



ความสามารถในการจับจังหวะเวลาของกองทุนรวม LTF

Market Timing Ability of Long Term Equity Fund

ศิริประภา แสนทอง¹ ศศิพันธ์ นิตยะประภา² และธนโชติ บุญวรโชติ³

¹หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชากรรมการเงิน บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, gamdang6028@gmail.com

²สาขาวิชากรรมการเงิน คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, sasiphan_nit@utcc.ac.th

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

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลการดำเนินงานด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนรวม LTF ที่แบ่งตามนโยบายการจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผล โดยใช้แบบจำลองของ Treynor & Mazuy (1966) และ Henriksson & Merton (1981) โดยเก็บข้อมูลแบบทศวรรษของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม อัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล อายุ 1 ปี และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม 2558 - ธันวาคม 2562 จำนวน 53 กองทุน

จากผลการศึกษา กองทุนรวม LTF ที่ศึกษาโดยแบบจำลอง Treynor & Mazuy กรณีการจ่ายปันผลและกรณีไม่จ่ายปันผล พบว่า มี 9 กองทุน และ 1 กองทุน ตามลำดับ ที่มีความสามารถทั้งการจับจังหวะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ กองทุนรวม LTF ที่ศึกษาโดยแบบจำลอง Henriksson & Merton กรณีการจ่ายปันผลและกรณีไม่จ่ายปันผล พบว่า มี 10 กองทุน และ 1 กองทุน ตามลำดับ ที่มีความสามารถทั้งการจับจังหวะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์

คำสำคัญ : กองทุนรวม LTF, การจับจังหวะการลงทุน, การคัดเลือกหลักทรัพย์

ABSTRACT

The objective of this study is to study market timing ability of Long-Term Equity Fund which were divided by dividend-payment and non-dividend-payment policy. Using the models of Treynor & Mazuy (1966) and Henriksson & Merton (1981) by collecting secondary data on the net asset value of the mutual fund, one-year Treasury bills and government bonds, and the Stock Exchange of Thailand index from January 2015 to December 2019, data of 53 funds were collected.

The results show that Long Term Equity Fund studied by the Treynor & Mazuy model in the case of dividends and non-dividend payment policy are found that there were 9 funds and 1 fund, respectively, which were capable of both market timing and selecting. Long Term Equity Fund as studied by The Henriksson & Merton model for dividends and non-dividend shows that there are 10 funds and 1 fund, respectively, which are capable of both timing investment and stock selection

Keywords: Long Term Equity Fund, Market Timing, Selecting



1. บทนำ

เมื่อย้อนดูเศรษฐกิจไทยปี พ.ศ. 2562 ทั้งสงครามการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกากับจีน ภาวะเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัว สินค้าไทยถูกสหรัฐอเมริกาตัดสิทธิประโยชน์ GSP ส่งผลกระทบต่อเนื่องต่อภาคการผลิต การจ้างงานและการบริโภคของประเทศไทยซึ่งสุดท้ายแล้วการเติบโตของเศรษฐกิจของประเทศไทยลดลง และผิดไปจากการคาดการณ์ตอนต้นปี 2562 ค่อนข้างมาก ทำให้ทุกคนค่อนข้างหวาดกลัวกับการกลับมาของภาวะเศรษฐกิจถดถอย จึงทำให้การวางแผนว่าจะเลือกลงทุนอะไรในภาวะเศรษฐกิจในแต่ละช่วงนั้นเป็นสิ่งสำคัญ ก่อนที่เราจะกังวลกับภาวะถดถอยของเศรษฐกิจและการปรับพอร์ตการลงทุนเพื่อให้สอดคล้องกับเศรษฐกิจ เราควรทำความรู้จักกับวัฏจักรเศรษฐกิจก่อน การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงแต่ก็มีความเสี่ยงและความผันผวนของผลตอบแทนที่สูงด้วยเช่นกัน นักลงทุนบางกลุ่มที่ยังไม่มีความเข้าใจเพียงพอในการลงทุนจึงหันไปลงทุนโดยผ่านกองทุนรวม ซึ่งมีการบริหารจัดการโดยผู้ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญ โดยที่ผู้ลงทุนนำเงินของตนมาลงทุนรวมกัน มีผู้จัดการกองทุนทำหน้าที่นำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ หรือสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ตามนโยบายการลงทุนที่มีการบอกกล่าวไว้ล่วงหน้า เมื่อได้รับผลตอบแทนมาแล้ว ผลประโยชน์ต่าง ๆ ก็จะสะสมไว้ในกองทุน ซึ่งนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนการลงทุนโดยขายหน่วยลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในรูปของส่วนเพิ่มมูลค่าเงินลงทุน หรืออาจได้รับผลตอบแทนเป็นเงินปันผลในกรณีที่กองทุนรวมนั้นมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลตามสัดส่วนที่มีอยู่ในกองทุนนั้น จึงทำให้กองทุนรวมเป็นทางเลือกของการลงทุน ซึ่งในการเลือกลงทุนในกองทุนรวมนั้นผู้ลงทุนจะต้องศึกษาถึงลักษณะของกองทุนรวม

