

# ผลการดำเนินงาน และจับจังหวะเวลาลงทุนของกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น ในประเทศไทย

## The Ability of Fund Management and Market Timing of Flexible Portfolio Fund in Thailand

ทรายขวัญ เรืองสุชา<sup>1\*</sup> เจียมจิตร ชวากร<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ทรายขวัญ เรืองสุชา นิสิตปริญญาโท คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ที่อยู่ 5/132 ถนนพหลโยธิน เขตสายไหม แขวงสายไหม จังหวัดกรุงเทพมหานคร รหัสไปรษณีย์ 10220

<sup>2</sup> รองศาสตราจารย์ เจียมจิตร ชวากร อาจารย์ที่ปรึกษา ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

\*ผู้ติดต่อ: E-mail: Saikwan\_24@hotmail.com, เบอร์โทรศัพท์ 0925365341

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นในประเทศไทย โดยแบ่งการศึกษา 8 ช่วงตามสภาวะตลาดที่แตกต่างกัน ได้แก่ ช่วงตลาดขาขึ้น ตลาดขาลง และช่วงระยะเวลาทั้งหมดที่ทำการศึกษาดังแต่ปี 2550 ถึง 2559 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจะพิจารณา 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนแรกวัดผลการดำเนินงานตามมาตรวัด Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Information Ratio และ Jensen Alpha ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ส่วนที่สองวัดผลด้านการจับจังหวะเวลาลงทุนโดยใช้แบบจำลองของ Henrikson และ Merton และแบบจำลองของ Treynor และ Mazuy ผลการวิจัยในส่วนแรกพบว่าการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 4 มาตรวัด และในด้านการจับจังหวะเวลาลงทุนพบว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการจับจังหวะเวลาลงทุน

**คำหลัก:** การวัดผลการดำเนินงาน , จับจังหวะเวลาลงทุน , กองทุนผสมแบบยืดหยุ่น , ผู้จัดการกองทุน

### Abstract

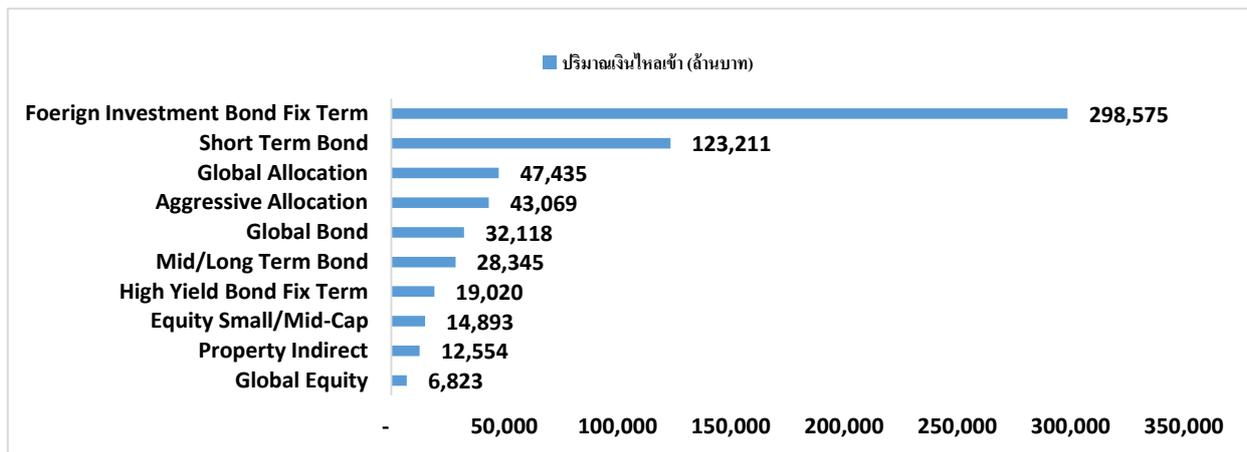
The objective of this research is measures performances of the flexible portfolio fund in Thailand. The analysis divided total timeframe into eight periods under different market condition consist of bull market, bear market and the entire duration of the study from 2007 to 2016. Performance measures of mutual funds examined from two parts, including fund performance by Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Information Ratio, Jensen alpha and market timing ability of fund manager by Henriksson and Merton model and Treynor and Mazuy model. The results of the first part showed that the comparison between before and after operating expenses was statistically significant in all four models and the second part that the fund managers had market timing ability.

