



ผลตอบแทนเปรียบเทียบในระยะยาวหลังปรับความเสี่ยง ของกองทุนแบบ Active และ Passive ในประเทศไทย Risk Adjusted Long Term Performance : The Case of Active and Passive Funds in Thailand

กรพงษ์ จันทรศิริรัตน์*
รศ.ดร.ไพบุลย์ เสรีวิวัฒนา**

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนที่มีการบริหารจัดการแบบ Active (Active fund) กับกองทุนที่มีการบริหารจัดการแบบ Passive (Passive Fund) ในประเทศไทย โดยกองทุนแบบ Active บริหารโดยมุ่งเน้นการเอาชนะตัวเปรียบเทียบ (Benchmark) หรือตลาด (Market) ในขณะที่กองทุนแบบ Passive มุ่งเน้นในการสร้างผลตอบแทนให้ใกล้เคียงดัชนีอ้างอิงให้ได้มากที่สุด โดยงานวิจัยนี้มีสมมติฐานว่า ในระยะยาวกองทุนแบบ Passive จะดีกว่ากองทุนแบบ Active ในแง่ของผลตอบแทนและความเสี่ยง เนื่องมาจากความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency) และกองทุนแบบ Passive มีค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการที่ต่ำกว่า

ผลการทำวิจัยพบว่า กองทุนแบบ Passive นั้นให้ค่าของผลตอบแทนของการถือครอง (Holding Period Return) ที่ปรับด้วยความเสี่ยงแล้ว ดีกว่ากองทุนแบบ Active ในระยะเวลาตั้งแต่ 5 ปีขึ้นไป เนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวค่าความเสี่ยงของกองทุนแบบ Passive นั้นมีการปรับตัวที่ลดลงมากกว่ากองทุนแบบ Active สำหรับความสามารถในการต้านทานต่อการปรับตัวลดลงของตลาดที่รุนแรงในปีที่เกิดวิกฤตซึ่งวัดด้วย Drawdown นั้นพบว่า กองทุนแบบ Passive และ Active ให้ค่าที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

* เจ้าหน้าที่อาวุโส ฝ่ายที่ปรึกษาการลงทุน บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน ทหารไทย จำกัด

** รองศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



Abstract

This research studies the performance of active vs. passive mutual funds in Thailand. The hypothesis is that passive funds' risk adjusted returns in the long term are superior compared to those of active funds. The better performance should result from the market efficiency, together with the lower operating and management costs of the passive funds. The results from this study indicated that the passive funds yielded higher returns after adjusted for risk than the active funds, when held longer than 5 years. However, the significant differences in the resistances to the sharp market corrections during the recessions could not be found.



1. บทนำ

ปัจจุบันนี้กองทุนรวมนับว่ามีบทบาทที่สำคัญในการเป็นเครื่องมือสำหรับการลงทุนสำหรับนักลงทุนจำนวนมากเนื่องจากเป็นเครื่องมือที่มีผู้บริหารกองทุนคอยบริหารจัดการให้ ซึ่งเหมาะสำหรับผู้ที่ไม่ชำนาญในการลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น หุ้นหรือตราสารหนี้ โดยตรงหรือผู้ที่ไม่มีเวลาติดตามข้อมูลข่าวสาร

กองทุนรวมนั้นสามารถแบ่งออกได้เป็นหลากหลายประเภทตามสินทรัพย์ที่กองทุนนั้นๆ นำเงินไปลงทุน เช่น ลงทุนในทองคำ หุ้น ตราสารหนี้ แบบผสมระหว่างหุ้นและตราสารหนี้ หรือหุ้นไทยและหุ้นต่างประเทศ อีกทั้งในปัจจุบันมีแนวโน้มที่จะเพิ่มประเภทของสินทรัพย์มากขึ้นเรื่อยๆ ทำให้แต่ละกองทุนนั้นมีลักษณะของผลตอบแทนและความเสี่ยงที่แตกต่างกันออกไป นอกจากนี้ผลตอบแทนของกองทุนรวมยังขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้บริหารกองทุน ทำให้การทำความเข้าใจในลักษณะของผลตอบแทนและความเสี่ยงซึ่งจะมีผลสืบเนื่องไปถึงการตัดสินใจลงทุนนั้นมีความซับซ้อนและยากยิ่งขึ้น

งานวิจัยฉบับนี้มีแรงบัลดาลใจมาจากความต้องการในการค้นหาเครื่องมือในการลงทุนที่สามารถทำความเข้าใจได้ไม่ยาก ติดตามผลการดำเนินงานได้สะดวก รวมถึงให้ผลตอบแทนที่ดีคุ้มค่างับความเสี่ยงที่ต้องแลกได้ในระยะยาว โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษาลักษณะของผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมที่มีการบริหารจัดการแบบเชิงรับ (Passive Fund) ซึ่งเป็นกองทุนที่มีการเลียนแบบผลตอบแทนจากดัชนีอ้างอิง (Benchmark) ใดๆ เปรียบเทียบกับกองทุนที่มีการบริหารแบบเชิงรุก (Active Fund) ซึ่งเป็นกองทุนที่มุ่งเอาชนะดัชนีอ้างอิง โดยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาและทดสอบว่า กองทุนรวมประเภท Passive หรือ Active นั้นประเภทใดสามารถสร้างผลตอบแทนในระยะยาวหลังจากปรับด้วยความเสี่ยงแล้วดีกว่ากัน พร้อมทั้งศึกษาว่ากองทุนประเภทใดที่มีความเหมาะสมมากกว่าในการใช้เป็นเครื่องมือในการรับมือกับช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งผลของงานวิจัยฉบับนี้จะสามารถใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการประกอบการตัดสินใจสำหรับการลงทุนในกองทุนรวมต่อไป