กรณีถ้านักลงทุนเป็นมนุษย์เงินเดือนควรเลือกมองหากองทุนประเภท LTF เพราะนอกจากจะไว้ลงทุนสำหรับการถือยาวแล้ว ยังสามารถได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีด้วย โดยเงินลงทุนในกองทุน LTF สามารถนำมาหักลดหย่อนภาษีได้สูงสุดไม่เกิน 15% ของเงินได้ในปีภาษีนั้น และต้องไม่เกิน 500,000 บาท กองทุน LTF มักจะลงทุนในหุ้นใหญ่ ๆ ของแต่ละอุตสาหกรรม ซึ่งล้วนเป็นกิจการที่มั่นคง มีผลประกอบการดี และมีการเติบโตอย่างสม่ำเสมอ เราสามารถดูรายชื่อหุ้นที่กองทุนมีการลงทุนได้จากหนังสือชี้ชวนการลงทุน และการลงทุนในกองทุน LTF มีการกระจายความเสี่ยงโดยการซื้อหุ้นหลายตัว ในบางกองทุนมีการลงทุนในหลายอุตสาหกรรม หรือบางกองทุนลงทุนในดัชนี SET ที่เสมือนกับการซื้อหุ้นทั้งหมดที่มีในตลาด นอกจากนี้ ยังมีกองทุน LTF ที่แบ่งเงินลงทุนส่วนหนึ่งไปลงทุนในสินทรัพย์ความเสี่ยงต่ำ เช่น ตราสารหนี้ภาครัฐ สถาบันการเงิน บริษัทเอกชน หรือเงินฝากธนาคาร ซึ่งยังเป็นการลดความเสี่ยงโดยรวมของกองทุนลงไปอีก ควรเลือกซื้อกองทุนที่มีความน่าเชื่อถือ และดูแลโดยผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถ โดยดูได้จากผลการดำเนินงานย้อนหลังของแต่ละกองทุนในเว็บไซต์ ทั้งนี้ “ผลการดำเนินงานในอดีต ไม่ได้เป็นเครื่องยืนยันผลการดำเนินงานในอนาคต” เลือกซื้อกองทุนที่มีนโยบายที่น่าสนใจ ซึ่งในที่นี้ผู้วิจัยได้เลือกเป็นศึกษารกรณีนโยบายจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผล เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนถึงความเหมาะสมในการลงทุน

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาถึงผลการดำเนินงานและเปรียบเทียบความสามารถด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนรวม LTF ที่แบ่งตามนโยบายการจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผลที่มีดำเนินการระหว่างปี พ.ศ. 2558-2562 โดยใช้แบบจำลองของ Treynor & Mazuy



2. เพื่อศึกษาถึงผลการดำเนินงานและเปรียบเทียบความสามารถด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนรวม LTF ที่แบ่งตามนโยบายการจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผลที่มีดำเนินการระหว่างปี พ.ศ. 2558-2562 โดยใช้แบบจำลองของ Henriksson & Merton

3. การดำเนินการวิจัย

3.1 ข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลแบบรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2558 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 รวมจำนวน 60 ข้อมูล ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยข้อมูลที่ใช้คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของแต่ละกองทุน LTF ในประเทศไทย ที่ถูกจัดอันดับจาก เว็บไซต์ www.wealthmagik.com เพื่อใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของกองทุน LTF จำนวน 53 กองทุน
2. อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด โดยข้อมูลที่ใช้คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ซึ่งได้รวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลโปรแกรม Aspen
3. อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง โดยข้อมูลที่ใช้คือ อัตราผลตอบแทนตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล อายุ 1 ปี ซึ่งได้รวบรวมข้อมูลจาก เว็บไซต์ www.bot.or.th ธนาคารแห่งประเทศไทย