**Keywords:** Fund Performance, Market Timing, Flexible Portfolio Fund, Fund Manager

## 1. บทนำ

ภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนของประเทศไทยตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันมีการพัฒนาและเติบโตมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่งเสริมการออมทรัพย์ รวมถึงการระดมเงินทุนในประเทศและลดการพึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศ โดยในปี 2518 มีการจัดตั้งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม จำกัด แห่งแรกของประเทศไทย และในปี 2520 กองทุนรวมโครงการแรกได้มีการจัดตั้งขึ้น ชื่อว่า “โครงการกองทุนสินิฎุณ” ในปัจจุบันคือบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) และในปัจจุบัน ณ สิ้นปี 2560 มีกองทุนรวมทั้งสิ้น 22 มีอัตราการเติบโตของกองทุนรวม 14.42% ด้วยมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ 4,648,984.64 ล้านบาท ดังนั้นกองทุนรวมเป็นการลงทุนในรูปแบบหนึ่งที่มีความสนใจจากนักลงทุนเป็นอย่างมาก เนื่องจากการลงทุนผ่านกองทุนรวมจะมีผู้จัดการกองทุนซึ่งมีความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ในการลงทุน รวมถึงมีข้อมูลข่าวสารที่เปรียบพร้อมในการตัดสินใจลงทุน

การลงทุนในกองทุนรวมมีหลายประเภท แต่ละประเภทกองทุนก็มีลักษณะการลงทุนที่แตกต่างกัน ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนก็ย่อมแตกต่างกันด้วย และอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับนั้นยังมีทั้งบวกและลบในแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกันไป ตัวอย่างเช่นกองทุนตราสารทุนมีการกำหนดสัดส่วนในการลงทุนในตราสารทุนต้องไม่ต่ำกว่า 65% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม อาจทำให้ไม่เอื้อต่อการลงทุนในสภาวะตลาดขาลงมากๆหรือในกองทุนตราสารหนี้ไม่สามารถลงทุนในตราสารทุนได้ จึงไม่เหมาะสมกับภาวะที่ตลาดขาขึ้นมากนัก



รูปที่ 1 ปี 2559 อันดับกองทุนรวม 10 ประเภท ที่มีเงินไหลเข้าสุทธิมากที่สุด

กองทุนรวมในปี 2559 พบว่า 10 อันดับแรกที่มีปริมาณเงินไหลเข้าสุทธิมากที่สุด คือ ในกลุ่มสินทรัพย์ประเภทตราสารหนี้หรือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำนั้นมีปริมาณเงินไหลเข้าสูงสุด 2 อันดับแรก แต่จะเห็นได้ว่าในปัจจุบันนักลงทุนหันมาสนใจกองทุนที่ลงทุนในสินทรัพย์ที่หลากหลายและมีความเสี่ยงมากขึ้น เห็นได้จากในลำดับที่ 3 คือกองทุนผสมที่ลงทุนในต่างประเทศ (Global Allocation) และอันดับที่ 4 คือกองทุนผสมแบบยืดหยุ่นที่เน้นลงทุนในประเทศ (Aggressive Allocation) เป็นกองทุนผสมที่ไม่มีข้อกำหนดเกี่ยวกับ Ceiling กับ Floor สามารถลงทุนในตราสารทุน 0 – 100% ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนส่วนใหญ่จะระบุงบกลยุทธ์ในการบริหารกองทุนว่ามุ่งหวังให้ผลตอบแทนสูงกว่าดัชนี ซึ่งผู้จัดการกองทุนสามารถปรับสัดส่วนการลงทุนในตราสารแต่ละประเภทโดยการวิเคราะห์และคาดการณ์สภาวะตลาดที่เปลี่ยนแปลงไป เพื่อผลตอบแทนของกองทุนสามารถเอาชนะผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาดได้ แต่การบริหารกองทุนในเชิงรุกนี้จะมีค่าใช้จ่ายสูงกว่ากองทุนที่บริหารแบบ Passive Management ดังนั้นการศึกษานี้จึงสนใจศึกษาการวัดความสามารถของผู้จัดการกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น โดยแบ่งเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกวัดผลการดำเนินงานโดยใช้มาตรวัดที่ปรับด้วยความเสี่ยง ในส่วนที่สองวัดความสามารถด้านจังหวะเวลาลงทุนผ่านแบบจำลองว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในด้านจังหวะการลงทุนในแต่ละสภาวะตลาดหรือไม่ โดยพิจารณาในส่วนค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารกองทุนรวมด้วย เพื่อให้ นักลงทุนสามารถนำผลวิจัยนี้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมผสมและสามารถพิจารณาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการวัดความสามารถของผู้บริหารกองทุนรวมได้

