



The Performance of Thai Equity Mutual Funds During the Covid-19 Crisis

Nattawut Jenwittayaroje*
Apichai Apirattanapimolchai**

Received: October 9, 2023, Revised: November 29, 2023, Accepted: December 18, 2023

Abstract

This research examines the performance of 274 actively-managed Thai equity funds during the period of Covid-19 crisis. The results show that during the Covid crisis period, where stock prices abruptly plummeted and were highly volatile, and economic conditions became worse from 2 January 2020 to 30 April 2020, all those funds under study earned an average return of 3.86% per year below the market return, and an alpha from CAPM (Capital Asset Pricing Model) of -6.87% per year. Our results are not consistent with the empirical evidence in international markets that, although equity funds underperformed unconditionally, they tend to outperform during the period of economic recessions. The results are also in contrast to the Glode (2011)'s model prediction that equity funds tend to outperform during economic recessions as a hedge for investors.

Keywords: Thai equity mutual funds; Covid-19 crisis; Active investing; Alpha; Economic recession

* Associate Professor, Ph.D., NIDA Business School, National Institute of Development Administration,
E-mail: nattawut.jen@nida.ac.th

** Independent Scholar, E-mail: apichai.academic@hotmail.com



ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทย ในช่วงวิกฤตการณ์ Covid-19

ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์*
อภิชัย อภิรัตน์พิมลชัย**

รับบทความ: 9 ตุลาคม 2566, แก้ไขบทความ: 29 พฤศจิกายน 2566, ตอรับบทความ: 18 ธันวาคม 2566

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกจำนวน 274 กองทุน ในช่วงวิกฤตการณ์โควิด-19 ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงวิกฤตโควิด-19 ที่หุ้นมีการปรับลงรุนแรงและผันผวน และเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ตั้งแต่ 2 มกราคม ค.ศ. 2020 ถึง 30 เมษายน ค.ศ. 2020 กองทุนรวมหุ้นไทยทำผลตอบแทนโดยเฉลี่ยได้ต่ำกว่าตลาดถึง -3.86% ต่อปี และทำค่าอัลฟาจากแบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model) ติดลบถึง -6.87% ต่อปี ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ ที่พบว่าแม้กองทุนรวมหุ้นมักทำผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในทุกสถานการณ์ที่ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด แต่มาทำผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว และไม่สอดคล้องกับสมมติฐานของ Glode (2011) ที่ว่า กองทุนรวมหุ้นมาทำผลตอบแทนได้ดีกว่ามาตรฐานในช่วงเศรษฐกิจหดตัว เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงให้กับนักลงทุน เพราะในช่วงเศรษฐกิจหดตัว อรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มของนักลงทุนจะสูงขึ้น

คำสำคัญ: กองทุนรวมหุ้นไทย; วิกฤตการณ์โควิด-19; การลงทุนแบบเชิงรุก; ค่าอัลฟา; สภาวะเศรษฐกิจหดตัว

* รองศาสตราจารย์ ดร. คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, E-mail: nattawut.jen@nida.ac.th

** นักวิชาการอิสระ, E-mail: apichai.academic@hotmail.com



บทนำ (Introduction)

ความสำคัญและที่มาของหัวข้อการวิจัย (Statement of Problem)

ผลการศึกษากันจำนวนมากในต่างประเทศและในไทย มักพบว่ากองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Actively Managed Equity Mutual Funds) ทำผลตอบแทนรวมสุทธิ (หลังจากหักค่าใช้จ่าย) โดยเฉลี่ยที่แพ้ผลตอบแทนรวมของดัชนีชี้วัด (Benchmark Return) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนจำนวนมากยังคงนิยมการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกอยู่ ดังแสดงจากสินทรัพย์ภายใต้การบริหารของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกที่เพิ่มขึ้นตลอดเวลา แม้ว่าจำนวนและขนาดของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรับ (Passive Investing) ก็มีขนาดเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

การศึกษาโดย Moskowitz (2000) และแบบจำลองทางทฤษฎีของ Glode (2011) ได้ให้เหตุผลของความนิยมลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ที่แม้จะได้ผลตอบแทนรวมสุทธิโดยเฉลี่ยที่แพ้ดัชนีชี้วัดว่า กองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกรุนั้น มักจะทำผลตอบแทนได้ดีในช่วงที่นักลงทุนต้องการการป้องกันความเสี่ยงหรือในช่วงที่ตลาดโดยรวมทำผลตอบแทนติดลบ ซึ่งมักเป็นช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ (Recessions) นักลงทุนจึงยอมแลกผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่ต่ำกว่าตลาดของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุก กับผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและราคาหุ้นลดลง ดังนั้นการศึกษานี้จึงต้องการที่จะทดสอบสมมติฐานหรือคำทำนายจากแบบจำลองทางทฤษฎีของ Glode (2011) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในช่วงวิกฤติการณ์โควิด-19 ซึ่งถือเป็นสถานการณ์ที่เหมาะสมต่อการทดสอบสมมติฐานดังกล่าวได้เป็นอย่างดี

