



การประเมินความสามารถของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ใน การบริหารโดยธนาคารพาณิชย์

Evaluate the capability of mutual funds invested in domestic stocks to be managed and not
managed by commercial banks.

นรมล วิจิตรการลิขิต¹, สมพร ปันโภชา² และธนโชติ บุญวรโชติ³

¹ นักศึกษาปริญญาโท สาขาวิศวกรรมการเงิน คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, nenynoramon@gmail.com

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, somporn_pun@utcc.ac.th.com

³ รองศาสตราจารย์ คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, tanachote.b@ku.ac.th

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาความสามารถของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ในการบริหาร โดยธนาคารพาณิชย์ ศึกษาจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (NAV) แบบรายเดือนที่เป็นกองทุนบริหารเชิงรุก (Active Fund) มีนโยบายไม่จ่ายเงินปันผล ระยะเวลา 5 ปี จำนวน 47 กองทุนโดยการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ ว่ากองทุนไหนมีความสามารถในการดำเนินงานกองทุนดีกว่ากัน โดยวัดผลการดำเนินงานจากการหาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า มาตรฐานวัดผลการดำเนินงานตามตัวแบบ Sharpe, Treynor, Jensen พร้อมทั้งวัดผลการดำเนินงานผู้ดูแลกองทุนความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุน ด้วยแบบจำลองสมการถดถอยกำลังสองของ Treynor and Mazuy และ Henriksson & Merton

จากการวิเคราะห์ พบว่า กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.5071% คิดเป็น 91.1765% ส่วนค่าความเสี่ยง (S.D) ของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ให้ความเสี่ยงที่น้อยกว่าเล็กน้อยซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 5.1164% คิดเป็น 69.2308% ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี High Risk High Return และในผลตอบแทนทุกๆ 1% ที่ต้องแลกด้วยความเสี่ยงนั้น พบว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์นั้นให้ค่า CV ที่น้อยกว่า คิดเป็น 94.11765% ด้านภาพรวมการวัดผลการดำเนินงานตามตัวแบบ Sharpe, Treynor, Jensen ให้ผลตรงกันโดยทั้ง 3 มาตรฐาน คือ กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ให้ผลการดำเนินงาน ค่า Sharpe อยู่ที่ 0.0074697, ค่า Treynor อยู่ที่ 0.004186, ค่า Jensen 0.002991 แต่ละมาตรฐาน คิดเป็น 91.1765% ที่มีความสามารถในการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์

จากผลการดำเนินงานผู้ดูแลกองทุนความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุน ด้วยแบบจำลองสมการถดถอยกำลังสองของ Treynor and Mazuy พบว่าค่าเฉลี่ยด้านการเลือกสรรหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุน มีค่า α_p เป็นบวกทั้ง 2 กลุ่ม แต่กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์มีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ที่ดีกว่า ซึ่งมีค่าอยู่ที่ 0.0047 จาก 34 กองทุนในกลุ่ม พบ 16 กองทุนที่มีความสามารถการเลือกสรรหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 คิดเป็น 47.06% ส่วนการจับจังหวะเวลาการลงทุน พบว่า



ทั้ง 2 กลุ่มนั้นให้ค่าเฉลี่ยเป็นลบทั้งคู่ แต่ทั้งนี้ พบว่า มี 1 กองทุนที่มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ กองทุน KFENS50-A มีค่า C_p เท่ากับ 1.0300 ซึ่งอยู่ในกลุ่มกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ คิดเป็น 2.94% ฉะนั้นหากพิจารณาที่มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สรุปว่า กลุ่มกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ดีกว่าเล็กน้อย

โดยแบบจำลองของ Henriksson & Merton พบว่าค่าเฉลี่ยด้านการเลือกสรรหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุนมีค่า a_p เป็นบวกทั้ง 2 กลุ่ม แต่กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์มีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ที่ดีกว่า มีค่าอยู่ที่ 0.0063 จาก 34 กองทุนในกลุ่ม พบ 21 กองทุนที่มีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 คิดเป็น 61.76% ส่วนการจับจังหวะเวลาการลงทุน พบว่า ทั้ง 2 กลุ่มนั้นให้ค่าเฉลี่ยเป็นลบทั้งคู่ แต่ทั้งนี้ พบว่า มี 1 กองทุนที่มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ กองทุน KFENS50-A มีค่า C_p เท่ากับ 0.2686 ซึ่งอยู่ในกลุ่มกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ คิดเป็น 2.94 % ฉะนั้นหากพิจารณาที่มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 กลุ่มกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุนที่ดีกว่าเล็กน้อย จึงสรุปได้ว่า กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ นั้นมีความสามารถในการบริหารกองทุนที่เก่งกว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์

คำสำคัญ: กองทุนรวม, กองทุนรวมตราสารทุน, การวัดผลการดำเนินงานกองทุน, การจับจังหวะเวลาการลงทุน

ABSTRACT

This independent study is to study the capability of mutual funds to invest in domestic stocks that are managed and not managed by commercial banks. A study on the change in net asset value (NAV) monthly, which an active fund management fund (Active Fund) has a no-dividend policy for 5 years for 47 funds by comparing the performance of mutual funds that invest in domestic stocks that are managed and not managed by commercial banks that which fund can operate the fund better performance is measured by finding the rate of return, risk, coefficient of variance. Measure performance based on the Sharpe, Treynor, Jensen model and measure the performance of fund managers on investment timing with the quadratic regression of Treynor and Mazuy and Henriksson & Merton model.

The analysis found that mutual funds managed by commercial banks offer better returns, which averaged 0.5071% or 91.1765%. The Standard deviation (S.D) of mutual funds not managed by commercial banks offer slightly less risk as an average of 5.1164% or 69.2308% consistent with the High Risk High Return theory and every 1% of return that has to be traded for that risk. It was found that mutual funds managed by commercial banks had a lower CV of 94.11765%. Overall the Sharpe, Treynor, and Jensen benchmarks showed the same results. The gauge is a mutual fund managed by commercial banks for performance Sharpe is 0.0074697, Treynor is 0.004186, and Jensen is 0.002991. Each of the gauges is 91.1765% with the capability to it perform better than mutual funds are not managed by commercial banks.