## 2.วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อวัดความสามารถของการบริหารกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นในประเทศไทยตามสภาวะตลาดขาขึ้นและขาลง ทั้งก่อนหักค่าใช้จ่าย และหลังหักค่าใช้จ่าย ตามมาตรวัด Jensen Alpha และ Information Ratio
2. เพื่อวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นในประเทศไทยด้านการจับจังหวะเวลาการลงทุน โดยใช้แบบจำลองของ Treynor and Mazuy และ แบบจำลองของ Henriksson and Merton

## 3.ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาความสามารถของผู้จัดการกองทุนรวมและการจับจังหวะการลงทุน ของกองทุนผสมแบบ ยืดหยุ่นในประเทศไทย ใช้วิธีการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยใช้ข้อมูลในการวิจัยเป็นข้อมูล ทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบรายเดือน ของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยรวบรวมกองทุนรวมประเภท กองทุนเปิดที่ดำเนินการอยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2559 และดำเนินการเลือกกองทุนรวมผสมแบบไม่ กำหนดสัดส่วนการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง โดยกองทุนรวมที่ทำการศึกษามีจำนวนทั้งหมด 16 กองทุน

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาโดยนำราคาปิดของหลักทรัพย์รายเดือนมาแบ่งสถานะตลาด ถ้าช่วงเวลาใดมี ราคาปิดของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง 3 เดือนขึ้นไปจะเป็นช่วงสถานะตลาดหลักทรัพย์ขาขึ้น (Bull Market) แต่ถ้าช่วงเวลาใดมีราคาปิดของหลักทรัพย์ลดลงต่อเนื่องเกินกว่า 3 เดือน จะแบ่งเป็นช่วงสถานะตลาดหลักทรัพย์ ขาลง (Bear Market) โดยแบ่งได้ 7 ช่วง ดังนี้

| ช่วงที่ | ระยะเวลา                                   | สถานะตลาด  |
|---------|--|------------|
| 1       | เดือนมกราคม 2550 - เดือนตุลาคม 2550        | ตลาดขาขึ้น |
| 2       | เดือนพฤศจิกายน 2550 - เดือนพฤศจิกายน 2551  | ตลาดขาลง   |
| 3       | เดือนธันวาคม 2551 - เดือนเมษายน 2556       | ตลาดขาขึ้น |
| 4       | เดือนพฤษภาคม 2556 - เดือนมกราคม 2557       | ตลาดขาลง   |
| 5       | เดือนกุมภาพันธ์ 2557 - เดือนพฤศจิกายน 2557 | ตลาดขาขึ้น |
| 6       | เดือนธันวาคม 2557 - เดือนธันวาคม 2558      | ตลาดขาลง   |
| 7       | เดือนมกราคม 2558 - เดือนธันวาคม 2559       | ตลาดขาขึ้น |

### 3.1 เครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมผ่านมาตรวัด Sharpe Ratio มาตรวัด Treynor Ratio มาตรวัด Information Ratio และ มาตรวัด Jensen Alpha

#### 3.1.1 การวัดผลการดำเนินงานด้านการจับจังหวะลงทุน

มาตรวัดตามตัวแบบ Sharp Ratio

$$\text{Sharpe's Ratio} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (1)$$

เมื่อ  $R_p$  อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

$R_f$  อัตราผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังอายุ 3 เดือน

$\sigma_p$  ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุน

มาตรวัดตามตัวแบบ Treynor Ratio

$$\text{Treynor's Ratio} = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad (2)$$

เมื่อ  $\beta_p$  ค่าเบต้าของกองทุนรวม

มาตรวัดตามตัวแบบ Information Ratio

$$\text{Information Ratio} = \frac{(R_p - R_b)}{\sigma_{ER}} \quad (3)$$

เมื่อ  $R_b$  ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของดัชนีชี้วัด (Benchmark)