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (โจทย์การวิจัย) (Research Objective)

การศึกษานี้มีจุดประสงค์ที่จะทดสอบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในช่วงวิกฤติการณ์โควิด-19 และเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในช่วงวิกฤติกับในช่วงเวลาอื่น ๆ

ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Research)

กองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกทั้งหมดที่อยู่ในช่วงก่อนวิกฤติการณ์โควิด-19 และช่วงวิกฤติการณ์โควิด-19 ตั้งแต่ 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020 โดยมีจำนวนกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกทั้งสิ้นที่นำมาศึกษาจำนวน 274 กองทุน

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

ผลการศึกษาเรื่องผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกจำนวนมากในต่างประเทศ (Jensen 1968; Malkiel 1995; Wermers 2000; Fama and French 2010) และในไทย (Jenwittayaroje 2017, 2018) มักแสดงให้เห็นว่ากองทุนรวมดังกล่าวไม่สามารถทำผลตอบแทนรวมสุทธิ (หลังจากหักค่าใช้จ่าย) โดยเฉลี่ยที่เหนือกว่าผลตอบแทนรวมของดัชนีชี้วัดได้



Moskowitz (2000) ได้ตั้งข้อสังเกตว่า ผลการศึกษาที่พบว่ากองทุนรวมหุ้นมักทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่ามาตรฐาน นั้น เป็นผลการศึกษาที่ไม่ได้พิจารณาหรือคำนึงถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นกับสภาวะทางเศรษฐกิจ เพราะถึงแม้กองทุนรวมหุ้นจะทำผลตอบแทนโดยรวมในทุกสภาวะเศรษฐกิจได้ไม่ดีนัก แต่เหตุผลที่ทำให้ นักลงทุนยังคงลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุก อาจเป็นเพราะว่ากองทุนเหล่านี้ทำผลงานได้ดีในช่วงสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำหรือเป็นขาตกก็ได้ และช่วยป้องกันความเสี่ยงให้กับนักลงทุนในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำได้ (Recession Hedge) Glode (2011) ได้พัฒนาแบบจำลองเพื่ออธิบายความสมเหตุสมผลของการมีอยู่ของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ที่ทำผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในทุกสภาวะเศรษฐกิจได้ต่ำกว่าดัชนีชี้วัด แบบจำลองดังกล่าวพบว่า นักลงทุนที่มีเหตุผลยังคงเลือกลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกที่ทำผลการดำเนินงานโดยเฉลี่ยที่ไม่ดีนักได้ หากกองทุนดังกล่าวสามารถทำผลการดำเนินงานที่ดีได้ในสถานการณ์ที่แย่ของการลงทุนในหุ้น อย่างสถานการณ์ที่หุ้นตกหนักในช่วงเศรษฐกิจหดตัว (Recessions) เป็นต้น ดังนั้นในช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดี ผู้จัดการกองทุนจึงใช้ความพยายามมากเป็นพิเศษเพื่อสร้างผลตอบแทนของกองทุนที่ดีกว่าตลาดให้ได้ เพราะช่วงเวลาที่เศรษฐกิจไม่ดีนั้น อรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการบริโภคของนักลงทุนจะสูงขึ้นในช่วงดังกล่าว แบบจำลองเชิงทฤษฎีของ Glode (2011) จึงทำนายว่า ในช่วงสภาวะเศรษฐกิจหดตัวหรือตกต่ำ กองทุนโดยรวมจะสามารถทำผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นบวกหรือทำผลตอบแทนที่ดีกว่าดัชนีชี้วัดได้

