



**การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นที่บริหาร
โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ถือหุ้นใหญ่และไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์
บุญชนก เดชเพ็ชร* และธนโชติ บุญวรโชติ**

**Equity Fund Performance Comparison
between Bank Affiliate and Non-Bank Affiliate Subsidiary Mutual Funds**

Bunachanok Detpech* and Tanachote Boonvorachote

ภาควิชาเทคโนโลยีอุตสาหกรรมเกษตร คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900

Department of Agro-Industrial Technology, Faculty of Agro-Industry, Kasetsart University, Bangkok 10900

*Corresponding author. E-mail address: bunachanok@hotmail.com

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุนภายในประเทศ ซึ่งเก็บข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยทำการศึกษาจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (NAV) แบบรายเดือน โดยทำการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกองทุนที่แตกต่างตามเป้าหมายการลงทุนของกองทุนที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ถือหุ้นใหญ่และไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ วัดผลการดำเนินงานจากการใช้ทฤษฎีอัตราผลตอบแทน ทฤษฎีความเสี่ยง และมาตรวัดผลการดำเนินงานตามตัวแบบ Sharpe Ratio, CAPM และแบบจำลองของจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะตลาด (Market Timing) ของผู้จัดการกองทุน รวมถึงลักษณะการบริหารซึ่งพิจารณาจากค่าธรรมเนียมการจัดการ อัตราการเติบโตของกองทุน อายุการดำเนินงาน และขนาดของกองทุน ในการวิเคราะห์ พบว่า กองทุนที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์มีค่าความผันผวนที่ต่ำกว่ากองทุนรวมที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีขนาดของกองทุนเล็กกว่า 79% และ Growth rate ที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์มีข้อเสียเปรียบในเรื่องของสาขาในการให้บริการที่มีอยู่จำนวนน้อยและขนาดของกองทุนที่เล็กมีจำนวนเงินทุนที่น้อยกว่าก็ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุน โดยภาพรวมแล้วนั้นผลการดำเนินงานโดยเฉลี่ยของกองทุนที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์

คำสำคัญ: กองทุนรวม ตราสารทุน การวัดผลการดำเนินงาน ความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุน

Abstract

This research study about the performance of mutual funds that investment in Thai Mutual Fund with Secondary Data. To study the Net Asset Value (NAV). From monthly return data is investigated by comparing the performance of different funds according to the investment style by Bank Affiliate and Non-Bank Affiliate Subsidiary Mutual Funds. To determine the performance of the Return rate, Risk-adjusted abnormal return, Sharpe Ratio, CAPM and Market timing ability various models, Furthermore, after controlling for management fee, fund growth rate, fund age and fund size exhibit the risk of Bank Affiliate lower than Non-Bank Affiliate so, the fund size less than 79% and lower growth rate of Non-Bank Affiliate, due to disadvantage in terms of insufficient of branch service and the small size of funds, also influence the operations of the Fund. The overview, performance of mutual funds by Bank Affiliate better than Non-Bank Affiliate.

Keywords: Mutual Fund, Equity Security Fund, Performance Evaluations, Market Timing

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) เริ่มเปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรก ในปี 2518 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจะจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ โดยอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นสื่อกลางในการระดมเงินออมจากประชาชน ภาคธุรกิจ และภาครัฐบาล ในช่วงปี 2557 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องและมีมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 45,466 ล้านบาท สูงที่สุดในภูมิภาคอาเซียนติดต่อกันเป็นปีที่ 3 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) เมื่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้น สถาบันการเงินหรือบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) จึงเข้ามามีบทบาทความสำคัญในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ มากขึ้น ความรู้ความเข้าใจจะช่วยให้นักลงทุนสามารถเลือกทางเลือกการลงทุนที่เหมาะสมกับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่ต้องการได้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) โดยมีการจัดตั้งกองทุนรวม เพื่อรวบรวมเงินทุนจากนักลงทุนรายย่อย กองทุนรวม จึงเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ มีการจัดการลงทุนอย่างเป็นระบบ โดยมีจุดมุ่งหมายให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด

กองทุนรวมนับเป็นทางเลือกการลงทุนรูปแบบหนึ่งในปัจจุบันได้รับความนิยมสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากนักลงทุน เนื่องด้วยการลงทุนในกองทุนรวมนั้นได้รับผลตอบแทนที่สูง จึงเป็นที่ดึงดูดใจของนักลงทุน ตลาดตราสารทุนในประเทศไทยก็ได้รับการตื่นตัวจากนักลงทุนที่เพิ่มขึ้น ทำให้มีการออกกองทุนรวมที่ลงทุนภายในประเทศเป็นจำนวนมากขึ้นตามไปด้วย ส่งผลให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนตามการยอมรับความเสี่ยงของการลงทุน ซึ่งการลงทุนในกองทุนรวมเป็นการไปลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ซึ่งจะมีความแตกต่างทางเป้าหมายการลงทุน (จักรพันธ์เทพกรินชัย, 2544) ทำการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบความเสี่ยง

อัตราผลตอบแทนและการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทยจำแนกตามนโยบายการลงทุน พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนมีความสัมพันธ์กับตลาดมากที่สุด กองทุนรวมนั้นก็มีความหลากหลาย นอกจากนี้ Wei & Bolong (2011) ได้ทำการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศจีน โดยทำการศึกษาความเสี่ยง การเข้าทำจังหวะตลาด และผลการดำเนินงานของกองทุนโดยทำการแยกการวิเคราะห์ตามกลยุทธ์การลงทุน และลักษณะการบริหารงาน พบว่า ประสิทธิภาพของกองทุนนั้นจะขึ้นกับขนาดและอายุของกองทุนนั้น ซึ่งถ้ากองทุนมีอายุเพิ่มขึ้นประสิทธิภาพอาจจะลดลงเพราะมีขนาดที่ใหญ่มากขึ้น มีความซับซ้อนมากขึ้น ทำให้การดำเนินงานมีความยากลำบาก แต่ในทางกลับกันถ้าผู้จัดการกองทุนมีประสบการณ์ที่มาก จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีค่าดีขึ้นด้วย

ดังนั้น การศึกษารายละเอียดของกองทุน เป้าหมายการลงทุน ประเภทของกองทุน ทั้งกองทุนที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ถือหุ้นใหญ่และไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ ที่ทำการลงทุนในตราสารทุนภายในประเทศนั้น แสดงให้เห็นถึงผลการบริหารงานที่จะสร้างผลการตอบแทนการลงทุนที่จะสามารถช่วยให้ผู้ลงทุนในการตัดสินใจลงทุน หรือผู้ที่สนใจทำการศึกษาก่อนการตัดสินใจเลือกกองทุนที่มีความเหมาะสมกับตนเอง ที่มีความต้องการอัตราผลตอบแทนเพียงใด และจะสามารถยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้มากน้อยเพียงใด ทั้งหมดนี้ขึ้นกับการตัดสินใจของนักลงทุนต่อไป

มาตรวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

1. Sharpe Ratio

ตามทฤษฎีการลงทุนผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ใด ๆ ไม่ควรมีน้อยกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

Sharpe Ratio เป็นการประเมินผลประกอบการกองทุนโดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ปรับค่าความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับตัวด้วยความเสี่ยงแล้ว ซึ่งที่ใช้ตามแนวคิดนี้ คือ ความ



เสี่ยงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน Sharpe (1966)

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{E[R - R_f]}{\sqrt{\text{Var}[R - R_f]}}$$

โดย R = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
 R_f = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
 $\sqrt{\text{Var}[R - R_f]}$ = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี ของธนาคารแห่งประเทศไทย ค่า Sharpe Ratio ยิ่งสูง ถือว่าผู้จัดการกองทุนสามารถทำผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้มาก ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง ณ ระดับที่เท่าเทียมกัน

2. Capital Asset Pricing Model

Capital Asset Pricing Model (CAPM) เป็นการ Model ที่แสดงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนและความเสี่ยง Sharpe (1964)

$$R_{p,t} = \alpha_p + \beta_p R_{m,t} + \epsilon_{p,t}$$

โดย $R_{p,t}$ = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลา t

α_p = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

β_p = ค่า β หรือความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม

$R_{m,t}$ = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Market rate of Return) ณ เวลา t

