



ผลตอบแทนและความต่อเนื่องของผลตอบแทนจากการลงทุน
ในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีนโยบายเชิงรุกและกองทุนรวมหุ้นไทย
เพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายเชิงรุก
Returns and their persistence from investing
in active Long Term Equity Funds and
active equity Retirement Funds

ผศ. ดร.ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์, CFA*

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนและความต่อเนื่องของผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ที่มีนโยบายเชิงรุกจำนวน 48 กองและกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) ที่มีนโยบายเชิงรุกจำนวน 26 กอง ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2560 (2002-2017) ผลตอบแทนรวมสุทธิ (รวมปันผลและหลังหักค่าใช้จ่าย) เฉลี่ยของทั้งกองทุน LTF และกองทุน RMF ที่ทำการศึกษาดำกว่าผลตอบแทนรวม (Total Return) เฉลี่ยของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) อยู่ที่ประมาณ 2%-3% ต่อปี ส่วนผลตอบแทนแบบปรับค่าความเสี่ยงโดย Capital Asset Pricing Model (CAPM) หรือค่าอัลฟาเฉลี่ยของกองทุน LTF อยู่ที่ -1.28% ต่อปี และของกองทุน RMF อยู่ที่ -0.34% ต่อปี จากกองทุน LTF ทั้งหมด 48 กอง มี 12 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก แต่ไม่มีกองใดที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนกองทุน RMF ทั้งหมด 26 กอง มี 10 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก และมี 1 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับการทดสอบความต่อเนื่องของผลตอบแทนของกองทุน LTF และ RMF เหล่านี้ ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนของทั้งกองทุน LTF และ RMF นั้นมีความต่อเนื่องไปในอนาคตแบบไม่ชัดเจน โดยกลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวม LTF หรือ RMF ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา สามารถทำผลตอบแทนเฉลี่ยที่ชนะผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของตลาดได้อีก 3 ปีข้างหน้าได้ในบางช่วงเวลา และกองทุนที่เคยทำผลงานติด 5 หรือ 20 อันดับแรกในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา กลับมีจำนวนไม่มากที่สามารถรักษารั้งอันดับที่ดีต่อเนื่องไปอีก 3 ปีข้างหน้าได้ ดังนั้น กลยุทธ์ที่ซื้อกองทุน LTF หรือ RMF ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่ผ่านมา จึงไม่สามารถชี้วัดได้อย่างชัดเจน ถึงผลตอบแทนที่ดีในอนาคตของกองทุนเหล่านี้ได้

คำสำคัญ: กองทุนรวมหุ้นระยะยาว กองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพ ผลตอบแทนของกองทุน ความต่อเนื่องของผลตอบแทน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



Abstract

This study examines returns and their persistence of 48 active Long-Term Equity Funds (LTFs) and 26 active Thai equity Retirement Mutual Funds (RMFs) during 2002-2017. The average net returns (including dividends and after expense deduction) of both LTF and RMF funds under study are lower than the SET (Stock Exchange of Thailand) average total return by about 2% -3% per year. The average Alphas from Capital Asset Pricing Model (CAPM) of LTF and RMF funds are -1.28% per year and -0.34% per year, respectively. About 12 LTF funds out of the total of 48 LTF funds have positive Alphas, but no LTF fund has a statistically significant, positive Alpha. There are 10 RMF funds with positive Alphas from a total of 26 RMF funds, with 1 RMF fund with a statistically significant, positive Alpha. This study also shows that the returns of both LTF and RMF funds have no clear persistence. This is because the strategy of buying the top-performance funds during the last three years can beat the market over the next three years for some certain periods. Finally some of the top-5 or top-20 funds during the past three years are able to maintain their top ranking over the next three years. Therefore, the good performance of funds in the past is not a reliable indicator of their future good performance.

Keywords: Long-Term Equity Funds, Equity Retirement Mutual Funds, Fund Returns, Return Persistence, Stock Exchange of Thailand

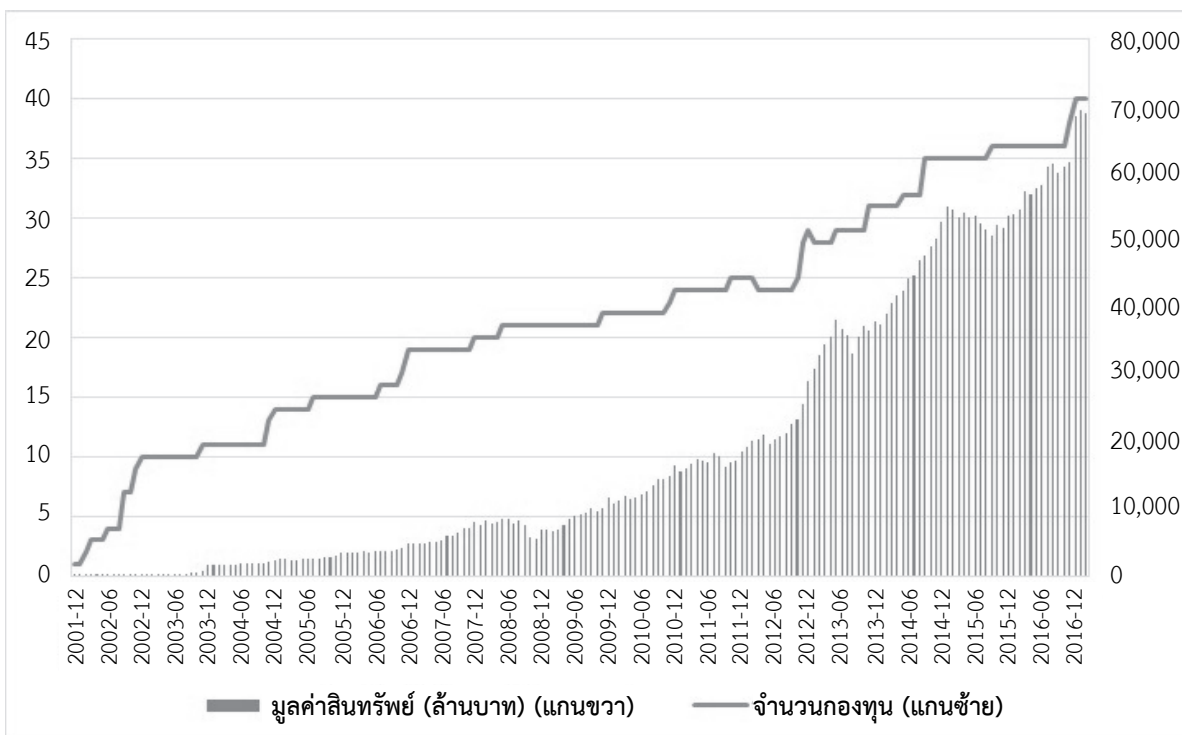


ความสำคัญและที่มาของงานวิจัย

อุตสาหกรรมการจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยเริ่มต้นมาเป็นระยะเวลาประมาณ 25 ปี ในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา จำนวนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม จำนวนของกองทุนรวมประเภทต่างๆ และขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (Asset Under Management หรือ AUM) ล้วนมีการเติบโตขึ้นอย่างมาก โดย ณ สิ้นเดือนมีนาคม ปี 2018 กองทุนรวมในประเทศไทยมีจำนวนประมาณ 1,500 กองทุน และมีขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารที่ประมาณ 5 ล้านล้านบาท (www.aimc.or.th)

กองทุนรวมนั้นถือเป็นการลงทุนร่วมกันของนักลงทุนระดับบุคคลเพื่อประโยชน์ในการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่มีการลงทุนกระจายไปในสินทรัพย์กลุ่มต่างๆ เป็นอย่างดี (Well-Diversified Portfolios) เพื่อลดความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท (Diversifiable Risk) ลง และการร่วมลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุนรายย่อยจำนวนมาก จะทำให้นักลงทุนเหล่านี้สามารถสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่กระจายความเสี่ยงอย่างดีนั้นด้วยต้นทุนที่ถูกเมื่อเทียบกับขนาด (Economy of Scale) เพราะจะลดข้อจำกัดของนักลงทุนรายย่อยในเรื่องเงินทุนในการลงทุนลง กล่าวคือนักลงทุนสามารถลงทุนในพอร์ตโฟลิโอที่มีการกระจายความเสี่ยงอย่างดีด้วยเงินจำนวนที่ไม่สูงมากได้ นอกจากนี้ การที่นักลงทุนระดับบุคคลธรรมดาไม่น่าจะขาดความรู้ความสามารถที่เพียงพอต่อการวิเคราะห์และเลือกหลักทรัพย์ต่างๆ ในการลงทุน หรืออาจขาดแคลนเวลาในการติดตามข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และมูลค่าของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเพื่อการปรับเปลี่ยนสินทรัพย์การลงทุนหรือปรับน้ำหนักการลงทุนไปในกลุ่มสินทรัพย์ต่างๆ ได้เหมาะสมกับสถานการณ์ที่เกิดขึ้น ดังนั้น การได้ผู้บริหารกองทุนมืออาชีพที่มีความรู้ความสามารถและประสบการณ์การบริหารเงินลงทุนมาช่วยบริหารเงินลงทุนในกองทุนรวมแทนนักลงทุนระดับบุคคลธรรมดาจึงสามารถลดข้อจำกัดเรื่องความเชี่ยวชาญและเวลาลงได้

กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund/RMF) จัดตั้งขึ้นครั้งแรกในประเทศไทยในปี พ.ศ. 2544 กองทุนรวม RMF นี้มุ่งหวังที่จะส่งเสริมและกระตุ้นให้นักลงทุนรายย่อยให้มีการลงทุนระยะยาวเพื่อการใช้จ่ายในยามเกษียณอายุของตนเอง ดังนั้น เพื่อเป็นการส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยลงทุนแบบระยะยาวในกองทุนรวม RMF นี้ รัฐบาลจึงให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ลงทุนในกองทุน RMF โดย ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ ปี 2017 มีกองทุนรวม RMF ที่ลงทุนในหุ้นไทยจำนวนทั้งสิ้นประมาณ 40 กอง คิดเป็นขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารที่ประมาณ 69,000 ล้านบาท ดังแสดงในภาพที่ 1A

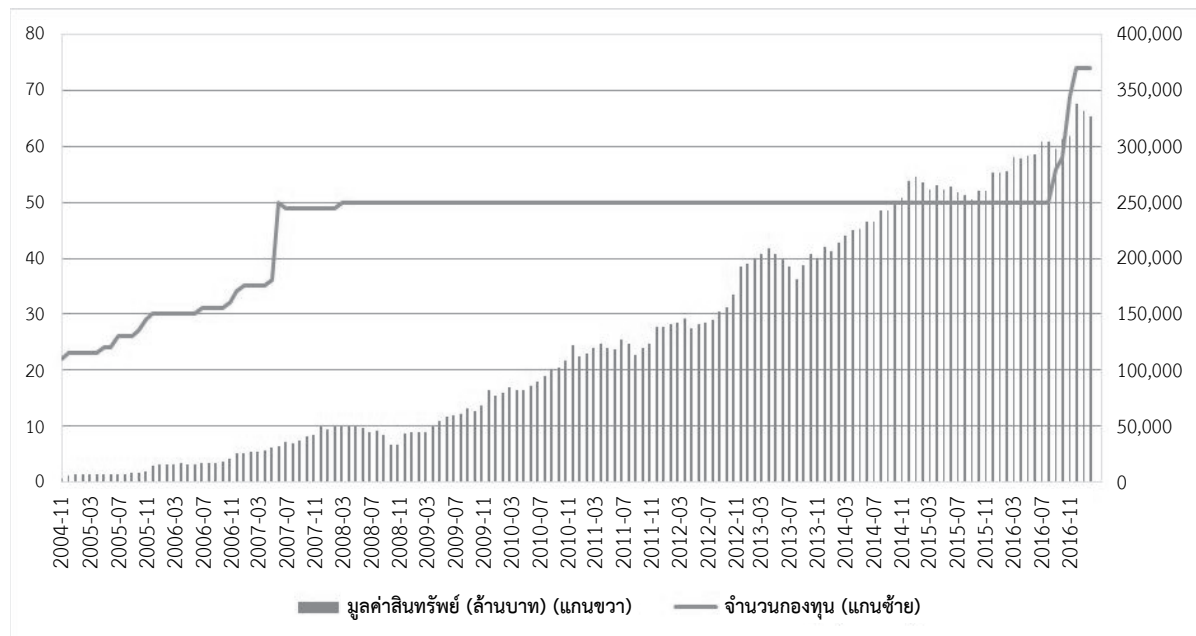


ภาพที่ 1A แสดงจำนวนและขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารของกองทุนรวม RMF ตั้งแต่ธันวาคม 2001 ถึงกุมภาพันธ์ 2017

แม้ว่ากองทุน RMF จะมีความคล้ายกับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Provident Fund) ของภาคเอกชนและกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) ของข้าราชการ แต่กองทุน RMF นั้นถูกสร้างขึ้นมาเพื่อส่งเสริมการออมหรือลงทุนแบบผูกพันในระยะยาวเพื่อประชาชนทุกกลุ่ม แต่จะมุ่งเน้นไปยังผู้ที่ไม่มีสวัสดิการจากนายจ้างในแบบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ หรือผู้ไม่มีสวัสดิการจากรัฐบาลในรูปแบบกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ โดยกองทุนรวม RMF ที่จัดตั้งขึ้นสามารถลงทุนได้ในกลุ่มสินทรัพย์ (Asset Classes) ต่างๆ¹ เช่น ตราสารทุนไทย ตราสารทุนต่างประเทศ ตราสารหนี้ไทย ตราสารหนี้ต่างประเทศ สินค้าโภคภัณฑ์ต่างๆ เช่น ทองคำและน้ำมัน เป็นต้น

กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund/LTF) เป็นกองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในหุ้นไทย โดยเกิดขึ้นตามแผนพัฒนาตลาดทุนไทยในปี พ.ศ. 2547 การเกิดขึ้นของกองทุน LTF นั้นมุ่งหวังที่จะเพิ่มสัดส่วนของนักลงทุนระดับสถาบันภายในประเทศ เช่น กองทุนรวม เป็นต้น และมุ่งหวังให้เกิดการลงทุนเป็นระยะเวลายาวในหุ้นต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand/SET) ซึ่งจะส่งผลให้ความผันผวน (ในระยะสั้นจากแรงขายของนักลงทุนต่างประเทศ) ของราคาหลักทรัพย์ต่างๆ นั้นลดลง และย่อมส่งผลต่อเสถียรภาพที่ดีขึ้นของตลาดหลักทรัพย์ของไทย ดังนั้น รัฐบาลจึงให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่บุคคลธรรมดาที่ลงทุนในกองทุน LTF เพื่อสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนรายย่อยต่างๆ เลือกลงทุนในกองทุนรวม LTF นี้ โดย ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ ปี 2017 มีกองทุนรวม LTF จำนวนทั้งสิ้นประมาณ 74 กอง คิดเป็นขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารที่ประมาณ 330,000 ล้านบาท ดังแสดงในภาพที่ 1B

¹ ซึ่งแตกต่างจากกองทุนรวม LTF ที่มุ่งเน้นการลงทุนในหุ้นไทยเป็นหลัก



ภาพที่ 1B แสดงจำนวนและขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารของกองทุนรวม LTF
ตั้งแต่พฤศจิกายน 2004 ถึงกุมภาพันธ์ 2017

จากภาพที่ 1A และ 1B จะเห็นได้ว่า กองทุนรวมหุ้นระยะยาวและกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพนั้น มีการเติบโตอย่างมากตั้งแต่จัดตั้งขึ้น อย่างไรก็ตาม การศึกษาทางด้านผลการดำเนินงานและความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวและกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพโดยเฉพาะยังคงมีไม่มากนัก กองทุนต้องการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวและกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพนั้น นักลงทุนก็มักจะมีทางเลือกระหว่างกองทุนหุ้นที่มีนโยบายการลงทุนเป็นแบบเลียนแบบดัชนี (Index Funds) เช่น ดัชนี SET50 เป็นต้น หรือที่เรียกว่าการลงทุนแบบเชิงรับ (Passive Investment) ซึ่งกองทุนหุ้นประเภทนี้จึงมักจะมีค่าธรรมเนียมการจัดการ (Management Fee) และอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ที่ต่ำ และอีกทางเลือกหนึ่งก็คือ กองทุนหุ้นที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก (Active Investment) ซึ่งจะต้องใช้ทักษะและความสามารถของผู้บริหารกองทุนในการจับจังหวะตลาด (Market Timing) และ/หรือการเลือกหุ้นที่คาดว่าจะมีค่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (Reward-to-Risk Ratio) ที่สูง เพื่อให้กองทุนมีผลตอบแทนที่ดีกว่าตัวชี้วัด (Benchmark) เช่น ผลตอบแทนรวม (Total Return Index) ของดัชนี SET เป็นต้น ดังนั้น กองทุนประเภทนี้จึงมักมีค่าธรรมเนียมการจัดการและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่สูงกว่า

ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงจะทำการวิเคราะห์ผลตอบแทนและความสม่ำเสมอของผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวและกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก เพื่อช่วยนักลงทุนในการเลือกลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่ช่วยประหยัดภาษีเหล่านี้ เพราะกองทุนรวมหุ้นประหยัดภาษีที่มีนโยบายเชิงรุกนั้นมีอยู่จำนวนมาก เพราะหากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่ากองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุกสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีได้อย่างสม่ำเสมอ



แล้ว กลยุทธ์การตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่มีผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่ผ่านมา ย่อมเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่น่าจะสร้างผลตอบแทนได้สูงต่อไปได้ แต่ถ้าจากการวิเคราะห์ผลตอบแทนและความสม่ำเสมอของผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุกแล้วไม่พบว่ากองทุนรวมหุ้นเหล่านี้ให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้หรือไม่มีความต่อเนื่องของผลตอบแทนที่สูงได้ กลยุทธ์การตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่มีผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่ผ่านมาย่อมไม่เกิดประโยชน์ใดๆ ดังนั้นทำให้การลงทุนในกองทุนรวมหุ้นดัชนีอาจเป็นทางเลือกที่ดีกว่าเพราะมีค่าธรรมเนียมการจัดการและค่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายที่ต่ำกว่ากองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุก

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ในการศึกษานี้มีจุดประสงค์หรือคำถามวิจัยอยู่ 4 ข้อ ดังนี้

- 1) เพื่อประเมินผลตอบแทนรวม (ปีผล) จากการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกในหุ้นไทย
- 2) เพื่อประเมินผลตอบแทนรวม (ปีผล) จากการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกในหุ้นไทย
- 3) เพื่อทดสอบความสม่ำเสมอของผลตอบแทนรวม (ปีผล) จากการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกในหุ้นไทย
- 4) เพื่อทดสอบความสม่ำเสมอของผลตอบแทนรวม (ปีผล) จากการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกในหุ้นไทย

ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนรวมและความต่อเนื่องของผลตอบแทนรวมของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกในหุ้นไทยและกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกในหุ้นไทย ตั้งแต่เดือนธันวาคม ปี ค.ศ. 2001 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ ปี ค.ศ. 2017 โดยจะใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวม (total return) รายเดือนของกองทุนรวม LTF และ RMF จากฐานข้อมูล Morningstar ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่รวมเงินปันผล และหักอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (expense ratio) แล้ว โดยทำการจัดเก็บข้อมูลดังกล่าว ตั้งแต่มีการจัดตั้งกองทุน LTF ขึ้นมาในเดือนตุลาคม 2004 จนถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2017 มีจำนวนกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกในหุ้นไทยที่ประมาณ 71 กองทุน และเก็บข้อมูลของกองทุน RMF ตั้งแต่จัดตั้งในเดือนธันวาคม 2001 จนถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2017 มีจำนวนกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกในหุ้นไทยจำนวน 36 กองทุน



วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ภายใต้สมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างเต็มที่และทันที ทำให้ไม่มีนักลงทุนใดที่สามารถทำผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Returns) ได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือนักลงทุนย่อมได้ผลตอบแทนตาม “ความเสี่ยง” ของการลงทุน อย่างไรก็ตามในโลกของการลงทุนจริงๆ นั้นกองทุนรวมที่บริหารโดยผู้จัดการกองทุนมืออาชีพที่มีบทวิเคราะห์หลักทรัพย์จากนักวิเคราะห์ที่มีความเชี่ยวชาญสูงในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ย่อมมุ่งหวังที่จะทำผลตอบแทนให้ชนะตลาดหรือทำผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นบวกได้ จากความสามารถในการจับจังหวะตลาด (Market Timing Ability) และความสามารถในการวิเคราะห์และหาหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้ (Security Selection) ดังนั้นจึงมีงานวิจัยจำนวนมากที่ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นโดยเฉพาะกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุกโดยมาวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นที่นิยมใช้กันนั้นจึงเป็นมาตรวัดที่วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นที่คำนึงถึง “ความเสี่ยง” ของการลงทุนของกองทุนรวมหุ้นนั้นด้วย เช่น ค่าอัลฟาของ Jensen (Jensen Alpha) ที่ปรับความเสี่ยงโดยใช้ค่าเบต้าของสมการ Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Ippolito (1989) ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 143 กองทุน ในช่วงปี 1965-1984 และพบว่าในช่วงเวลาดังกล่าว กองทุนสามารถทำค่าอัลฟาได้เฉลี่ยที่ 0.81% ซึ่งค่าอัลฟานี้คิดจากสมการ CAPM โดยใช้ผลตอบแทนรวมสุทธิหรือผลตอบแทนรวมหลังหักค่าใช้จ่าย แต่ยังไม่ได้หักค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Load Charge) อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Load Charge) เข้าไปด้วย กองทุนรวมเหล่านี้ก็ไม่สามารถชนะตลาดได้ กล่าวคือ ค่าอัลฟาที่ 0.81% นั้นไม่เพียงพอต่อค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Load Charge) ที่เกิดขึ้น Ippolito (1989) จึงสรุปว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มกองทุนรวมในช่วงเวลาดังกล่าวนั้นสอดคล้องกับสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในตลาดที่ข้อมูลข่าวสารนั้นมีต้นทุน (Costly Information) ของการได้มา

อย่างไรก็ตาม การศึกษาต่อมาโดย Elton et al (1993) และ Malkiel (1995) กลับไม่พบว่ากองทุนรวมหุ้นของประเทศสหรัฐฯ นั้นทำค่าอัลฟาโดยเฉลี่ยที่เป็นบวกได้ Elton et al (1993) พบว่าเมื่อมีการแก้ไขตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน (Benchmark Portfolio) ใหม่ ค่าอัลฟาที่เคยเป็นบวกจากการศึกษาของ Ippolito (1989) นั้นหายไป นั่นเป็นเพราะว่ากองทุนเหล่านั้นมีหุ้นที่อยู่นอกดัชนี S&P500 อยู่ จึงทำให้กองทุนเหล่านั้นสามารถทำผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงที่เหนือดัชนี S&P500 ที่ใช้เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานได้ การศึกษาต่อมาโดย Malkiel (1995) ก็พบเช่นกันว่า กองทุนหุ้นของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1971 ถึงปี 1991 โดยเฉลี่ยแล้วไม่สามารถทำค่าอัลฟา (ไม่ว่าจะใช้ผลตอบแทนทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายต่างๆ) ที่เป็นบวกได้ การศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในยุโรปก็พบผลการศึกษาก็คล้ายกัน เช่น งานของ Blake and Timmerman (1998) ที่ศึกษากองทุนเปิดในประเทศอังกฤษช่วงปี 1972-1995 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 23 ปี หรือประมาณ 281 เดือน และพบว่ากองทุนรวมหุ้นในประเทศอังกฤษทำผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงแล้วได้ที่ -1.8% ต่อปี



ส่วนการศึกษาความสม่ำเสมอของผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นนั้นมีอยู่จำนวนมาก โดยการศึกษาที่สำคัญทางด้านนี้คือของ Carhart (1997) โดยศึกษาความสม่ำเสมอของผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมหุ้นจำนวนทั้งสิ้น 1,892 กองทุนของประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงตั้งแต่มกราคม ปี 1962 ถึงธันวาคม ปี 1993 โดยเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ปราศจาก Survivorship Bias และพบว่าความต่อเนื่อง (ในระยะสั้น) ของผลตอบแทนของกองทุนรวมหรือปรากฏการณ์ “Hot Hand” ที่พบในการศึกษาก่อนหน้านี้ เกิดจากการลงทุนในหุ้นต่างขนาดกัน (Size Effect) ในหุ้นที่มีผลของโมเมนตัมอยู่ (Momentum Effect) อัตราค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) ของกองทุนที่แตกต่างกัน และต้นทุนการซื้อขายหุ้น (Transaction Costs) ที่แตกต่างกัน ดังนั้น ความต่อเนื่องในระยะสั้นของผลตอบแทนของกองทุนรวมหรือปรากฏการณ์ “Hot Hand” จึงไม่น่าเกิดจากความสามารถ (Skills) ที่แตกต่างกันหรือการมีข้อมูลที่เหนือกว่า (Informational Advantage) ของผู้จัดการกองทุนหุ้น ซึ่ง Fletcher and Forbes (2002) ก็พบผลการศึกษาที่คล้ายกับ Carhart (1997) ในตัวอย่างของหน่วยลงทุน (Unit Trusts) จำนวน 724 กองของประเทศอังกฤษ ในช่วงปี 1982-1996 กล่าวคือ ความต่อเนื่องของผลตอบแทนนั้นจะหายไปเมื่อควบคุมปัจจัยผลกระทบของโมเมนตัม (Momentum Effect)

ส่วนการศึกษาความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศอังกฤษ โดย Allen and Tan (1999) ที่ทำการศึกษากองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุก (Managed Funds) ในประเทศอังกฤษในช่วงปี 1989-1995 ยังพบความต่อเนื่องของผลตอบแทนที่ดีที่กองทุนทำได้ กล่าวคือ กองทุนที่ทำผลตอบแทนที่ดีหรือได้อันดับของผลตอบแทนที่ดีในอดีตมีแนวโน้มที่จะทำผลตอบแทนที่ดีต่อเนื่องไปในอนาคต ซึ่งสนับสนุนปรากฏการณ์ “Hot Hand” ในข้อมูลกองทุนรวมหุ้นของประเทศอังกฤษ

สำหรับการศึกษาเรื่องผลตอบแทนของกองทุนหุ้นและความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในไทย ได้แก่ งานของ สรศาสตร์ และปรีดา (2556) ใช้ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value หรือ NAV) และเงินปันผลรายปีของกองทุนตราสารทุนทั้งที่ได้รับและไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจำนวน 78 กองทุน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึง พ.ศ. 2555 โดยทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในรูปแบบต่างๆ ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนตราสารทุนจะขึ้นลงไปตามสภาวะเศรษฐกิจและดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งกองทุนตราสารทุนของไทยส่วนใหญ่แล้วสามารถชนะตลาดได้ในช่วงตลาดขาลงมากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น และพบว่ามีกองทุนรวมเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ชนะผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ได้ ส่วนการวิเคราะห์เรื่องความสม่ำเสมอของผลตอบแทนนั้น พบว่ากองทุนรวมหุ้นจำนวนหนึ่งสามารถทำผลตอบแทนที่ดีอย่างสม่ำเสมอได้ในช่วงปี พ.ศ. 2546-2551 แต่ในช่วงต่อมาคือ พ.ศ. 2552-2555 ไม่มีกองทุนหุ้นใดที่สามารถรักษาระดับผลตอบแทนที่ดีได้อย่างต่อเนื่อง

ณัฐวุฒิ (2560) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนและความสม่ำเสมอของผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมหุ้นไทยที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกทั้งหมดตั้งแต่ปี 1995-2014 จำนวนทั้งสิ้น 179 กองทุน (ที่มีผลตอบแทนรายเดือนอย่างน้อย 30 เดือน) และพบว่าโดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมหุ้นไทยเหล่านี้ให้ค่าอัลฟาที่ -0.115% ต่อปี อีกทั้งยังไม่พบความต่อเนื่องของผลตอบแทน ไม่ว่าจะเป็นทั้งระยะ 1 หรือ 5 ปี ซึ่งเป็นผลการศึกษาที่สนับสนุนสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ



แหล่งข้อมูลและวิธีการจัดเก็บ

การศึกษาจะวิเคราะห์ผลตอบแทนรวมและความต่อเนื่องของผลตอบแทนรวมของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกในหุ้นไทยและกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund) ที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกในหุ้นไทยเท่านั้น โดยจะใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมเงินปันผล แต่หลังจากหักอัตราส่วนค่าใช้จ่าย (Expense Ratio) แล้วเป็นรายเดือน² ของกองทุน LTF และ RMF จากฐานข้อมูล Morningstar ตั้งแต่มีการจัดตั้งกองทุน LTF ขึ้นมาในเดือนตุลาคม 2004 จนถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2017 มีจำนวนกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกในหุ้นไทยประมาณ 71 กองทุน และเก็บข้อมูลของกองทุนหุ้นไทย RMF ตั้งแต่จัดตั้งในเดือนธันวาคม 2001 จนถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2017 มีจำนวนกองทุนรวมหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุกจำนวน 36 กองทุน