$\sigma_{ER}$  ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน

มาตรวัดตามตัวแบบ Jensen Alpha

$$\alpha_p = R_p - [R_f + (R_m - R_f)\beta_p] \quad (4)$$

เมื่อ  $\alpha_p$  ตัววัดผลการดำเนินงานของ Jensen หรือค่าอัลฟาของ Jensen

$R_m$  อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด

### 3.1.2 การวัดผลการดำเนินงานด้านการจับจิ้งหะลงทุน

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสามารถในการจับจิ้งหะตลาดเวลาลงทุนของกองทุนรวมผ่านมาตรวัด Treynor and Mazuy และมาตรวัด Henriksson and Merton เครื่องมือที่ใช้วิเคราะห์ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือ วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square estimation) เพื่อใช้ในการประมาณค่าพารามิเตอร์

มาตรวัดตามตัวแบบ Treynor and Mazuy

$$R_p - R_f = a_p + b_p(R_m - R_f) + c_p(R_m - R_f)^2 \quad (5)$$

เมื่อ  $a_p$  ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟาของกองทุนรวม

$b_p$  ค่าเบต้าของกองทุนรวม

$c_p$  ค่าสัมประสิทธิ์ด้านการจับจิ้งหะลงทุน

มาตรวัดตามตัวแบบ Henriksson and Merton

$$R_p - R_f = a_p + b_p(R_m - R_f) + c_p(R_m - R_f)D + e_p \quad (6)$$

เมื่อ  $c_p$                       ค่าสัมประสิทธิ์ด้านการจับจังหวะลงทุน

ให้  $D$  เป็นตัวแปรหุ่น มีค่าดังนี้  $D = 1$  เมื่อ  $R_m > R_f$  (สภาวะตลาดขาขึ้น)

$D = 0$  เมื่อ  $R_m < R_f$  (สภาวะตลาดขาลง)

#### 4. วิเคราะห์ผลการวิจัย

ตารางที่ 4.1 วิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนตามมาตรวัด Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Information Ratio และ Jensen Alpha ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ

| มาตรวัด           | ค่าเฉลี่ยก่อนหัก<br>ค่าใช้จ่าย | ค่าเฉลี่ยหลังหัก<br>ค่าใช้จ่าย | t - stat | Sig (P -<br>Value) |
|-------------------|--------------------------------|--------------------------------|----------|--------------------|
| Sharpe Ratio      | - 0.2850                       | - 0.2859                       | -44.123  | 0.000*             |
| Treynor Ratio     | - 0.0188                       | - 0.0189                       | -35.938  | 0.000*             |
| Information Ratio | - 0.0014                       | - 0.0015                       | -37.400  | 0.000*             |
| Jensen Alpha      | - 0.0987                       | - 0.1002                       | -45.211  | 0.000*             |

**ตารางที่ 4.2** แสดงผลเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของการดำเนินงานทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน  
ตามมาตรวัด Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Informaton Ratio และ Jensen Alpha ตามสถานะตลาด

|                         | ช่วงที่ |         |         |         |         |         |         |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                         | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       |
| <b>Sharp Ratio</b>      |         |         |         |         |         |         |         |
| ก่อนหักค่าใช้จ่าย       | -0.787  | -1.3653 | 0.0003  | -0.8740 | -0.0638 | -0.4812 | -0.0770 |
| หลังหักค่าใช้จ่าย       | -0.797  | -1.3666 | -0.0006 | -0.8750 | -0.0644 | -0.4817 | -0.0775 |
| G-N                     | 0.0010  | 0.0013  | 0.0009  | 0.0010  | 0.0006  | 0.0005  | 0.0005  |
| P - value               | ๐.๐๐๐*  | ๐.๐๐๐*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  |
| <b>Treynor Ratio</b>    |         |         |         |         |         |         |         |
| ก่อนหักค่าใช้จ่าย       | -0.0052 | -0.0903 | -0.0000 | -0.0578 | -0.0042 | -0.0318 | -0.0050 |
| หลังหักค่าใช้จ่าย       | -0.0053 | -0.0904 | -0.0001 | -0.0579 | -0.0043 | -0.0319 | -0.0051 |
| G-N                     | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  |
| P - value               | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  |
| <b>Informaton Ratio</b> |         |         |         |         |         |         |         |
| ก่อนหักค่าใช้จ่าย       | 0.1835  | -0.7779 | 0.0943  | -0.5614 | -0.0085 | -0.2328 | -0.0337 |
| หลังหักค่าใช้จ่าย       | 0.1818  | -0.7802 | 0.0926  | -0.5632 | -0.0094 | -0.2337 | -0.0346 |
| G-N                     | 0.0017  | 0.0023  | 0.0017  | 0.0018  | 0.0009  | 0.0009  | 0.0009  |
| P - value               | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  |
| <b>Jensen Alpha</b>     |         |         |         |         |         |         |         |
| ก่อนหักค่าใช้จ่าย       | 0.0035  | 0.0023  | -0.0025 | -0.0056 | -0.0032 | 0.0020  | -0.0039 |
| หลังหักค่าใช้จ่าย       | 0.0034  | 0.0022  | -0.0026 | -0.0057 | -0.0033 | 0.0019  | -0.0040 |
| G-N                     | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  | 0.0001  |
| P - value               | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  | 0.000*  |