$\epsilon_{p,t}$ = ค่าความคลาดเคลื่อน (Residual term) ของกองทุน ณ เวลา t

ถ้าค่า α_p มีค่าเป็น บวก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม สูงกว่า อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (β) หนึ่ง

ถ้าค่า α_p มีค่าเป็น ลบ แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ต่ำกว่า อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง (β) หนึ่ง

3. Treynor and Mazuy

Treynor and Mazuy (TM) เป็นการวัดผลการดำเนินงานผู้ดูแลกองทุนความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุน (Market Timing) หมายถึง การปรับเปลี่ยนการลงทุนระหว่างหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ตราสารระยะสั้นที่ปราศจากความเสี่ยง หรือตราสารในตลาดเงิน Treynor & Mazuy (1966)

$$R_{p,t} = \alpha_p + \beta_p R_{m,t} + \gamma_p R_{m,t}^2 + \epsilon_{p,t}$$

โดย $R_{p,t}$ = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลา t

α_p = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

β_p = ค่า β หรือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม

$R_{m,t}$ = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Market rate of Return) ณ เวลา t

γ_p = ค่าสัมประสิทธิ์วัดความสามารถด้านจังหวะการลงทุน

$\epsilon_{p,t}$ = ค่าความคลาดเคลื่อน (Residual term) ของกองทุน ณ เวลา t

ค่าสัมประสิทธิ์ γ_p วัดความสามารถด้านจังหวะการลงทุน (Market Timing) โดยถ้าค่า γ_p เป็น บวก แสดงว่าผู้จัดการกองทุนนั้นสามารถหาช่วงจังหวะการลงทุนที่ดีได้

วิธีการศึกษาและวัสดุอุปกรณ์

การเก็บข้อมูล

ข้อมูลที่เก็บรวบรวมจัดเป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary Data) ศึกษาจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (NAV) และรายงานผลการดำเนินงานของกองทุนที่มีการลงทุนในตราสารทุนภายในประเทศของกองทุนรวม



ที่ลงทุนหุ้นที่บริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ (Bank Affiliate) และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank Affiliate) รวมถึงกองทุนรวม ETF (Exchange-Traded Fund) ซึ่งจะใช้การเปลี่ยนแปลงข้อมูลรายเดือน ช่วงเวลาที่จัดเก็บข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้คือ ข้อมูลช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2548 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2557 โดยทำการบันทึกข้อมูลและดำเนินการวิเคราะห์ผลข้อมูลทางสถิติในโปรแกรม Microsoft Office Excel โดยกำหนดระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

วิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนรวม

โดยใช้ทฤษฎีอัตราผลตอบแทน ทฤษฎีความเสี่ยง และมาตรวัดผลการดำเนินงานตามตัวแบบ Sharpe Ratio, Capital Asset Pricing (CAPM) และแบบจำลองของจังหวะเวลาการลงทุน Treynor & Mazuy (TM) รวมถึงลักษณะการบริหารของกองทุน พิจารณาจากค่าธรรมเนียมการจัดการ อัตราการเติบโต อายุการดำเนินงาน ขนาดกองทุน และลักษณะของการลงทุน ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุน ทดสอบค่าสถิติโดยวิธี Mean Comparison

ข้อมูลเป้าหมายการลงทุนของกองทุนรวม

ตารางที่ 1 เป้าหมายการลงทุนของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นที่บริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ถือหุ้นใหญ่ (Bank Affiliate) และไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank Affiliate)

Investment Style	Fund Type			
	Bank Affiliate	Non-Bank Affiliate	ETF	Total
Active	6	6	0	12
Aggressive Growth	1	1	0	2
Appreciation	1	0	0	1
Balance Fund	4	4	0	8
Growth	24	21	0	45
Income Fund	8	0	0	8
Index	9	2	8	19
Stable Fund	5	0	0	5
Stable Growth	4	3	0	7
Stable Growth Type	9	0	0	9
Stock	1	0	0	1
Value	11	2	0	13
Value Investment	1	1	0	2
Value Optimization	0	1	0	1
Total	84	40	8	133