From the performance of the fund keeper, the capability of the timing of the investment using Treynor and Mazuy's quadratic regression model, the fund manager's portfolio selection average had a positive a_p in both groups, but mutual funds managed by commercial banks had a_p positive can select better securities, which was at 0.0047 out of 34 funds in the group, 16 funds were found to have the ability to select securities significantly at the confidence level of 95%, representing 47.06%. As for the timing of investment, it was found that both groups both were negative averages. However, it was found that there was one fund with a statistically significant investment timing ability at 0.05, the KFENS50-A fund is C_p of 1.0300, which was in the mutual fund group managed by commercial banks at 2.94% therefore if considering the positive and statistical significance of 0.05 concluded mutual funds invested in domestic stocks to be managed by commercial banks have a slightly better investment timing ability.

The Henriksson & Merton model found that the fund managers' stock selection averages were positive a_p in both groups but mutual funds managed by commercial banks are better at selecting securities at 0.0063 of 34 funds in the group found 21 funds with significant stock selection capability at 95% confidence level, representing 61.76%. As for the timing of investment, it was found both groups both were negative averages. However, it was found that there was one fund with a statistically significant investment timing ability at 0.05, the KFENS50-A fund with a C_p value of 0.2686, which was in the mutual fund group managed by commercial banks at 2.94%. Therefore, if considering the positive and statistically significant 0.05 group of funds managed by commercial banks has a slightly better investment timing ability. So it can be concluded mutual funds managed by commercial banks has better fund management capabilities than mutual funds not managed by commercial banks.

Keywords: mutual funds, equity funds, fund performance measurement, investment timing

1. บทนำ

กองทุนรวม ถือเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการลงทุน (Investment Vehicle) สำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในตลาดเงินหรือตลาดทุน แต่มีข้อจำกัดบางประการ เช่น มีเวลาไม่เพียงพอในการศึกษาข้อมูล ไม่มีความชำนาญหรือประสบการณ์ หรือมีทุนทรัพย์จำกัด กองทุนรวมสามารถอำนวยความสะดวกในการลงทุนได้เนื่องจากมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ซึ่งได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในปัจจุบันจะพบว่าบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนมีหลายบริษัทมากขึ้น โดยมีทั้งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่บริหารโดยธนาคารพาณิชย์ 14 บริษัท และที่ไม่ได้อยู่ในบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ 13 บริษัท อ้างอิงจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในปัจจุบันกองทุนมีลักษณะที่หลากหลายให้นักลงทุนได้เลือกสรรและถึงแม้จะมีผู้จัดการกองทุนดูแลกองทุนให้ แต่อย่างไรก็ตามนักลงทุนผู้เป็นเจ้าของเงินลงทุนก็ควรที่จะต้องติดตามข่าวสารและพิจารณาถึงปัจจัยแวดล้อมของการลงทุนอย่างถี่ถ้วน รวมถึงทำการศึกษาวัดอุปสงค์ นโยบายการลงทุน รวมถึงผลการดำเนินงานที่ผ่านมาในอดีตของกองทุนรวมนั้นๆ อีกทั้งต้องประเมินผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุน อันได้แก่ ความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุน เพื่อช่วยนักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่เหมาะสมต่อไป ด้วยเหตุนี้จึงเป็นปัจจัยที่ทำให้เลือกศึกษา ในการลงทุนกองทุนรวมตราสารทุนภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ เปรียบเทียบถึงผลตอบแทน



ความเสี่ยง พิจารณาความสามารถการเลือกหลักทรัพย์ การวัดผลการดำเนินงานผู้ดูแลกองทุนความสามารถด้าน
จังหวะเวลาการลงทุน เพื่อเปรียบเทียบและประกอบการตัดสินใจการลงทุน ระหว่างกองทุนรวมตราสารทุน
ภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ภายใต้ สภาพแวดล้อม สังคม เศรษฐกิจ
วิกฤติเศรษฐกิจแบบลักษณะและช่วงเวลาที่เหมือนกัน

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อเปรียบเทียบ ผลตอบแทน ความเสี่ยง กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหาร
และไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ โดยใช้แบบมาตรวัด Sharpe, Treynor, Jensen
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความสามารถจับจังหวะการลงทุนของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่
อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์โดยใช้แบบจำลองของ Treynor and Mazuy และ
Henriksson & Merton

3. การดำเนินการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนภายในประเทศ ที่มีอายุกองทุน 5 ปีขึ้นไป นับตั้งแต่ 4 มกราคม พ.ศ. 2560
ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2564 โดยพิจารณาเฉพาะกองทุนเปิดที่ไม่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลและเน้นการบริหารแบบ
เชิงรุก Active Management จากเงื่อนไขข้างต้นพบว่ามีกองทุนที่ตรงตามเงื่อนไขนี้ทั้งหมด 47 กองทุน แบ่งเป็น 2 กลุ่ม
ใหญ่ คือ กลุ่มที่บริหารโดยธนาคารพาณิชย์ จำนวน 34 กองทุน และกลุ่มที่ไม่ได้อยู่ในบริหารโดยธนาคารพาณิชย์
จำนวน 13 กองทุน ซึ่งแสดงรายชื่อกองทุนทั้งหมดนี้ในตารางที่ 1 และการศึกษาครั้งนี้ใช้อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลัง
และพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี เป็นอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

ตารางที่ 1 กองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและที่ไม่ได้อยู่ในบริหารโดยธนาคาร
พาณิชย์

กลุ่มกองทุนที่	ชื่อกองทุนรวม	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุน	บริหารโดยธนาคาร พาณิชย์
1. Equity Small-Mid Cap	1. K-MIDSMALL	กลีกรไทยจำกัด	อยู่
	2. KKP SM CAP	เกียรตินาคินภัทร จำกัด	อยู่
	3. KT-mai	กรุงไทยจำกัด (มหาชน)	อยู่
	4. T-SM Cap	ธนชาติ จำกัด	อยู่
	5. UTSME	ยูโอบี (ประเทศไทย) จำกัด	อยู่
	6. TISCOMS-	ทิสโก้ จำกัด	อยู่
	7. SCBMSE	ไทยพาณิชย์ จำกัด	อยู่
	8. KTMSEQ	กรุงไทยจำกัด (มหาชน)	อยู่
	9. KFTHAISM	กรุงศรี จำกัด	อยู่