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวม (Total Return Index) ดัชนีราคา (Price Index) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ทั้งรายเดือนและรายปีของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงจากฐานข้อมูล DataStream งานวิจัยนี้จะใช้ผลตอบแทนรวมของดัชนี SET เป็นตัวชี้วัด (Benchmark) โดยผลตอบแทนรวมของดัชนี SET จะคำนวณจากดัชนีผลตอบแทนรวม (Total Return Index) ของ SET ตั้งแต่ปี 2002 เป็นต้นไป ส่วนในช่วงเวลาก่อนปี 2002 (ที่ยังไม่มีข้อมูลของดัชนีผลตอบแทนรวมของดัชนี SET) งานวิจัยนี้จะคำนวณผลตอบแทนรวมจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคา (Capital Gain Yield) รวมเข้ากับอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ที่ต่ำที่สุด การศึกษานี้ใช้อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 1 ปี เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free Rate)

การประมวลผลข้อมูลและการวิเคราะห์

การศึกษานี้ประเมินความสามารถของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวและกองทุนหุ้นไทยเพื่อการเลี้ยงชีพใน 2 รูปแบบ โดยรูปแบบแรกเป็นการเปรียบเทียบผลตอบแทนรวมของกองทุนนั้นกับดัชนีมาตรฐาน (Benchmark) ได้แก่ ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เพื่อดูว่าในแต่ละปีผลตอบแทนรวมโดยเฉลี่ยของกองทุนรวมเหล่านี้สูงหรือต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาดหรือไม่ ดังสมการด้านล่างนี้

$$R_p - R_m$$

² ผลตอบแทนรวมเงินปันผลแต่หลังจากหักอัตราส่วนค่าใช้จ่าย เกิดจากร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของราคา NAV ในแต่ละเดือน (จึงเป็นผลตอบแทนที่หักค่าใช้จ่ายหรือ Expense ต่างๆ แล้ว เช่น ค่าธรรมเนียมในการบริหารหรือค่า Management Fee เป็นต้น) และรวมกับเงินปันผลที่ได้ในระหว่างเดือน โดยมีสมมติฐานว่าเงินปันผลที่ได้รับระหว่างเดือนถูกนำกลับมาลงทุนต่อในกองทุนรวมนั้น (Dividend Reinvested)



การประเมินความสามารถในแบบที่ 2 เป็นการเปรียบเทียบผลตอบแทนรวมของกองทุนรวมนั้นกับดัชนีตัวชี้วัดมาตรฐาน (ได้แก่ ดัชนีผลตอบแทนรวม SET) พร้อมกับปรับความเสี่ยงด้วย โดยการศึกษาเลือกใช้รูปแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ในการหาผลตอบแทนปกติตามค่าความเสี่ยงของการลงทุนที่วัดด้วยค่าเบต้า หรือค่า $E(R_p)$ ดังแสดงในสมการด้านล่าง จากนั้นคำนวณหาผลตอบแทนผิดปกติหรือค่าอัลฟา (Alpha) ของแต่ละกองทุน โดยค่า Alpha เป็นส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนที่กองทุนทำได้จริงกับผลตอบแทนที่ควรจะได้ตามค่าเบต้าจากสมการ CAPM หรือค่า $E(R_p)$ ดังนั้นค่า Alpha ที่เป็นบวกย่อมแสดงถึงว่ากองทุนนั้นทำผลตอบแทนได้เหนือดัชนี SET หลังจากปรับค่าความเสี่ยงที่กองทุนนั้นลงทุนอยู่ ดังสมการด้านล่าง

$$\text{จาก Capital Asset Pricing Model: } E(R_p) = R_f + \beta^*(R_m - R_f)$$

$$\text{ดังนั้น } \alpha = R_p - E(R_p)$$

ส่วนการทดสอบความสม่ำเสมอของผลตอบแทนของกองทุนทำอยู่ใน 2 รูปแบบ (จากงานของ Malkiel 1995 และ ณัฐวุฒิ 2560 เป็นต้น) ดังนี้ รูปแบบแรก เป็นการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่ได้จากกลยุทธ์การซื้อกองทุนรวมที่ติดอันดับทุกๆ ปีเป็นระยะเวลาต่อเนื่อง 3 ปี กับผลตอบแทนจากการซื้อแล้วถือดัชนี SET โดยถ้ากลยุทธ์การซื้อกองทุนติดอันดับดังกล่าว สามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าได้ ย่อมแสดงให้เห็นว่ากองทุนสามารถทำผลตอบแทนที่ดีอย่างสม่ำเสมอ ส่วนรูปแบบที่ 2 เป็นการจัดอันดับของกองทุนตามผลตอบแทนที่ได้ในช่วงระยะเวลา 3 ปีที่ผ่านมา และติดตามว่ากองทุนที่ทำผลตอบแทนติดอันดับต้นๆ ใน 3 ปีที่ผ่านมา ยังคงรักษาระดับต้นๆ นั้นอีก 3 ปีข้างหน้าได้หรือไม่

ผลการศึกษา

ในส่วนแรกเป็นการวิเคราะห์ผลตอบแทนรวมของกองทุน (หลังจากหักค่าใช้จ่าย) เมื่อเทียบกับผลตอบแทนรวมของดัชนี SET โดยทำการเปรียบเทียบทั้งแบบไม่ปรับความเสี่ยงเชิงระบบ (Systematic Risk/Beta) และแบบปรับความเสี่ยงเชิงระบบของกองทุนรวมเหล่านั้นๆ

ตารางที่ 1A และ 1B เป็นการเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้น LTF และ RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกกับผลตอบแทนรวม (Total Return) ของดัชนี SET ซึ่งนำมาใช้เป็นตัวแทนของผลตอบแทนรวมของตลาด หรือเป็น Benchmark จากตาราง 1A จะเห็นได้ว่าในช่วงปี 2005 ถึง 2016 นั้นผลตอบแทนรวมสุทธิ (Net Return) ของกองทุน LTF มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 12.65% ต่อปี ในขณะที่ผลตอบแทนรวม (Total Return) ของดัชนี SET อยู่ที่ 15.73% ต่อปี ดังนั้นโดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมหุ้น LTF ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาดถึง 3.08% ต่อปีทีเดียว โดยแพ้ตลาดอยู่ 7 ปีและชนะตลาดอยู่ 5 ปีในช่วง 2005-2016 ดังแสดงในภาพที่ 2A ที่แสดงผลตอบแทนส่วนเกินตลาดรายปีของกองทุนรวมหุ้น LTF



ส่วนผลการศึกษาในตาราง 1B ของกองทุนรวมหุ้นไทยแบบ RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ในช่วงปี 2002-2016 กองทุนรวมหุ้นไทย RMF ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 19.54% ต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ซึ่งอยู่ที่ 21.63% คิดเป็นผลตอบแทนที่แพ้ตลาดโดยเฉลี่ยที่ 2.09% ต่อปี ส่วนภาพที่ 2B แสดงผลตอบแทนส่วนเกินตลาดรายปีของกองทุนรวมหุ้น RMF ซึ่งจะเห็นได้ว่าผลตอบแทนส่วนเกินตลาดมีค่าติดลบ (หรือคือการแพ้ตลาด) ค่อนข้างสูงเป็นจำนวน 8 ปีในช่วง 15 ปีดังกล่าว

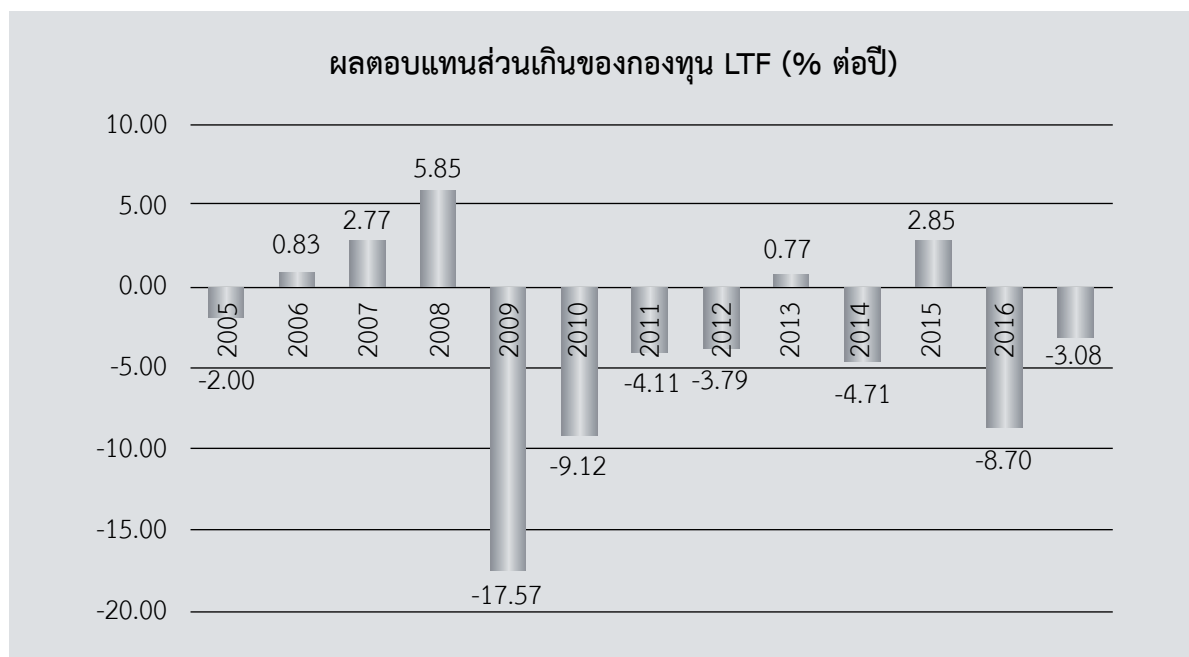
ตารางที่ 1A: แสดงผลตอบแทนรวมสุทธิเฉลี่ยรายปีของกองทุน LTF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก เทียบกับผลตอบแทนรวมของตลาดรายปี ตั้งแต่ปี 2005 ถึง 2016

