



การคัดเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะตลาดของกองทุนรวมที่ลงทุนในตราสารทุนต่างประเทศ

The Selectivity and Market Timing Ability of International Mutual Funds in Thailand

เสนอ

รองศาสตราจารย์ ดร. ปรีดา สุขเจริญสิน

โดย

นายปณธวัฒน์ ปาลรัตน์ฐนนท์

รหัสนักศึกษา 6210323040

รายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของวิชา ศศ.9000 การค้นคว้าอิสระ

หลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (เศรษฐศาสตร์การเงิน)

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

บทคัดย่อ

งานวิจัยชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะวัดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนที่ลงทุนในตราสารทุนต่างประเทศ โดยศึกษากองทุนที่ดำเนินนโยบายแบบเชิงรุก (Active Management) และไม่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล ในช่วงปี 2558-2562 โดยใช้แบบจำลอง Treynor-Mazuy (1966) และแบบจำลอง Henriksson-Merton (1981)

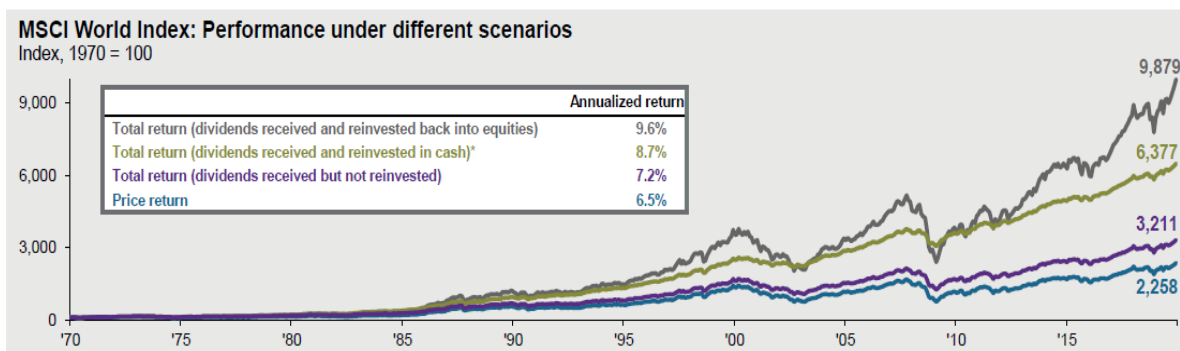
ผลการศึกษาจากจำนวนกองทุนในกลุ่มประชากรทั้งหมด 44 กองทุน พบว่า 1) มีผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์ (Selectivity ability) หรือมีค่าสัมประสิทธิ์ α เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 8 กองทุน 2) มีผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด (Market timing ability) หรือมีค่าสัมประสิทธิ์ γ เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเพียง 1 กองทุนเท่านั้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากองทุนที่มีนโยบายมุ่งเน้นเอาชนะตลาดส่วนใหญ่ไม่สามารถบรรลุเป้าหมายตามกลยุทธ์ที่วางไว้ได้

คำสำคัญ : การคัดเลือกหลักทรัพย์ การจับจังหวะตลาด Treynor-Mazuy Henriksson-Merton

1. บทนำ

ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีการปรับตัวลดต่ำลง ส่งผลให้ผลตอบแทนจากการฝากเงินในบัญชีออมทรัพย์นั้นลดต่ำลงเป็นอย่างมากเมื่อเปรียบเทียบกับในอดีต อีกทั้งเงินเฟ้อยังคงมีอยู่ กัดกินมูลค่าของเงินไปตามกาลเวลา ดังนั้นการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินอื่น ๆ ที่นอกเหนือไปจากการฝากเงินในบัญชีออมทรัพย์จึงเป็นทางเลือกให้กับนักลงทุนในการแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยในปัจจุบันการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่าง ๆ เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ หุ้นสามัญ หุ้นกู้และหุ้นสามัญในต่างประเทศ ทองคำ น้ำมัน อสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวม และอื่น ๆ มีความสะดวกสบายและมีตัวเลือกหลากหลายให้กับนักลงทุนได้จัดสรรการลงทุนให้สอดคล้องกับเป้าหมายของตนเอง ประกอบกับรัฐบาลได้มีการส่งเสริมการออมให้กับประชาชนทั่วไปเพิ่มมากขึ้น การลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ โดยเฉพาะการลงทุนในกองทุนรวมจึงได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นเช่นกัน เช่น กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) (สิ้นสุดลงวันที่ 31 ธ.ค.2562) กองทุนรวมเพื่อการออม (SSF) กองทุนรวมเพื่อการเกษียณ (RMF) ที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีและเป็นการส่งเสริมให้ประชาชนออมเงินเพื่อการใช้จ่ายยามเกษียณ เป็นต้น โดยกองทุนรวมเป็นเครื่องมือในด้านการลงทุนให้กับนักลงทุนทุกกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนรายใหญ่ หรือแม้กระทั่งนักลงทุนสถาบัน ทั้งในประเทศและระดับสากล โดยทุกฝ่ายสามารถเข้ามามีส่วนร่วมและได้รับประโยชน์จากการเติบโตของตลาดทุน

สำหรับนักลงทุนที่ไม่มีเวลาติดตามหุ้นรายตัวหรืออาจจะไม่มีความรู้ในด้านการลงทุนที่มากเพียงพอ การลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนนั้นเป็นอีกหนึ่งทางเลือกที่ได้รับความนิยม ซึ่งการลงทุนผ่านกองทุนรวมมีข้อดีคือ กองทุนรวมมีผู้ชำนาญในการลงทุนวิเคราะห์ข้อมูล โดยที่นักลงทุนไม่ต้องติดตามข้อมูลการลงทุนเอง รวมถึงการที่ผู้จัดการกองทุนเป็นผู้มีความรู้ในการลงทุน จึงทำให้น่าเชื่อถือได้ว่ากองทุนมีความได้เปรียบกว่านักลงทุนรายย่อยในการบริหารการลงทุน มีการจัดการลงทุนอย่างเป็นระบบ และน่าจะมีจุดมุ่งหมายให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ภายใต้กรอบความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ (ศาสตราจารย์สุชาติ สุธะจริยสิน และปริยา สุธะจริยสิน, 2556)



ภาพที่ 1.1 ผลตอบแทนของหุ้นทั่วโลกในกรณีต่าง ๆ ในช่วงปี 1970-2019

ที่มา: Guide to the Markets Asia Edition 1Q-2019. JP Morgan Asset Management, 2019, p. 76.

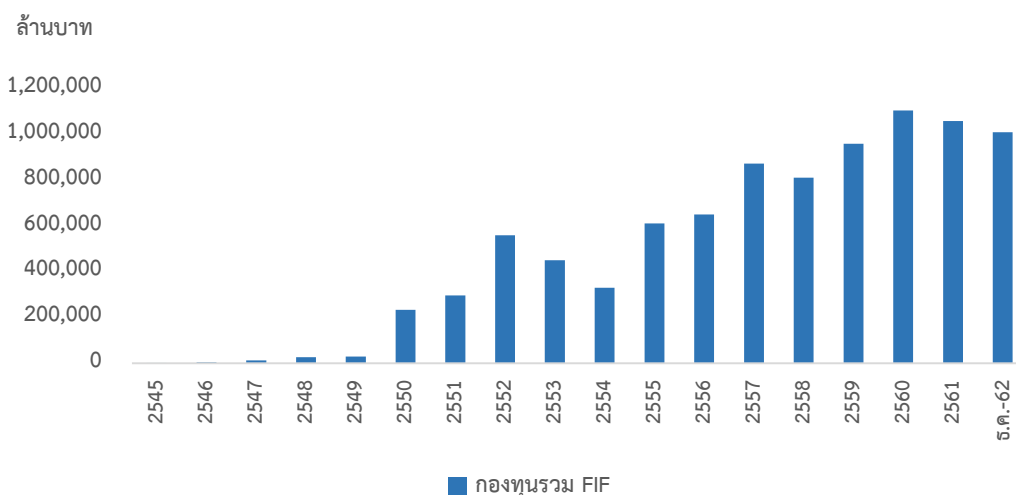
จากสถิติย้อนหลังในอดีต ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นทั่วโลกนั้นให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างดีหากนักลงทุนมีวินัยและสามารถลงทุนได้ในระยะเวลายาวนานเพียงพอ โดยเฉพาะการนำเงินปันผลที่ได้กลับมาลงทุนอย่างต่อเนื่องจะทำให้เกิดผลตอบแทนแบบทบต้น ซึ่งเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือที่สำคัญที่ช่วยให้นักลงทุนมีความมั่งคั่งเพิ่มสูงขึ้น

ปัจจุบันมีกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศที่บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมหรือ บลจ. (จากนี้จะอ้างถึงบริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ด้วยคำว่า บลจ.) ได้เปิดจำหน่ายหน่วยลงทุนของกองทุนที่ไปลงทุนในต่างประเทศมากขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่ง

ช่วยให้นักลงทุนรายย่อยสามารถกระจายการลงทุนไปยังต่างประเทศได้ในราคาที่เหมาะสม และเป็นอีกหนึ่งทางเลือกให้กับนักลงทุนที่มีความสนใจในการกระจายความเสี่ยงไปยังต่างประเทศเพื่อเป็นการลดความเสี่ยงจากการลงทุนในประเทศไทย อีกทั้งยังมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่อาจจะแตกต่างจากการลงทุนภายในประเทศไทยเพียงประเทศเดียว โดยการกระจายลงทุนไปยังต่างประเทศนั้น ผู้จัดการกองทุนมีทางเลือกในการเพิ่มน้ำหนักในการลงทุนในประเทศที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดีกว่าค่าเกณฑ์มาตรฐานของโลกหรือสามารถเลือกที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศที่มีแนวโน้มในการเติบโตที่ดีในประเทศนั้น ๆ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558) กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ (Foreign Investment Fund: FIF) คือ กองทุนรวมที่มีจุดมุ่งหมายเพื่อนำเงินที่ระดมได้จากการขายหน่วยลงทุนภายในประเทศไทยไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน และเงินลงทุนส่วนที่เหลือ ผู้จัดการกองทุนอาจนำไปลงทุนในสินทรัพย์อื่น สำหรับรูปแบบการบริหารกองทุน FIF ในประเทศไทยในปัจจุบันแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลัก ๆ คือ

- 1) บลจ. บริหารกองทุนด้วยตนเอง โดยนำเงินไปลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ทางการเงินต่าง ๆ ในต่างประเทศ เช่น ตราสารทุน ตราสารหนี้ สัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีผลตอบแทนอ้างอิงกับตัวแปรต่าง ๆ แล้วแต่จะกำหนด เช่น อ้างอิงกับราคาหลักทรัพย์หรือดัชนีราคาหลักทรัพย์ ราคาสินค้าหรือดัชนีราคาสินค้าโภคภัณฑ์
- 2) บลจ. ไทยไปซื้อกองทุนรวมที่บริหารจัดการโดยผู้จัดการกองทุนในต่างประเทศอีกทอดหนึ่ง (ลักษณะเป็นการลงทุนทางอ้อมผ่านกองทุนรวมในต่างประเทศ) ซึ่งการลงทุนรูปแบบนี้จะช่วยให้การบริหารจัดการลงทุนในต่างประเทศมีการกระจายความเสี่ยงไปในสินทรัพย์ทางการเงินอื่น ๆ ที่มีความหลากหลายมากขึ้น โดยบลจ. สามารถลงทุนได้ 2 วิธี คือ (1) ลงทุนในกองทุนรวมในต่างประเทศเพียงกองเดียว (Feeder Fund) โดยกองทุนหลักที่ไปลงทุนเรียกว่า Master Fund และ (2) ลงทุนในกองทุนรวมต่างประเทศหลายๆกอง (Fund of Funds)



ภาพที่ 1.2 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิกองทุนรวม FIF ปี 2545-2562

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2562.

กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศเป็นหนึ่งในกลุ่มที่เติบโตสูงขึ้นอย่างรวดเร็วของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย นับตั้งแต่ปี 2550 เป็นต้นมา แต่ในปัจจุบันนั้นยังมีความเกี่ยวข้องกับการวัดความสามารถในการบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุนเหล่านั้นค่อนข้างน้อย การศึกษาชิ้นนี้จึงต้องการประเมินประสิทธิภาพในการลงทุนของกองทุนที่ไปลงทุนในตราสารทุนต่างประเทศที่เปิดจำหน่ายในประเทศไทยและดำเนินกิจการอยู่ในปัจจุบัน โดยศึกษากองทุนที่มีนโยบายไม่จ่ายเงินปันผล ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนแบบทบต้นอย่างต่อเนื่องจากการลงทุนในกองทุนรวมเหล่านี้ ดังภาพที่ 1.1 ที่แสดงให้เห็นถึงการนำผลตอบแทนที่ได้กลับไปลงทุนต่อซึ่งจะส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนมากขึ้นในระยะยาว โดยผู้จัดการกองทุนจะเก็บผลตอบแทนไว้ในกองทุนเพื่อนำไปลงทุนต่อ (Re-invest) ทำให้นักลงทุนมีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น อีกทั้งนักลงทุนยังไม่ต้องเสียภาษีจากเงินปันผลอีกด้วย โดยงานศึกษาชิ้นนี้จะศึกษากองทุนที่มีกลยุทธ์การบริหารแบบเชิงรุก (Active Management) เพื่อประเมินว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และจับจังหวะตลาดที่เหนือกว่าตลาดหรือไม่ เนื่องจากผู้จัดการกองทุนเหล่านี้มีเป้าหมายในการบริหารกองทุนเพื่อเอาชนะตลาด

นักลงทุนจะรู้ได้อย่างไรว่าผู้จัดการกองทุนที่บริหารกองทุนนั้นมีความสามารถในการบริหารเงินลงทุนของเราหรือไม่? การประเมินผลการดำเนินงานและประเมินความสามารถของผู้จัดการกองทุนนั้นมีแนวคิดที่ นักลงทุนควรพิจารณาผู้จัดการกองทุนใน 2 ด้านด้วยกัน ได้แก่ (1) ความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ (Selectivity Skill) เพื่อพิจารณาว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ที่ดีเข้ามาอยู่ในกองทุนรวมหรือไม่ และ (2) ความสามารถในการจับจังหวะตลาด (Market Timing Ability) กล่าวคือ ผู้จัดการกองทุนควรทราบว่าช่วงจังหวะเวลาใดควรซื้อหลักทรัพย์เข้ามาในกองทุนรวม และช่วงเวลาใดควรขายหลักทรัพย์ออกไปจากกองทุนหรือลดความเสี่ยงของกองทุนลง

2. การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยด้านการวัดความสามารถในการจับจังหวะตลาดชิ้นแรกได้พัฒนาขึ้นโดย Treynor and Mazuy (1966) โดยนักวิจัยทั้งสองท่านได้พัฒนาแบบจำลองสมการถดถอยกำลังสองแบบหนึ่งปัจจัย (a single factor quadratic regression model) เพื่อวัดความสามารถในการการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุน โดยแบบจำลองที่ทั้งสองท่านได้พัฒนาขึ้นมานี้เป็นแบบจำลองแบบไม่เป็นเส้นตรง (non-linear) ของ Capital Asset Pricing Model (จากนี้จึงอ้างถึง Capital Asset Pricing Model ด้วยคำว่า CAPM) โดยเพิ่มสมการกำลังสองเข้าไปใน CAPM ทำให้เกิดความสัมพันธ์แบบเส้นโค้ง กล่าวคือ เมื่อผู้จัดการกองทุนคาดการณ์ว่าผลตอบแทนของตลาดมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้น ผู้จัดการกองทุนจะต้องปรับสัดส่วนการลงทุนโดยลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้นในทางกลับกัน หากผู้จัดการกองทุนคาดการณ์ว่าผลตอบแทนของตลาดมีแนวโน้มที่จะลดลง ผู้จัดการกองทุนจะต้องปรับสัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งผลการศึกษาของ Treynor and Mazuy นั้นไม่พบหลักฐานที่แสดงว่าผู้จัดการกองทุนประสบความสำเร็จในการจับจังหวะตลาด