กลุ่มกองทุนที่	ชื่อกองทุนรวม	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุน	บริหารโดยธนาคาร พาณิชย์
2. Equity Large Cap	10. TISCOEGF	ทิสโก้ จำกัด	อยู่
	11. KAEQ	กสิกรไทยจำกัด	อยู่
	12. TEF	ยูโอบี (ประเทศไทย) จำกัด	อยู่
	13. KFENS50-A	กรุงศรี จำกัด	อยู่
3. Equity General	14. LHGROWTH-A	แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด	อยู่
	15. BTK	บัวหลวง จำกัด	อยู่
	16. SCBDA	ไทยพาณิชย์ จำกัด	อยู่
	17. BTP	บัวหลวง จำกัด	อยู่
	18. KFDYNAMIC	กรุงศรี จำกัด	อยู่
	19. LHGROWTH-R	แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด	อยู่
	20. T-FinanceTH	ธนชาติ จำกัด	อยู่
	21. BKIND	บัวหลวง จำกัด	อยู่
	22. K-STAR-A(R)	กสิกรไทยจำกัด	อยู่
	23. T-NFPLUS	ธนชาติ จำกัด	อยู่
	24. PRINCIPAL iDIV-R	พริ้นซิเพิล จำกัด	อยู่
	25. PRINCIPAL iDIV-A	พริ้นซิเพิล จำกัด	อยู่
	26. BKA2	บัวหลวง จำกัด	อยู่
	27. K-STEQ	กสิกรไทยจำกัด	อยู่
	28. TSF-A	ทิสโก้ จำกัด	อยู่
	29. BKA	บัวหลวง จำกัด	อยู่
	30. SCBTEQ	ไทยพาณิชย์ จำกัด	อยู่
	31. KTEF	กรุงไทย จำกัด (มหาชน)	อยู่
	32. B-INFRA	บัวหลวง จำกัด	อยู่
	33. UOBSDF	ยูโอบี (ประเทศไทย) จำกัด	อยู่
	34. T-Privilege	กรุงศรี จำกัด	อยู่
1. Equity Small-Mid Cap	35. TLMSEQ	ทาลิส จำกัด	ไม่อยู่
2. Equity Large Cap	36. ONE-G	วรรณ จำกัด	ไม่อยู่
3. Equity General	37. HIDIVPLUSG	เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	ไม่อยู่
	38. TLEQ	ทาลิส จำกัด	ไม่อยู่
	39. SF5	เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	ไม่อยู่
	40. TNP	เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	ไม่อยู่



กลุ่มกองทุนที่	ชื่อกองทุนรวม	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุน	บริหารโดยธนาคาร พาณิชย์
	41. ONE-EC14-RA	วรรณ จำกัด	ไม่อยู่
	42. ABG	อเบอร์ดีน (ประเทศไทย) จำกัด	ไม่อยู่
	43. ABSL	อเบอร์ดีน (ประเทศไทย) จำกัด	ไม่อยู่
	44. ASP-THEQ	แอสเซท พลัส จำกัด	ไม่อยู่
	45. ABSM	อเบอร์ดีน (ประเทศไทย) จำกัด	ไม่อยู่
	46. UNF	เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	ไม่อยู่
	47. 1AMSET50	วรรณ จำกัด	ไม่อยู่

3.2 แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Sharpe, Treynor, Jensen เป็นมาตรวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมได้รับความนิยมที่มีความแตกต่างกัน โดย Sharpe จะวัดผลตอบแทนเทียบกับสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงส่วน Jensen จะวัดอัตราผลตอบแทนของกองทุนเทียบกับดัชนีอ้างอิง และวิธีของ Treynor จะวัดอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเทียบกับผลตอบแทนของตลาด

Treynor and Mazuy (1966) เสนอตัวแบบสมการถดถอยใช้ในการกำหนดการลงทุนตามสถานะตลาดโดยมีสมมติฐานที่ว่าความชัน Characteristic Market Line (CML) จะแตกต่างกันตามสภาวะความแปรปรวนของตลาด ผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถจับจังหวะลงทุนจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความแปรปรวนสูงในสภาวะตลาดที่คาดว่าจะดีขึ้น และลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความแปรปรวนต่ำในสภาวะตลาดที่คาดว่าจะแย่ลง ดังนั้น ความสัมพันธ์จึงมีลักษณะของสมการยกกำลังสอง

Henriksson and Merton (1981) โดยวิธีกำหนดตัวแปรหุ่น ได้เสนอสมการการประมาณการ Characteristic Line แบบง่ายโดยเพิ่มตัวแปรหุ่นเข้ามาเพื่อแบ่งแยกสภาพตลาด มี 2 ลักษณะคือ สภาวะตลาดรุ่งเรือง ตัวแปรหุ่น มีค่าเป็น 1 และ สภาวะตลาดซบเซา ตัวแปรหุ่น มีค่า เป็น 0

นุชนชนก เดชเพ็ชร (2559) ศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นที่บริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ถือหุ้นใหญ่และไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ ทำการศึกษาจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) แบบรายเดือน เปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกองทุนที่แตกต่างกันตามเป้าหมายการลงทุนของกองทุนวัดผลการดำเนินงานจากการใช้ทฤษฎีอัตราผลตอบแทน ทฤษฎีความเสี่ยง มาตรวัด Sharpe Ratio, CAPM และแบบจำลองของจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะตลาดของผู้จัดการกองทุนรวมถึง ค่าธรรมเนียมการจัดการ อัตราการเติบโตของกองทุน อายุการดำเนินงาน และขนาดของกองทุน พบว่ากองทุนที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์มีค่าความผันผวนที่ต่ำกว่ากองทุนที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีขนาดของกองทุนเล็กกว่า 79 % และ Growth rate ที่ต่ำกว่า ซึ่งบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์มีข้อเสียเปรียบใน



เรื่องของสาขาในการให้บริการที่มีอยู่จำนวนน้อยและขนาดของกองทุนที่เล็กมีจำนวนเงินทุนที่น้อยกว่าที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของกองทุนโดยภาพรวมแล้วนั้นผลการดำเนินงานโดยเฉลี่ยของกองทุนที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ถือใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมที่บริหารโดยบริษัทจัดการหลักทรัพย์ที่ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์