บทความวิจัยนี้จะแบ่งออกดังนี้ ส่วนที่ 1 เป็นบทนำ ในส่วนที่ 2 จะเป็นการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ตามด้วยวิธีการศึกษาและข้อมูลที่ใช้ในส่วนที่ 3 ส่วนที่ 4 จะเป็นการนำเสนอผลการคำนวณและการวิเคราะห์ ส่วนที่ 5 จะเป็นการสรุปงานวิจัยนี้ พร้อมข้อจำกัด และเสนอแนะแนวทางในการทำวิจัยในอนาคต และส่วนสุดท้ายจะเป็นเอกสารอ้างอิง

2. ทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาเพื่อเปรียบเทียบผลงานของกองทุนว่า จะสามารถเอาชนะตลาดโดยรวมหรือไม่ รวมถึงการศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนแบบ Active และ Passive มีมาเป็นระยะเวลาอันยาวนานพอสมควร ในต่างประเทศ จากการศึกษาความสามารถของผู้บริหารกองทุนของ Theodore Prince และ Frank Bacon (2006) พบว่า ผลตอบแทนที่เหนือกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด (Excess return) เกิดขึ้นอยู่เรื่อยๆ แต่นักลงทุนไม่ควรใช้ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในอดีตเหล่านั้นเป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจ Aswath Damodaran (2010)

ได้ข้อสรุปว่า ผู้จัดการกองทุนแบบ Active จะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำกว่าดัชนี ทั้งนี้สืบเนื่องมาจากค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการที่สูง อัตราภาษี ความสามารถรวมไปถึงปัจจัยในเชิงพฤติกรรม (Behavioral Factors) ของผู้บริหารกองทุน Eugene F. Fama และ Kenneth R. French (2010) พบว่า มีกองทุนจำนวนน้อยที่สามารถสร้างผลตอบแทนได้เทียบเท่าดัชนีอ้างอิงหลังจากรวมผลของค่าใช้จ่ายแล้ว Klemens Kremnitzer (2012) พบว่าสำหรับตลาดที่มีประสิทธิภาพ เช่น สหรัฐอเมริกา กองทุนที่สามารถชนะ Index fund ได้มีจำนวนน้อย แต่ในตลาดของประเทศกำลังพัฒนาพบว่า ยังมีความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดทำให้ผู้จัดการกองทุนสามารถสร้าง Abnormal Return ได้ส่งผลให้กองทุนแบบ Active เป็นตัวเลือกที่ดีกว่ากองทุนแบบ Passive และพบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีของกองทุนแบบ Passive สามารถชดเชยส่วนต่างของผลตอบแทนของกองทุนแบบ Active ได้ งานวิจัยของ Christopher B. Phillips, Francis M. Kinniry, Todd Schlanger (2013) ได้สรุปว่า Passive Fund ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จากต้นทศวรรษที่ 1970 นอกจากนั้น การหาผู้จัดการกองทุนที่สามารถเอาชนะตลาดได้อย่างสม่ำเสมอเป็นไปได้ยาก อย่างไรก็ตาม นักลงทุนไม่ควรคาดหวังว่า Passive Fund จะสามารถชนะ Active Fund ได้เสมอในช่วงระยะเวลาใดขณะหนึ่ง Richard A. Ferri, Alex C. Benke (2013) ให้ข้อสรุปเกี่ยวกับการลงทุนใน Passive Funds ว่า การลงทุนใน Passive Funds ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนในกองทุนแบบ Active และผลตอบแทนที่ดีกว่านี้จะมีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อจำนวนของกองทุนที่ใช้ในการศึกษามีเพิ่มมากขึ้น ระยะเวลาการถือครองนานขึ้นรวมถึงการเพิ่มจำนวนของกองทุนแบบ Active ในแต่ละ Asset Class นอกจากนี้ ผลตอบแทนของกองทุนแบบ Passive จะแปรผันตรงกับระยะเวลาของการถือครอง

สำหรับผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยนั้นไม่มากนักเมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ จากการศึกษาวิจัยของ นางสาวณิชนันท์ ทิพย์พาณิชย์ (2010) พบว่า ไม่มีหลักฐานทางสถิติที่แสดงว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมนั้นแตกต่างจากผลตอบแทนของดัชนี SET (SET index) ทั้งก่อนและหลังจากหักค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการกองทุน นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนที่ดีที่ระบุในหนังสือชี้ชวนกองทุนรวมนั้นจะสามารถแสดงให้เห็นได้จากการลงทุนระยะกลางและยาวขึ้นไป นายศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ ผศ.ดร.พิรุณา ไบโลวัส และ ดร.เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ (2011) ทำการศึกษาและพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak form) และระดับกลาง (Semi-strong form) เนื่องจากตลาดมีการตอบสนองต่อข้อมูลอย่างรวดเร็วในทิศทางที่เหมาะสมรวมถึงราคาของหลักทรัพย์ในตลาดไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อข้อมูลราคาในอดีต ด้านปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวม จากการศึกษาวิจัยของ นายชรัณ เปลียนศรี (2007) พบว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับความน่าเชื่อถือของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเป็นอันดับแรกตามมาด้วยสถาบันการเงินที่เป็นตัวแทนจำหน่ายกองทุน อัตราค่าใช้จ่ายในการซื้อหน่วยลงทุนและการส่งเสริมการขายตามลำดับ