ปี	ผลตอบแทนรวมปีผล หลังหักค่าใช้จ่ายของกองทุน LTF ที่มีนโยบายเชิงรุก (% ต่อปี)	ผลตอบแทนรวมตลาด (% ต่อปี)	ผลตอบแทนส่วนเกิน (% ต่อปี)
2005	9.22	11.22	-2.00
2006	0.57	-0.26	0.83
2007	34.14	31.37	2.77
2008	-39.24	-45.10	5.85
2009	53.78	71.35	-17.57
2010	38.68	47.80	-9.12
2011	-0.42	3.69	-4.11
2012	36.74	40.53	-3.79
2013	-2.86	-3.63	0.77
2014	14.41	19.12	-4.71
2015	-8.38	-11.23	2.85
2016	15.15	23.85	-8.70
ค่าเฉลี่ย	12.65	15.73	-3.08

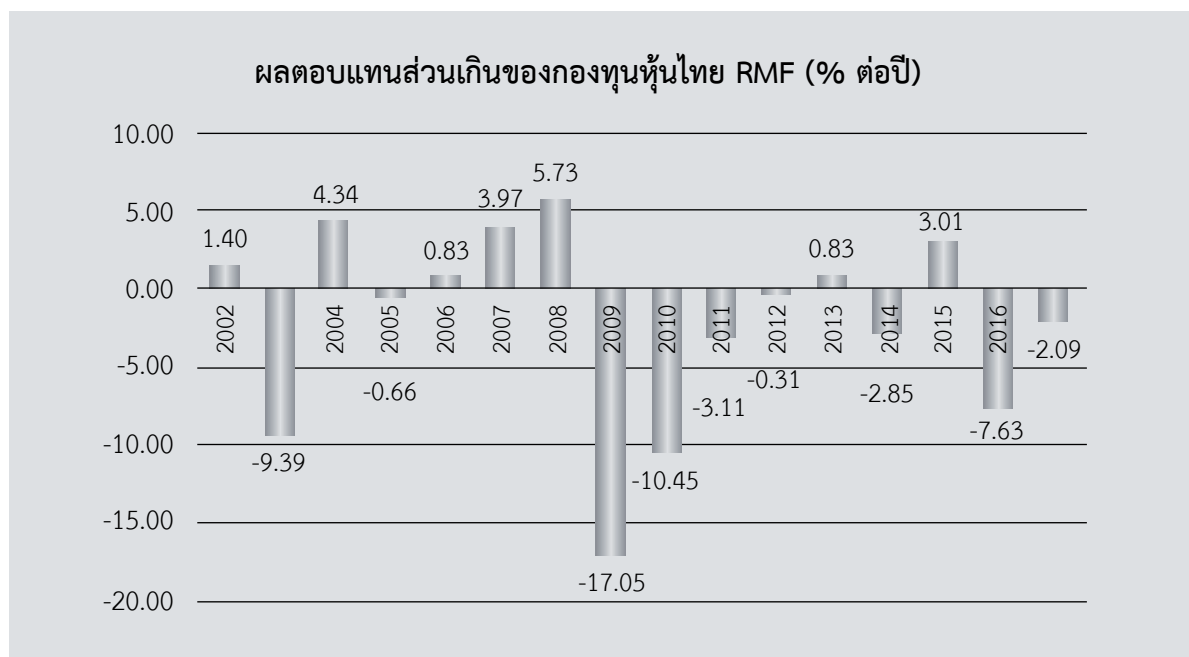


ตารางที่ 1B: แสดงผลตอบแทนรวมสุทธิเฉลี่ยรายปีของกองทุนหุ้นไทย RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก เทียบกับผลตอบแทนรวมของตลาดรายปี ตั้งแต่ปี 2002 ถึง 2016

ปี	ผลตอบแทนรวมปีนผล หลังหักค่าใช้จ่ายของกองทุนหุ้นไทย RMF ที่มีนโยบายเชิงรุก (% ต่อปี)	ผลตอบแทนรวมตลาด (% ต่อปี)	ผลตอบแทนส่วนเกิน (% ต่อปี)
2002	21.44	20.04	1.40
2003	116.96	126.35	-9.39
2004	-6.30	-10.64	4.34
2005	10.56	11.22	-0.66
2006	0.57	-0.26	0.83
2007	35.34	31.37	3.97
2008	-39.37	-45.10	5.73
2009	54.30	71.35	-17.05
2010	37.35	47.80	-10.45
2011	0.58	3.69	-3.11
2012	40.22	40.53	-0.31
2013	-2.80	-3.63	0.83
2014	16.27	19.12	-2.85
2015	-8.23	-11.23	3.01
2016	16.22	23.85	-7.63
ค่าเฉลี่ย	19.54	21.63	-2.09



ภาพที่ 2A: แสดงผลตอบแทนส่วนเกินรายปีของกองทุน LTF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ตั้งแต่ปี 2005 ถึง 2016 โดยผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวก (ลบ) ของกองทุนแสดงว่ากองทุนทำผลตอบแทนได้เหนือ (ต่ำ) กว่าตลาด

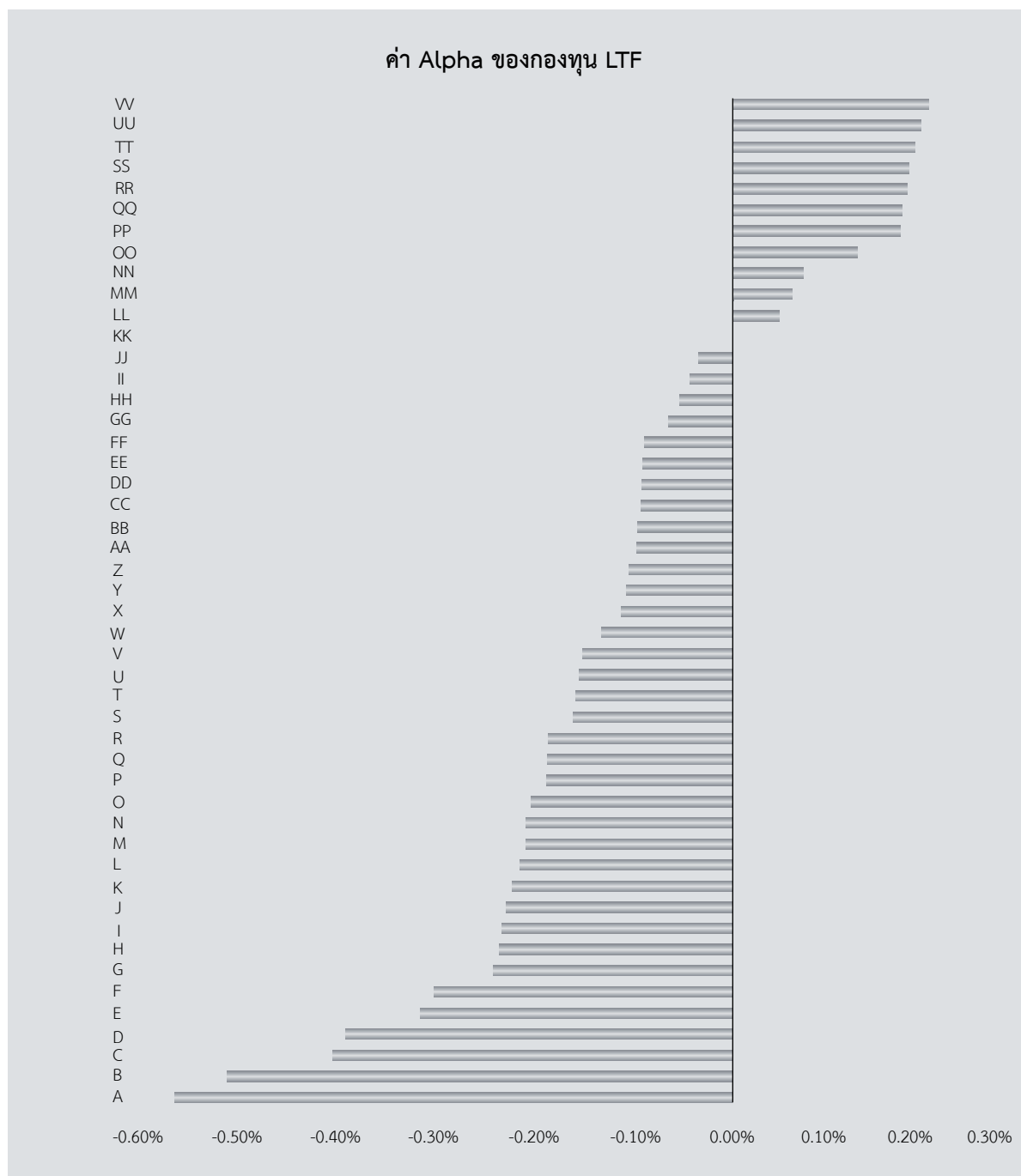


ภาพที่ 2B: แสดงผลตอบแทนส่วนเกินรายปีของกองทุนหุ้นไทย RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ตั้งแต่ปี 2002 ถึง 2016 โดยผลตอบแทนส่วนเกินที่เป็นบวก (ลบ) ของกองทุนแสดงว่ากองทุนทำผลตอบแทนได้เหนือ (ต่ำ) กว่าตลาด