บงกชรัตน์ ดวงฉวี (2560) ศึกษาความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาดของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย 98 กองทุนโดยอ้างอิงการทดสอบสมการถดถอยกำลังสองของ Treynor and Mazuy (1966) และ Henriksson and Merton (1981) จากการเก็บข้อมูลแบบทวิภาคของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุนรายวัน อัตราผลตอบแทนดอกเบี้ยตัวเงินคลัง 10 ปี และอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2560 จากการศึกษา พบว่าผลการดำเนินงานกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยโดยเฉลี่ยส่วนใหญ่มีผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด โดยจากการทดสอบตามแบบจำลอง Treynor and Mazuy (1966) พบว่า มี 7 กองทุนที่มีทักษะด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์ และมี 24 กองทุนที่มีทักษะด้านการคาดการณ์ทิศทางตลาด และตามแบบจำลอง Henriksson and Merton (1981) พบว่า มี 10 กองทุน ที่มีทักษะด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์ และมี 6 กองทุนที่มีทักษะด้านการคาดการณ์ทิศทางตลาด

สิริกาญจน์ ดินเดิมทรัพย์ (2562) ศึกษาเรื่อง เปรียบเทียบความสามารถระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่อยู่ภายใต้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่มีความเกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ (Bank affiliated funds) และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank affiliated funds) ในช่วงปีพ.ศ. 2552-2562 จำนวน 73 กองทุน การศึกษานี้ได้ทำการประเมินความสามารถ 3 ด้าน ได้แก่ การเลือกสรรหลักทรัพย์ การจับจังหวะเวลาลงทุน และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน โดยใช้แบบจำลอง Jensen's alpha, Treynor-Mazuy และ Spearman's rank correlation ตามลำดับ ผลการศึกษาพบว่า Non-Bank affiliated fund มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาลงทุนและรักษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานมากกว่าในขณะที่ Bank affiliated fund เหนือกว่าในด้าน การเลือกสรรหลักทรัพย์

3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

1) อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

$$R_{p,t} = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1})}{NAV_{t-1}} \times 100$$

$R_{p,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ ช่วงเวลา t

NAV_t คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ ช่วงเวลา t

NAV_{t-1} คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ ช่วงเวลา t-1

หาค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรายเดือนได้โดยใช้วิธีคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเลขคณิต (Arithmetic Mean) ดังสมการต่อไปนี้

$$\bar{R}_p = \sum_{t=1}^n \frac{R_{pt}}{n}$$

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

R_{pt} คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลาที่ t



n คือ จำนวนช่วงเวลาที่นำมาหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

2) อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\bar{R}_m = \sum_{t=1}^n \frac{R_{m,t}}{n}$$

\bar{R}_m คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ ช่วงเวลา t

n คือ จำนวนช่วงเวลาที่นำมาหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

3) อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงรายเดือนของอัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล อายุ 1 ปี

$$R_{f,t} = \frac{(Tbill_t - Tbill_{t-1})}{Tbill_{t-1}} \times 100$$

$R_{f,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง ณ ช่วงเวลา t

$Tbill_t$ คือ อัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลัง อายุ 1 ปี ณ ช่วงเวลา t

$Tbill_{t-1}$ คือ อัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลัง อายุ 1 ปี ณ ช่วงเวลา $t-1$

หาค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงรายเดือน ได้ โดยใช้วิธีคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเลข

คณิต (Arithmetic Mean) ดังสมการต่อไปนี้

$$\bar{R}_f = \sum_{t=1}^n \frac{R_{f,t}}{n}$$

\bar{R}_f คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงเฉลี่ย

$R_{f,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง ณ ช่วงเวลา t

n คือ จำนวนช่วงเวลาที่นำมาหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

4) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุน

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_{pt} - \bar{R}_p)^2}{(n)}}$$

σ_p คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม

R_{pt} คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ ช่วงเวลา t

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

n คือ จำนวนช่วงเวลาที่นำมาหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุน

การคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตลาด สามารถคำนวณได้ในทำนองวิธีเดียวกัน

5) ความเสี่ยงส่วนที่เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ของกองทุน



$$\beta_p = \frac{COV_{pm}}{\sigma_m^2}$$

$$\text{โดยที่ } COV_{pm} = \frac{[\sum_{t=1}^n (R_{pt} - \bar{R}_p)(R_{mt} - \bar{R}_m)]}{n}$$

COV_{pm} คือ ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม กับอัตราผลตอบแทนของตลาด

R_{pt} คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลา t

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดในงวดเวลาที่ t

\bar{R}_m คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

σ_m^2 คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด

6) ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน (Coefficient of variance)

$$CV = \frac{\sigma_p}{\bar{R}_p}$$

CV คือ สัมประสิทธิ์การแปรผัน

σ_p คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ ช่วงเวลา t

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

7) การวัดประสิทธิภาพการบริหารกองทุนรวม โดยมาตรวัด Sharpe ratio

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

S_p คือ Sharpe's Ratio ของกองทุนรวม

\bar{R}_p คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

\bar{R}_f คือ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

σ_p คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม

8) การวัดประสิทธิภาพการบริหารกองทุนรวม โดยมาตรวัด Treynor ratio

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$$

T_p คือ Treynor Ratio ของกองทุนรวม

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

\bar{R}_f คือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

β_p คือ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของกองทุนรวม

9) การวัดประสิทธิภาพการบริหารกองทุนรวม โดยมาตรวัด Jensen

$$\alpha_p = \bar{R}_p - (\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f) \beta_p)$$



α_p คือ ตัววัดผลการดำเนินงาน Jensen หรือ ค่าอัลฟาของ Jensen

\bar{R}_p คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

\bar{R}_f คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

\bar{R}_m คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์

β_p คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

10) การวัดผลการดำเนินงานผู้ดูแลกองทุนความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุน (Market Timing)

ด้วยแบบจำลองสมการถดถอยกำลังสองของ Treynor and Mazuy

$$(R_p - R_f) = a_p + b_p(R_m - R_f) + c_p(R_m - R_f)^2 + e_p$$

R_p คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

R_f คือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

R_m คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด

a_p คือ ค่าที่แสดงความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์

b_p คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปร $(R_m - R_f)$

c_p คือ ค่าที่แสดงความสามารถในการจับจังหวะการลงทุน

e_p คือ ค่าความแปรปรวนระหว่างข้อมูลกับค่าเฉลี่ยซึ่งอยู่บนเส้นถดถอย

11) การวัดผลการดำเนินงานผู้ดูแลกองทุนความสามารถด้านจังหวะเวลาการลงทุน (Market Timing)