งานวิจัยนี้จะให้ผลสรุปเพิ่มเติมถึงผลตอบแทนเปรียบเทียบของกองทุนที่มีการบริหารจัดการแตกต่างกันและนำไปสู่การตัดสินใจเลือกกองทุนสำหรับนักลงทุนในประเทศไทย



3. วิธีการศึกษาและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

3.1 การคำนวณ

3.1.1 ผลตอบแทน

โดยทั่วไปการลงทุนในกองทุนรวมจะได้ผลตอบแทนหลักๆ 2 ทาง คือ ผลตอบแทนจากส่วนต่างของมูลค่าหน่วยลงทุน (Capital gain) และเงินปันผล (Dividend) แต่เนื่องจากในงานวิจัยชิ้นนี้จะเลือกเฉพาะกองทุนที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล เพราะฉะนั้นในการคำนวณผลตอบแทนจะมีเฉพาะผลตอบแทนจากส่วนต่างของมูลค่าหน่วยลงทุน โดยจะใช้สมการในการคำนวณดังนี้

$$Return = \frac{NAV_{end} - NAV_{beg}}{NAV_{beg}}$$

โดย *Return* = ผลตอบแทนจากการถือครองในช่วงเวลาที่คำนวณ

NAV_{beg} คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย ณ ต้น period

NAV_{end} คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย ณ ต้น period

3.1.2 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

เป็นการวัดการกระจายของกลุ่มข้อมูล โดยสูตรที่ใช้ในการคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของประชากรมีดังนี้

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N}(\sum_{i=1}^N X_i^2 - N\bar{X}^2)}$$

โดย σ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของประชากร

N คือ จำนวนของประชากร

X คือ สมาชิกของประชากร

แต่ในทางปฏิบัตินั้นการคำนวณโดยใช้สมาชิกเป็นประชากรทั้งหมดนั้นทำได้ยากลำบาก ดังนั้นส่วนใหญ่การคำนวณค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน จะคำนวณจากกลุ่มตัวอย่างหนึ่งของประชากร ซึ่งเรียกว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่าง (Sample Standard Deviation) โดยมีสูตรคำนวณดังนี้

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (X_i - \bar{X})^2}$$

δ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่าง



3.1.3 สัมประสิทธิ์ของความผันแปร (Coefficient of Variation, CV)

เป็นการวัดการกระจายของข้อมูลแบบสัมพันธ์กับค่าเฉลี่ยของข้อมูลนั้น โดยจะเป็นการวัดการกระจายที่ไม่มีหน่วย มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$CV = \frac{\sigma}{M}$$

โดย CV คือ ค่าการกระจายข้อมูลแบบสัมพันธ์ของประชากร

σ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของประชากร

M คือ ค่าเฉลี่ยของประชากร

หรือสามารถหาค่าการกระจายข้อมูลแบบสัมพันธ์จากกลุ่มตัวอย่างได้ดังนี้

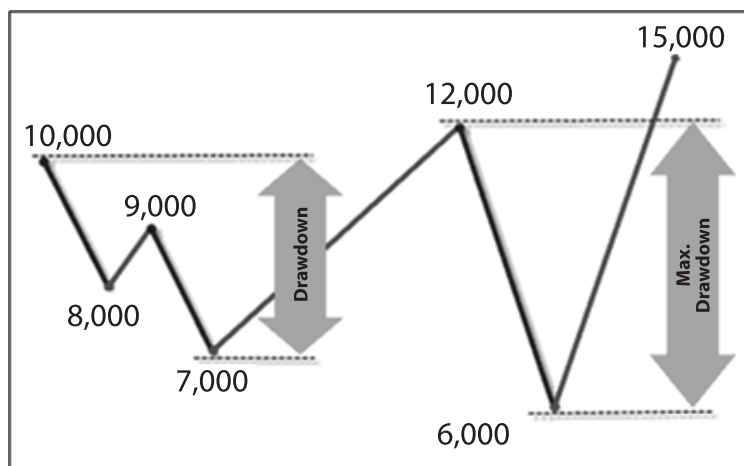
$$CV = \frac{\delta}{\bar{X}}$$

δ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่าง

\bar{X} คือ ค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง

3.1.4 Drawdown

Drawdown เป็นตัวบ่งชี้หนึ่งของความเสี่ยง ซึ่งจะวัดจากค่าของการปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดที่เคยเกิดขึ้นในอดีต



รูปที่ 1 แสดงการเกิด Drawdown



3.2 ข้อมูลและวิธีการเก็บรวบรวม

3.2.1 การเลือกบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน

ในงานวิจัยฉบับนี้จะเลือกบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่มีขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการใหญ่ที่สุด 10 อันดับแรก โดยรวบรวมจากฐานข้อมูลของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน แสดงในตารางที่ 1 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 1 แสดงบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่มีขนาดของสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการใหญ่ที่สุด 10 อันดับแรก