3.2 สมมติฐานการศึกษา

เมื่อนำแบบจำลอง Treynor & Mazuy และ Henriksson & Merton มาใช้วัดผลการดำเนินงานด้านการจับจังหวะการลงทุนของกองทุนรวม LTF การอ่านผลการดำเนินงานจะอ่านจากค่าของ β_p ของสมการถดถอยเชิงเส้นตามแบบจำลองของ Treynor & Mazuy และ Henriksson & Merton หากค่า β_p ของกองทุนใดๆ มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า กองทุนนั้นมีผลการดำเนินงานด้านจับจังหวะการลงทุนดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ในทางตรงกันข้าม หากค่า β_p ของกองทุนใดๆ มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า กองทุนนั้นมีผลการดำเนินงานด้านจับจังหวะการลงทุนต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด

3.3 ความสามารถในการจับจังหวะเวลาการลงทุน (Market Timing Ability)

ธีรพรธ อิงภากรณ์ (2560) อธิบายว่า ความสามารถในการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาด (Market timing ability) เป็นความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการพยากรณ์ทิศทางตลาด และปรับเปลี่ยนน้ำหนักของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) เพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ เช่น หากผู้จัดการกองทุนคาดการณ์ว่า สภาวะตลาดจะดีขึ้น ผู้จัดการกองทุนจะเพิ่มน้ำหนักของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง จึงทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Beta) สูงขึ้นด้วย ในทางกลับกันหากผู้จัดการกองทุนคาดการณ์ว่า สภาวะตลาดจะมีแนวโน้มแย่ลง ผู้จัดการกองทุนจะลดน้ำหนักของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง จึงทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Beta) ลดลงด้วยเช่นกัน ดังนั้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Beta) จะไม่แปรผันตรงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ

Treynor and Mazuy (1996) ได้มีการเสนอตัวแบบที่เป็นสมการถดถอย (Quadratic regression model) เพื่อใช้ในการวัดความสามารถในการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาด โดยมีสมมติฐานที่ว่าความชัน Characteristic Market Line (CML) จะแตกต่างกันไปตามสภาวะความแปรปรวนของตลาด ผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถในการ



กำหนดจังหวัดจะลงทุนจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความแปรปรวนสูงในสถานะตลาดที่คาดว่าจะดีขึ้น และจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความแปรปรวนต่ำในสถานะที่ตลาดที่คาดว่าจะแย่ลง ดังนั้น ความสัมพันธ์จึงมีลักษณะของสมการยกกำลังสอง

Henriksson and Merton (1981) โดยวิธีกำหนดตัวแปรหุ่น ได้พัฒนาตัวแบบในการวัดความสามารถลงทุนตามสถานะตลาด เพื่อแสดงถึงพฤติกรรมการปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุน โดยได้เสนอแนวความคิดของตลาดมี 2 ลักษณะ คือ สถานะตลาดรุ่งเรือง ตัวแปรหุ่นมีค่าเป็น 1 และสถานะตลาดซบเซา ตัวแปรหุ่นมีค่าเป็น 0

3.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ฤทธิชาติ นิมมานเหมินท์, กฤษณะ กันทาปิ่น, ศรีณย์ ภูดล และ ธีราลักษณ์ สัจจะวาที (2561) ได้ศึกษาเรื่องผลการดำเนินงานด้านการจับจ้งหเวลาการลงทุนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลการดำเนินงานด้านการจับจ้งหเวลาการลงทุน ใช้แบบจำลองของ Treynor and Mazuy และแบบจำลองของ Henriksson and Merton และหาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานจากการคำนวณของแบบจำลองทั้งสองชนิด การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานใช้สถิติ Binomial Test และ สถิติ Pearson Correlation ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูล ระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2556 ถึงเดือนธันวาคม 2558 จำนวน 94 กองทุน ผลการศึกษาจากแบบจำลองของ Treynor and Mazuy พบว่ากองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ จำนวน 2 จาก 94 กองทุนที่มีความสามารถด้านการจับจ้งหเวลาการลงทุนดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาดและแบบจำลองของ Henriksson and Merton พบว่ามีเพียง 3 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานด้านการจับจ้งหเวลาการลงทุนดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 จากการทดสอบ Binomial test ยืนยันว่า กองทุนส่วนใหญ่ มีผลการดำเนินงานด้านการจับจ้งหเวลาการลงทุนต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ส่วนผลของความสัมพันธ์ของแบบจำลองทั้งสองพบว่า แบบจำลองมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า เมื่อนำแบบจำลองทั้งสองแบบมาประยุกต์ใช้จะให้ผลลัพธ์คล้ายคลึงกัน