ในเวลาต่อมา Ferson and Schadt (1996) ได้ทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยเพิ่มตัวแปรด้านข้อมูลสาธารณะเข้าไปในแบบจำลอง โดยเรียกแบบจำลองนี้ว่า “Conditional Ferson-Schadt model” ซึ่งเป็นการประเมินผลการดำเนินงานแบบมีเงื่อนไข โดยผู้วิจัยกล่าวว่า หากตลาดมีประสิทธิภาพแล้ว ข้อมูลสาธารณะทั้งหมดควรสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนทุกคนในตลาดจะได้รับข้อมูลสาธารณะเหมือนกัน โดยไม่มีใครได้รับข้อมูลที่มากกว่าหรือน้อยกว่ากัน โดยแบบจำลองนี้ได้นำปัจจัยที่เป็นตัวแทนของข้อมูลสาธารณะ ได้แก่ ตัวแปรล่าช้าของอัตราผลตอบแทนรายเดือนของตัวเงินคลัง

ตัวแปรล่าช้าของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของตลาด เป็นต้น โดยผลการศึกษาพบว่า ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และไม่สามารถด้านการจับจังหวะตลาด งานวิจัยชิ้นนี้จึงแสดงให้เห็นว่าเมื่อเพิ่มข้อมูลสาธารณะเข้ามาเป็นตัวแปรอิสระในการทดสอบแล้ว ผู้จัดการกองทุนรวมส่วนใหญ่ยังขาดความสามารถทั้ง 2 ด้านนี้ ซึ่งต่อมา Olbrys (2008) ได้ทำการเปรียบเทียบระหว่างแบบจำลอง Unconditional Treynor-Mazuy model กับ Conditional Ferson-Schadt model ในการวัดความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถด้านการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนในประเทศโปแลนด์ โดยผู้วิจัยกล่าวว่าการใช้ตัวแปรของข้อมูลที่มีเงื่อนไขนั้นมีความสำคัญ อย่างไรก็ตามผู้วิจัยไม่สนับสนุนให้ใช้แบบจำลองแบบมีเงื่อนไขในการประเมินผู้จัดการกองทุนในทางปฏิบัติ เนื่องจากหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ได้นั้นมีประสิทธิภาพค่อนข้างต่ำ ซึ่งอาจเกิดจากตัวแปรล่าช้าที่ไม่เหมาะสมสำหรับการใช้วัดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และวัดความสามารถในการจับจังหวะตลาด ผู้วิจัยจึงสรุปว่าแบบจำลองแบบมีเงื่อนไขหรือ Conditional model นั้นไม่ได้ดีกว่า Unconditional Treynor-Mazuy model

ต่อเนื่องมาในปัจจุบัน การประเมินผลการดำเนินงานและประเมินความสามารถของผู้จัดการกองทุนนั้นได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางในหลาย ๆ งานวิจัยทางเศรษฐศาสตร์การเงิน มีงานวิจัยหลายชิ้นได้ทำการศึกษาการวัดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และการวัดความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนเช่นกัน Sherman, O'Sullivan and Gao (2017) ศึกษาความสามารถการจับจังหวะตลาดของกองทุนรวมในประเทศจีนตั้งแต่ปี 2003 จนถึง 2014 ผลการศึกษพบว่ามีเพียง 1 กองทุนจากทั้งหมด 419 กองทุน ที่มีความสามารถในการจับจังหวะตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ในทำนองเดียวกัน ฤดี เงินเชื้อ (2560) ได้ทำการศึกษากองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์ที่ถูกจัดอันดับว่าเป็นกองทุนที่มีผลดำเนินงานดีที่สุดในอันดับแรก โดยบริษัทที่จัดอันดับคือ Morningstar ผลการศึกษพบว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และมีความสามารถในการจับจังหวะตลาดเพียง 1 กองทุน และมี 4 กองทุนที่มีความสามารถในการจับจังหวะตลาดเพียงอย่างเดียว แต่การศึกษาของ Kim and Sohn (2013) กลับมีผลการศึกษาที่แตกต่างออกไป โดยงานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาความสามารถในการจับจังหวะตลาดของกองทุนรวมในประเทศเกาหลีใต้ โดยทดสอบกองทุนรวมที่มีกลยุทธ์การบริหารแบบเชิงรุก (Active Management) ตั้งแต่ปี 2001 ถึง 2008 ผลการทดสอบพบว่า โดยเฉลี่ยแล้วผู้จัดการกองทุนรวมในประเทศเกาหลีใต้มีความสามารถในการจับจังหวะตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งการพยากรณ์ตลาดในระยะยาว ในทำนองเดียวกัน Jiang, Yao and Yu (2006) ได้ใช้แบบจำลอง Treynor-Mazuy (1966) และ Henriksson-Merton (1981) ในการประเมินความสามารถของผู้จัดการกองทุน ผลการศึกษพบว่ากองทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่มีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด อีกทั้งยังพบว่าบางกองทุนที่มีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาดอย่างโดดเด่น นอกจากนั้นยังพบอีกว่าผู้จัดการกองทุนไม่ได้ใช้เพียงแค่ข้อมูลทางเศรษฐกิจมหภาคในการปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์เท่านั้น แต่ยังใช้ "private information" ในการจับจังหวะตลาดอีกด้วย

การศึกษาเกี่ยวกับการวัดความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนในประเทศไทยนั้นก็ได้รับความนิยมน้อยกว่าหลายเช่นกัน ได้แก่ งานวิจัยของ Satjawathee and Jegasothy (2007) ที่ศึกษากองทุนรวมในประเทศไทยจำนวน 107 กองทุนและพบว่ากองทุนรวมส่วนใหญ่ไม่มีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lonkani, Satjawathee and Jegasothy (2013) ที่ศึกษาความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการคัดเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนในประเทศไทยระหว่างปี 1992 ถึง 2004 ผลการศึกษพบว่าผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และไม่สามารถด้านการจับจังหวะตลาด ในส่วนของงานวิจัย

ของ อีร์พรรณ อิงภากรณ์ (2560) พบว่า ผู้จัดการกองทุนรวมทั่วไปไม่มีความสามารถด้านการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาด แต่ผู้จัดการกองทุนรวม RMF และกองทุนรวม LTF มีความสามารถด้านการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาดในทิศทางตรงข้าม

การศึกษาและงานวิจัยของกองทุนที่ไปลงทุนในต่างประเทศเกี่ยวกับการวัดความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนจากทั่วโลกก็กำลังเติบโตและได้รับความนิยมอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกัน โดย Cumby and Glen (1990) ทำการศึกษากองทุนรวมส่วนบุคคลและกองทุนรวมทั่วไปในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ไปลงทุนในต่างประเทศจำนวน 15 กองทุน ผลการศึกษาไม่พบว่ากองทุนเหล่านั้นมีความสามารถในการจับจังหวะตลาดเหนือดัชนีอ้างอิง ในทำนองเดียวกัน Kao, Cheng and Chan (1998) ก็ได้ทำการศึกษากองทุนรวมต่างประเทศ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนนั้นมีความสัมพันธ์กันแบบเชิงลบ อีกทั้งยังพบหลักฐานที่อ่อนแอของความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุน ในขณะเดียวกัน การศึกษาของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่กระจายการลงทุนไปยังต่างประเทศของ Shen, Lu and Lin (2010) พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วไม่พบหลักฐานว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีความสามารถในการจับจังหวะตลาด แต่อย่างไรก็ตามยังมีผู้จัดการกองทุนบางคนมีความสามารถในการเลือกเป้าหมายการลงทุนที่ดีและมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดีกว่า ซึ่งแตกต่างกับการศึกษาของ Mazumder, Miller and Varela (2010) ที่ใช้แบบจำลอง Treynor-Mazuy (1966) ในการวัดความสามารถด้านการจับจังหวะตลาดของกองทุนรวมระหว่างประเทศ โดยศึกษากองทุนรวมที่ใช้กลยุทธ์การซื้อขายวันธรรมดาและวันหยุดสุดสัปดาห์ ผลการศึกษาในงานวิจัยชิ้นนี้พบว่ากองทุนรวมระหว่างประเทศส่วนใหญ่นั้นมีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด ซึ่งมีความแตกต่างกับงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ไม่พบว่าความสามารถด้านการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุน

ในหลายชิ้นงานวิจัยที่ศึกษากองทุนรวมที่ไปลงทุนในต่างประเทศมักนิยมใช้ดัชนีหุ้นทั่วโลก (World Index) เป็นดัชนีอ้างอิงในการวัดประสิทธิภาพของกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ อย่างเช่นงานวิจัยของ Cumby and Glen (1990) ใช้ 2 ดัชนีอ้างอิงในการวัดประสิทธิภาพของผู้จัดการกองทุน ดัชนีอ้างอิงแรกคือ ดัชนีหุ้นทั่วโลก และดัชนีอ้างอิงที่สองคือ ดัชนีที่มีการถ่วงน้ำหนักเท่า ๆ กัน ระหว่าง ดัชนีหุ้นทั่วโลกและการฝากเงินในสกุลยูโร (Eurocurrency Deposits) อย่างไรก็ตาม Detzler and Wiggins (1997) ได้พบว่าการใช้ดัชนีหุ้นทั่วโลกเป็นดัชนีอ้างอิงนั้นไม่มีความเหมาะสมในการวัดประสิทธิภาพของผู้จัดการกองทุน เนื่องจากการลงทุนในตราสารทุนต่างประเทศนั้นเกี่ยวข้องกับการเลือกประเทศในการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ ซึ่งงานวิจัยของ Detzler and Wiggins พบว่าดัชนีโลกนั้นไม่มีประสิทธิภาพในการนำมาวัดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุน Detzler and Wiggins จึงใช้ดัชนีของ 12 ประเทศเป็นดัชนีอ้างอิง เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Mazumder, Miller and Varela (2010) ที่เลือกดัชนีอ้างอิงจากองค์ประกอบตามแต่ละภูมิภาคหรือประเทศมาเป็นดัชนีอ้างอิง ในขณะที่ Dellva, DeMaskey and Smith (2001) ก็ได้อธิบายว่าการเลือกดัชนีให้เหมาะสมนั้นมีความสำคัญต่อการประเมินความสามารถของผู้จัดการกองทุน

ในส่วนของการใช้อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยนั้น Mazumder, Miller and Varela (2010) ได้กล่าวว่า การใช้อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยจากกองทุนตลาดเงินมีความเหมาะสมกว่าการใช้อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยจากพันธบัตรหรือหุ้นระยะยาว (มากกว่า 1 ปี) เนื่องจากนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมทั่วไป กองทุนรวมสำหรับการเกษียณหรือการออมบำนาญแบบแปรผัน จะสามารถสับเปลี่ยนไปลงทุนในกองทุนตลาดเงินได้ภายในวันเดียว ในทางกลับกัน การที่จะ

สับเปลี่ยนไปลงทุนในพันธบัตรหรือหุ้นกู้ระยะยาวนั้นจะต้องใช้เวลาหลายวัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kao, Cheng and Chan (1998), Fung, Xu and Yau (2002) และ Tripathy (2006) ที่ใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะสั้นอายุ 91 วัน เป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

3. วิธีการศึกษา

ในงานวิจัยชิ้นนี้จะวัดความสามารถผู้จัดการกองทุน 2 ด้าน ได้แก่ ความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ (Selectivity Ability) และความสามารถในการจับจังหวะตลาด (Market Timing Ability) โดยใช้แบบจำลอง Treynor-Mazuy (1966) และแบบจำลอง Henriksson-Merton (1981) โดยใช้ข้อมูลรายเดือนจากฐานข้อมูล Datastream Thomson and Reuters, สมาคมตราสารหนี้แห่งประเทศไทย (Thai Bond Market Association), Morningstar Thailand และฐานข้อมูลจากสมาคมบริษัทจัดการการลงทุน (www.thaimutualfund.com) โดยมีหลักเกณฑ์และเงื่อนไขของข้อมูลที่จะศึกษาได้แก่

- 1) กองทุนรวมที่บลจ.ในประเทศไทยไปลงทุนในตราสารทุนในต่างประเทศด้วยตนเอง กรณีนี้จะเป็นการวัดความสามารถของผู้จัดการกองทุนใน บลจ.ของประเทศไทย
 - 2) กองทุนรวมหน่วยลงทุนประเภท Feeder Fund ที่ไปลงทุนในกองทุนหลัก (Master Fund) เพียงกองเดียว กรณีนี้จะเป็นการวัดความสามารถทางอ้อมของผู้จัดการกองทุนหลัก
 - 3) กองทุนรวมที่ไม่มีย่อยขายเงินปันผลที่มีกลยุทธ์การบริหารแบบเชิงรุก (Active Management) ดำเนินกิจการมากกว่า 5 ปี ไม่รวมกองทุนเพื่อสิทธิประโยชน์ทางภาษีและกองทุนที่ลงทุนรายอุตสาหกรรม
 - 4) ข้อมูลมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value: NAV) ของกองทุนที่มีจำนวนข้อมูลไม่น้อยกว่า 5 ปี ในช่วงระยะเวลา มกราคม 2558 ถึง ธันวาคม 2562 และยังคงดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน เป็นจำนวนทั้งหมด 44 กองทุน โดยใช้ข้อมูล ณ วันทำการสุดท้ายของเดือน
 - 5) ผลตอบแทนของตลาด ใช้ดัชนีอ้างอิงที่แสดงในบทวิเคราะห์ของ Morningstar Mutual Funds ของแต่ละกองทุน ซึ่งเป็นดัชนีอ้างอิงของ Morgan Stanley Capital International (MSCI) indexes ในการหาอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยปรับให้อยู่ในรูปของสกุลเงินบาท
 - 6) ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง อ้างอิงจากผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 3 เดือน
- จากเงื่อนไขข้างต้น จะมีกองทุนจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 44 กองทุน โดยการจัดประเภทกองทุนรวมอ้างอิงจากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC Thailand) โดยแบ่งออกได้เป็น 8 กลุ่ม ได้ดังต่อไปนี้

- (1) Asia Pacific ex-Japan 11 กองทุน
- (2) Greater China Equity 6 กองทุน
- (3) Emerging Market 5 กองทุน
- (4) European Equity 7 กองทุน
- (5) Global Equity 5 กองทุน
- (6) India Equity 1 กองทุน
- (7) Japan Equity 6 กองทุน

(8) US Equity 3 กองทุน

เนื่องจากในกลุ่ม India Equity นั้นมีเพียง 1 กองทุน ผู้ศึกษาจึงนำกองทุนในกลุ่มนี้ไปจัดรวมกับกลุ่ม Asia Pacific ex-Japan เพื่อทำการวิเคราะห์ต่อไป

การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษานี้จะใช้แบบจำลองระดับคลาสสิกของ Treynor-Mazuy (1966) และแบบจำลอง Henriksson-Merton (1981) ในการวัดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ (Selectivity Ability) และความสามารถในการจับจังหวะตลาด (Market Timing Ability) ของผู้จัดการกองทุน ดังต่อไปนี้

1. แบบจำลอง Treynor-Mazuy (1966)

Treynor and Mazuy (1966) ได้พัฒนาแบบจำลองสมการถดถอยกำลังสองแบบหนึ่งปัจจัย (a single factor quadratic regression model) เพื่อวัดความสามารถในการการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุน แบบจำลองที่พัฒนาขึ้นมานี้เป็นแบบจำลองแบบไม่เป็นเส้นตรง (non-linear) โดยวิเคราะห์หาค่า α และ γ ของสมการถดถอยกำลังสองเพื่อวิเคราะห์ความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุน ดังสมการต่อไปนี้

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p(R_{m,t} - R_{f,t}) + \gamma_p(R_{m,t} - R_{f,t})^2 + \varepsilon_{p,t} \quad (1)$$

โดย R_p = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

R_f = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

R_m = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด

α_p = ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟาที่แสดงความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ของกองทุนรวม