Rank	Company	AUM*		
		20-Dec-13	13-Dec-13	28-Dec-12
1	K-ASSET	685,246	665,446	635,645
2	SCBAM	607,698	599,628	555,996
3	KTAM	429,635	418,393	334,047
4	BBLAM	317,888	315,327	213,777
5	MFC	198,739	199,255	173,574
6	TMBAM	162,570	155,503	181,471
7	KSAM	147,535	142,447	105,013
8	THANACHART FUND	108,870	106,300	102,400
9	UOBAM	107,510	107,463	34,939
10	ONEAM	45,549	44,766	50,935

* หน่วย ล้านบาท

** ข้อมูล ณ วันที่ 20 ธันวาคม 2556

*** ที่มา สมาคมบริษัทจัดการลงทุน AIMC

3.2.2 การคัดเลือกกองทุน

หลังจากได้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนทั้ง 10 แห่งแล้ว จากนั้นจะทำการคัดเลือกกองทุน โดยกองทุนที่เลือกมาเพื่อทำการคำนวณ จะมีเงื่อนไขดังนี้

1. เป็นกองทุนที่ลงทุนในหุ้น
2. ไม่มีการจ่ายเงินปันผล
3. มีขนาดใหญ่ที่สุดของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน

จากเงื่อนไขทั้ง 3 ข้อข้างต้น จะได้กองทุนทั้งหมด 39 กองทุน ซึ่งแบ่งเป็น กองทุนประเภท Active 31 กองทุน และกองทุนประเภท Passive 8 กองทุน

4. การเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนประเภท Passive และ Active

4.1 การคำนวณผลตอบแทนในแต่ละช่วงของการถือครอง (Holding Period Return)

ในขั้นตอนนี้จะทำการคำนวณ Holding Period Return ของแต่ละกองทุน ซึ่งมีระยะเวลาตั้งแต่ 1 เดือน 6 เดือน 1 ปี 2 ปี 3 ปี 4 ปี 5 ปี 6 ปี 7 ปี 8 ปี และ 9 ปี ตามลำดับ โดยจะคำนวณย้อนหลัง ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2005 ถึงปี ค.ศ. 2013 และหาค่าเฉลี่ยของแต่ละ Holding Period ผลการคำนวณที่ได้ แสดงใน ตารางที่ 2 ดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนในแต่ละช่วงของการถือครอง (Holding Period Return)

Period	THANACHART FUND			
	BigCapLTF	NERMF	NF-PLUS	N-SET
1 month	1.22%	1.07%	1.22%	1.22%
6 months	7.92%	7.34%	8.34%	8.35%
12 months	17.22%	15.44%	17.41%	17.81%
24 months	34.45%	29.79%	33.01%	35.35%
36 months	54.56%	47.14%	52.20%	56.20%
48 months	76.94%	64.11%	71.71%	77.49%
60 months	92.78%	75.92%	85.47%	92.86%
72 months	118.79%	97.69%	111.69%	121.45%
84 months	147.55%	120.65%	140.89%	153.74%
96 months	191.95%	154.48%	185.20%	199.01%
108 months	212.66%	180.59%	229.74%	231.07%

ตารางที่ 2 นี้แสดงตัวอย่างการคำนวณค่าเฉลี่ยของ Holding Period Return ของ บลจ.ธนชาติ โดยแต่ละค่าที่แสดงในตารางนั้นจะเป็นค่าเฉลี่ยของ Holding Period Return ในแต่ละ Holding Period จากนั้นผลตอบแทนของทั้ง 4 กองทุนจะถูกรวมเฉลี่ยเข้าด้วยกันเหลือ 1 กองทุน และแทนที่ด้วยชื่อกลางของบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนที่บริหารกองทุนเหล่านั้น



ตารางที่ 3 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยของทุกบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน

Period	Annualized Avg. HPR							
	Active Fund					Passive Fund		
	BBLAM	K-ASSET	MFC	THANA CHART	KSAM	KSAM passive	SCBAM	TMBAM
1 month	16.85%	16.09%	15.37%	15.17%	16.70%	14.96%	12.67%	15.80%
6 months	18.13%	18.59%	17.52%	16.61%	18.87%	16.74%	14.44%	17.37%
12 months	19.28%	18.99%	18.08%	16.97%	20.98%	17.18%	14.79%	17.64%
24 months	18.45%	17.49%	16.69%	15.39%	20.58%	16.19%	13.41%	16.50%
36 months	17.55%	17.64%	16.20%	15.11%	20.89%	15.08%	12.95%	15.90%
48 months	16.32%	17.38%	16.38%	14.61%	21.31%	15.64%	12.47%	15.04%
60 months	13.94%	14.11%	14.38%	13.31%	17.72%	13.22%	10.68%	13.29%
72 months	13.91%	14.02%	14.18%	13.38%	12.51%	12.41%	11.01%	13.30%
84 months	15.32%	14.44%	14.20%	13.37%	12.38%	12.72%	11.18%	13.52%
96 months	16.37%	14.19%	14.00%	13.87%	12.12%	12.43%	11.52%	13.84%
108 months	16.32%	13.96%	14.38%	13.54%	12.68%	11.77%	11.69%	13.76%

4.2 การหาค่าความเสี่ยงโดยใช้ Standard Deviation

การวัดความเสี่ยงจะใช้ค่า Standard Deviation ของผลตอบแทนในแต่ละช่วง ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2005 ถึงปี ค.ศ. 2013 แสดงผลในตารางที่ 4