Kosowski (2011) ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นในสหรัฐฯ ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 1962 ถึงเดือน ธันวาคม ค.ศ. 2005 และพบความสัมพันธ์ระหว่างสภาวะเศรษฐกิจกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นสหรัฐฯ กล่าวคือ ในช่วงเศรษฐกิจขยายตัว กองทุนรวมหุ้นสหรัฐฯ มักทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่าดัชนีชี้วัด อย่างไรก็ตาม ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว กองทุนรวมหุ้นกลับสามารถทำผลตอบแทนที่เหนือกว่าดัชนีชี้วัดได้ ซึ่งถือเป็นการป้องกันความเสี่ยงให้กับนักลงทุนได้ เพราะในช่วงเศรษฐกิจหดตัว อรรถประโยชน์ส่วนเพิ่มของนักลงทุนจะสูงกว่าปกติ ดังนั้นกองทุนรวมหุ้นที่ทำผลงานได้ดีในช่วงเศรษฐกิจหดตัวจึงดึงดูดนักลงทุนได้ แม้โดยรวมแล้วกองทุนรวมหุ้นจะทำผลงานในช่วงเศรษฐกิจขยายตัวได้ต่ำกว่าดัชนีชี้วัดก็ตาม ส่วน Banegas et al (2013) พบว่า การใช้ตัวแปรทางด้านเศรษฐศาสตร์มหภาคสามารถบ่งชี้ถึงกองทุนรวมหุ้นยุโรปที่จะทำผลตอบแทนที่ดีหรือได้ค่าอัลฟาเป็นบวกได้ ซึ่งบ่งบอกเป็นนัยว่า ความสามารถของผู้จัดการกองทุนและผลการดำเนินงานของกองทุนหุ้นในยุโรปน่าจะมีความสัมพันธ์กับสภาวะของเศรษฐกิจ

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

กรอบความคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

แบบจำลองทางทฤษฎีของ Glode (2011) ได้ให้เหตุผลของความนิยมลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ที่แม้จะได้ผลตอบแทนรวมสุทธิ (หลังจากหักค่าใช้จ่าย) โดยเฉลี่ยที่แพ้ดัชนีชี้วัดว่า กองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกนั้น มักจะทำผลตอบแทนได้ดีในช่วงที่นักลงทุนต้องการการป้องกันความเสี่ยงหรือในช่วงที่ตลาดโดยรวมทำผลตอบแทนติดลบ ซึ่งมักเป็นช่วงเศรษฐกิจหดตัว (Recessions) นักลงทุนจึงยอมแลกผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุก โดยเฉลี่ยในทุกสภาวะเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด กับผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุกที่ดีกว่าผลตอบแทนตลาดในช่วงเศรษฐกิจหดตัวและราคาหุ้นลดลง



แหล่งข้อมูลและวิธีการจัดเก็บ

ข้อมูลผลตอบแทนรวมสุทธิรายวันของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกจำนวน 274 กองทุน โดยการศึกษาที่ใช้การแบ่งประเภทกองทุนของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association of Investment Management Companies หรือ AIMC) ในการคัดกรองกองทุนดัชนี SET50 ออกจากกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ข้อมูลผลตอบแทนรวมสุทธิรายวันเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล Morningstar โดยคำนวณได้จากเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของดัชนีผลตอบแทนรายวัน (Daily Return Index) ของกองทุนนั้น ส่วนอัตราผลตอบแทนรวมของตลาดนั้น การศึกษาใช้ดัชนี SET (Stock Exchange of Thailand) เป็นตัวแทนของตลาดหุ้น โดยข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index) ของดัชนี SET รวบรวมจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนไร้ความเสี่ยงใช้ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น 1 เดือนเป็นตัวแทน เก็บรวบรวมจากธนาคารแห่งประเทศไทย โดยช่วงเวลาการศึกษาคือตั้งแต่ 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020

เนื่องจากกองทุนหนึ่ง ๆ อาจมีหลาย “ชนิดของหน่วยลงทุน” (Share Class) การศึกษาเลือกเฉพาะชนิดของหน่วยลงทุนที่ออกมาก่อนสุดของกองทุนนั้น ๆ เสมอ และเก็บข้อมูลผลตอบแทนรวมสุทธิรายวันของหน่วยลงทุนที่ออกมาก่อนสุดของกองทุนนั้น ๆ เพื่อนำมาวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนนั้น ๆ