ฤดี เงินเชื้อ (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ความสามารถในการเลือกจ้งหเวลาในการลงทุนและการเลือกหลักทรัพย์ในตลาดของกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์ : กองทุนรวมที่มีการจัดอันดับ 5 Most Popular Funds in April 2016 (Morning Star) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และเลือกจ้งหเวลาการลงทุนของผู้จัดการกองทุนในประเทศสิงคโปร์ที่มีผลดำเนินการสูงสุดในช่วงปี 2014 - 2016 ที่มีการจัดอันดับจาก Morningstar โดยใช้แบบจำลอง TM (Treynor & Mazuy (1966))ระยะเวลา 4 ปีปฏิทิน ระหว่างวันที่ 4 มกราคม 2012 ถึงวันที่ 1 เมษายน 2016 รวมจำนวน 1042 วัน โดยศึกษากองทุนทั้งหมด 5 กองทุนผลการศึกษาพบว่า ผู้จัดการกองทุนที่ถูกจัดอันดับว่าเป็นกองทุนที่มีผลดำเนินการดีที่สุด 5 อันดับแรกโดยบริษัทที่จัดอันดับคือ Morningstar มีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และเลือกจ้งหเวลาการลงทุนเพียง 1 กองทุน และมี 4 กองทุนที่มีความสามารถในการเลือกจ้งหเวลาการลงทุน เพียงอย่างเดียว

สุภโชค ศรีนครธรรม (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และจ้งหเวลาการลงทุนในตลาดของกองทุนรวมในประเทศอินโดนีเซีย: กองทุนที่ถูกจัดอันดับจาก APRDI-Bloomberg ที่มีผลการดำเนินการสูงสุดในปี 2014-2016 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และเลือกจ้งหเวลาการลงทุนของผู้จัดการกองทุนในประเทศอินโดนีเซียที่มีผลดำเนินการสูงสุดในช่วงปี 2014-2016 ที่มีการจัดอันดับจากบริษัทให้บริการซอฟต์แวร์ทางการเงิน (Bloomberg) ร่วมกับ Mutual Funds Association of Indonesia (APRDI) โดยใช้



แบบจำลอง TM (Treyner & Mazuy (1966)) ระยะเวลา 3 ปีปฏิทิน ระหว่างวันที่ 2 มกราคม 2013 ถึงวันที่ 1 เมษายน 2016 รวมจำนวน 797 วัน ซึ่งศึกษากองทุนทั้งหมด 17 กองทุน ผลการศึกษาพบว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และเลือกจังหวะการลงทุนเพียง 4 กองทุน โดยมี 2 กองทุน ที่มีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ และ 2 กองทุนที่มีความสามารถในการเลือกจังหวะการลงทุน ซึ่งผู้จัดการกองทุนเกือบทั้งหมดคัดเลือกหลักทรัพย์ไม่ถูกต้องและการขายหรือซื้อหุ้นในเวลาที่ไม่เหมาะสมกับสภาวะตลาด

ธีรพรธ อึ้งภากรณ์ (2560) ได้ศึกษาเรื่อง ความสามารถในการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาดของผู้จัดการกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาถึงความสามารถในการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาด (Market timing ability) ซึ่งเป็นความสามารถในการคาดการณ์ทิศทางตลาดในอนาคตและปรับสัดส่วนการลงทุนให้สอดคล้องกับสภาวะตลาด โดยใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย แบบรายเดือน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2557 จำนวน 272 ข้อมูล และใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ของ Treyner & Mazuy และ Henriksson & Merton และพบว่า ผู้จัดการกองทุนรวมรวมทั่วไปไม่มีความสามารถด้านการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาด แต่ผู้จัดการกองทุนรวม RMF และกองทุนรวม LTF มีความสามารถด้านการกำหนดราคาจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาดในทิศทางตรงกันข้าม ขนาดของกองทุนรวมและลักษณะของกองทุนรวมไม่มีผลต่อความสามารถในการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาด แต่กองทุนรวมที่บริหารจัดการโดยธนาคารมีความสามารถด้านการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาดดีกว่ากองทุนรวมที่บริหารโดยบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทในเครือของธนาคารที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ฉวีวรรณ ทิพย์วัน (2560) ได้ศึกษาเรื่อง การวัดความสามารถด้านจังหวะการลงทุนและการเลือกสรรหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุน : กรณีการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นขนาดใหญ่ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสามารถของผู้จัดการกองทุนด้านการจับจังหวะการลงทุนแต่ละสภาวะตลาด (Market Timing Ability) และความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ (Selectivity Ability) ที่ลงทุนในกองทุนรวมตราสารแห่งทุนประเภทกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ (Equity Large Cap) ซึ่งมีกลยุทธ์ในการบริหารกองทุนรวมที่มุ่งหวังให้ผลประกอบการสูงกว่าดัชนีชี้วัด (Active Management) จำนวน 18 กองทุน ด้วยแบบจำลองของ Treyner & Mazuy (1966) และแบบจำลองของ Henriksson & Merton (1981) โดยเก็บข้อมูลแบบทศนิยมของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุน อัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลัง 1 เดือน และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2012 ถึง วันที่ 31 สิงหาคม 2017 และพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ที่เป็นบวกเพื่อแสดงถึงความสามารถของผู้จัดการกองทุนด้านช่วงจังหวะการลงทุนแต่ละสภาวะตลาด และความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ โดยใช้แบบจำลองของ Treyner & Mazuy (1966) ไม่มีผู้จัดการกองทุนกองทุนใดที่มีความสามารถด้านจับจังหวะการลงทุน แต่มีผู้จัดการกองทุน 3 กองทุน ที่มีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง สำหรับแบบจำลอง Henriksson & Merton (1981) พบว่ามี 3 กองทุน ที่ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในด้านจับจังหวะการลงทุน และมี 1 กองทุน ที่มีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