ตารางที่ 4 แสดงค่า Standard Deviation

Period	Annualized SD							
	Active Fund				Passive Fund			
	BBLAM	K-ASSET	MFC	THANA CHART	KSAM	KSAM passive	SCBAM	TMBAM
1 month	18.71%	23.93%	21.43%	20.53%	22.06%	23.46%	20.19%	22.84%
6 months	23.59%	29.78%	27.91%	24.52%	27.34%	29.69%	25.52%	27.73%
12 months	24.48%	29.32%	27.66%	24.40%	26.41%	29.42%	25.32%	27.36%
24 months	26.20%	33.98%	30.52%	25.91%	27.58%	33.45%	28.25%	31.31%
36 months	30.40%	31.30%	29.71%	26.24%	24.82%	34.66%	28.78%	32.45%
48 months	38.46%	39.74%	40.02%	35.60%	35.57%	40.65%	36.76%	38.37%
60 months	21.74%	22.57%	23.19%	21.70%	23.19%	23.30%	23.47%	21.94%
72 months	16.30%	13.92%	16.89%	15.12%	12.56%	11.73%	12.90%	11.26%
84 months	16.72%	8.11%	12.44%	13.17%	5.31%	6.05%	8.49%	6.07%
96 months	12.48%	8.92%	9.30%	8.95%	11.67%	5.95%	6.47%	6.51%
108 months	14.38%	6.97%	10.57%	5.72%	6.20%	5.95%	5.31%	5.40%

4.3 การหาค่าผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return)

เมื่อทำการคำนวณค่าผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละช่วงแล้ว ในขั้นตอนนี้จะเป็นการปรับค่าผลตอบแทนที่ได้ด้วยความเสี่ยง โดยความเสี่ยงที่นำมาปรับนั้นจะคำนวณโดยใช้ค่า SD ของค่าผลตอบแทนในแต่ละช่วง จากนั้นจะนำค่าผลตอบแทนที่คำนวณได้ หาดด้วยค่า SD ที่ได้คำนวณไว้ โดยจะแสดงในรูปของส่วนกลับของค่า Coefficient of Variation (CV) ดังแสดงในตารางที่ 5

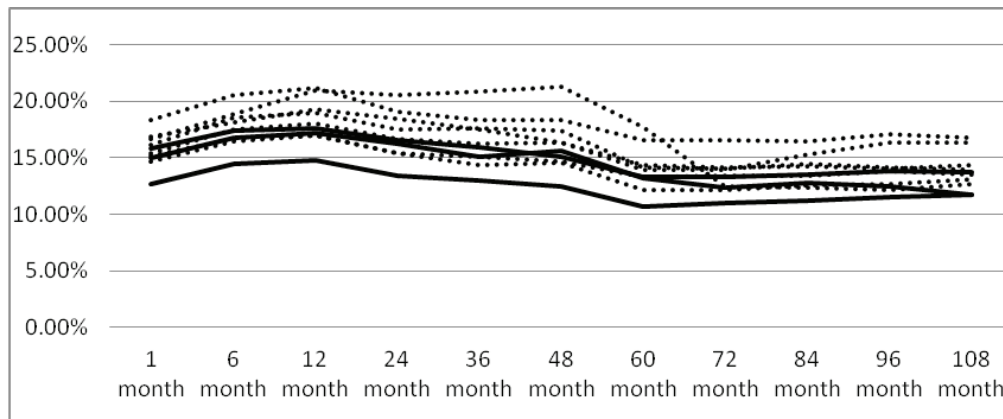


ตารางที่ 5 แสดงค่าผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงเฉลี่ย

Period	Annualized Avg.HPR/SD							
	BBLAM	K-ASSET	MFC	THANA CHART	KSAM	KSAM passive	SCBAM	TMBAM
	Active Fund				Passive Fund			
1 month	0.9	0.67	0.72	0.74	0.76	0.64	0.63	0.69
6 months	0.77	0.62	0.63	0.68	0.69	0.56	0.57	0.63
12 months	0.79	0.65	0.65	0.7	0.79	0.58	0.58	0.64
24 months	0.7	0.51	0.55	0.59	0.75	0.48	0.47	0.53
36 months	0.58	0.56	0.55	0.58	0.84	0.44	0.45	0.49
48 months	0.42	0.44	0.41	0.41	0.6	0.38	0.34	0.39
60 months	0.64	0.63	0.62	0.61	0.76	0.57	0.45	0.61
72 months	0.85	1.01	0.84	0.88	1	1.06	0.85	1.18
84 months	0.92	1.78	1.14	1.02	2.33	2.1	1.32	2.23
96 months	1.31	1.59	1.5	1.55	1.04	2.09	1.78	2.13
108 months	1.13	2	1.36	2.37	2.05	1.98	2.2	2.55

4.4 กราฟแสดงผลการคำนวณ

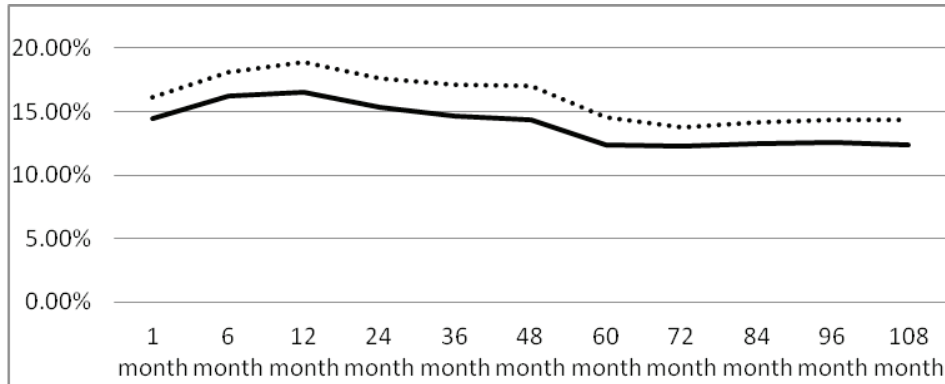
รูปที่ 1 เป็นเส้นกราฟแสดงค่าเฉลี่ยของ Holding Period Return ของแต่ละช่วง โดยเส้นประแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Active เส้นทึบแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Passive