การประมวลผลข้อมูลและการวิเคราะห์

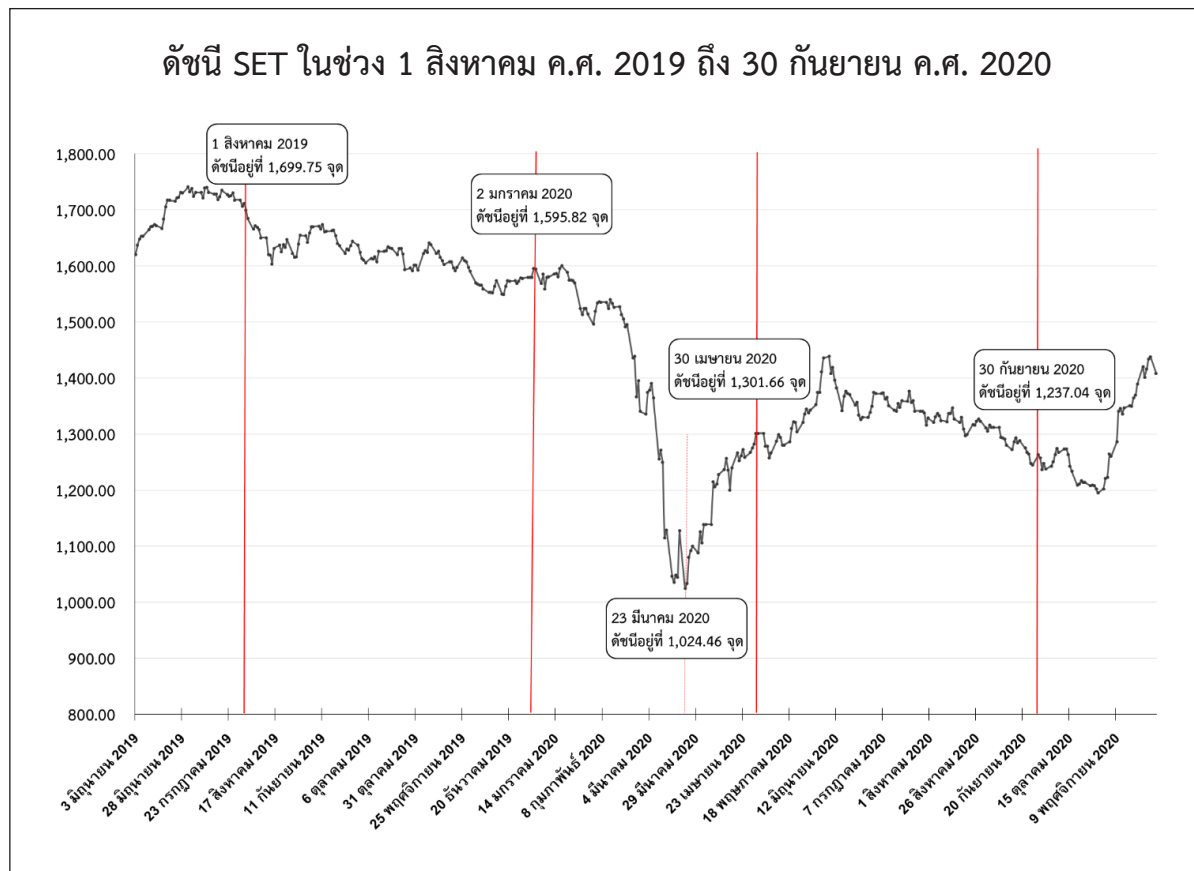
การศึกษานี้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทย ทั้งแบบไม่ปรับความเสี่ยงหรือปรับด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (Market-Adjusted Returns) และแบบปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Returns) โดยใช้แบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model) หรือค่าอัลฟาที่ใช้ในการศึกษาของ Jensen (1968) และ Carhart (1997) จากการประมาณสมการถดถอยดังนี้

$$r_{i,t} = \alpha_{i,T} + \beta_{i,T}RMRF_t + e_{i,t}$$

โดย $r_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนรวมส่วนเกินจากอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (Excess Return) ของกองทุน i ณ วันที่ t ส่วนค่า $RMRF_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนรวมส่วนเกินจากอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (Excess Return) ของตลาด ณ วันที่ t และ T คือ จำนวนวันทั้งหมดของแต่ละกองทุน

ช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่ 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020 ได้ครอบคลุมช่วงเวลาวิกฤติ ซึ่งการศึกษานี้ใช้ช่วงเวลาตั้งแต่ 2 มกราคม ค.ศ. 2020 ถึง 30 เมษายน ค.ศ. 2020 แทน “ช่วงเวลาวิกฤติ” เพราะเป็นช่วงเวลาที่ดีดัชนี SET ปรับตัวลงจากที่ 1,595.82 จุด ในวันที่ 2 มกราคม ค.ศ. 2020 ลงมาที่จุดต่ำสุดที่ 23 มีนาคม ค.ศ. 2020 ที่ 1,024.46 จุด และปรับตัวขึ้นมาที่ 1,301.66 จุด ในวันที่ 30 เมษายน ค.ศ. 2020 ดังแสดงในรูปภาพที่ 1 โดยการศึกษานี้ นิยามช่วงวิกฤติให้มีความสอดคล้องกับการแบ่งช่วงเวลาวิกฤติในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ของ Pástor and Varsatz (2020)¹ และขยายระยะเวลาให้เป็นประมาณ 4 เดือนพอดี และนิยาม “ช่วงเวลาก่อนวิกฤติ” คือจาก 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 ธันวาคม ค.ศ. 2019 เพื่อให้มีระยะเวลาประมาณ 5 เดือนพอดี และเป็นช่วงเวลาที่ตลาดหุ้นไทยไม่ได้มีการปรับตัวรุนแรงเมื่อเทียบกับช่วงเวลาวิกฤติ ท้ายที่สุด การศึกษานี้ นิยาม “ช่วงเวลาลงวิกฤติ” เป็นช่วงตั้งแต่ 1 พฤษภาคม ค.ศ. 2020 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020 ซึ่งเป็นช่วงที่ดัชนี SET ไม่ได้ปรับตัวรุนแรงเหมือนช่วงเวลาวิกฤติเช่นกัน