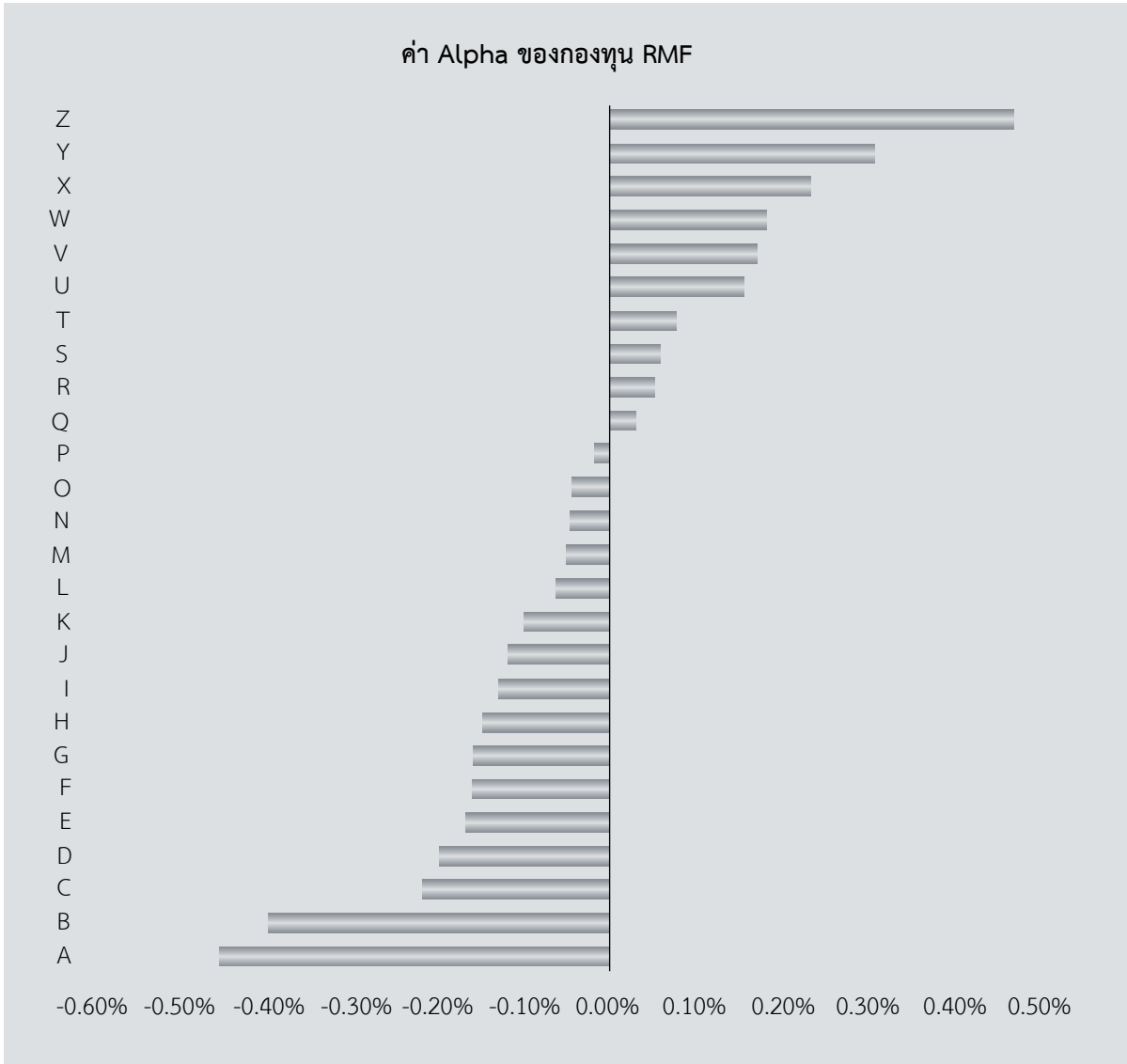


ตารางที่ 2 แสดงค่าอัลฟาของกองทุน LTF และ RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ตั้งแต่ปี 2002 ถึง 2016

	กองทุน LTF	กองทุน RMF
ค่าอัลฟาเฉลี่ยต่อเดือน	-0.11%	-0.03%
ค่าอัลฟาเฉลี่ยต่อปี	-1.28%	-0.34%
จำนวนกองทุนที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก	12	10
จำนวนกองทุนที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ	0	1
จำนวนกองทุนที่มีค่าอัลฟาเป็นลบ	36	16
จำนวนกองทุนที่มีค่าอัลฟาเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ	7	0



ภาพที่ 3A แสดงการกระจายของค่าอัลฟา (% ต่อเดือน) ของกองทุน LTF
ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ตั้งแต่ปี 2005 ถึง 2016



ภาพที่ 3B แสดงการกระจายของค่าอัลฟา (% ต่อเดือน) ของกองทุนหุ้นไทย RMF
ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ตั้งแต่ปี 2002 ถึง 2016



ตารางที่ 2 แสดงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทย LTF และ RMF แบบปรับความเสี่ยงหรือค่าอัลฟา โดยใช้แบบจำลอง CAPM ในการหาผลตอบแทนที่ควรจะเป็นของกองทุนรวมหุ้นไทย โดยพบว่ากองทุนรวมหุ้นไทย LTF ให้ค่าผลการดำเนินงานแบบปรับความเสี่ยงแล้วอยู่ที่ -0.11% ต่อเดือน หรือคิดเป็น -1.28% ต่อปี ส่วนกองทุนรวมหุ้นไทย RMF ให้ค่าผลการดำเนินงานแบบปรับความเสี่ยงแล้วอยู่ที่ -0.03% ต่อเดือน หรือคิดเป็น -0.34% ต่อปี ดังนั้นจึงสามารถกล่าวได้ว่าผลการดำเนินงานของทั้งกองทุนรวมหุ้นไทยแบบ LTF และ RMF นั้นต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด (ที่แทนด้วยดัชนี SET) หลังปรับค่าความเสี่ยงเชิงระบบ (Systematic Risk) ที่แตกต่างกันของกองทุนหุ้นเหล่านั้น ซึ่งเป็นการยืนยันผลการศึกษาในตารางที่ 1 และภาพที่ 2A และ 2B

นอกจากนี้ ในตารางที่ 2 และภาพที่ 3A แสดงให้เห็นว่า จากจำนวนกองทุนหุ้นไทย LTF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกทั้งหมด 48 กอง มีเพียง 12 กองเท่านั้นที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก แต่กลับไม่มีกองใดเลยที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีอยู่ถึง 36 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นลบ โดยมีถึง 7 กองด้วยกันที่มีค่าอัลฟาเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในตารางที่ 2 และภาพที่ 3B แสดงกองทุนหุ้นไทย RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกทั้งหมด 26 กอง โดยมี 10 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก แต่มีเพียง 1 กองเท่านั้นที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีอยู่ถึง 16 กองที่มีค่าอัลฟาเป็นลบ แต่กลับไม่มีกองใดเลยที่มีค่าอัลฟาเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงถือได้ว่า จากกองทุนรวมหุ้นไทยทั้งแบบ LTF และแบบ RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกทั้งหมด 74 กองทุน มีเพียง 1 กองทุนเท่านั้นที่สามารถชนะตลาดหลังปรับค่าความเสี่ยงแล้วได้อย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ และมีอยู่ 7 กองทุนที่แพ้ตลาดหลังปรับค่าความเสี่ยงแล้วอย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ กองทุนส่วนใหญ่นอกจากนี้ถือว่ามีผลตอบแทนที่ไม่ต่างจากผลตอบแทนรวมของตลาดนักในเชิงนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังได้วิเคราะห์เพิ่มเติม โดยใช้แบบจำลอง 4-Factor ของ Carhart (1997) ในการคำนวณค่าอัลฟา โดยปรับค่าปรากฏการณ์หุ้นเล็ก (Size Effect) ปรากฏการณ์หุ้นคุณค่า (Value Effect) และปรากฏการณ์โมเมนตัม (Momentum Effect) อย่างไรก็ตาม ค่าอัลฟาที่ได้จากแบบจำลอง 4-Factor ของ Carhart นั้นมีความสอดคล้องกับค่าอัลฟาที่ได้จากแบบจำลอง CAPM ในตารางที่ 2 ข้างต้น

ในส่วนถัดไปจะเป็นผลการศึกษาของการทดสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทย LTF และ RMF โดยจะแบ่งผลการศึกษาออกเป็นสองส่วนตามวิธีการทดสอบความต่อเนื่องดังกล่าว วิธีแรกที่ใช้ในการทดสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุน เป็นการหาค่าผลตอบแทนเฉลี่ยจากกลยุทธ์การลงทุนในกองทุนที่ติดอันดับต้นๆ เป็นระยะเวลา 3 ปีต่อเนื่อง จากนั้นนำผลตอบแทนเฉลี่ยของกลยุทธ์นี้ไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนรวมของตลาดหรือดัชนี SET หากผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความต่อเนื่อง ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลยุทธ์ดังกล่าวก็ควรจะสูงกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด แต่หากผลตอบแทนเฉลี่ยของกลยุทธ์ดังกล่าวไม่แตกต่างหรือน้อยกว่าผลตอบแทนรวมของตลาด ก็แสดงว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวม**ไม่มีความต่อเนื่อง** และย่อมเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)



ตารางที่ 3 แสดงผลตอบแทนรวมเฉลี่ยจากกลยุทธ์การลงทุนในกองทุน LTF หรือ RMF ที่ติดอันดับต้นๆ เป็นระยะเวลา 3 ปี เทียบกับผลตอบแทนรวมของตลาดในช่วงเวลา 3 ปีเดียวกัน