β_p = ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม

γ_p = ค่าสัมประสิทธิ์แกมมาที่แสดงความสามารถในการจับจังหวะตลาดของกองทุนรวม

ε_p = ค่าความแปรปรวนระหว่างข้อมูลกับค่าเฉลี่ยซึ่งอยู่บนเส้นถดถอย

2. แบบจำลอง Henriksson-Merton (1981)

Henriksson and Merton (1981) ได้พัฒนาแบบจำลองตัวแปรหุ่น (dummy variable regression) โดยประยุกต์จากแนวคิด payoff ของสิทธิในการซื้อ (Call Option) ซึ่งมีแนวคิดว่านักลงทุนที่มีความสามารถในการจับจังหวะตลาดจะเพิ่มความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมเมื่อคาดว่าสถานะตลาดจะดีขึ้น และจะลดความเสี่ยงที่เป็นระบบลงเมื่อคาดว่าสถานะตลาดจะแย่ลง โดยเพิ่มตัวแปรหุ่นเข้ามาในสมการเพื่อแบ่งสถานะของตลาด โดยจะกำหนดตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เท่ากับ 1 ในช่วงตลาดขาขึ้น ($R_m > R_f$) และกำหนดตัวแปรหุ่นเท่ากับ 0 เพื่อใช้พิจารณาการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในช่วงตลาดขาลง ($R_m < R_f$) ดังนี้

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p(R_{m,t} - R_{f,t}) + \gamma_p[D(R_{m,t} - R_{f,t})] + \varepsilon_{p,t} \quad (2)$$

โดย R_p = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม
 R_f = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง
 R_m = อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด
 α_p = ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟาที่แสดงความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ของกองทุนรวม
 β_p = ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม
 D = ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) แสดงสถานะตลาด
 γ_p = ค่าสัมประสิทธิ์แกมมาที่แสดงความสามารถในการจับจังหวะตลาดของกองทุนรวม
 ε_p = ค่าความแปรปรวนระหว่างข้อมูลกับค่าเฉลี่ยซึ่งอยู่บนเส้นถดถอย

อัตราผลตอบแทนของกองทุน

$$R_p = \ln(NAV_t / NAV_{t-1}) \quad (3)$$

โดย R_p = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม
 NAV_t = ราคาปิดของกองทุนรวม ณ เดือนที่ t
 NAV_{t-1} = ราคาปิดของกองทุนรวม ณ เดือนที่ t-1

อัตราผลตอบแทนของตลาด

$$R_m = \ln(Index_t / Index_{t-1}) \quad (4)$$

โดย R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาด
 $Index_t$ = ราคาปิดของดัชนีอ้างอิง ณ เดือนที่ t
 $Index_{t-1}$ = ราคาปิดของดัชนีอ้างอิง ณ เดือนที่ t-1

อัตราผลตอบแทนของพันธบัตร

$$R_f = \ln(Bond_t / Bond_{t-1}) \quad (5)$$

โดย R_f = อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 3 เดือน
 $Bond_t$ = ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 3 เดือน ณ เดือนที่ t
 $Bond_{t-1}$ = ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 3 เดือน ณ เดือนที่ t-1

สมมติฐาน

สมมติฐาน 1 ; ความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ (Selectivity Skill)

Null hypothesis (H_0): $\alpha \leq 0$; ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์

Alternative hypothesis (H_1): $\alpha > 0$; ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์

ในกรณีที่ $\alpha > 0$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดีเข้ามาลงทุนในกองทุนรวม ในทางกลับกันหาก $\alpha \leq 0$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์

สมมติฐาน 2 ; ความสามารถในการจับจังหวะตลาด (Market Timing Ability)

Null hypothesis (H_0): $\gamma \leq 0$; ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถในการจับจังหวะตลาด

Alternative hypothesis (H_1): $\gamma > 0$; ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการจับจังหวะตลาด

ในกรณีที่ $\gamma > 0$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการจับจังหวะตลาด กล่าวคือ ผู้จัดการกองทุนสามารถเพิ่มสัดส่วนหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเมื่อพยากรณ์ว่าผลตอบแทนของตลาดมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น ในทางกลับกันหาก $\gamma \leq 0$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถในการจับจังหวะตลาด

4. ผลการศึกษา

ในการลงทุนระหว่างประเทศผู้จัดการกองทุนสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าปกติให้กับพอร์ตการลงทุนได้โดยการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและมีแนวโน้มเติบโตเหนือกว่าหลักทรัพย์อื่น ๆ ในอุตสาหกรรม หรือโดยการให้น้ำหนักในการลงทุนในประเทศที่มีศักยภาพในการเติบโตเหนือกว่าประเทศอื่น ๆ ในการศึกษาี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาและประเมินความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุน โดยใช้แบบจำลอง Treynor-Mazuy (1966) และแบบจำลอง Henriksson-Merton (1981) ซึ่งผลที่ได้แสดงในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 1 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton กลุ่ม Asia Pacific Ex Japan

กองทุน	Treynor-Mazuy		Henriksson-Merton	
	α	γ	α	γ
ABAPAC	-0.0015	-0.0264	0.5883	0.6415
ABIG	0.0017	-0.2613	0.0000	0.0086
MS-ASIAN SM	-0.0238	-1.9330**	0.0145	-0.6213**
PRINCIPAL APDI	0.0046	-0.4114	0.0046	-0.0896
PRINCIPAL APEQ	0.0042	-0.4043	0.0042	-0.0875
PRINCIPAL CII	0.0016	-0.1551	0.0010	-0.0102
PRINCIPAL KEQ	-0.0012	-0.7381*	0.0008	-0.2383
PRINCIPAL KOS	-0.0017	-0.7132	0.0003	-0.2340

SCBAEMFUND	-0.0018	-0.1924	-0.0018	-0.0410
TMBAGLF	-0.0019	0.1776	-0.0038	0.1121
UOB SA	-0.0034**	-0.1245	-0.0028	-0.0491
UOB SCI	-0.0003	-0.0156	-0.0016	0.0448

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 1 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม Asia Pacific Ex Japan โดยแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่ากองทุน UOB SA มีค่าสัมประสิทธิ์ α ติดลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดีเข้ามาในพอร์ตการลงทุน

ด้านความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนนั้น ผลจากแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่ากองทุน MS-ASIAN SM และกองทุน PRINCIPAL KEQ มีค่าสัมประสิทธิ์ γ ติดลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% ตามลำดับ ในขณะที่ผลจากแบบจำลอง Henriksson-Merton แสดงให้เห็นว่ากองทุน MS-ASIAN SM มีค่าสัมประสิทธิ์ γ ติดลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการจับจังหวะตลาด

จากผลการประมาณค่าแบบจำลอง ทั้งสองแบบจำลองให้ผลที่สอดคล้องกันคือไม่มีกองทุนใดที่ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการจับจังหวะตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ถึงแม้ว่ากลุ่มตราสารทุนจะได้รับแรงสนับสนุนอย่างต่อเนื่องจากนโยบายของธนาคารกลาง แต่ก็มีหลายปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้จัดการกองทุนในช่วงที่ทำการศึกษา โดยผลกระทบในด้านลบที่ส่งต่อภูมิภาค Asia Pacific ex Japan มาจาก 3 ปัจจัยหลัก ๆ ได้แก่ (1) ปัจจัยด้านสงครามการค้าระหว่างประเทศสหรัฐฯและจีนในปี 2561 ที่มีความตึงเครียดจากการเรียกเก็บภาษีเพิ่มขึ้นในสินค้าหลายรายการซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อหลาย ๆ อุตสาหกรรมในห่วงโซ่อุปทาน ส่งผลให้ดัชนี MSCI AC Asia Pacific ex Japan ปรับตัวลดลง 12.8% ในปีดังกล่าว (2) ธนาคารกลางสหรัฐฯทำการปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจาก 0.25% ณ เดือนธันวาคมปี 2560 เป็น 2.25% ณ เดือนธันวาคมปี 2561 ซึ่งการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนั้นถือเป็นความเสี่ยงหลักของการลงทุนในตราสารทุน นั่นคืออัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นจะกระทบโดยตรงต่อต้นทุนเงินทุนของกิจการ ส่งผลให้รายได้และกำไรของกิจการลดลง ราคาหลักทรัพย์ก็มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน และ (3) ผลกระทบจากความผันผวนของราคาน้ำมัน โดยราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่ที่ 37.13 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรลในปี 2558 และทำจุดสูงสุดในช่วงที่ทำการศึกษาคือ 77.41 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรลในปี 2561 โดยราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นนั้นทำให้ต้นทุนการผลิตของภาคธุรกิจเพิ่มสูงขึ้นเช่นเดียวกัน ราคาสินค้าจึงเพิ่มสูงขึ้น และภาคการบริโภคจึงลดลง การเติบโตของเศรษฐกิจในภูมิภาคจึงลดลง