¹ การศึกษาของ Pástor and Varsatz (2020) นิยามช่วงวิกฤติ (Crisis) คือตั้งแต่ 20 กุมภาพันธ์ ค.ศ. 2020 ถึง 30 เมษายน ค.ศ. 2020



รูปภาพที่ 1 แสดงระดับของดัชนี SET ในช่วงต่าง ๆ ตั้งแต่ 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020

ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่สำคัญของการศึกษานี้ ได้แก่ ผลตอบแทนรวมสุทธิรายวันของกองทุน ผลตอบแทนรวมรายวันของตลาด และผลตอบแทนรายวันของตราสารที่ไร้ความเสี่ยง เป็นค่าสถิติของช่วงเวลาทั้งหมดในการศึกษา คือช่วง 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020 เป็นจำนวน 286 วันทำการ จากตารางพบว่า ในช่วงเวลาดังกล่าวผลตอบแทนรวมสุทธิรายวันของกองทุนหุ้นไทยแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยติดลบที่ -0.084% ต่อวัน ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นไทย และมีค่าความผันผวนที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ใกล้เคียงกับค่าความผันผวนของตลาดหุ้นที่ 1.60% ต่อวัน และเมื่อดูจากค่าสูงสุดและต่ำสุดของผลตอบแทนของกองทุนแล้ว ก็มีค่าที่ใกล้เคียงกับค่าสูงสุดและต่ำสุดของผลตอบแทนของตลาดหุ้นโดยรวมเช่นกัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ไม่น่าจะมีค่าผิดปกติ (Outliers) ที่ส่งผลต่อการวิเคราะห์และตีความผลการวิเคราะห์ต่อไป



ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่สำคัญของการศึกษาในช่วง 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020

	ผลตอบแทนรวมสุทธิ รายวันของกองทุนรวม หุ้นไทยแบบเชิงรุก (% ต่อวัน)	ผลตอบแทนรวม รายวันของตลาดหุ้นไทย (% ต่อวัน)	ผลตอบแทนรายวัน ของตราสารที่ไร้ความเสี่ยง (% ต่อวัน)
ค่าเฉลี่ย	-0.084%	-0.086%	0.0028%
ค่ามัธยฐาน	-0.043%	-0.061%	0.0036%
ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	1.60%	1.68%	0.0012%
ค่าต่ำสุด	-12.86%	-10.84%	0.0012%
ค่าสูงสุด	10.83%	8.22%	0.0042%
จำนวนข้อมูล	74,425 กอง-วัน	286 วัน	286 วัน

ผลการศึกษา (Results)