**วิเคราะห์ผลการดำเนินงานด้านความสามารถในการจับจังหวะเวลาลงทุน**

ตารางที่ 4.3 แสดงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมด้านจับจังหวะเวลาลงทุนทั้งก่อนหักค่าใช้จ่ายและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ ตามมาตรวัด Treynor and Mazuy และ Henrikson and Merton

| มาตรวัด              | ค่าเฉลี่ยก่อนหักค่าใช้จ่าย | ค่าเฉลี่ยหลังหักค่าใช้จ่าย |
|----------------------|----------------------------|----------------------------|
| Treynor and Mazuy    | 0.129 (0.097)*             | 0.124 (1.584)              |
| Henrikson and Merton | 0.013 (0.734)              | 0.020 (0.596)              |

หมายเหตุ : \*\*\*, \*\*, \* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมด้านจับจังหวะเวลาลงทุนทั้งก่อนหักค่าใช้จ่ายและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ ตามมาตรวัด Treynor and Mazuy และ Henrikson and Merton

|                       | ช่วงที่       |               |                        |                        |   |               |               |
|-----------------------|---------------|---------------|------------------------|------------------------|---|---------------|---------------|
|                       | 1             | 2             | 3                      | 4                      | 5 | 6             | 7             |
| Treynor and Mazuy     |               |               |                        |                        |   |               |               |
| ก่อนหัก<br>ค่าใช้จ่าย | (1)**<br>(1)* | (1)**<br>(1)* | (5)**<br>(2)*          | (1)**<br>(3)**<br>(1)* | - | (2)**         | (4)**         |
| หลังหัก<br>ค่าใช้จ่าย | (1)**<br>(1)* | (1)**<br>(1)* | (5)**<br>(2)*          | (1)**<br>(3)**<br>(1)* | - | (2)**         | (4)**         |
| Henrikson and Merton  |               |               |                        |                        |   |               |               |
| ก่อนหัก<br>ค่าใช้จ่าย | (1)**         | (1)**<br>(1)* | (4)**<br>(2)**<br>(1)* | (1)**<br>(2)*          | - | (1)**<br>(2)* | (1)**<br>(1)* |

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมด้านจับจังหวะเวลาลงทุนทั้งก่อนหักค่าใช้จ่ายและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ ตามมาตรวัด Treynor and Mazuy และ Henrikson and Merton

|                       |       |               |                         |                |   |               |               |
|-----------------------|-------|---------------|-------------------------|----------------|---|---------------|---------------|
| หลังหัก<br>ค่าใช้จ่าย | (1)** | (1)**<br>(1)* | (4)***<br>(2)**<br>(1)* | (1)***<br>(2)* | - | (1)**<br>(2)* | (1)**<br>(1)* |
|-----------------------|-------|---------------|-------------------------|----------------|---|---------------|---------------|

หมายเหตุ : ( ) คือ จำนวนกองทุนที่มีค่า  $C_p$  เป็นบวก

\*\*\*, \*\*, \* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 99, 95 และ 90 ตามลำดับ

### สรุปผลและอภิปราย

สรุปผลการดำเนินงานของกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นพบว่าข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์ตามมาตรวัด Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Information Ratio และมาตรวัด Jensen Alpha พบว่า ผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย ให้ค่า P – Value เท่ากับ 0.000 ทั้ง 4 มาตรวัด อธิบายได้ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 4 มาตรวัดทั้งก่อนหักค่าใช้จ่ายและหลังหักค่าใช้จ่ายดำเนินงานมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และเมื่อวิเคราะห์โดยแบ่งตามสถานะตลาดพบว่าผลการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่าย ให้ค่า P – Value เท่ากับ 0.000 ทั้ง 4 มาตรวัดตลอดทั้ง 7 ช่วงที่ทำการศึกษา จึงอธิบายได้ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 4 มาตรวัดทั้งก่อนหักค่าใช้จ่ายและหลังหักค่าใช้จ่ายดำเนินงานโดยแบ่งตามสถานะตลาดมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เช่นเดียวกัน