ตารางที่ 2 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton กลุ่ม Greater China Equity

กองทุน	Treynor-Mazuy		Henriksson-Merton	
	α	γ	α	γ
ABCG	0.0041	-0.3669**	0.0071*	-0.1838**
ASP-CHINA	0.0007	-0.0813	-0.0003	0.0114
GC	0.0031	-0.1473	0.0052	-0.1037
MS-CHINA VALUE	0.0013	-0.1193	0.0027	-0.0715
TMBCOF	0.0072**	-0.0085	0.0078	-0.0220
UOBSCG	0.0017	-0.2215	0.0039	-0.1218

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 2 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม Greater China Equity โดยแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่ากองทุน TMBCOF มีค่าสัมประสิทธิ์ α เป็นบวก ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% นั่นคือผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดีเข้ามาในพอร์ตการลงทุน เช่นเดียวกันกับแบบจำลอง Henriksson-Merton ที่ให้ผลว่าผู้จัดการกองทุน ABCG มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดี ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ด้านความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนนั้น ผลจากแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่ากองทุน ABCG มีค่าสัมประสิทธิ์ γ ติดลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% สอดคล้องกับแบบจำลอง Henriksson-Merton ที่แสดงผลว่ากองทุน ABCG มีค่าสัมประสิทธิ์ γ ติดลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เช่นกัน นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการจับจังหวะตลาด

จากผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม Greater China Equity คือผู้จัดการกองทุน ABCG และ TMBCOF มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ แต่ผู้จัดการกองทุน ABCG ยังขาดความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด โดยผลกระทบโดยตรงที่ส่งผลต่อการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนในกลุ่ม Greater China Equity คือสงครามการค้าระหว่างประเทศสหรัฐฯและจีน ที่มีการปรับอัตราภาษีเพิ่มขึ้นในสินค้าหลายประการซึ่งส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานในประเทศจีน โดยในปี 2561 ดัชนี MSCI China ปรับตัวลดลงถึง 25.49% อย่างไรก็ตามยังมีปัจจัยด้านบวกที่ทำให้ผู้จัดการกองทุน ABCG และ TMBCOF มีผลด้านความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดี คือการเติบโตของหลักทรัพย์ในกลุ่มของตลาดออนไลน์ (E-commerce) และกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศ (Information Technology) สัญชาติจีน เช่น Tencent Holdings Ltd ผู้ให้บริการแอปพลิเคชัน WeChat ที่มีคนใช้กว่า 1,000 ล้านคน และ Alibaba Group Holding Ltd ผู้ให้บริการธุรกิจตลาดออนไลน์ที่ใหญ่เป็นอันดับต้น ๆ ของโลก โดย Master fund ของกองทุน ABCG และ TMBCOF ถือหุ้น Tencent Holdings Ltd อยู่ที่ 9.43% และ 10.03% ตามลำดับ และถือหุ้น Alibaba Group Holding อยู่ที่ 10.00% และ 7.89% ตามลำดับ

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton กลุ่ม Emerging Market

กองทุน	Treynor-Mazuy		Henriksson-Merton	
	α	γ	α	γ
ABGEM	-0.0002	-0.2137	0.0008	-0.0815
KF-BRIC	0.0029	0.0786	0.0026	0.0261
KF-EM	0.0014	-0.5242**	0.0026	-0.1618
KF-LATAM	-0.0049	0.7241	-0.0037	0.1095
MS-EE EURO	0.0023	0.5579	-0.0046	0.3819

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 3 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม Emerging Market Equity ซึ่งไม่มีกองทุนใดที่มีความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการจับจังหวะตลาด

จากแบบจำลอง Treynor-Mazuy กองทุน KF-EM มีค่าสัมประสิทธิ์ γ เป็นลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการจับจังหวะตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเมื่อดูพอร์ตการลงทุนใน Master fund ของกองทุน KF-EM พบว่าน้ำหนักการลงทุนส่วนใหญ่อยู่ในประเทศจีนประมาณ 24% หรือประมาณ 1 ใน 4 ของพอร์ตการลงทุน ดังนั้นอาจเป็นไปได้ว่าผู้จัดการกองทุนจับจังหวะตลาดผิดพลาดเนื่องมาจากความผันผวนของตลาดจากสงครามการค้าระหว่างประเทศสหรัฐฯและจีน

ตารางที่ 4 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton กลุ่ม European Equity

กองทุน	Treynor-Mazuy		Henriksson-Merton	
	α	γ	α	γ
ABEG	0.0007	-0.1531	0.0015	-0.0594
EHD	0.0055*	-0.8386***	0.0088**	-0.2912**
KF-EUROPE	0.0032	-0.5100**	0.0047	-0.1597*
KF-HEUROPE	0.0090**	-0.8129**	0.0117**	-0.2648*
KT-EURO	0.0079**	-0.7942**	0.0115**	-0.2987**
MS-EUROPE-A	-0.0029**	0.0541	-0.0041**	0.0586
TMBEG	0.0055*	-0.5074*	0.0074*	-0.1736

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 4 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม European Equity โดยแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่ากองทุน EHD, KF-HEUROPE, KT-EURO และ TMBEG มีค่าสัมประสิทธิ์ α เป็นบวก ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%, 95%, 95% และ 99% ตามลำดับ นั่นคือผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดีเข้ามาในพอร์ตการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลของแบบจำลอง Henriksson-Merton แต่อย่างไรก็ตาม มี 1 กองทุนคือกองทุน MS-EUROPE-A มีค่าสัมประสิทธิ์ α เป็นลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์

ด้านความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนนั้น ผลจากแบบจำลอง Treynor-Mazuy และ Henriksson-Merton ให้ผลไปในทิศทางเดียวกันคือ กองทุน EHD, KF-EUROPE, KF-HEUROPE, KT-EURO และ TMBEG มีค่าสัมประสิทธิ์ γ เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการจับจังหวะตลาด

เหตุการณ์เชิงมหภาคที่สร้างผลกระทบรุนแรงต่อการลงทุนของกลุ่ม European Equity โดยตรงคือการพิจารณาถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปของกลุ่มประเทศสหราชอาณาจักร (อังกฤษ สกอตแลนด์ เวลส์ และไอร์แลนด์เหนือ) หรือ Brexit ซึ่งเริ่มมีการลงประชามติในเดือนมิถุนายน ปี 2559 และมาสิ้นสุดในเดือนมกราคมปี 2563 ส่งผลให้เกิดบรรยากาศความไม่แน่นอนต่อการลงทุน เมื่อพิจารณาผลจากผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton พบว่าผู้จัดการกองทุนทุกกองทุนในกลุ่ม European Equity นั้นขาดความสามารถในการจับจังหวะตลาดซึ่งอาจเป็นผลสืบเนื่องมาจากเหตุการณ์ Brexit ในช่วงที่ทำการศึกษา

ตารางที่ 5 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton กลุ่ม Global Equity

กองทุน	Treynor-Mazuy		Henriksson-Merton	
	α	γ	α	γ
ABWOOF	-0.0059***	0.3286*	-0.0070***	0.1113
KT-WEQ	-0.0026	-0.1228	-0.0019	-0.0515
PRINCIPAL GSCEQ	0.0017	-0.8160***	0.0048	-0.2931**
SCBGEQA	-0.0020	0.0974	-0.0020	0.0225
SCBPGF	-0.0026	-0.1263	-0.0013	-0.0789

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 5 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม Global Equity โดยแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่ากองทุน ABWOOF มีค่าสัมประสิทธิ์ α เป็นลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับผลของแบบจำลอง Henriksson-Merton