ช่วงเวลา	ผลตอบแทนตลาด (% ต่อปี)	ผลตอบแทนรวมเฉลี่ย จากการซื้อกองทุน LTF ที่ติด 5 อันดับแรก (% ต่อปี)	ผลตอบแทนรวมเฉลี่ย จากการซื้อกองทุน RMF ที่ติด 5 อันดับแรก (% ต่อปี)
2003-2004	57.86	-	44.74
2005-2007	14.11	14.29	16.89
2008-2010	24.68	15.47	15.44
2011-2013	13.53	14.59	16.16
2014-2016	10.58	6.26	8.37

ตารางที่ 3 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีของกลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทย LTF หรือ RMF ที่ติด 5 อันดับแรกเป็นระยะเวลา 3 ปี และผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของดัชนี SET ในช่วงเวลา 3 ปีเดียวกัน จากผลการศึกษาในตารางที่ 3 จะเห็นได้ว่ากลยุทธ์การลงทุนในกองทุนที่ติด 5 อันดับแรกได้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีในช่วง 3 ปีที่ไม่แตกต่างจากกลยุทธ์การลงทุนตามตลาดเท่าใดนัก มีบางช่วงเวลาที่ได้น้อยกว่าผลตอบแทนของตลาดด้วยซ้ำ เช่น ช่วงปี 2008-2010 ของกองทุน LTF และ RMF และช่วงปี 2014-2016 ของกองทุน LTF และมีเพียงบางช่วงเวลาที่สามารถทำผลตอบแทนเหนือผลตอบแทนตลาดได้ แต่ส่วนต่างนั้นก็มีความเล็กน้อย ดังนั้น จากผลการศึกษาในตารางที่ 3 จึงสรุปได้ว่ากลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวมหุ้นที่ติด 5 อันดับแรกไม่สามารถทำผลตอบแทนที่เหนือผลตอบแทนตลาดได้อย่างสม่ำเสมอ และเป็นการสนับสนุนความคิดที่ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นไทยแบบ LTF และ RMF นั้นไม่มีความต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับสมมุติฐานตลาดมีประสิทธิภาพ

วิธีที่ 2 ในการทดสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้น เป็นการตรวจสอบความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานผ่านอันดับความสามารถของกองทุนรวมหุ้นในแต่ละช่วงเวลาต่อเนื่องกัน โดยถ้ากองทุนรวมหุ้นใดมีความสามารถทำผลการดำเนินงานได้ดีติดอันดับต้นๆ ต่อเนื่องกัน ก็แสดงถึงความสามารถที่แท้จริงของกองทุนรวมหุ้นนั้น ผลการศึกษาของวิธีที่ 2 นี้แสดงในตารางที่ 4A และ 4B



ตารางที่ 4A แสดงการเปลี่ยนแปลงของอันดับของกองทุน LTF ที่ติดอันดับต้นๆ ในช่วงระยะเวลา 3 ปีที่ผ่านมา

ชื่อกองทุน	2005-2007		2008-2010	
	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)
A	1	37.35	25	17.90
B	2	35.30	39	13.01
C	3	29.01	28	16.07
D	4	27.72	34	14.69
E	5	20.35	36	13.20
F	6	19.05	23	18.46
G	7	18.98	17	21.15
H	8	18.68	19	20.18
I	9	18.18	6	24.98
J	10	18.12	9	23.77
K	11	17.56	31	15.20
L	12	17.05	2	28.24
M	13	16.99	30	15.47
N	14	16.93	18	20.75
O	15	16.92	40	12.67
P	16	16.01	11	23.48
Q	17	15.89	41	12.67
R	18	15.70	4	25.72
S	19	15.43	27	16.60
T	20	15.01	3	27.20
จำนวนกองทุนทั้งหมด	32		47	
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของ 20 กองทุน (% ต่อปี)		20.31		19.07
ผลตอบแทนของตลาด ในช่วงเดียวกัน (% ต่อปี)		14.11		24.68



ชื่อกองทุน	2008-2010		2011-2013	
	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)
AA	1	28.29	8	16.24
BB	2	28.24	7	17.38
CC	3	27.20	10	14.74
DD	4	25.72	26	10.61
EE	5	24.99	33	8.11
FF	6	24.98	37	7.20
GG	7	24.56	39	6.65
HH	8	24.08	14	13.47
II	9	23.77	35	7.36
JJ	10	23.68	17	12.66
KK	11	23.48	29	9.46
LL	12	23.27	13	14.16
MM	13	22.93	42	5.73
NN	14	21.88	11	14.34
OO	15	21.73	40	6.04
PP	16	21.52	28	9.94
QQ	17	21.15	2	19.15
RR	18	20.75	6	17.41
SS	19	20.18	24	10.90
TT	20	19.45	16	13.10
จำนวนกองทุนทั้งหมด	47		47	
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของ 20 กองทุน (% ต่อปี)		23.59		11.73
ผลตอบแทนของตลาด ในช่วงเดียวกัน (% ต่อปี)		24.68		13.53



ชื่อกองทุน	2011-2013		2014-2016	
	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)
AAA	1	23.57	11	9.03
BBB	2	19.15	35	5.19
CCC	3	18.43	8	9.46
DDD	4	18.12	17	7.89
EEE	5	17.46	6	10.75
FFF	6	17.41	46	2.65
GGG	7	17.38	7	9.76
HHH	8	16.24	15	8.29
III	9	15.14	13	8.44
JJJ	10	14.74	37	5.10
KKK	11	14.34	1	12.88
LLL	12	14.16	28	6.24
MMM	13	14.16	45	3.73
NNN	14	13.47	5	10.90
OOO	15	13.40	10	9.20
PPP	16	13.10	40	4.90
QQQ	17	12.66	30	6.02
RRR	18	12.65	33	5.28
SSS	19	12.06	25	6.55
TTT	20	11.89	24	6.67
จำนวนกองทุนทั้งหมด	47		48	
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของ 20 กองทุน (% ต่อปี)		15.48		7.45
ผลตอบแทนของตลาด ในช่วงเดียวกัน (% ต่อปี)		13.53		10.58



ตารางที่ 4B แสดงการเปลี่ยนแปลงของอันดับของกองทุนหุ้นไทย RMF ที่ติดอันดับต้นๆ ในช่วงระยะเวลา 3 ปีที่ผ่านมา

ชื่อกองทุน	2002-2004		2005-2007	
	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)
A	1	72.38	12	15.81
B	2	71.02	10	15.98
C	3	55.80	15	12.78
D	4	50.92	4	20.08
E	5	50.28	9	16.01
จำนวนกองทุนทั้งหมด	8		15	
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของ 20 กองทุน (% ต่อปี)		60.08		16.13
ผลตอบแทนของตลาดในช่วงเดียวกัน (% ต่อปี)		45.25		14.11

ชื่อกองทุน	2005-2007		2008-2010	
	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)
AA	1	37.89	5	22.94
BB	2	36.87	17	12.27
CC	3	29.42	14	16.64
DD	4	20.08	16	12.74
EE	5	18.74	8	20.21
จำนวนกองทุนทั้งหมด	15		18	
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของ 20 กองทุน (% ต่อปี)		28.60		16.96
ผลตอบแทนของตลาดในช่วงเดียวกัน (% ต่อปี)		14.11		24.68



ชื่อกองทุน	2008-2010		2011-2013	
	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)
AAA	1	31.60	16	7.93
BBB	2	26.82	6	15.30
CCC	3	26.09	5	15.92
DDD	4	23.06	10	11.25
EEE	5	22.94	17	7.88
จำนวนกองทุนทั้งหมด	18		23	
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของ 20 กองทุน (% ต่อปี)		26.10		11.66
ผลตอบแทนของตลาดในช่วงเดียวกัน (% ต่อปี)		24.68		13.53

ชื่อกองทุน	2011-2013		2014-2016	
	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)	อันดับ	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายปี (%)
AAAA	1	23.55	10	9.10
BBBB	2	19.98	28	4.83
CCCC	3	18.75	9	9.31
DDDD	4	16.31	27	5.01
EEEE	5	15.92	22	5.82
จำนวนกองทุนทั้งหมด	23		30	
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของ 20 กองทุน (% ต่อปี)		18.90		6.81
ผลตอบแทนของตลาดในช่วงเดียวกัน (% ต่อปี)		13.53		10.58



ผลการศึกษาโดยรวมแสดงให้เห็นว่ากองทุนรวมหุ้นไทยแบบ LTF และ RMF ที่ทำผลงานได้ดีในอันดับต้นๆ ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา นั้น มักไม่สามารถรักษาระดับของผลการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่องไปอีก 3 ปีข้างหน้าได้ เช่น ในตาราง 4A กองทุน LTF ที่ทำผลงานในช่วงปี 2005-2007 ได้ติด 20 อันดับแรก โดยมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่ 20.31% ต่อปี เมื่อเทียบกับผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี SET ในช่วง 2005-2007 ที่ 14.11% ต่อปี อย่างไรก็ตาม ในอีก 3 ปีถัดมาคือ ในช่วงปี 2008-2011 ในกองทุน LTF ทั้ง 20 อันดับแรกนี้ มีเพียง 9 กองทุนเท่านั้นที่ยังคงรักษาระดับให้อยู่ใน 20 อันดับแรกได้ใน 3 ปีถัดมา นอกจากนี้ กองทุนที่ติด 20 อันดับแรกในช่วงปี 2005-2007 กลับทำผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วง 3 ปีถัดมา (ปี 2008-2011) ได้ที่ 19.07% ต่อปี ซึ่งต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ในช่วงเดียวกัน (ปี 2008-2011) ซึ่งอยู่ที่ 24.68% ต่อปี