3.5 ขั้นตอนการศึกษา

ประชากรในการศึกษาคั้งนี้คือ กองทุนรวม LTF ในช่วงปี พ.ศ. 2558 ถึงปี พ.ศ. 2562 โดยการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวม LTF ที่มีผลตอบแทนระยะยาวและมีนโยบายแบบจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผล มีจำนวนข้อมูลไม่น้อยกว่า 5 ปี ทั้งนี้พบว่าจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนรวม



ทั้งหมด 53 กองทุน โดยใช้โปรแกรม Microsoft Excel ซึ่งเป็นโปรแกรมทางด้านตารางคำนวณ มาช่วยในการวิเคราะห์

1. จำนวนอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวม (R_p) แต่ละกองทุน โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของมูลค่าทรัพย์สินต่อหน่วย (NAV) ณ สิ้นวัน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2558 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 โดยใช้สมการ

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

2. จำนวนหาอัตราผลตอบแทนรายเดือนของตลาด (R_m) ซึ่งได้จากข้อมูลดัชนีราคาของตลาดหลักทรัพย์ (SET) ณ วันสิ้น เดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2558 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 โดยใช้สมการ

$$R_{m,t} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}} \times 100$$

3. จำนวนหาอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) ซึ่งได้ข้อมูลจากอัตราผลตอบแทนตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล อายุ 1 ปี

$$R_{f,t} = \frac{Tbill_t}{12} \times 100$$

4. วิเคราะห์ความสามารถด้านการจับจังหวะการลงทุนและการเลือกสรรหลักทรัพย์ตามการเปลี่ยนแปลงของตลาด โดยใช้ตัวแบบของทั้ง Treynor & Mazuy (1996) และ Henriksson & Merton (1981) โดยใช้สมการ - Treynor & Mazuy (1996)

เป็นการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ α_p และ β_{2p} ของสมการถดถอยในรูปกำลังสองเพื่อวิเคราะห์ความสามารถด้านการจับจังหวะการลงทุนและการเลือกสรรหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุนตามการเปลี่ยนแปลงของตลาด โดยใช้สมการ

$$R_{p,t} - R_{f,t} - \alpha_p + \beta_{1p}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{2p}[R_{m,t} - R_{f,t}]^2, t = 1, \dots, T$$

ถ้าค่า $\alpha_p > 0$ และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ และถ้าค่า $\beta_{2p} > 0$ และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนตามการเปลี่ยนแปลงของตลาด

- Henriksson & Merton (1981)

ได้มีการเพิ่มตัวแปรหุ่นเข้ามาเพื่อแบ่งแยกสภาพตลาด โดยการกำหนดตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ให้เป็น 1 ในสภาวะตลาดรุ่งเรือง และ ให้เป็น 0 เพื่อใช้พิจารณาการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในสภาวะตลาดซบเซา โดยใช้สมการ

$$R_{p,t} - R_{f,t} - \alpha_p + \beta_{1p}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{2p}[D(R_{m,t} - R_{f,t})]^2, t = 1, \dots, T$$

