests, *Journal of Political Economy* 81, 607–36.
- Elton, E. J., M. J. Gruber, and J. A. Busse. (2004). Are investors rational? Choices among index funds, *Journal of Finance*, 59, 261–88.
- Grinblatt, M., and S. Titman. (1994). A study of monthly mutual fund returns and performance evaluation techniques, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 419–44.

- Hendricks, D., J. Patel, and R. Zeckhauser. (1993). Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of relative performance 1974–1988, *Journal of Finance*, 48, 93–130.
- Kacperczyk, M., C. Sialm, and L. Zheng. (2005). On the industry concentration of actively managed equity mutual funds, *Journal of Finance*, 60, 1983–2011.
- Kosowski, R., N. Y. Naik, and M. Teo. (2007). Do hedge funds deliver alpha? A Bayesian and bootstrap analysis, *Journal of Financial Economics*, 84, 229–64.
- Wermers, R. (2000) Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses, *Journal of Finance*, 55, 1655–95.
- 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.



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นายนั้นพิชา จุงศิริวัฒน์

วันเดือนปีเกิด

4 มิถุนายน พ.ศ. 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บริหารธุรกิจบัณฑิต

การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