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายเชิงรุกในช่วงต่าง ๆ แสดงไว้ในตารางที่ 2 โดยการศึกษานี้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนด้วย 2 มาตรวัด คือ มาตรวัดแรกคือ ผลตอบแทนที่ปรับด้วยผลตอบแทนตลาด (Market-Adjusted Returns) และมาตรวัดที่ 2 คือ ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-Adjusted Returns) จากแบบจำลอง CAPM หรือค่าอัลฟา (Jensen Alpha) ในช่วงเวลาทั้งหมดที่ศึกษาคือ ตั้งแต่ 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020 นั้น กองทุนรวมหุ้นไทยแบบเชิงรุกทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่ามาตรฐานในทั้ง 2 มาตรวัด โดยทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดที่ -0.62% ต่อปี และทำผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงได้ที่ -1.88% ต่อปี ซึ่งผลการศึกษาในช่วงเวลาทั้งหมดที่ศึกษา ถือว่าสอดคล้องกับผลการศึกษาของผลการดำเนินงานของกองทุนหุ้นในงานวิจัยต่าง ๆ ที่ว่ากองทุนรวมหุ้นโดยรวมมักทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่ามาตรฐานเมื่อไม่ได้คำนึงถึงสถานะเศรษฐกิจ หรือแยกพิจารณาผลตอบแทนของกองทุนตามสถานะเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม จะเห็นได้ว่าใน “ช่วงเวลาวิกฤต” นั้น กองทุนรวมหุ้นไทยทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่ามาตรฐานทั้ง 2 มาตรวัดอย่างหนักมากขึ้น โดยทำผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดถึง -3.86% ต่อปี² และทำผลตอบแทนที่ปรับค่าความเสี่ยงที่ติดลบสูงถึง -6.87% ต่อปี และเมื่อพิจารณาจากสัดส่วนของกองทุนที่ทำผลงานได้ต่ำกว่ามาตรฐานอย่างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาด หรือผลตอบแทนที่ปรับค่าความเสี่ยงที่ติดลบแล้ว จะพบว่าสัดส่วนดังกล่าวนั้นอยู่สูงตั้งแต่ 65.0% (เมื่อใช้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยผลตอบแทนตลาด) ไปจนถึง 74.7% (เมื่อใช้แบบจำลอง CAPM ในการปรับความเสี่ยง) เลยทีเดียว และในช่วงเวลาวิกฤตนี้ ไม่มีกองทุนใดเลยที่ทำผลงานได้สูงกว่ามาตรฐานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

² การศึกษานี้แปลงผลตอบแทนรายวันเป็นผลตอบแทนรายปีด้วยตัวคูณ 252



ตารางที่ 2 แสดงค่าผลตอบแทนที่ปรับด้วยผลตอบแทนตลาดและค่าอัลฟา (Jensen Alpha) ในช่วงเวลาต่าง ๆ

		ผลตอบแทนที่ปรับ ด้วยผลตอบแทน ตลาดหรือ ผลตอบแทน ส่วนเกินตลาด	ผลตอบแทนที่ปรับ ความเสี่ยงด้วย แบบจำลอง CAPM หรือค่าอัลฟา (Jensen Alpha)
ช่วงเวลา ทั้งหมด	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	-0.62%	-1.88%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวก	36.1%	27.7%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ	8.1%	13.2%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบ	63.9%	72.3%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ	14.9%	18.7%
	จำนวนกองทุน	274	274
“ช่วงเวลา ก่อนวิกฤต”	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	0.09%	-0.63%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวก	56.2%	51.0%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ	12.8%	9.4%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบ	43.8%	49.0%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ	8.2%	12.2%
	จำนวนกองทุน	251	251
“ช่วงเวลา วิกฤต”	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	-3.86%	-6.87%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวก	35.0%	25.3%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ	0.0%	0.0%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบ	65.0%	74.7%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ	1.8%	7.8%
	จำนวนกองทุน	257	257
“ช่วงเวลา หลังวิกฤต”	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	2.46%	2.05%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวก	40.1%	39.8%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ	18.2%	19.3%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบ	59.9%	60.2%
	% ของกองทุนที่มีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ	31.7%	33.3%
	จำนวนกองทุน	274	274



ส่วนใน “ช่วงเวลาก่อนวิกฤต” นั้น แม้กองทุนจะสามารถทำผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดอยู่เล็กน้อยที่ 0.09% ต่อปี แต่เมื่อคิดเป็นผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงจากแบบจำลอง CAPM แล้ว กองทุนทำผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงได้ไม่ด้นักที่ -0.63% ต่อปี ส่วนใน “ช่วงเวลาลงวิกฤต” กองทุนรวมหุ้นไทยสามารถกลับมาทำผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดได้ที่ 2.46% และทำค่าอัลฟาได้ที่ 2.05% ต่อปี แม้ว่าสัดส่วนของกองทุนที่ทำผลงานได้ต่ำกว่ามาตรฐานยังคงอยู่สูงถึง 59.9% สำหรับผลตอบแทนส่วนเกินตลาด และ 60.2% สำหรับผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงด้วยแบบจำลอง CAPM ก็ตาม อย่างไรก็ตาม การทำผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดนั้น ก็ยังไม่สามารถชดเชยส่วนที่แพ้ตลาดในช่วงเวลาวิกฤตก่อนหน้านี้ได้เลย