การศึกษาเป้าหมายการลงทุนของกองทุน พบว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นที่บริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ถือหุ้นใหญ่และไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์นั้น มีความหลากหลายรูปแบบในการลงทุน ซึ่งในการที่จะทำการศึกษานี้แบ่งได้ออกตามเป้าหมายการลงทุน ทั้งหมด 14 รูปแบบ พบว่า กลุ่ม Bank Affiliate จะเน้นการลงทุนแบบ Growth มากที่สุด คิดเป็น 29%

รองลงมา คือ แบบ Value คิดเป็น 12% และแบบ Index คิดเป็น 10% ส่วนกลุ่ม Non-Bank Affiliate เช่นเดียวกันเน้นการลงทุนแบบ Growth คิดเป็น 51% รองลงมา คือแบบ Active คิดเป็น 15% และแบบ Balance Fund คิดเป็น 10%



ผลการทดลอง จากการศึกษาวิเคราะห์ผลพบว่าขนาดกองทุนในกลุ่ม Bank Affiliate มีขนาดกองทุนใหญ่กว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate 79% ซึ่งส่งผลให้มีอัตราการเติบโตของกองทุนที่สูงกว่าด้วย

ผลการวิเคราะห์ค่าธรรมเนียมการจัดการ อัตราการเติบโตของกองทุน ขนาดของกองทุนและอายุการดำเนินงาน

ตารางที่ 2 Descriptive Statistics for Fund Characteristics of Bank Affiliate and Non-Bank Affiliate

	N	mean	min	max	sd
Bank Affiliate					
Management Fee	74	1.483	0.390	2.170	0.430
Fund size ^{1/}	74	1,444	19	10,644	2,133
Growth Rate	74	0.092	-0.856	1.628	0.335
Fund age	74	12 ¹	2	22	6
Non-Bank Affiliate					
Management Fee	38	1.350	0.430	2.140	0.559
Fund size ^{1/}	38	806	10	10,001	2,108
Growth Rate	38	0.029	-0.554	0.727	0.260
Fund age	38	13	2	28	6

1 / = Million baht

ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวม ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ.2548 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2557

จากตารางที่ 3 สามารถสรุปผลสถิติอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมที่มีเป้าหมายการลงทุนที่แตกต่างกันและดัชนีชี้วัด ซึ่งในที่นี้ใช้ค่า Stock Index พบว่า อัตราผลตอบแทนรายเดือนจากค่ามูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ซึ่งพบว่า อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Bank Affiliate นั้น

ลักษณะการลงทุนในรูปแบบ Stable Growth จะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ 1.64% รองลงมาเป็น Appreciation และ Stock ตามลำดับ กลุ่ม Non-Bank Affiliate การลงทุนในรูปแบบ Value Optimization จะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ 1.44% รองลงมาเป็น Value และ Index ตามลำดับ ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่กองทุนรวมทำได้นั้นสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด SET ที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ 0.87%

ตารางที่ 3 A: Descriptive Statistics for Monthly Return 01/2005-12/2014 of Bank Affiliate

Investment Styles	N	Proportion	mean	median	min	1%	99%	max	sd
Active	104	1.50%	0.54%	-8.95%	1.10%	-8.52%	8.51%	10.94%	4.57%
Aggressive Growth	119	1.71%	1.00%	-24.00%	2.00%	-21.00%	2.00%	26.00%	7.00%
Appreciation	119	1.71%	1.22%	-29.40%	2.00%	-12.04%	13.85%	15.49%	6.00%
Balance Fund	370	5.32%	0.41%	-34.76%	1.43%	-23.93%	12.08%	14.66%	6.60%
Growth	2461	35.38%	0.69%	-39.26%	1.67%	-17.29%	13.14%	19.39%	6.11%
Income Fund	552	7.94%	0.24%	-47.44%	1.31%	-24.34%	11.30%	19.19%	6.60%
Index	605	8.70%	0.88%	-30.83%	1.84%	-19.70%	14.21%	17.02%	6.22%
Stable Fund	401	5.76%	0.61%	-31.29%	1.66%	-18.39%	14.54%	15.92%	6.62%
Stable Growth	403	5.79%	1.64%	-27.26%	2.59%	-19.49%	12.85%	18.82%	6.74%