ด้วยแบบจำลองแนวคิดของ Henriksson & Merton

ได้เสนอสมการการประมาณการ Characteristic Line แบบง่าย โดยเพิ่มตัวแปรหุ่นเข้ามาเพื่อแบ่งแยกสภาพตลาด โดยสมการแสดงดังนี้

$$(R_p - R_f) = a_p + b_p(R_m - R_f) + c_p[D(R_m - R_f)^2] + e_p$$

R_p คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

R_f คือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

R_m คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด

a_p คือ ค่าที่แสดงความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์

b_p คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวแปร $(R_m - R_f)$

c_p คือ ค่าที่แสดงความสามารถในการจับจังหวะการลงทุน

D คือ ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) แสดงสถานะตลาด

e_p คือ ค่าความแปรปรวนระหว่างข้อมูลกับค่าเฉลี่ยซึ่งอยู่บนเส้นถดถอย

4. ผลการวิจัย

จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทน ความเสี่ยง ค่าเบต้า ค่าสัมประสิทธิ์แปรผัน จะได้ผลตามตารางที่ 2 ด้านมาตรวัดของ Sharpe, Treynor, Jensen จะได้ผลตามตารางที่ 3 และ ผลการศึกษาแบบจำลอง Treynor and Mazuy (TM Model) และ Henriksson and Merton (HM Model) จะได้ผลตามตารางที่ 4



ตารางที่ 2 สรุปผลตอบแทน ความเสี่ยง (รายเดือน) ค่าเบต้า และค่าสัมประสิทธิ์แปรผัน (CV) ของกองทุนรวม

ชื่อกองทุน / ตัวเทียบ	Return	อันดับที่	S.D.	อันดับที่	Beta	CV
SET Index	0.2134%		5.1075%		1	23.9394
ชื่อกองทุน / ตัวเทียบ	Return		อันดับที่		S.D.	อันดับที่
RF	0.0961%		0.0427%		-0.0009	0.4445
กลุ่มอยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์						
1.Equity Small-Mid Cap						
K-MIDSMALL	0.6998%	9	5.6489%	34	1.0055 (35)	8.0722 (10)
KKP SM CAP	1.0565%	3	6.3869%	45	1.1263 (47)	6.0455 (4)
KT- mai	0.4935%	22	6.0586%	39	0.8666 (6)	12.278 (24)
T-SM Cap	0.5853%	12	6.0818%	41	1.0286 (39)	10.3914 (17)
UTSME	0.5614%	13	6.1084%	42	1.0731 (44)	10.8807 (19)
TISCOMS-A	0.8619%	6	6.0372%	38	1.0181 (36)	7.0049 (6)
SCBMSE	0.5408%	15	5.8085%	35	1.0048 (34)	10.7409 (18)
KTMSEQ	0.8815%	5	6.1597%	43	0.9357 (25)	6.9878 (5)
KFTHAISM	0.3185%	29	6.4101%	46	1.0533 (41)	20.1285 (40)
AVG	0.6666%		6.0778%		1.0124	10.2811
2.Equity Large Cap						
TISCOEGF	0.7083%	8	5.4398%	32	1.0421 (40)	7.6803 (8)
KAEQ	0.7183%	7	5.0548%	25	0.9636 (30)	7.0374 (7)
TEF	0.3051%	34	4.6650%	6	0.8940 (15)	15.2909 (29)
KFENS50-A	0.3623%	26	5.5874%	33	1.0712 (43)	15.423 (30)
AVG.	0.5235%		5.1868%		0.9927	11.3579
3.Equity General						
LHGROWTH-A	0.5480%	14	4.8190%	14	0.8613 (5)	8.7939 (11)
BTK	0.2371%	40	4.3573%	1	0.7890 (1)	18.3814 (38)
SCBDA	0.5109%	18	5.0011%	23	0.9541 (28)	9.7892 (15)
BTP	0.2662%	39	4.7974%	12	0.8713 (7)	18.0218 (37)
KFDYNAMIC	0.5002%	20	5.9421%	37	1.0269 (38)	11.8787 (21)
LHGROWTH-R	0.5407%	16	4.8182%	13	0.8612 (4)	8.9104 (12)
T-FinanceTH	0.6517%	10	5.8386%	36	1.0257 (37)	8.9591 (13)
BKIND	0.1613%	43	4.5313%	2	0.8512 (43)	28.0966 (43)



ชื่อกองทุน / ตัวเทียบ	Return	อันดับที่	S.D.	อันดับที่	Beta	CV
K-STAR-A(R)	0.5400%	17	4.9191%	21	0.9467 (26)	9.1095 (14)
T-NFPLUS	0.3808%	25	4.8727%	17	0.9312 (23)	12.7958 (25)
PRINCIPAL iDIV-R	0.3035%	35	4.8944%	19	0.9151 (19)	16.125 (32)
PRINCIPAL iDIV-A	0.2863%	37	4.8886%	18	0.9150 (18)	17.0739 (35)
BJA2	0.1843%	41	4.6815%	8	0.8951 (16)	25.4015 (41)
K-STEQ	0.6352%	11	4.8997%	20	0.9297 (22)	7.7131 (9)
TSF-A	1.4685%	1	6.1946%	44	1.1141 (46)	4.2183 (1)
BJA	0.1669%	42	4.6903%	8	0.8970 (17)	28.0953 (42)
SCBTEQ	0.4935%	21	5.0184%	24	0.9532 (27)	10.1688 (16)
KTEF	0.3059%	32	5.1061%	27	0.9331 (24)	16.6927 (34)
B-INFRA	0.2732%	38	5.2310%	29	0.9812 (32)	19.1437 (39)
UOBSDF	0.3892%	24	4.6611%	5	0.8911 (13)	11.9769 (22)
T-Privilege	0.3059%	33	5.2898%	30	0.8792 (10)	17.2944 (36)
AVG	0.4357%		5.0215%		0.9254	14.6971
<u>AVG.กลุ่มอยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์</u>	<u>0.5071%</u>		<u>5.3206%</u>		<u>0.9564</u>	<u>13.1353</u>
กลุ่มที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์						
1.Equity Small-Mid Cap						
TLMSEQ	1.3224%	2	6.8387%	47	1.0612 (42)	5.1714 (2)
AVG	1.3224%		6.8387%		1.0612	5.1714
2.Equity Large Cap						
ONE-G	0.1048%	45	4.9929%	22	0.9618 (29)	47.6241 (45)
AVG	0.1048%		4.9929%		0.9618	47.6241
3.Equity General						
HIDIVPLUSG	0.4242%	23	4.6654%	7	0.8899 (11)	10.9991 (20)
TLEQ	0.5039%	19	6.0666%	40	1.0913 (45)	12.0393 (23)
SF5	0.3426%	28	4.6999%	10	0.8903 (12)	13.7195 (27)
TNP	0.3618%	27	4.6414%	4	0.8788 (9)	12.8278 (26)
ONE-EC14-RA	0.1252%	44	5.3115%	31	0.9809 (31)	42.4103 (44)
ABG	0.0578%	46	4.8693%	16	0.9267 (20)	84.2605 (46)