รูปที่ 1 แสดงผลตอบแทนในแต่ละช่วงของการถือครอง

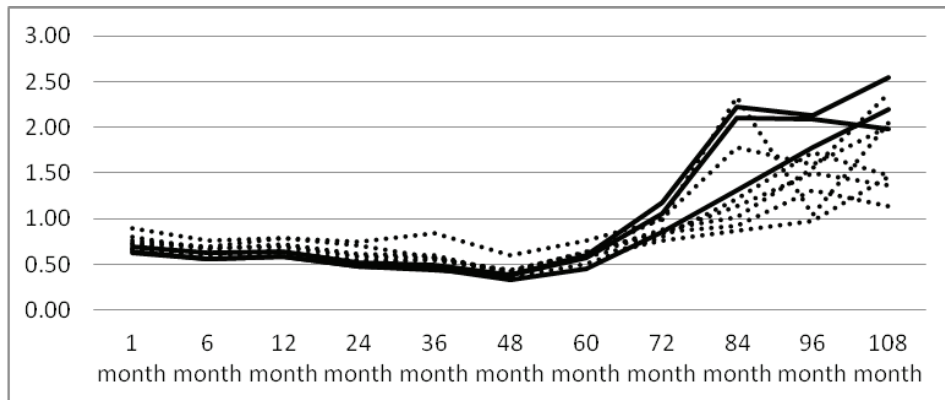


รูปที่ 2 เป็นเส้นกราฟแสดงค่าเฉลี่ยของ Holding Period Return ของแต่ละช่วง โดยรวมเส้นประของกราฟที่ 1 เข้าด้วยกันและเส้นทึบของกราฟที่ 1 เข้าด้วยกัน โดยเส้นประแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Active เส้นทึบแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Passive



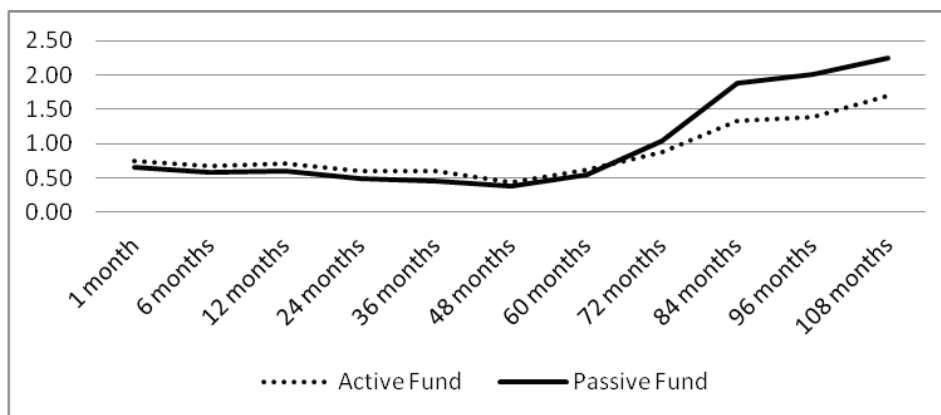
รูปที่ 2 แสดงค่าเฉลี่ยของ Holding Period Return ของแต่ละช่วง

รูปที่ 3 เป็นเส้นกราฟแสดงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return) ของแต่ละช่วง โดยเส้นประแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Active เส้นทึบแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Passive



รูปที่ 3 แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return) ของแต่ละช่วง

รูปที่ 4 เป็นเส้นกราฟแสดงค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return) ของแต่ละช่วง โดยรวมเส้นประของกราฟที่ 3 เข้าด้วยกันและเส้นทึบของกราฟที่ 3 เข้าด้วยกัน โดยเส้นประแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Active เส้นทึบแสดงผลตอบแทนของกองทุนประเภท Passive



รูปที่ 4 แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk Adjusted Return) ของแต่ละช่วง

จากผลการคำนวณ จะพบว่ากองทุนประเภท Active จะให้ผลตอบแทนก่อนปรับด้วยความเสี่ยงที่ดีกว่า โดยจากกราฟที่ 2 จะเห็นได้ชัดว่า ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของกองทุนประเภท Active นั้นจะอยู่เหนือกองทุนประเภท Passive แต่เมื่อนำผลตอบแทนนั้นปรับด้วยความเสี่ยงโดยการหารด้วยค่า Standard Deviation แล้วพบว่า เมื่อระยะเวลาของการถือครองนานกว่า 5 ปีขึ้นไป กองทุนแบบ Passive จะให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่ดีกว่ากองทุนประเภท Active เนื่องจากหากย้อนกลับไปดูที่ค่าของ Standard Deviation จะพบว่า ที่ระยะดังกล่าวค่าของ Standard Deviation ของกองทุนประเภท Passive จะมีค่าลดลงในอัตราที่รวดเร็วกว่ากองทุนประเภท Active ซึ่งอาจตีความได้ว่า ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นของกองทุนแบบ Active นั้นไม่สามารถชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นตามมาได้