ตารางที่ 3 (ต่อ)

Investment Styles	N	Proportion	mean	median	min	1%	99%	max	sd
Stable Growth Type	409	5.88%	0.95%	-23.28%	1.90%	-13.21%	11.22%	18.45%	5.78%
Stock	119	1.71%	1.17%	-28.62%	1.99%	-14.01%	13.43%	14.68%	6.39%
Value	1175	16.89%	0.70%	-30.36%	1.53%	-20.40%	11.91%	15.50%	6.30%
Value Investment	119	1.71%	1.21%	-23.28%	1.92%	-11.76%	10.11%	10.50%	5.48%
Stock Index	120		0.87%	1.95%	-30.18%	-14.09%	13.57%	13.98%	6.15%
Risk-free Rate	120		0.09%	0.00%	-29.60%	-20.93%	16.56%	21.93%	7.22%

ตารางที่ 3 B: Descriptive Statistics for Monthly Return 01/2005-12/2014 of Non-Bank Affiliate

Investment Styles	N	Proportion	mean	median	min	1%	99%	max	sd
Active	493	12.02%	0.85%	-27.81%	1.84%	-15.17%	12.77%	14.64%	6.23%
Aggressive Growth	30	0.73%	0.49%	-12.53%	1.12%	-11.38%	9.08%	9.58%	5.26%
Balance Fund	476	11.60%	0.70%	-31.52%	1.92%	-23.19%	13.43%	16.09%	6.70%
Growth	2208	53.81%	0.60%	-45.17%	1.90%	-23.98%	13.09%	16.85%	6.84%
Index	238	5.80%	1.06%	-29.32%	14.70%	-14.37%	13.64%	14.70%	6.41%
Stable Growth	308	7.51%	0.59%	-27.19%	1.60%	-18.62%	12.13%	13.04%	6.10%
Value	122	2.97%	1.22%	-29.21%	2.14%	-14.08%	12.91%	16.85%	6.33%
Value Investment	114	2.78%	0.74%	-29.97%	1.67%	-20.60%	12.47%	13.55%	6.77%
Value Optimization	114	2.78%	1.44%	-25.19%	1.63%	-11.54%	12.57%	12.94%	5.22%
Stock Index	120		0.87%	1.95%	-30.18%	-14.09%	13.57%	13.98%	6.15%
Risk-free Rate	120		0.09%	0.00%	-29.60%	-20.93%	16.56%	21.93%	7.22%

ผลการวิเคราะห์ค่า CAPM and Sharpe Ratio

จากตารางที่ 4 A จะพบว่า ค่า Sharpe Ratio ของกลุ่ม Bank Affiliate มีค่า 0.216 ซึ่งมากกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า 0.089 ในการศึกษานี้พบค่า Alpha ของทั้ง 2 กลุ่มนั้นมีค่าที่ใกล้เคียงกัน คือ กลุ่ม Bank Affiliate

มีค่า 0.001 และกลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า -0.002 และค่า Beta ของกลุ่ม Bank Affiliate ที่มีค่าน้อยกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แสดงให้เห็นว่า กองทุนกลุ่ม Bank Affiliate มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีกว่า

ตารางที่ 4 A: Performance and Risk Measures in CAPM and Sharpe Ratio

Measures	N	mean	Min	max	sd	N+	N+*	N-	N-*
Bank Affiliate									
Sharpe Ratio	82	0.216	-0.156	7.873	0.929				
Alpha	82	0.001	-0.011	0.089	0.011	39	15	44	6
beta	82	0.890	0.130	1.444	0.212	82	82	0	0
Adjusted R ²	82	0.755	0.038	0.994	0.247				
Non-Bank Affiliate									
Sharpe Ratio	41	0.089	-0.106	0.328	0.083				
Alpha	41	-0.002	-0.019	0.007	0.005	14	7	27	4
beta	41	0.970	0.510	1.156	0.104	41	41	0	0
Adjusted R ²	41	0.807	0.488	0.969	0.135				