ชื่อกองทุน / ตัวเทียบ	Return	อันดับที่	S.D.	อันดับที่	Beta	CV
ABSL	0.0571%	47	4.8645%	15	0.9285 (21)	85.2339 (47)
ASP-THEQ	0.8983%	4	5.1204%	28	0.8916 (14)	5.7000 (3)
ABSM	0.3104%	31	4.7041%	11	0.8451 (2)	15.1572 (28)
UNF	0.2933%	36	4.6357%	3	0.8778 (8)	15.8059 (31)
1AMSET50-RA	0.3151%	30	5.1022%	26	0.9818 (33)	16.1910 (33)
AVG	0.3354%		5.0215%		0.9257	27.2596
AVG กลุ่มที่ไม่อยู่ใน การบริหารโดย ธนาคารพาณิชย์	0.3936%		5.1164%		0.9389	27.1270

จากตารางที่ 2 พบว่ากลุ่มกองทุนรวมที่อยู่ในการบริหาร โดยธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยดีกว่าตลาด สูงสุด คิดเป็น 91.1765% จาก 47 กองทุน มี 7 กองทุนให้ผลตอบแทนน้อยกว่าตลาด ได้แก่ ABSL, ABG, ONE-G, ONE-EC14-RA, BKIND, BKA, BKA2 โดยกองทุนที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุด คือ ABSL ส่วนกองทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากที่สุด คือ TSF-A ในการเปรียบเทียบค่าความเสี่ยง (CV) ทั้ง 2 กลุ่มและตลาด พบว่า กลุ่มที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาดที่สุด คิดเป็น 94.1176 % และกองทุนที่ไม่อยู่ในการบริหาร โดยธนาคารพาณิชย์ จาก 47 กองทุน มี 7 กองทุนที่มีค่าความเสี่ยง CV มากกว่าตลาด ได้แก่ ABSL, ABG, ONE-G, ONE-EC14-RA, BKIND, BKA, BKA2 และ กองทุนที่มีค่าความเสี่ยง CV น้อยกว่า 3 อันดับแรก ได้แก่ TSF-A, TLMSEQ, ASP-THEQ

ตารางที่ 3 ผลวิเคราะห์การบริหารกองทุนรวม (รายเดือน) ด้วยมาตรวัด 3 แบบ ได้แก่ Sharpe, Treynor, Jensen

ชื่อกองทุน / ตัวเทียบวัด	Sharpe	Treynor	Jensen
SET INDEX	0.022960	0.001173	
กลุ่มอยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์			
1.Equity Small-Mid Cap			
K-MIDSMALL	0.106873 (10)	0.006004 (8)	0.004858 (9)
KKP SM CAP	0.150368 (4)	0.008527 (4)	0.008283 (3)
KT- mai	0.065587 (23)	0.004585 (16)	0.002957 (19)
T-SM Cap	0.080435 (16)	0.004756 (14)	0.003686 (12)
UTSME	0.076176 (19)	0.004336 (19)	0.003395 (15)
TISCOMS-A	0.126842 (6)	0.007522 (6)	0.006464 (6)
SCBMSE	0.076560 (18)	0.004426 (17)	0.003269 (17)
KTMSEQ	0.127509 (5)	0.008394 (5)	0.006757 (5)
KFTHAISM	0.034691 (38)	0.002111 (36)	0.000989 (35)
AVG	0.093893	0.005629	0.004518
2.Equity Large Cap			



ชื่อกองทุน / ตัวเทียบวัด	Sharpe	Treynor	Jensen
TISCOEGF	0.112539 (8)	0.005874 (9)	0.004900 (8)
KAEQ	0.123089 (7)	0.006457 (7)	0.005092 (7)
TEF	0.044802 (30)	0.002338 (31)	0.001042 (31)
KFENS50-A	0.047642 (28)	0.002485 (29)	0.001406 (28)
AVG	0.093477	0.004890	0.003678
3.Equity General			
LHGROWTH-A	0.093777 (12)	0.005247 (12)	0.003509 (13)
BTK	0.032352 (40)	0.001787 (40)	0.000500 (40)
SCBDA	0.082941 (15)	0.004348 (18)	0.003029 (18)
BTP	0.035460 (37)	0.001953 (38)	0.000679 (38)
KFDYNAMIC	0.068015 (21)	0.003936 (21)	0.002837 (21)
LHGROWTH-R	0.092286 (13)	0.005163 (13)	0.003437 (14)
T-FinanceTH	0.095162 (11)	0.005417 (11)	0.004400 (10)
BKIND	0.014387 (43)	0.000766 (43)	-0.000346 (43)
K-STAR-A(R)	0.090243 (14)	0.004689 (15)	0.003329 (16)
T-NFPLUS	0.058432 (25)	0.003058 (25)	0.001755 (25)
PRINCIPAL iDIV-R	0.042384 (33)	0.002267 (32)	0.001001 (34)
PRINCIPAL iDIV-A	0.038914 (36)	0.002079 (37)	0.000829 (37)
BKA2	0.018844 (41)	0.000986 (41)	-0.000167 (41)
K-STEQ	0.110039 (9)	0.005799 (10)	0.004301 (11)
TSF-A	0.221554 (1)	0.012319 (1)	0.012418 (1)
BKA	0.015107 (42)	0.000790 (42)	-0.000343 (42)
SCBTEQ	0.079194 (17)	0.004169 (20)	0.002856 (20)
KTEF	0.041089 (34)	0.002248 (33)	0.001004 (33)
B-INFRA	0.033869 (39)	0.001806 (39)	0.000621 (39)
UOBSDF	0.062880 (24)	0.003289 (24)	0.001886 (24)
T-Privilege	0.039658 (35)	0.002386 (30)	0.001067 (30)
AVG	0.065076	0.003548	0.002314
AVG กลุ่มที่อยู่ในการบริหารโดย ธนาคารพาณิชย์	0.074697	0.004186	0.002991
กลุ่มที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์			
1.Equity Small-Mid Cap			