ด้านความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนนั้น ผลจากแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุน ABWOOF มีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% ในขณะที่กองทุน PRINCIPAL GSCEQ ค่าสัมประสิทธิ์ γ เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถด้านการจับจังหวะตลาดซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลอง Henriksson-Merton

เมื่อพิจารณาระดับผลตอบแทนขาดทุนสูงสุด (Maximum Drawdown) ในช่วงที่ทำการศึกษาพบว่ากองทุน ABWOOF มีความสามารถในการบริหารความเสี่ยงดีกว่ากองทุน PRINCIPAL GSCEQ ค่อนข้างมาก โดยอัตราผลตอบแทนขาดทุนสูงสุดของกองทุน ABWOOF อยู่ที่ -16.64% ในขณะที่อัตราผลตอบแทนขาดทุนสูงสุดของกองทุน PRINCIPAL GSCEQ อยู่ที่ -32.95% แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุน ABWOOF กล่าวคือเมื่อผู้จัดการกองทุนคาดว่าตลาดมีแนวโน้มจะปรับตัวลดลง ผู้จัดการกองทุนจะปรับความเสี่ยงของพอร์ตลดลง

ตารางที่ 6 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton กลุ่ม Japan Equity

กองทุน	Treynor-Mazuy		Henriksson-Merton	
	α	γ	α	γ
ABJO	-0.0013	-0.3101	-0.0008	-0.0835
ASP-NGF	-0.0019	-0.4401	0.0020	-0.2464
B-NIPPON	-0.0009	-0.3346	0.0011	-0.1523
JSM	0.0101**	-1.0788***	0.0157***	-0.4505***
PRINCIPAL JEQ	-0.0012	-0.5385*	0.0015	-0.2214*
UOBSJSM	0.0100**	-1.0353***	0.0155***	-0.4344***

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 6 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม Japan Equity โดยแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่ากองทุน JSM และ UOBSJSM มีค่าสัมประสิทธิ์ α เป็นบวก ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ ซึ่งสอดคล้องกับผลของแบบจำลอง Henriksson-Merton

ด้านความสามารถในการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนนั้น ผลจากแบบจำลอง Treynor-Mazuy และ Henriksson-Merton ให้ผลที่สอดคล้องกันคือไม่มีกองทุนใดเลยที่ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด โดยกองทุน JSM, PRINCIPAL JEQ และ UOBSJSM มีค่าสัมประสิทธิ์ γ เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือผู้จัดการกองทุนขาดความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด

ตลาดประเทศญี่ปุ่นถือเป็นหนึ่งในตลาดที่มีเสถียรภาพแห่งหนึ่งของโลก โดยดัชนี MSCI Japan ให้ผลตอบแทน 18.22%, 12.34%, 11.28%, -13.77% และ 7.95% ในช่วงปี 2558-2562 โดยมีเพียงปี 2561 ที่ให้ผลตอบแทนติดลบอันเนื่องมาจาก

ผลกระทบด้านสงครามการค้าระหว่างประเทศสหรัฐฯและจีน นั้นคือเศรษฐกิจของญี่ปุ่นขึ้นอยู่กับการส่งออกและการค้าระหว่างประเทศ โดยหากการค้าระหว่างประเทศชะลอตัวลง การเติบโตของญี่ปุ่นก็จะชะลอตัวลงเช่นเดียวกัน ซึ่งการเติบโตที่มีเสถียรภาพนี้เองอาจเป็นปัจจัยที่ทำให้ผู้จัดการกองทุนใน Master fund ของกองทุน JSM และ UOBSJSM สามารถคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ดีเข้ามาในพอร์ตการลงทุนได้ อย่างไรก็ตามสงครามการค้าก็ส่งผลกระทบต่อการส่งออก จากข้อมูลปี 2562 สัดส่วนการลงทุนส่วนใหญ่ของกองทุน JSM และ UOBSJSM อยู่ในหมวดสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) อยู่ที่ 32.08% และหมวดสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Discretionary) เช่น รถยนต์ เครื่องประดับ โทรศัพท์มือถือ อยู่ที่ 21.49% ด้วยปัจจัยนี้เองอาจส่งผลให้ผู้จัดการกองทุนจับจังหวะตลาดผิดพลาดในช่วงเวลาดังกล่าว

ตารางที่ 7 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton กลุ่ม US Equity

กองทุน	Treynor-Mazuy		Henriksson-Merton	
	α	γ	α	γ
ABAG	-0.0033**	-0.0238	0.7702	0.2867
KF-US	-0.0033	-0.0875	-0.0031	-0.0252
TMBUSO	-0.0027	-0.1791	-0.0011	-0.1012

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

ที่มา: คำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 7 แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton ของกลุ่ม US Equity โดยทั้งสองแบบจำลองให้ผลที่สอดคล้องกันคือผู้จัดการกองทุนในกลุ่ม US Equity นั้นขาดความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์และขาดความสามารถในการจับจังหวะตลาด โดยจากแบบจำลอง Treynor-Mazuy แสดงให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุน ABAG ขาดความสามารถด้านการจับจังหวะตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

โดยผลกระทบหลัก ๆ ประการแรกมาจากสงครามการค้าระหว่างประเทศสหรัฐฯกับจีน ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อผลตอบแทนในตราสารทุนในประเทศสหรัฐฯ ประการที่สองมาจากค่าเงินแข็งค่าขึ้นในช่วงที่ทำการศึกษา โดยเงินบาทอ่อนค่ามากที่สุดอยู่ที่ 36.1615 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน มกราคมปี 2559 และแข็งค่ามากที่สุดอยู่ที่ 30.2228 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนธันวาคมปี 2562 โดยกองทุน ABAG นั้นมีนโยบายค่าเงินคือไม่ป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของกองทุนรวมลดลงจากค่าเงินที่แข็งค่า ซึ่งอาจเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ α เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

5. สรุปผลและข้อเสนอแนะ

ในงานวิจัยชิ้นนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาและวัดความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนตราสารทุนที่ลงทุนในต่างประเทศจำนวน 44 กองทุนที่ดำเนินกลยุทธ์แบบเชิงรุก (Active Management) ในช่วงปี 2558-2562 ด้วยแบบจำลอง Treynor-Mazuy (1966) และแบบจำลอง Henriksson-Merton (1981) ซึ่งเป็นที่น่าสนใจว่าผู้จัดการ

กองทุนที่นักลงทุนไว้วางใจให้นำเงินไปบริหารนั้นมีความสามารถในการลงทุนหรือมีความสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดได้จริงหรือไม่ ซึ่งนักลงทุนสามารถนำผลที่ได้ในงานวิจัยชิ้นนี้ไปเป็นส่วนหนึ่งในประกอบการตัดสินใจลงทุนในกองทุนต่าง ๆ ได้โดยควรพิจารณาพร้อมกับปัจจัยอื่น ๆ ประกอบด้วย เนื่องจากผลที่ได้ในด้านบวกนั้นอาจเกิดจากความบังเอิญหรือความโชคดีของผู้จัดการกองทุน หรือในขณะนั้นสถานะของตลาดกำลังอยู่ในช่วงขาขึ้น โดยปัจจัยที่ควรพิจารณาร่วมในการตัดสินใจลงทุน ได้แก่ ปัจจัยด้านค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุน ปัจจัยด้านประเภทของหลักทรัพย์ที่กองทุนลงทุน ปัจจัยด้านภูมิภาคที่กองทุนลงทุน ปัจจัยด้านค่าเงินและนโยบายการปกป้องค่าเงิน เป็นต้น