* = ค่าเฉลี่ยของกองทุนในกลุ่ม Non-Bank Affiliate มีมากกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม Bank Affiliate ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 95



ผลการวิเคราะห์ความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุน (Market Timing)

จากตารางที่ 4 B ค่า Alpha ของทั้ง 2 กลุ่มนั้นมีค่าที่ใกล้เคียงกัน คือ กลุ่ม Bank Affiliate มีค่า -0.001 และกลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า -0.003 และค่า Beta ของกลุ่ม Bank Affiliate ที่มีค่าน้อยกว่ากลุ่ม Non-Bank

Affiliate อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในส่วนของค่า TM นั้น กลุ่ม Bank Affiliate มีค่า 0.573 ซึ่งมากกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า 0.490 แสดงให้เห็นว่า กองทุนกลุ่ม Bank Affiliate มีความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุนที่ดีกว่า

ตารางที่ 4 B: Performance and Risk Measures in TM Model

Measures	N	mean	Min	max	sd	N+	N+*	N-	N-*
Bank Affiliate									
Alpha	82	-0.001	-0.015	0.086	0.011	27	11	55	8
beta	82	0.908	0.160	1.557	0.225	82	82	0	0
TM Timing	82	0.573	-3.098	5.798	1.322	59	16	23	1
Adjusted R ²	82	0.757	0.030	0.994	0.246				
Non-Bank Affiliate									
Alpha	41	-0.003	-0.017	0.009	0.006	12	6	29	7
beta	41	0.992	0.515	1.156	0.118	41	41	0	0
TM Timing	41	0.490	-0.805	3.478	0.809	36	6	7	0
Adjusted R ²	41	0.808	0.496	0.969	0.134				

* = ค่าเฉลี่ยของกองทุนในกลุ่ม Non-Bank Affiliate มีมากกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม Bank Affiliate ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 95

อภิปรายผลการศึกษา

จากการวิเคราะห์ผลตารางที่ 2 พบว่า ขนาดกองทุนในกลุ่ม Bank Affiliate มีขนาดกองใหญ่กว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate นั้น มีผลมาจากปัจจัยในการสาขาของ Bank Affiliate ที่สามารถเข้าถึงลูกค้าและให้บริการได้สะดวกกว่า แต่ก็ยังมีค่าธรรมเนียมการจัดการที่สูงกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ในขณะที่อายุเฉลี่ยของ Bank Affiliate 12 ปีและอายุเฉลี่ยของ Non-Bank Affiliate 13 ปี จากการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนกลุ่ม Bank Affiliate กับ Non-Bank โดยวิธี mean comparison พบว่า Management fee, Fund size, Growth และ Fund age ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมที่มีเป้าหมายการลงทุนที่แตกต่างกันนั้น การที่ผลตอบแทนจะไม่เท่ากันนั้นเป็นเพราะเป้าหมายที่แตกต่างกันของแต่ละกองทุน ซึ่งส่งผลต่อผลตอบแทนที่ได้รับโดยตรงเป้าหมายการลงทุนที่แตกต่างนั้นย่อมมีความเสี่ยงจากการลงทุนที่แตกต่างกันไปด้วย จากการเปรียบเทียบผล

การดำเนินงานของกองทุนกลุ่ม Bank Affiliate และ Non-Bank ที่มีเป้าหมายการลงทุนแตกต่างกันกับ Stock Index โดยวิธี mean comparison พบว่า ผลการดำเนินงานของทั้ง 2 กลุ่มนั้นไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 4 A จะพบว่า ค่า Sharpe Ratio ที่ใช้วัดผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบกับความเสี่ยง พบว่า ในกลุ่ม Bank Affiliate มีค่า 0.216 ซึ่งสูงกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า 0.089 แสดงว่า ความสามารถในการบริหารการลงทุนของกองทุนกลุ่ม Bank Affiliate นั้นดีกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate และ Sharpe (1964) ได้เสนอทฤษฎี CAPM ในการศึกษาครั้งนี้ ค่า Alpha ที่แสดงอัตราผลตอบแทนของกองทุนกับอัตราผลตอบแทนของตลาด พบว่า ในกลุ่ม Bank Affiliate มีค่า 0.001 สูงกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า -0.002 เพียงเล็กน้อย แสดงว่า กองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่มนั้นสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของตลาด และค่า Beta ของกลุ่ม Non-Bank Affiliate มีค่า 0.970 ซึ่งสูงกว่ากลุ่ม Bank Affiliate ที่มีค่า 0.890 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงถึงค่าความผันผวนในกลุ่ม Non-Bank Affiliate มีค่าใกล้เคียงดัชนี