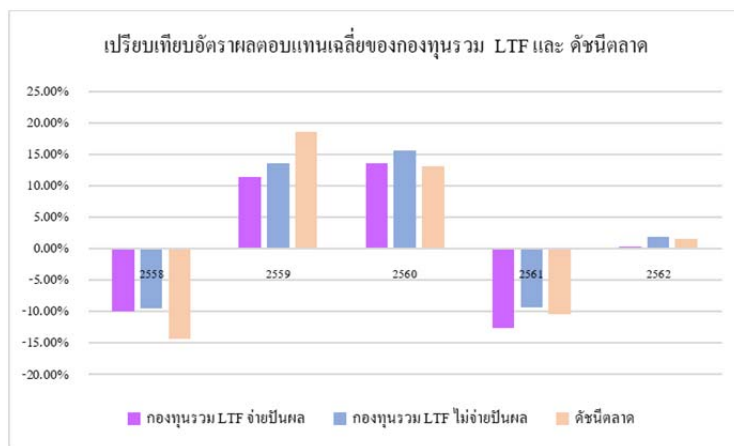
ถ้าค่า $\alpha_p > 0$ และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ และถ้าค่า $\beta_{2p} > 0$ และมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนตามการเปลี่ยนแปลงของตลาด

4. ผลการวิจัย

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม LTF

ปี พ.ศ.	กองทุนรวม LTF จ่ายปันผล	กองทุนรวม LTF ไม่จ่ายปันผล	ดัชนีตลาด
2558	-9.97%	-9.54%	-14.32%
2559	11.42%	13.53%	18.55%
2560	13.65%	15.65%	13.04%
2561	-12.58%	-9.32%	-10.48%
2562	0.39%	1.91%	1.53%
เฉลี่ย	0.58%	2.44%	1.66%



ภาพที่ 1 : กราฟแท่งเปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม LTF และดัชนีตลาด

จากตารางข้างต้น ; นำมาแสดงโดยกราฟแท่ง ดังภาพที่ 1 ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม LTF แบ่งตามนโยบายการจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผล พบว่าปี 2559 2560 และ 2562 กองทุนรวม LTF กรณีไม่จ่ายปันผลให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ 13.53% 15.65% และ 1.91% ตามลำดับ และ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 5 ปี ของกองทุนรวม LTF พบว่า กองทุนรวม LTF กรณีไม่จ่ายปันผลให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือ 2.44% ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กองทุนที่มีนโยบายไม่จ่ายปันผลนั้นจะมีการเติบโตของราคาที่สูงมากกว่ากองทุนที่มีนโยบายจ่ายปันผล เนื่องจากกองทุนที่มีนโยบายไม่จ่ายปันผลจะมีการนำเงินไปลงทุนต่อ ส่วนกองทุนที่จ่ายปันผล เมื่อได้กำไรหรือปันผลมาก็จ่ายให้นักลงทุน จึงทำให้จำนวนเงินที่นำไปลงทุนนั้นงอกเงยน้อยกว่า



4.2 ผลการวิเคราะห์ความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และจังหวะการลงทุนในตลาดของกองทุนรวม LTF (Timing and Selection Ability)

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวม LTF กรณีการจ่ายปันผล โดยวิธี Treynor & Mazuy ที่ศึกษามีความสามารถทั้งหมดทั้งการจับจังหวะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ มี 9 กองทุน กองทุนที่มีความสามารถเพียงการจับจังหวะการลงทุนอย่างเดียวโดยไม่มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ มี 15 กองทุน และอีก 2 กองทุน ไม่มีทั้งความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนและความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวม LTF กรณีการไม่จ่ายปันผล โดยวิธี Treynor & Mazuy ที่ศึกษามีความสามารถทั้งหมดทั้งการจับจังหวะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ มี 1 กองทุน คือ กองทุนเปิดเอคควิตี้โปรหุ้นระยะยาว อีก 25 กองทุน มีความสามารถเพียงการจับจังหวะการลงทุนอย่างเดียวโดยไม่มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ และอีก 1 กองทุน ไม่มีทั้งความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนและความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวม LTF กรณีการจ่ายปันผล โดยวิธี Henriksson & Merton ที่ศึกษามีความสามารถทั้งหมดทั้งการจับจังหวะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ มี 10 กองทุน กองทุนที่มีความสามารถเพียงการจับจังหวะการลงทุนอย่างเดียวโดยไม่มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ มี 13 กองทุน และอีก 3 กองทุน ไม่มีทั้งความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนและความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวม LTF กรณีการไม่จ่ายปันผล โดยวิธี Henriksson & Merton ที่ศึกษามีความสามารถทั้งหมดทั้งการจับจังหวะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ มี 1 กองทุน คือ กองทุนเปิดกรุงไทยหุ้นระยะยาว 70/30 กองทุนที่มีความสามารถเพียงการจับจังหวะการลงทุนอย่างเดียวโดยไม่มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ มี 24 กองทุน และอีก 2 กองทุน ไม่มีทั้งความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนและความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์