ดังนั้นจากตารางที่ 2 จึงสามารถสรุปได้ว่า ในช่วงวิกฤตการณ์โควิด-19 กองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายเชิงรุก ไม่สามารถทำผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหรือทำผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงที่เป็นบวกได้ แต่กลับทำผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาดหรือทำผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงได้แย่กว่าในช่วงที่ไม่ใช้วิกฤตด้วยซ้ำไป ซึ่งขัดแย้งกับคำทำนายของแบบจำลองทางทฤษฎีของ Glode (2011) ที่ว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ กองทุนรวมจะสามารถทำผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นบวกหรือทำผลตอบแทนที่ดีกว่าดัชนีชี้วัดได้ และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงประจักษ์ของ Kosowski (2011) ที่พบว่า กองทุนรวมหุ้นในสหรัฐฯ ทำผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงได้ดีขึ้น (แย่ง) ในสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ (ขยายตัว)

ตารางที่ 3 เป็นการตรวจสอบผลการศึกษาในตารางที่ 2 โดยคำนวณค่าผลตอบแทนที่ปรับด้วยผลตอบแทนตลาด และค่าอัลฟา (Jensen Alpha) ของกองทุนหุ้นไทยแบบเชิงรุกชุดเดียวกันจำนวน 251 กองทุน ที่อยู่ในทั้ง 3 ช่วงเวลา จากตารางที่ 3 จะเห็นได้ว่าใน “ช่วงเวลาลงวิกฤต” นั้น กองทุนรวมหุ้นไทยแบบเชิงรุกจำนวน 251 กองทุนนั้น ยังคงทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่ามาตรฐานทั้ง 2 มาตราวัด ในขนาดที่ใกล้เคียงกับผลการศึกษาในตารางที่ 2 ของ 257 กองทุน ส่วนค่าผลตอบแทนในช่วงเวลาอื่น ๆ ในตารางที่ 3 นั้น ล้วนสอดคล้องกับค่าผลตอบแทนในตารางที่ 2 เช่นเดิม

ตารางที่ 3 แสดงค่าผลตอบแทนที่ปรับด้วยผลตอบแทนตลาดและค่าอัลฟา (Jensen Alpha) ในช่วงเวลาต่าง ๆ ของกองทุนหุ้นไทยแบบเชิงรุกชุดเดียวกันจำนวน 251 กองทุน

		ผลตอบแทนที่ปรับด้วย ผลตอบแทนตลาดหรือ ผลตอบแทนส่วนเกินตลาด	ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยง ด้วยแบบจำลอง CAPM หรือ ค่าอัลฟา (Jensen Alpha)
ช่วงเวลา ทั้งหมด	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	-0.12%	-1.60%
	จำนวนกองทุน	251	251
“ช่วงเวลา ก่อนวิกฤต”	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	0.09%	-0.63%
	จำนวนกองทุน	251	251
“ช่วงเวลา วิกฤต”	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	-3.81%	-6.96%
	จำนวนกองทุน	251	251
“ช่วงเวลา หลังวิกฤต”	ค่าเฉลี่ยเป็น % ต่อปี	2.80%	2.39%
	จำนวนกองทุน	251	251



ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

การศึกษานี้มีนัยต่อการศึกษารื่องผลดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทย เพราะการศึกษานี้ให้หลักฐานเชิงประจักษ์ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกในช่วงที่เกิดวิกฤติการณ์โควิด-19 ซึ่งการศึกษาในลักษณะนี้ยังมีไม่มากในตลาดหุ้นไทย นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยในช่วงวิกฤติ จะช่วยสร้างความเข้าใจที่มากขึ้นของการมีอยู่ของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกที่แม้จะทำผลตอบแทนโดยเฉลี่ย (ในทุกสถานการณ์) ได้ต่ำกว่าดัชนีชี้วัดได้ เพราะการศึกษาย่าง Kosowski (2011) พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นมีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจ กล่าวคือ กองทุนรวมหุ้นมีแนวโน้มจะทำผลตอบแทนได้ดีกว่าดัชนีชี้วัดเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจกำลังหดตัวหรือตกต่ำ (Recessions) อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายเชิงรุกกลับไม่สามารถทำผลตอบแทนได้ดีขึ้นในช่วงวิกฤติการณ์โควิด-19 เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่ทำได้ในช่วงภาวะเศรษฐกิจอื่น ๆ แต่กลับทำผลงานได้แย่ลงในช่วงวิกฤติด้วยซ้ำไป

คำแนะนำสำหรับงานวิจัยในอนาคต (Suggestions for Future Research)