สรุปผลการดำเนินงานของกองทุนรวมด้านจับจังหวะตลาด พบว่า มาตรวัด Treynor and Mazuy ก่อนหักค่าใช้จ่ายนั้นกองทุนรวมสามารถสร้างผลการดำเนินงานด้านการจับหว่านได้ ในขณะที่หลังหักค่าใช้จ่ายแล้วกองทุนรวมไม่สามารถจับจังหวะตลาดได้ ในส่วนของมาตรวัด Henrikson and Merton ทั้งก่อนและหลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินการไม่สามารถจับจังหวะตลาดได้ และเมื่อวิเคราะห์โดยแบ่งตลาดออกเป็น 7 ช่วงพบว่าในแต่ละช่วงเวลาทั้งช่วงสถานะตลาดหลักทรัพย์ขาขึ้นและตลาดหลักทรัพย์ขาลงมีกองทุนที่สามารถจับจังหวะตลาดได้ ยกเว้นช่วงที่ 5 ซึ่งเป็นช่วงสถานะตลาดหลักทรัพย์ขาขึ้นไม่พบว่ามีกองทุนใดที่มีความสามารถในการจับจังหวะเวลาลงทุน

### ข้อเสนอแนะ

1. งานวิจัยนี้ศึกษาเฉพาะกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นในประเทศไทย ในการศึกษาครั้งหน้าผู้วิจัยอาจศึกษากองทุนที่มีนโยบายที่ลงทุนในสินทรัพย์อื่น เช่น กองทุนรวมตราสารทุน หรือกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ
2. งานวิจัยในครั้งนี้ไม่ได้พิจารณาถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อกองทุนรวม ดังนั้นงานวิจัยครั้งต่อไปผู้วิจัยอาจศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

3. งานวิจัยนี้ศึกษาความสามารถของผู้จัดการกองทุนในด้านจับจังหวะเวลาลงทุนโดยรวม ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยอาจศึกษาปัจจัยของผู้จัดการกองทุนรายบุคคลในด้านต่างๆ เพื่อให้เข้าใจถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนมากขึ้น

### เอกสารอ้างอิง

- [1] กิตติคุณ ธนรัตน์พัฒนกิจ (2560). ปี 2559 นักลงทุนไทยนิยมลงทุนกองทุนไหน, [ระบบออนไลน์], แหล่งที่มา [www.morningstarthailand.com](http://www.morningstarthailand.com), เข้าดูเมื่อวันที่ 30/01/2560.
- [2] จรรย์รัตน์ แซ่ตั้ง (2557). ผลการดำเนินงาน และการจับจังหวะเวลาลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทย, วิทยาลัยศึกษาด้านบริหาร สาขาวิชาการจัดการ: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี.
- [2] จิรัตน์ สังข์แก้ว (2545). การลงทุน. ปทุมธานี: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- [3] ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2558). ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, พิมพ์ครั้งที่ 24, กรุงเทพมหานคร: อัมรินทร์พรินต์ติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).
- [4] สมาคมบริษัทจัดการลงทุน (2560). มูลค่าทรัพย์สินสุทธิและอัตราการเติบโตของกองทุนรวม ปี 2535-2559, [ระบบออนไลน์], แหล่งที่มา [www.aimc.or.th/index.php#1](http://www.aimc.or.th/index.php#1), เข้าดูเมื่อวันที่ 2/02/2560.
- [5] Chen, D., Gan, C. and Baiding, H. (2013). *An Empirical Study of Mutual Funds Performance in China*, Faculty of Commerce Working Paper No.2, URL: [www.researcharchive.lincoln.ac.nz/bitstream/handle/10182/5525/FoC\\_wp\\_02.pdf?sequence=1](http://www.researcharchive.lincoln.ac.nz/bitstream/handle/10182/5525/FoC_wp_02.pdf?sequence=1) on 2/02/2517.
- [6] Henriksson, R.D. (1984). *Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation*, Journal of Business, URL: [www.empirical.net/wp-content/uploads/2014/12/Henriksson-Market-Timing-and-Mutual-Fund-Performance.pdf](http://www.empirical.net/wp-content/uploads/2014/12/Henriksson-Market-Timing-and-Mutual-Fund-Performance.pdf) on 20 กุมภาพันธ์ 2560.