4.3 ผลการเปรียบเทียบความสามารถการจับจังหวะกองทุนรวม LTF

ตารางที่ 2 ผลการศึกษาเปรียบเทียบความสามารถการจับจังหวะกองทุนรวม LTF กรณีมีนโยบายการจ่ายปันผล และไม่จ่ายปันผล โดยวิธี Treynor & Mazuy

ค่าทางสถิติ	กรณี จ่ายปันผล			กรณี ไม่จ่ายปันผล		
	α_p	β_{1p}	β_{2p}	α_p	β_{1p}	β_{2p}
Mean	-0.00362	0.63960	4.87231	-0.00231	0.72953	5.52419
Median	-0.00375	0.72529	4.95231	-0.00216	0.78199	5.92247
S.D.	0.00173	0.23948	1.74880	0.00139	0.19247	1.53031
Maximum	0.00002	0.93345	7.45897	-0.00040	0.92008	7.02788
Minimum	-0.00679	0.01355	0.40848	-0.00653	-0.00431	-0.07698

จากตารางที่ 2 พบว่า ค่าเฉลี่ยของความสามารถในการจับจังหวะกองทุนรวม LTF ในกรณีที่มีนโยบายไม่จ่ายปันผลมีค่า เท่ากับ 5.524195 ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ยของความสามารถในการจับจังหวะกองทุนรวม LTF กรณีที่มี



นโยบายจ่ายปันผล แต่ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของความสามารถในการจับจิ้งหะกองทุนรวม LTF ในกรณีที่มีนโยบายจ่ายปันผลมีค่ามากกว่า คือ 1.74880

ตารางที่ 3 ผลการศึกษาเปรียบเทียบความสามารถการจับจิ้งหะกองทุนรวม LTF กรณีมีนโยบายจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผล โดยวิธี Henriksson & Merton

ค่าทางสถิติ	กรณี จ่ายปันผล			กรณี ไม่จ่ายปันผล		
	α_p	β_{1p}	β_{2p}	α_p	β_{1p}	β_{2p}
Mean	-0.00539	0.38741	0.56303	-0.00404	0.39471	0.60053
Median	-0.00549	0.39021	0.57614	-0.00423	0.39920	0.63300
S.D.	0.00240	0.12407	0.19093	0.00150	0.12109	0.17982
Maximum	-0.00044	0.58572	0.87726	-0.00051	0.57694	0.81207
Minimum	-0.00910	0.03453	0.02225	-0.00718	0.00352	-0.01562

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่าเฉลี่ยของความสามารถในการจับจิ้งหะกองทุนรวม LTF ในกรณีที่มีนโยบายไม่จ่ายปันผลมีค่า เท่ากับ 0.60053 ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ยของความสามารถในการจับจิ้งหะกองทุนรวม LTF กรณีที่มีนโยบายจ่ายปันผล แต่ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของความสามารถในการจับจิ้งหะกองทุนรวม LTF ในกรณีที่มีนโยบายจ่ายปันผลมีค่ามากกว่า คือ 0.19093

5. การอภิปรายผลและบทสรุป

จากผลการวิจัยความสามารถในการจับจิ้งหะเวลาของกองทุนรวม LTF พบว่า กองทุนรวม LTF ที่มีความสามารถทั้งการจับจิ้งหะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ ที่ศึกษาโดยแบบจำลอง Treynor & Mazuy กรณีการจ่ายปันผล มี 9 กองทุน ซึ่งคิดเป็น 34.62% และกรณีไม่จ่ายปันผล มี 1 กองทุน ซึ่งคิดเป็น 3.84% ส่วนกองทุนรวม LTF ที่ศึกษาโดยแบบจำลอง Henriksson & Merton กรณีการจ่ายปันผล มี 10 กองทุน ซึ่งคิดเป็น 37.04% และกรณีไม่จ่ายปันผล มี 1 กองทุน ซึ่งคิดเป็น 3.70% แสดงให้เห็นว่า การศึกษาแบบจำลอง Treynor & Mazuy และแบบจำลอง Henriksson & Merton นั้น กองทุนที่มีการจ่ายปันผลจะมีความสามารถในการจับจิ้งหะเวลาที่มากกว่ากรณีไม่จ่ายปันผล เนื่องจากมีค่าเปอร์เซ็นต์ของจำนวนกองทุนที่มีสัมประสิทธิ์การจับจิ้งหะการลงทุนและการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่สูงกว่า ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้นี้เป็นไปตามทฤษฎีของ Market Timing เพียงแต่มีกองทุนที่มีนัยสำคัญทางสถิติการจับจิ้งหะการลงทุนไม่มาก สำหรับนักลงทุนที่ลงทุนกองทุน LTF เพื่อสิทธิประโยชน์ในการลดหย่อนภาษี ส่วนใหญ่จะใช้กลยุทธ์ “Market Timing” ฝึ่จับจิ้งหะตลาดเพื่อให้ได้ต้นทุนที่ต่ำที่สุด แต่เนื่องจากตลาดหุ้นมีความผันผวนค่อนข้างมาก คาดเดาทิศทางได้ยาก ดังนั้น ปัญหาที่เกิดขึ้นกับนักลงทุนในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา มักจะลงทุนได้ต้นทุนที่สูง



6. ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษา “ความสามารถในการจับจังหวะเวลาของกองทุนรวม LTF” ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. ควรศึกษานโยบายการลงทุน กลยุทธ์การลงทุน กองทุนรวมแบบอื่นๆ ที่แตกต่างกันให้ครอบคลุมมากขึ้น เพื่อใช้ในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในกองทุนรวม
2. การศึกษาครั้งนี้ ใช้แบบจำลองในการศึกษา คือ แบบจำลองของ Treynor & Mazuy (1966) และแบบจำลอง Henriksson & Merton (1981) ในการประเมินความสามารถในการเลือกจังหวะเวลาในการลงทุนตามสถานะตลาด และความสามารถในการเลือกสรรหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุน เพื่อให้การศึกษามีความครอบคลุมและถูกต้องมากขึ้นกว่าการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยหวังว่าจะมีการใช้วิธีการและแนวทางต่างๆ ในการศึกษาเกี่ยวกับหัวข้อนี้ เช่น แบบจำลองของ Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen's Alpha เป็นต้น
3. สำหรับการศึกษารุ่นต่อไป ควรศึกษาวิจัยกับกองทุนประเภทอื่น ๆ และมีการเก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงระยะเวลาที่ยาวนานกว่าวิจัยนี้ เพื่อให้ครอบคลุมของวัฏจักรเศรษฐกิจ ทั้งช่วงรุ่งเรืองและช่วงซบเซา

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระเรื่องนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาจากบุคคลหลายท่านที่ให้ความอนุเคราะห์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศศิพันธ์ นิตยะประภา และ รองศาสตราจารย์ ดร.ธนโชติ บุญวรโชติ อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาค้นคว้าอิสระ ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษาแนะนำแนวทางอันเป็นประโยชน์ในการศึกษาค้นคว้าอิสระ รวมทั้งการตรวจตราแก้ไขเนื้อหาตลอดระยะเวลาที่ได้ทำการศึกษาค้นคว้าจนสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี หากมีข้อผิดพลาดประการใด ข้าพเจ้าต้องกราบขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

เอกสารอ้างอิง

- ธีรพรรณ อิงการณั. (2560). ความสามารถด้านการกำหนดจังหวะการลงทุนตามสถานะตลาดของผู้จัดการกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย. สืบค้นจาก <http://www.acc.msu.ac.th>
- ฤดี เงินเชื้อ. (2560). การศึกษาความสามารถในการเลือกจังหวะเวลาในการลงทุนและการเลือกหลักทรัพย์ ในตลาดของกองทุนรวมในประเทศสิงคโปร์ : กองทุนรวมที่มีการจัดอันดับ 5 Most Popular Funds in April 2016 (Morning Star). สืบค้นจาก <https://dspace.bu.ac.th>
- ฤทธิชาติ นิมมานเหมินท์, กฤษณะ กันทาปิ่น, ศรีณย์ ภูดล และธีราลักษณ์ สัจจะวาที. (2561). ผลการดำเนินงานด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ ในประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองของ Treynor and Mazuy และแบบจำลองของ Henriksson and Merton. สืบค้นจาก <https://www.tci-thaijo.org>
- สุภโชค ศรีนครธรรม. (2560). การศึกษาความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และจังหวะการลงทุนในตลาดของกองทุนรวมในประเทศอินโดนีเซีย : กองทุนที่ถูกจัดอันดับจาก APRDI-Bloomberg ที่มีผลการดำเนินการสูงสุดในปี 2014-2016. สืบค้นจาก <https://dspace.bu.ac.th>
- โพสต์ทูเดย์. (2563). Economic cycle การลงทุนอย่างรู้ทัน ในภาวะเศรษฐกิจซบเซา. สืบค้นจาก <https://www.posttoday.com/finance-stock/columnist/614528>
- Wealthmagik. (n.d.). ผลตอบแทนรายกองทุน Top Fund Performance- Wealthmagik. สืบค้นจาก <https://www.wealthmagik.com/fundinfo/TopFundPerformance.aspx>