การที่กองทุนหุ้นไทยทำผลงานได้ต่ำกว่าดัชนีชี้วัดอย่างมากในช่วงวิกฤตินั้น ถือเป็นสิ่งที่น่าสนใจศึกษาหาสาเหตุต่อไปในอนาคต โดยสาเหตุที่อาจจะเป็นไปได้คือ ผู้จัดการกองทุนอาจดำเนินนโยบายเชิงรุกมากขึ้นในช่วงวิกฤติเพื่อจับจังหวะตลาด (Market Timing) ในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนและเป็นขาลง นอกจากนี้ ในช่วงวิกฤติ นักลงทุนในกองทุนรวมหุ้นอาจจะซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนมากขึ้น จึงเหมือนเป็นการบังคับให้ผู้จัดการกองทุนต้องทำการซื้อหรือขายหุ้นมากขึ้นตามมา ซึ่งการพยายามจับจังหวะตลาดและการซื้อขายที่มากขึ้นของผู้จัดการกองทุน มักนำไปสู่ต้นทุนการซื้อขาย (Transaction Costs) ที่สูงมากขึ้น และสามารถนำไปสู่ผลตอบแทนของกองทุนที่ต่ำกว่าดัชนีชี้วัดได้

สรุป (Conclusion)

การศึกษานี้ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายเชิงรุกจำนวน 274 กองทุน ในช่วงวิกฤติการณ์โควิด-19 ตั้งแต่ 1 สิงหาคม ค.ศ. 2019 ถึง 30 กันยายน ค.ศ. 2020 เพื่อทดสอบสมมติฐานของ Glode (2011) ที่ว่า กองทุนรวมที่มีนโยบายเชิงรุกมักทำผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในทุกสถานการณ์ที่ต่ำกว่าดัชนีชี้วัด แต่การทำผลตอบแทนได้ดีกว่าดัชนีชี้วัดในช่วงที่ตลาดหุ้นไม่ดี เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงให้กับนักลงทุนในกองทุน ในยามที่ผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นนั้นไม่ดี และเป็นช่วงที่อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการบริโภคของนักลงทุนเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษากลับแสดงให้เห็นว่า ในช่วงวิกฤติโควิด-19 หรือช่วงตั้งแต่ 2 มกราคม ค.ศ. 2020 ถึง 30 เมษายน ค.ศ. 2020 นั้น กองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายเชิงรุกทำผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำกว่าผลตอบแทนตลาดถึง -3.86% ต่อปี และทำค่าผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงหรือค่าอัลฟาที่ -6.87% ซึ่งไม่สอดคล้องสมมติฐานของ Glode (2011) และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงประจักษ์ของ Kosowski (2011) ที่พบว่า กองทุนรวมหุ้นของตลาดหุ้นสหรัฐฯ สามารถทำผลตอบแทนแบบปรับความเสี่ยงได้ดีในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ดังนั้นสาเหตุของการทำผลการดำเนินงานได้ต่ำกว่ามาตรฐานของกองทุนรวมหุ้นไทยในช่วงวิกฤติโควิด-19 จึงเป็นหัวข้อที่น่าสนใจในการศึกษาต่อไป



References

- Banegas, A., Gillen, B., Timmermann, A., & Wermers, R. (2013). The Cross Section of Conditional Mutual Fund Performance in European Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 699-726. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.008>
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2010). Luck Versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance*, 65(5), 1915-1947, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x>
- Globe, V. (2011). Why Mutual Funds Underperform? *Journal of Financial Economics*, 99(3), 546-559. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.008>
- Jensen, M. (1968). The Performance of Mutual Fund in the Period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389-416. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>
- Jenwittayaroje, N. (2017). The Performance and Its Persistence of Thailand Equity Mutual Funds from 1995-2014. *Chulalongkorn Business Review*, Vol. 39 Issue 152, page 57-89.
- Jenwittayaroje, N. (2018). Returns and Their Persistence from Investing in Active Long-Term Equity Funds and Active Equity Retirement Funds. *NIDA Business Journal*, Vol. 22, page 61-86.
- Kosowski, R. (2011). Do Mutual Funds Perform When It Matters Most to Investors? US Mutual Fund Performance and Risk in Recessions and Expansions. *Quarterly Journal of Finance*, 1(3), 607-664. <https://doi.org/10.1142/S2010139211000146>
- Malkiel, B. G. (1995). Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *The Journal of Finance*, 50(2), 549-572. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04795.x>
- Moskowitz, T. J. (2000). Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses: Discussion. *Journal of Finance* 55, 1695-1703. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00264>
- Pástor, L., and M. B. Vorsatz. (2020). Mutual Fund Performance and Flows During the COVID-19 Crisis. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 791-833. <https://doi.org/10.1093/rapstu/raaa015>
- Wermers, R. (2000). Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses. *The Journal of Finance*, 55(4), 1655-1695. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00263>