ส่วนในตาราง 4B ของกองทุนรวมหุ้นไทย RMF ก็ให้ผลการศึกษาที่คล้ายกัน เช่น กองทุนรวมหุ้นไทย RMF ที่ทำผลงานได้ดีในช่วงปี 2011-2013 ติด 5 อันดับแรก โดยมีผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่ 18.90% ต่อปี สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี SET ในช่วง 2011-2013 ที่ทำได้เพียง 13.53% ต่อปี อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี 2014-2016 หรืออีก 3 ปีถัดมา กองทุนรวมหุ้นไทย RMF ทั้ง 5 อันดับดังกล่าวไม่สามารถรักษาระดับให้อยู่ใน 5 อันดับแรกตามเดิมได้ โดยกองทุนรวมหุ้นไทย RMF ที่ติด 5 อันดับแรกในช่วงปี 2011-2013 กลับทำผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วง 3 ปีถัดมา หรือปี 2014-2016 ได้เพียง 6.81% ต่อปี เมื่อเทียบกับผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ในช่วงปี 2014-2016 ที่ทำได้ถึง 10.58% ต่อปี

บทสรุป

กองทุนรวม LTF และ RMF เป็นกองทุนที่จัดตั้งมาเพื่อประโยชน์ทางภาษีของนักลงทุนที่ซื้อกองทุนเหล่านี้ โดยกองทุน LTF มีนโยบายการลงทุนในหุ้นไทยเป็นหลัก ส่วนกองทุน RMF นั้นมีนโยบายการลงทุนได้หลากหลายรูปแบบกว่า ทั้งแบบลงทุนในหุ้นไทย หุ้นต่างประเทศ สินค้าโภคภัณฑ์ต่างๆ พันธบัตรรัฐบาลไทย ตราสารหนี้ไทย ระยะสั้น เป็นต้น การศึกษาจึงจัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานและความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม LTF และ RMF ที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทยเป็นหลักและมีนโยบายการลงทุนแบบเชิงรุก (Active Management) เท่านั้น เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการเลือกซื้อกองทุนที่ช่วยประหยัดภาษีเหล่านี้ได้

ผลการศึกษาได้แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนรวมสุทธิเฉลี่ยของทั้งกองทุน LTF และ RMF นั้นมีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดอยู่ 2%-3% ต่อปี และเมื่อพิจารณาผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงด้วย CAPM แล้ว (หรือค่าอัลฟา) กองทุนรวมหุ้นไทย LTF ให้ค่าอัลฟาที่ -0.11% ต่อเดือนหรือ -1.28% ต่อปี ส่วนกองทุนรวมหุ้นไทย RMF ให้ค่าอัลฟาที่ -0.03% ต่อเดือนหรือ -0.34% ต่อปี ดังนั้นจึงสามารถกล่าวได้ว่าผลการดำเนินงานสุทธิโดยเฉลี่ยของทั้งกองทุนรวมหุ้นไทยแบบ LTF และ RMF นั้นต่ำกว่าผลตอบแทนรวมของตลาดทั้งก่อนและหลังปรับค่าความเสี่ยงเชิงระบบ (หรือค่าเบต้า) ที่แตกต่างกันของกองทุนหุ้นเหล่านั้น และยังพบว่าจากกองทุนรวมหุ้นไทยทั้งแบบ LTF และแบบ RMF ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุกทั้งหมด 74 กอง มี 1 กองทุนเท่านั้นที่มีค่าอัลฟาเป็นบวก และมีนัยสำคัญในทางสถิติ และมีอยู่ 7 กองทุนที่มีค่าอัลฟาเป็นลบและมีนัยสำคัญในทางสถิติ โดยกองทุนส่วนใหญ่มีผลตอบแทนรวมสุทธิที่ไม่ต่างจากผลตอบแทนรวมของตลาดในเชิงสถิติ



ท้ายที่สุด การศึกษานี้ได้แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนที่ดีของกองทุนรวมหุ้นไทยทั้งแบบ LTF และ RMF นั้น ไม่มีความต่อเนื่องที่ชัดเจนไปในอนาคต กล่าวคือ กลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่ดีในอดีต ที่ผ่านมานั้น สามารถทำผลตอบแทนที่เหนือผลตอบแทนรวมของตลาดได้ในอนาคตในช่วงเวลาเท่านั้น อีกทั้ง กองทุนที่เคยทำผลงานได้ดี เช่น ติด 5 หรือ 20 อันดับแรกในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา กองทุนเหล่านี้ส่วนใหญ่มักไม่สามารถรักษาระดับที่ดีต่อเนื่องไปได้ในอีก 3 ปีข้างหน้า ดังนั้น ในช่วงปี 2002-2016 นี้ จึงสรุปได้ว่า กลยุทธ์การลงทุน ในกองทุนรวม LTF หรือ RMF ที่ใช้ผลตอบแทนในอดีตเป็นตัวตัดสินนั้นไม่สามารถที่จะทำผลตอบแทนได้ เหนือผลตอบแทนตลาดในอนาคตได้อย่างสม่ำเสมอ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ญัฐวุฒิ (2560)

ข้อจำกัดของการศึกษาและข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในอนาคต

ข้อจำกัดของการศึกษานี้ คือการตีความความสามารถของผู้จัดการกองทุน LTF และ RMF เหล่านี้จากผล การศึกษาที่ได้ เช่น การที่การศึกษานี้แสดงให้เห็นว่ากองทุนเหล่านี้ทำผลตอบแทนรวมสุทธิ (หรือผลตอบแทนรวม ปันผลและหลังหักค่าใช้จ่าย) เฉลี่ยที่ต่ำกว่าผลตอบแทนรวมเฉลี่ยของดัชนี SET ที่ประมาณ 2%-3% ต่อปีนั้น รวมทั้ง การทำค่าอัลฟ่าเฉลี่ยที่ติดลบ ย่อมไม่สามารถตีความความสามารถของกองทุนหรือผู้จัดการกองทุนได้ เพราะในความเป็นจริงแล้ว กองทุนรวม LTF และ RMF ที่ศึกษาเหล่านี้อาจจะชนะตลาดหรือสามารถทำค่าอัลฟ่าที่เป็นบวกได้ หากใช้ “ผลตอบแทนรวมปันผลของกองทุนแต่ก่อนหักค่าใช้จ่าย” (Gross Returns) ในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุน หรือวัดความสามารถของผู้จัดการกองทุน ดังนั้น การประเมินความสามารถของกองทุนโดยใช้ Gross Returns จึงถือเป็นคำถามของการศึกษาต่อไปในอนาคต

นอกจากนี้ จากผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ อาจเกิดคำถามที่ตามมาได้ว่าทำไมนักลงทุนยังคงซื้อกองทุนรวม หุ้นประเภทภาษีที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกอยู่ ซึ่งหนึ่งในเหตุผลสำคัญอาจเป็นเรื่องของการประหยัดภาษี อย่างไรก็ตาม ก็อาจมีคำถามที่ต่อเนื่องตามมามากว่าทำไมนักลงทุนจึงเลือกซื้อกองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายเชิงรุก (Active) แทนที่จะซื้อ กองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรับ (Passive) เพราะผลการศึกษาได้แสดงให้เห็นว่ากองทุนรวมหุ้นที่มีนโยบาย เชิงรุกส่วนใหญ่ไม่สามารถทำผลตอบแทนรวมสุทธิ (รวมปันผลและหลังหักค่าใช้จ่าย) เฉลี่ยที่เหนือกว่าตลาดได้อย่าง มีนัยสำคัญ คำถามเหล่านี้จึงเป็นคำถามที่น่าสนใจในการทำการการศึกษาต่อไปในอนาคต



เอกสารอ้างอิง

สรศาสตร์ สุขเจริญสิน และ ปรีดา สุขเจริญสิน 2556, ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย วารสารเศรษฐศาสตร์ปริทรรศน์ ปีที่ 7 ฉบับที่ 2 หน้า 101-132

ณัฐวุฒิ เจริญวิทยาโรจน์ 2560, ผลการดำเนินงานและความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วง 1995-2014 จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์ ปีที่ 39 ฉบับ 152 หน้า 57-89

References

- Allen, D.E. and M.L. Tan. (1999). "A Test of the Persistence in the Performance of UK Managed Funds." *Journal of Business Finance and Accounting* 25:559-593.
- Blake, D. and Timmerman, A. (1998). 'Mutual Fund Performance: Evidence for the UK', *European Finance Review*. Vol. 2, No. 1, pp. 57-77.
- Carhart, M.M. (1997). "On Persistence in Mutual Fund Performance." *Journal of Finance* 52:57-82.
- Elton, E.J., M.J. Gruber, S. Das, and M. Hlavka. (1993). "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios." *Review of Financial Studies* 6:1-21.
- Fletcher, J. and D. Forbes. (2002). "An Exploration of the Persistence of UK Unit Trusts Performance." *Journal of Empirical Finance* 9:475-493.
- Ippolito, R.A. (1989). "Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance 1965-1984." *Quarterly Journal of Economics* 104:1:1-23.
- Malkiel, B. G., (1995). Return from investing in equity mutual funds 1971 to 1991, *Journal of Finance* 50, 549-572.

Translated Thai References (ส่วนที่แปลรายการอ้างอิงเป็นภาษาไทย)

- Nattawut Jenwittayaroje 2017, The Performance and Its Persistence of Thailand Equity Mutual Funds from 1995-2014, *Chulalongkorn Business Review*, Vol. 39 Issue 152, page 57-89
- Sorasart Sukcharoensin and Pariyada Sukcharoensin 2013, Persistence of Equity Mutual Fund Performance in Thailand, *NIDA Economic Review*, Issue 2, page 101-132