ชื่อกองทุน / ตัวเทียบวัด	Sharpe	Treynor	Jensen
TLMSEQ	0.179322 (2)	0.011556 (2)	0.011019 (2)
AVG	<u>0.179322</u>	<u>0.011556</u>	<u>0.011019</u>
2.Equity Large Cap			
ONE-G	0.001754 (45)	0.000091 (45)	-0.001040 (45)
AVG	<u>0.001754</u>	<u>0.000091</u>	<u>-0.001040</u>
3.Equity General			
HIDIVPLUSG	0.070321 (20)	0.003687 (23)	0.002237 (23)
TLEQ	0.067223 (22)	0.003737 (22)	0.002798 (22)
SF5	0.052445 (27)	0.002769 (27)	0.001421 (27)
TNP	0.057254 (26)	0.003024 (26)	0.001627 (26)
ONE-EC14-RA	0.005489 (44)	0.000297 (44)	-0.000859 (44)
ABG	-0.007864 (46)	-0.000413 (46)	-0.001470 (46)
ABSL	-0.008019 (47)	-0.000420 (47)	-0.001479 (47)
ASP-THEQ	0.156674 (3)	0.008998 (3)	0.006977 (4)
ABSM	0.045550 (29)	0.002535 (28)	0.001152 (29)
UNF	0.042541 (32)	0.002247 (34)	0.000943 (36)
IAMSET50-RA	0.042931 (31)	0.002231 (35)	0.001039 (32)
AVG	<u>0.047686</u>	<u>0.002608</u>	<u>0.001308</u>
AVG กลุ่มที่ไม่อยู่ในการบริหารโดย ธนาคารพาณิชย์	<u>0.054279</u>	<u>0.003103</u>	<u>0.001874</u>

จากตารางที่ 3 การบริหารกองทุนรวมด้วยมาตรวัด 3 แบบ Sharpe, Treynor, Jensen พบว่า ทั้ง 2 กลุ่มให้ผลการดำเนินงานกองทุนที่ดีกว่าตลาด แต่กลุ่มกองทุนที่อยู่ในการบริหาร โดยธนาคารพาณิชย์มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าอีกกลุ่ม ทั้ง 3 มาตรวัด แต่ละมาตรวัด คิดเป็น 91.1765% จาก 47 กองทุน กองทุนที่ค่า Sharpe มากสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ TSF-A, TLMSEQ, ASP-THEQ กองทุนที่ค่า Sharpe ต่ำสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ ABSL, ABG, ONE-G กองทุนที่ค่า Treynor มากสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ TSF-A, TLMSEQ, ASP-THEQ กองทุนที่มีค่า Treynor ต่ำสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ ABSL, ABG, ONE-G และ กองทุนที่ค่า Jensen มากสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ TSF-A, TLMSEQ, KKP SM CAP กองทุนที่ค่า Jensen ต่ำสุด 3 อันดับแรก ได้แก่ ABSL, ABG, ONE-G

ตารางที่ 4 สรุปผลการศึกษาแบบจำลอง Treynor and Mazuy (TM Model) และ Henriksson and Merton (HM Model)

กลุ่มที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ TM Model									
Measures	N	Mean	Min	Max	S.D.	N+	N+**	N-	N-**
a _p	34	0.0047	-0.0010	0.0133	0.0037	12	16	6	0
b _p	34	0.9738	0.8103	1.1501	0.0873	0	34	0	0



C _p	34	-0.6663	-2.2629	1.0300	0.7848	7	1	10	16
Adjusted R ²	34	0.8619	0.5252	0.9699	0.1028				
กลุ่มที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ TM Model									
a _p	13	0.0031	-0.0019	0.0169	0.0050	7	2	4	0
b _p	13	0.9518	0.8678	1.1233	0.0805	0	13	0	0
C _p	13	-0.4864	-2.2913	0.4155	0.7068	3	0	6	4
Adjusted R ²	13	0.8948	0.6580	0.9675	0.0841				
กลุ่มที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ HM Model									
a _p	34	0.0063	- 0.0032	0.0168	0.0052	7	21	6	0
b _p	34	1.0647	0.7852	1.4410	0.1653	0	34	0	0
C _p	34	-0.1918	- 0.6850	0.2686	0.2246	9	1	10	14
Adjusted R ²	34	0.8594	0.5211	0.9656	0.1040				
กลุ่มที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ HM Model									
a _p	13	0.0039	- 0.0035	0.0201	0.0059	9	2	2	0
b _p	13	1.0061	0.8578	1.3656	0.1412	0	13	0	0
C _p	13	- 0.1187	- 0.5352	0.1529	0.1729	3	0	9	1
Adjusted R ²	13	0.8921	0.6387	0.9675	0.0887				

จากตารางที่ 4 ความสามารถด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนตาม TM Model และ HM Model มีค่า a_p , C_p เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 พบว่า กองทุนรวมที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ มีความสามารถเลือกสรรหลักทรัพย์และมีความสามารถจับจังหวะเวลาลงทุนมากกว่า โดย TM Model ค่า a_p คิดเป็น 47.06% กองทุนที่มีค่า a_p มากสุด 3 อันดับ ได้แก่ TSF-A, KTMSEQ, KKP SM CAP ค่า C_p เป็น กองทุน KFENS50-A มีค่า C_p เท่ากับ 1.0300 และ HM Model ค่า a_p คิดเป็น 61.76% กองทุนที่มีค่า a_p มากสุด 3 อันดับ ได้แก่ KTMSEQ, TSF-A, TISCOMS-A, ค่า C_p เป็น กองทุน KFENS50-A มีค่า C_p เท่ากับ 0.2686

5. การอภิปรายผล

จากการประเมินความสามารถของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ในการบริหารของธนาคารพาณิชย์ รวม 47 กองทุน ซึ่งมีความแตกต่างจากงานศึกษาในอดีต เนื่องจาก ใช้ข้อมูลผลตอบแทนกองทุนรวมในช่วงระยะเวลา การจัดการกลุ่มตัวอย่าง การใช้เครื่องมือที่ต่างกัน จึงไม่สามารถสรุปว่า สอดคล้องหรือไม่สอดคล้องกับงานวิจัยอื่น

พบว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ โดยรวมมีความสามารถการบริหารกองทุนดีกว่ากองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากมีสาขาธนาคารส่งผลให้มีช่องทางการขายกองทุนที่มากกว่า และสามารถระดมเงินทุนกองทุนได้มากกว่า จากการศึกษาเพิ่มเติมกองทุนที่ให้ค่าความเสี่ยงต่ำที่สุดเทียบกับอัตราผลตอบแทน 1 หน่วย คือ กองทุน TSF-A ซึ่งอยู่ในกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ ให้ผลตอบแทนมากที่สุด