ผลการวิเคราะห์ความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และการจับจังหวะตลาดของผู้จัดการกองทุนด้วยแบบจำลอง Treynor-Mazuy และแบบจำลอง Henriksson-Merton จำนวน 44 กองทุน พบว่า มีผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 8 กองทุน และมีความสามารถด้านการจับจังหวะตลาดเพียง 1 กองทุนเท่านั้นซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cumby and Glen (1990), Satjawathee and Jegasothy (2007), Lonkani, Satjawathee and Jegasothy (2013) และ Shen และ Lu and Lin (2010) ที่พบว่าผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่ยังขาดความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และขาดความสามารถด้านการจับจังหวะตลาด โดยผลที่ได้จากแบบจำลอง Treynor-Mazuy และ Henriksson-Merton อาจมีความแตกต่างกันอันเนื่องมาจากแบบจำลอง Treynor-Mazuy นั้นแสดงผลที่เป็นแนวโน้มของผลตอบแทน ในขณะที่แบบจำลอง Henriksson-Merton ได้มีการเพิ่มตัวแปรหุ่นเข้ามาในแบบจำลองเพื่อพิจารณาแนวโน้มและทิศทางของตลาดที่กำลังอยู่ในช่วงขาขึ้นหรือขาลง ซึ่งผลที่ได้จะอิงจากความแตกต่างของผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง แสดงถึงความเฉพาะเจาะจงของสถานะเศรษฐกิจ ณ ช่วงเวลานั้น ๆ

อย่างไรก็ตามงานวิจัยชิ้นนี้เป็นการวิเคราะห์ความสามารถของผู้จัดการกองทุนที่ลงทุนในตราสารทุนต่างประเทศ ซึ่งกองทุนส่วนใหญ่ในประเทศไทยในช่วงที่ทำการศึกษานั้นเป็น Feeder Fund ดังนั้นค่าที่ได้จากแบบจำลอง Treynor-Mazuy และ Henriksson-Merton อาจสะท้อนถึงความสามารถของผู้จัดการกองทุนใน Master fund มิใช่ผู้จัดการกองทุนในประเทศไทย อีกทั้งยังมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนประกอบด้วย ซึ่งบางกองทุนนั้นไม่มีนโยบายในการป้องกันความเสี่ยงของค่าเงิน ส่งผลให้เมื่อเงินบาทแข็งค่า กองทุนจะได้รับผลตอบแทนที่ลดลงจากอัตราแลกเปลี่ยน และงานวิจัยชิ้นนี้นั้นไม่ได้นำกองทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลเข้ามาร่วมพิจารณาด้วย ดังนั้นผลที่ได้จากการวิเคราะห์จึงไม่สามารถนำมาเป็นตัวแทนของกองทุนอื่นได้ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจพิจารณาเฉพาะกองทุนที่ผู้จัดการกองทุนในประเทศไทยกระจายการลงทุนไปในต่างประเทศโดยตรง และพิจารณากองทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลเข้ามาศึกษาด้วยเพื่อให้ครอบคลุมถึงกองทุนทั้งหมดที่ดำเนินงานอยู่ในประเทศไทย

เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). ประเภทของกองทุนรวม. Retrieved from

https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content02.pdf

ธีรพรรณ อิงการณ. (2560). ความสามารถด้านการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาดของผู้จัดการกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม*, 2-14

ฤดี เงินเชื้อ. (2560). การศึกษาความสามารถในการเลือกจังหวะเวลาในการลงทุนและการเลือกหลักทรัพย์ ในตลาดของกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์ : กองทุนรวมที่มีการจัดอันดับ 5 Most Popular Funds in April 2016 (Morning Star) (การค้นคว้าอิสระปริญญาโท). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

สรศาสตร์ สุขเจริญสิน และ ปรีดา สุขเจริญสิน. (2556). ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย. *วารสารเศรษฐศาสตร์ปริทรรศน์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์*, 103-132.

ภาษาอังกฤษ

Crude Oil Prices. Retrieved September 21, 2020, from <https://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>

Cumby, R. R., & Glen, J. D. (1990). Evaluating the Performance of International Mutual Funds. *The Journal of Finance*, 45, 497-521.

Dellva, W. L., DeMaskey, A. L., & Smith, C. A. (2001). Selectivity and market timing performance of Fidelity sector mutual funds. *The Financial Review*, 36, 39-54.

Detzler, M. L., & Wiggins, J. B. (1997). The Performance of Actively Managed International Mutual Funds. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 8, 291-313.

Ferson, W. E., & Schadt R. W. (1996). Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions. *The Journal of Finance*, 51, 425-461.

Fung, H. G., Xu, X. E., & Yau, J. (2002). Global Hedge Funds: Risk, Return, and Market Timing. *Financial Analysts Journal*, 58(6), 19-30, doi: 10.2469/faj.v58.n6.2483

Henriksson, R. D., & Merton, R. D. (1981). On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *The Journal of Business*, 54(4), 513-533

Jiang, G. J., Yao, T., & Yu, T. (2006). Do Mutual Funds Time the Market? Evidence from Portfolio Holdings.

Kao, G.W., Cheng, L.T.W., & Chun, K. C. (1998). International mutual fund selectivity and market timing during up and down market conditions. *The Financial Review*, 33, 127-144.

- Kim, S. S., & Sohn, P. (2013). Market Timing Performance in the Korean Fund Market: Evidence from Portfolio Holdings. *Procedia Economics and Finance*, 5, 443-452.
- Lonkani, R., Satjawathee, T., & Jegasothy, K. (2013). Selectivity and Market Timing Performance in a Developing Country's Fund Industry: Thai Equity Funds Case. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(2), 89-108.
- Mazumder, M. I., Miller E. M., & Varela, O. A. (2010). Market Timing the Trading of International Mutual Funds: Weekend, Weekday and Serial Correlation Strategies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7) & (8), 979-1007. doi: 10.1111/j.1468-5957.2010.02191.x
- Olbrys, J. (2009). Conditional market-timing models for mutual fund performance evaluation.
- Satjawathee, T., & Jegasothy, K. (2007). *Selectivity and market timing Performance of Equity Funds in Thailand* (Research report No. 207). Payap University.
- Schroders. (2018). Outlook 2019: Asian ex Japan equities. Retrieved from <https://www.schroders.com/en/us/professional-investor/insights/equities/outlook-2019-asia-ex-japan-equities/>
- Shen, Y. P., Lu, C., & Lin, Z. H. (2010). International Real Estate Mutual Fund Performance: Diversification or Costly Information? *J Real Estate Finan Econ*, 44, 394-413.
- Sherman, M., O'Sullivan, N., & Gao, J. (2017). The Market-Timing Ability of Chinese Equity Securities Investment Funds. *Int. J. Financial Stud*, 5, 22. doi:10.3390/ijfs5040022
- Treynor, J. L., & Mazuy, K. (1966). Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review*, 44, 131-136.
- Tripathy, N. P. (2006). Market Timing Abilities and Mutual Fund Performance- An Empirical Investigation into Equity Linked Saving Schemes. *Vilakshan, XIMB Journal of Management*. 127-138.
- US Federal Reserve Bank key rates. Retrieved September 21, 2020, from <https://countryeconomy.com/key-rates/usa>

ภาคผนวก

AIMC Category	Morningstar Index	Fund Code
Asia Pacific Ex Japan	MSCI All Country Asia Pacific Ex Japan	ABAPAC
		ABIG*
		MS-ASIAN SM
		PRINCIPAL APDI
		PRINCIPAL APEQ
		SCBAEMFUND
		TMBAGLF
		UOBSA
		UOBSCI-N
		PRINCIPAL CII
		PRINCIPAL KEQ
		PRINCIPAL KOS
Greater China Equity	MSCI China	ABCG
		ASP-CHINA
		GC
		MS-CHINA VALUE
		TMBCOF
		UOBSGC
Emerging Market Equity	MSCI Emerging Markets	ABGEM
		KF-BRIC
		KF-EM
		KF-LATAM
		MS-EE EURO
European Equity	MSCI Europe	ABEG
		EHD
		KF-EUROPE
		KF-HEUROPE
		KT-EURO
		MS-EUROPE-A
		TMBEG

Morning Star Category	Morningstar Index	Fund Code
Global Equity	MSCI World	ABWOOF
		KT-WEQ
		PRINCIPAL GSCEQ
		SCBGEEQFUND
		SCBPGFUND
Japan Equity	MSCI Japan	ABJO
		ASP-NGF
		B-NIPPON
		JSM
		PRINCIPAL JEQ
		UOBSJSM
US Equity	MSCI United States	ABAG
		KF-US
		TMBUSO

* นำมาจัดกลุ่มร่วมกับกลุ่ม Asia Pacific ex-Japan Equity