ตลาดหลักทรัพย์มากกว่ากลุ่ม Bank Affiliate ทั้งกลุ่ม Bank Affiliate และกลุ่ม Non-Bank Affiliate ค่า Beta อยู่ในช่วง $0 < \text{Beta} < 1$ แสดงผลตอบแทนเคลื่อนไหวหรือเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับตลาด แต่น้อยกว่าตลาด ค่า Beta หรือ Beta Coefficient คือ ตัวเลขที่ได้จากการเปรียบเทียบระหว่างการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหน่วยลงทุน และการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ค่า Beta เป็นเครื่องมือชี้วัดความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหน่วยลงทุน กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ค่า Beta ของกองทุน ก็คือ ค่าความผันผวนของมูลค่าหน่วยลงทุนเมื่อเทียบกับตลาดนั่นเอง กองทุนที่มีค่า Beta ต่ำจะมีความเสี่ยงน้อยกว่ากองทุนที่มีค่า Beta สูง

จากตารางที่ 4 B แสดงผลการวิเคราะห์ความสามารถด้านจังหวะลงทุนของผู้จัดการกองทุน (Market Timing) ด้วยแบบจำลอง Treynor & Muzuy: TM (1966) พบว่าค่าเฉลี่ย TM กลุ่ม Bank Affiliate มีค่า 0.573 สูงกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า 0.490 แสดงว่ากลุ่ม Bank Affiliate สามารถพยากรณ์ทิศทางตลาดได้ดีกว่า จึงมีโอกาสสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate และค่า Alpha ของทั้ง 2 กลุ่มมีค่าเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกัน คือกลุ่ม Bank Affiliate มีค่า -0.001 สูงกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ที่มีค่า -0.003 ซึ่งติดลบเพียงเล็กน้อย แสดงว่ากองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่มนั้นสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของตลาด และค่า Beta ของกลุ่ม Non-Bank Affiliate มีค่า 0.908 ซึ่งสูงกว่ากลุ่ม Bank Affiliate ที่มีค่า 0.992 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการศึกษาในกลุ่ม Bank Affiliate มีจุดแข็ง คือ ขนาดกองทุนที่มีขนาดใหญ่สามารถกระจายการลงทุนได้มากกว่าและในด้านสาขาที่ให้บริการแก่นักลงทุนและความเชื่อมั่นที่มีต่อกลุ่ม Bank Affiliate จุดอ่อน คือ ค่าบริหารจัดการกองทุน (Management fee) ที่มากกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate และกลุ่ม Non-Bank Affiliate มีจุดแข็งคือ ขนาดกองทุนที่มีขนาดเล็กจึงมีความยืดหยุ่นมากกว่าต่อการบริหารจัดการ และส่วนใหญ่กลุ่ม Non-Bank Affiliate จะเป็นการร่วมทุนกับบริษัทต่างประเทศจึงมีความรู้วิธี ขั้นตอนการดำเนินงานการลงทุนที่ดีกว่า และจุดอ่อน คือ สาขาที่ให้บริการ การเข้าถึงนักลงทุนเป็นไปได้

ยาก และยังไม่ค่อยมีความเชื่อมั่นจากนักลงทุนจึงจะต้องสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าเพื่อเป็นการเรียกความเชื่อมั่นจากนักลงทุน