4.5 การทดสอบความสามารถในการต้านทานวิกฤตโดยใช้ค่า Drawdown

การวัดความเสี่ยงโดยใช้ Drawdown

ในส่วนนี้จะเป็นการวัดความเสี่ยงโดยใช้ค่าเฉลี่ยของการปรับตัวลดลง (Drawdown) ในปีที่เกิดวิกฤต ซึ่งจะแสดงถึงความสามารถในการต้านทานการปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงของตลาด



รูปที่ 5 แสดง ดัชนี SET ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2004 ถึงปี ค.ศ. 2013

จากรูปที่ 5 จะเห็นได้ว่า จะมีด้วยกัน 3 ช่วงที่ตลาดปรับตัวลงรุนแรง คือ ปี ค.ศ. 2008-2009 ปี ค.ศ. 2011 และปี ค.ศ. 2013 ดังนั้นในขั้นตอนนี้จะนำผลตอบแทนรายเดือนที่ติดลบในแต่ละช่วงมาทำการหาค่าเฉลี่ย พร้อมทั้งหาค่าการปรับตัวลดลงสูงสุด ได้ผลแสดงในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 6 แสดงค่า Drawdown ของช่วงปี ค.ศ. 2008-2009

Company		Maximum drawdown	Average drawdown
BBLAM	Active Fund	-21.33%	-6.56%
K-ASSET		-30.36%	-9.11%
MFC		-23.27%	-7.59%
ONEAM		-28.89%	-8.43%
THANACHART		-24.98%	-7.22%
UOBAM		-25.91%	-7.43%
KSAM		-27.54%	-8.70%
KSAM passive	Passive Fund	-30.59%	-7.60%
SCBAM		-26.76%	-7.88%
TMBAM		-29.27%	-8.18%

ตารางที่ 7 แสดงค่า Drawdown ของช่วงปี ค.ศ. 2011

Company		Maximum drawdown	Average drawdown
BBLAM	Active Fund	-10.13%	-4.70%
K-ASSET		-12.37%	-7.53%
MFC		-12.95%	-6.66%
ONEAM		-9.90%	-4.54%
THANACHART		-12.93%	-6.28%
UOBAM		-11.40%	-6.96%
KSAM		-13.57%	-5.61%
KSAM passive	Passive Fund	-14.36%	-6.40%
SCBAM		-13.39%	-6.75%
TMBAM		-13.77%	-6.26%



ตารางที่ 8 แสดงค่า Drawdown ของช่วงปี ค.ศ. 2013

Company		Maximum drawdown	Average drawdown
BBLAM	Active Fund	-8.46%	-5.55%
K-ASSET		-8.37%	-5.10%
MFC		-10.70%	-5.98%
ONEAM		-8.54%	-5.19%
THANACHART		-8.41%	-5.17%
UOBAM		-14.87%	-7.84%
KSAM		-8.53%	-6.66%
KSAM passive	Passive Fund	-7.78%	-4.43%
SCBAM		-8.03%	-5.08%
TMBAM		-7.75%	-4.12%

เมื่อทำการเฉลี่ยค่า Drawdown ของกองทุนประเภท Active เข้าด้วยกันและกองทุนประเภท Passive เข้าด้วยกัน จะได้ผลแสดงในตารางที่ 9

ตารางที่ 9 แสดงค่า Maximum Drawdown และ Average Drawdown

Year	Items	Active Fund	Passive Fund
2008-2009	Maximum Drawdown	[-21.33%,-30.36%]	[-26.76%,-30.59%]
	Avg. Drawdown	-7.86%	-7.89%
2011	Maximum Drawdown	[-9.9%,-13.57%]	[-13.39%,-14.46%]
	Avg. Drawdown	-6.04%	-6.47%
2013	Maximum Drawdown	[-8.37%,-14.87%]	[-7.75%,-8.03%]
	Avg. Drawdown	-5.93%	-4.55%



จากตารางที่ 9 จะเห็นว่าค่า Drawdown เฉลี่ย ของกองทุนแบบ Active และ Passive นั้น ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม กองทุนประเภท Active จะให้ช่วงของค่า Maximum Drawdown ที่กว้างกว่า ซึ่งถ้าหากเลือกกองได้ถูกจังหวะในปีที่เกิดวิกฤตก็อาจจะมีผลขาดทุนที่น้อยกว่ากองอื่นๆ

5. สรุปผลการศึกษาและข้อจำกัดในการทำการศึกษ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนแบบ Active และกองทุนแบบ Passive โดยเริ่มต้นด้วยการคำนวณผลตอบแทนตามช่วงระยะเวลาการถือครอง (Holding Period Return) โดยผลการคำนวณที่ได้พบเห็นว่า กองทุนแบบ Active นั้นให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากองทุนแบบ Passive แต่หลังจากนั้นเราทำการปรับผลตอบแทนด้วยความเสี่ยงโดยการใช้ค่า Standard Deviation แล้วพบว่า ในระยะเวลาการถือครองตั้งแต่ 5 ปีขึ้นไป กองทุนประเภท Passive นั้นให้ผลตอบแทนที่ดีกว่ากองทุนแบบ Active และเมื่อทำการวัดความผันผวนในการปรับตัวลดลงของดัชนีในช่วงปีที่เกิดวิกฤตโดยการใช้ค่า Drawdown จากผลการคำนวณพบว่า กองทุนแบบ Active และแบบ Passive นั้นให้ค่าไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัด ได้แก่