มีค่า Sharpe, Treynor, Jensen สูงสุด และมีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ จากการศึกษา กองทุนนี้ให้ผลที่ตรงกับการอ้างอิงของ finnomena.com มี Performance ย้อนหลัง 3 ปี 5 ปี 10 ปี อยู่ในระดับที่ดีที่สุด ช่วงเปอร์เซ็นต์ไทล์ 1-5 เป็นกองทุนหุ้นไทยอันดับ 1 ในปี 2563 ที่ให้ผลการดำเนินงานที่โดดเด่น ได้รับการันตี Morning Star 5 ดาว ส่วนกองทุน KFENS50-A เป็นกองทุนที่มีความสามารถด้านจับจังหวะการลงทุนแต่ไม่มี ความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ หากพิจารณาการอ้างอิง finnomena.com มี Performance ย้อนหลัง 5 ปี 10 ปี อยู่ในระดับที่ดีช่วงเปอร์เซ็นต์ไทล์ 5-25 ให้ผลที่ตรงจากการศึกษากองทุนนี้ โดยรวมมีผลการดำเนินงานที่ดี ค่า Sharpe, Treynor, Jensen มีค่าเป็นบวก ถึงอย่างไรการศึกษานี้ไม่ใช่ผลตอบแทนที่แท้จริงเนื่องจากไม่ได้พิจารณาส่วน ค่าธรรมเนียมจัดการของกองทุนและผลตอบแทนที่ได้เป็นเพียงส่วนต่างของราคาเท่านั้น

6. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

จากการประเมินความสามารถของกองทุนรวมทั้งลงทุนในหุ้นภายในประเทศที่อยู่ในการบริหารและไม่อยู่ใน การบริหารของธนาคารพาณิชย์ รวม 47 กองทุน พบว่า 2 กลุ่มให้ผลตอบแทนที่ชนะตลาด แต่กลุ่มกองทุนที่อยู่ใน การบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากลุ่มกองทุนที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ และกองทุน ที่ให้ผลตอบแทนมากที่สุด คือ TSF-A อยู่ในกลุ่มที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ ส่วนการศึกษาค่าความเสี่ยง และค่า CV พบว่า กองทุนที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ มีค่าความเสี่ยงต่อผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดดีกว่า กองทุนกลุ่มที่ไม่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์ โดยกองทุนที่มีค่า CV ต่ำที่สุด 3 อันดับ ได้แก่ TSF-A, TLMSEQ, ASP-THEQ จากการวัดผลการดำเนินงานกองทุนตามมาตรวัด Sharpe, Treynor, Jensen พบว่า กลุ่ม กองทุนรวมที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์บริหารกองทุนได้ดีกว่า และจากการศึกษาการจับจังหวะเวลาการ ลงทุนด้วย TM model และ HM model ให้ผลลัพธ์ทิศทางเดียวกันโดย ค่า a_p กลุ่มกองทุนรวมที่อยู่ในการบริหารโดย ธนาคารพาณิชย์บริหารมีทักษะการเลือกสรรหลักทรัพย์ที่ดีกว่าอย่างนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 กองทุนที่ มีค่า a_p มากสุดตาม TM model คือ TSF-A กองทุนที่มีค่า a_p มากสุดตาม HM model คือ KTMSEQ ส่วนค่า C_p กลุ่ม กองทุนรวมที่อยู่ในการบริหารโดยธนาคารพาณิชย์บริหารมีทักษะจับจังหวะเวลาลงทุนตามสภาวะตลาด อย่างมี นัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จาก 47 กองทุน พบว่า มี 1 กองทุน โดยสองแบบจำลองให้ผลลัพธ์ที่ เหมือนกัน คือ กองทุน KFENS50-A

ข้อเสนอแนะ

- 1) การใช้ชุดข้อมูลเป็นแบบรายเดือน ซึ่งอาจทำให้ผลการศึกษาที่ได้มีความคลาดเคลื่อนหรืออาจไม่ สะท้อนพอ ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจใช้จำนวนชุดข้อมูลที่มากขึ้น
- 2) การศึกษาครั้งนี้กองทุนครั้งนี้อาจไม่ใช่ผลตอบแทนที่แท้จริง ยังไม่ได้มีการพิจารณาเรื่องของ ค่าธรรมเนียมจัดการของกองทุนและทั้งนี้ทำการศึกษาจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ของกองทุน (NAV)
- 3) ช่วงข้อมูลกองทุนที่ใช้เป็นระยะเวลา 5 ปีโดยไม่ได้มีการแบ่งย่อยช่วงเวลาปีการศึกษาครั้งต่อไป หากมีการแบ่งช่วงย่อยระยะเวลาทำให้เห็นผลการดำเนินงานของกองทุนแต่ละช่วงสภาพตลาด และเปรียบเทียบได้ชัดเจนขึ้น



เอกสารอ้างอิง

- นัฐพล อัสวแก้วฟ้า. (2551). เปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทน ระหว่าง กองทุนรวม และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ในประเทศไทย (วิทยานิพนธ์, มหาวิทยาลัยราชภัฏศรีสะเกษ)
- บุญชนก เดชพีรย์. (2559). การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนที่ลงทุนในหุ้นที่บริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ถือหุ้นใหญ่และ ไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยนเรศวร)
- บงกชรัตน์ ดวงฉวี. (2560). ความสามารถด้านการคัดเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาดของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์)
- สิริกาญจน์ ดั้นเดมทรัพย์. (2562). เปรียบเทียบความสามารถระหว่าง กองทุนรวมตราสารทุนที่อยู่ภายใต้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่มีความเกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ (Bank affiliated funds) และ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์(Non-Bank affiliated funds) (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์)
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2565). อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี. สืบค้นจาก https://www.bot.or.th/App/BTWS_STAT/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=223&language=TH
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2565). รายชื่อบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตการจัดการกองทุนรวม. สืบค้นจาก <https://market.sec.or.th/public/orap/COMPANYPROFILE03.aspx?lang=th&licno=5&grptype=lcstype=>
- สมาคมบริษัทจัดการกองทุน. (2565). ข้อมูลกองทุนย้อนหลัง. สืบค้นจาก <https://www.thaimutualfund.com/AIMC/mutualFundCenter.jsp>