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาการดำเนินงานของกองทุนในกลุ่ม Bank Affiliate โดยภาพรวมนั้น มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สูงกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate แต่ยังมีค่าบริหารจัดการกองทุน (Management fee) ที่มากกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ซึ่งค่าบริหารจัดการกองทุนจะมีผลโดยตรงต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในกองทุนรวมนั้น ๆ หากค่าบริหารจัดการมีค่าสูง ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนสุทธิลดลงด้วย

จากภาพรวมกองทุนรวมในของ กลุ่ม Non-Bank Affiliate มีขนาดกองทุนที่เล็กกว่า 79% ในอายุที่ใกล้เคียงกัน ด้วยเหตุผลที่มีเงินทุนที่น้อยกว่าจึงส่งผลให้อัตราการเติบโตของกองทุนมีค่าต่ำกว่าด้วย ทั้งนี้ เพราะกองทุนรวมในของกลุ่ม Non-Bank Affiliate นั้น มีข้อจำกัดในเรื่องสาขาที่ให้บริการแก่ลูกค้า ยากต่อการเข้าถึงบริการเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่ม Bank Affiliate จึงควรทำการส่งเสริมการทำธุรกรรมแบบ Omnibus account คือ การที่บริษัทหลักทรัพย์สามารถเป็นตัวแทนขายกองทุนของ บลจ. ต่าง ๆ ได้อย่างหลากหลายภายในบัญชีการซื้อ-ขายเพียงบัญชีเดียวซึ่งจะเป็นช่องทางที่สะดวกต่อการทำเลือกซื้อกองทุน ลดขั้นตอนการทำธุรกรรมเพื่อเป็นการลดจุดอ่อนด้านจำนวนสาขาของกลุ่ม Non-Bank Affiliate

ในการศึกษาครั้งนี้ภาพรวม พบว่า กลุ่ม Bank Affiliate มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่มากกว่ากลุ่ม Non-Bank Affiliate ซึ่งในการศึกษาขั้นต่อไปควรที่จะศึกษาถึงเหตุผลหรือปัจจัยที่ทำให้กลุ่ม Bank Affiliate นั้น มีประสิทธิภาพที่สูงกว่า ในเรื่องเกี่ยวกับรายละเอียด เทคนิคการจัดการบริการกองทุน การคัดเลือกหลักทรัพย์ในการลงทุน ซึ่งจะมีความแตกต่างกันของเทคนิคการบริหารจัดการของผู้จัดการกองทุนในแต่ละกองทุน



กิตติกรรมประกาศ

ขอขอบพระคุณ รศ. ดร. ธนโชติ บุญวรโชติ อาจารย์ที่ปรึกษาที่ให้ความช่วยเหลือ คำแนะนำ ตรวจสอบ และติดตามความก้าวหน้าในการดำเนินการวิจัย อันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการทำวิจัย อีกทั้งแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ในการทำวิจัยนี้ตลอดมา

เอกสารอ้างอิง

จักรณีเทพ กรินชัย. (2544). *การเปรียบเทียบความเสี่ยงอัตราผลตอบแทน และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทยจำแนกตามนโยบายการลงทุน*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ) [เอกสารอัดสำเนา]. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพฯ. [1]

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). รายงานงานประจำปี 2557. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th/th/about/annual/2014/index.html> [2]

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *การลงทุนในกองทุน*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง. [3]

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–44.

Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, January, 119–138.

Treynor, J., & Mazuy, K. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market? *Harvard Business Review* 44, July–August 1966, 131–136.

Wei, H., & Bolong, C. (2011). The Performance of Chinese Open-End Stock Mutual Funds: A First. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1927724>

Translated Thai References

Krinchai, J. (2001). *The comparison of risk, rate of return and performance of mutual funds in Thailand classified by their investment policies*. (Master's thesis) [Mimeograph]. Kasetsart University, Bangkok. [in Thai] [1]

Thailand Securities Institute, The Stock Exchange of Thailand. (2005). *Investment in Funds*. Bangkok: Amarin Publishing. [in Thai] [3]

The Stock Exchange of Thailand. (2015). Annual Report 2014. Retrieved from <http://www.set.or.th/th/about/annual/2014/index.html> [in Thai] [2]