1. จำนวนของกองทุนที่ทำการศึกษา เนื่องจากกองทุนที่เลือกมานั้นเป็นกองทุนหุ้นขนาดใหญ่ที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล ซึ่งคัดเลือกมาได้ทั้งสิ้น 39 กองทุน จากจำนวนกองทุนที่อยู่ในหมวดเดียวกันทุกขนาด จากทุกบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ซึ่งมีทั้งสิ้น 185 กองทุน (ข้อมูล ณ วันที่ 12 ธันวาคม 2556) ผลการวิจัยที่ได้จึงอาจมีความครอบคลุมไม่เพียงพอ

2. ระยะเวลาการถือครอง เนื่องด้วยข้อจำกัดในเรื่องของอายุกองทุนที่มีการจัดตั้งขึ้นมาอย่างไม่ยาวนานนัก จึงยังไม่อาจครอบคลุมถึงภาวะเศรษฐกิจที่เคยเกิดขึ้นในอดีตและส่งผลถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมได้

3. งานวิจัยนี้ไม่ได้คำนึงถึงผลของ Survivorship Bias ดังนั้นผลตอบแทนและความเสี่ยงที่คำนวณได้ จะไม่ได้นับรวมถึงกองทุนที่มีการยกเลิกกองไปแล้ว

4. ด้วยข้อจำกัดของจำนวนข้อมูล ทำให้ไม่สามารถทดสอบทางสถิติ เพื่อแสดงความแตกต่างของผลตอบแทนว่ามีนัยสำคัญหรือไม่

สำหรับข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต จะครอบคลุมสิ่งต่างๆ ดังนี้

1. การเพิ่มจำนวนกองทุนให้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น โดยอาจจะนับรวมทั้งกองทุนที่มีการจ่ายเงินปันผลด้วย ซึ่งจะทำให้ผลการคำนวณนั้นครอบคลุมถึงลักษณะของผลตอบแทนและความเสี่ยงได้ดียิ่งขึ้น

2. นับรวมผลของ Survivorship Bias โดยรวบรวมรายชื่อและผลการดำเนินงานของกองทุนที่ได้มีการประกาศเลิกกองไปแล้วนับรวมเข้ามาในการทำวิจัยด้วยซึ่งจะทำให้ผลของการวิจัยมีความเป็นกลางมากยิ่งขึ้น

3. เนื่องด้วยงานวิจัยฉบับนี้ศึกษาตลาดกองทุนในประเทศไทยซึ่งจัดว่าเป็นประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ดังนั้นหากสามารถขยายขอบเขตการศึกษาครอบคลุมไปถึงประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ เช่น



อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ ก็จะสามารถเปรียบเทียบลักษณะและแนวโน้มของผลการวิจัยได้ดียิ่งขึ้น

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ได้แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนเปรียบเทียบของกองทุนทั้งสองแบบในช่วงระยะเวลาที่ทำการทดสอบ และน่าจะเป็นประโยชน์สำหรับผู้เกี่ยวข้องผู้เกี่ยวข้องในการตัดสินใจเลือกกองทุน รวมทั้งน่าจะทำให้เกิดงานวิจัยในทำนองนี้เพิ่มมากขึ้นอีกสำหรับตลาดทุนในประเทศไทย

6. เอกสารอ้างอิง

- [1] Richard A. Ferri, “All About Index Funds” McGraw-Hill, New York, 2007.
- [2] Richard A. Ferri, Alex C. Benke, “A Case for Index Fund Portfolios,” Working Paper, JEL G11, 2013.
- [3] B. Phillips, Francis M. Kinniry, Todd Schlanger, “The Case for Index Fund Investing,” Vanguard Research, Working Paper, JEL G11, 2013.
- [4] Eugene F. Fama, Kenneth R. French, “Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns,” Journal of Finance, VOL LXV. NO. 5, 2010.
- [5] Nichanan Tippanich, “A Study of Return on Thai Mutual Fund Measured by Jensen’s Alpha,” Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy, Bangkok, Working Paper, 2010.
- [6] Suppawat Wadhanapatee, Piruna Bialowas, Wetang Phuangsup, “Tests of Market Efficiency in the Stock Exchange of Thailand in the Perspective of US Monetary Policy Announcement,” Dhurakij Pundit, Bangkok, Working Paper, 2011.
- [7] Theodore Prince, Frank Bacon, “Analyzing Mutual Fund Performance Against Established Performance Benchmark: A Test of Market Efficiency,” Working Paper, JEL G14, 2006.
- [8] ชรัณ เป็ลี่ยนศรี, 2007, การศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวม กรณีศึกษาลูกค้าธนาคารไทยพาณิชย์จำกัด (มหาชน) พื้นที่เขตเทพารักษ์ ที่ลงทุนกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด, คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, เชียงใหม่, Working Paper, 2007.
- [9] Aswath Damodaran, “The Case for Passive Investing,” New York University Stern School of Business, New York, Working Paper, 2010.
- [10] Klemens Kremnitzer, “Comparing Active and Passive Fund Management in Emerging Markets,” University of California, Berkeley, Working Paper, 2012.
- [11] <http://www.thaimutualfund.com/AIMC/index.jsp>
- [12] <http://www.aimc.or.th/>