

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึงเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวัดผลประกอบการของกองทุนรวม พฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุนต่อการเลือกซื้อ/ขายคืนหน่วยลงทุน รวมทั้งพฤติกรรมของผู้จัดการกองทุนรวม

#### 2.1 การวัดผลประกอบการของกองทุนรวม

การศึกษาในอดีตส่วนมากสะท้อนว่ากองทุนรวมไม่สามารถสร้างผลตอบแทนให้สูงกว่าตลาดได้ โดยการศึกษาของ Jensen (1968) ที่วัดผลตอบแทน abnormal return (ค่าจุดตัดแกน (intercept)) จากแบบจำลองแบบไม่มีเงื่อนไขของ CAPM (unconditional CAPM) ที่เรียกว่า Jensen's alpha และการศึกษาของ Ferson and Schadt (1996) และ Carhart (1997) ที่ใช้แบบจำลองแบบมีเงื่อนไข (conditional model) และแบบจำลอง four-factor model ตามลำดับ ในการวัดผลประกอบการของกองทุนรวม ซึ่งต่างก็ได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกันว่า abnormal return มีค่าเป็นลบ สะท้อนว่ากองทุนรวมไม่สามารถสร้างผลตอบแทนให้ชนะตลาดได้ หรือไม่พบว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีความสามารถหรือมีข้อมูลข่าวสารที่จะสามารถสร้างผลตอบแทนให้สูงกว่าตลาดได้

นอกจากนี้ Daniel, Hirshleifer, Titman, and Wermers (1997) ที่ใช้วิธีวัดผลประกอบการของกองทุนรวมแบบอิงกับลักษณะของหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นวิธีที่คำนึงถึงความเบี่ยงเบนของผลตอบแทนที่เกิดจากมูลค่าตามตลาด อัตราส่วนมูลค่าราคาตามบัญชีต่อราคาตามตลาด และผลตอบแทน ณ ช่วงเวลาที่ผ่านมา ซึ่งพบว่ากองทุนรวมมีความสามารถในการเลือกถือหลักทรัพย์ (selection ability) ตรงข้ามกับผลการศึกษาในประเทศไทยโดย Plabplatern (1997) ที่ศึกษาผลประกอบการของกองทุนปิดในประเทศไทย ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2536 - 2540 และการศึกษาของ Sakaranan (1998) ที่ศึกษาผลประกอบการของกองทุนรวมทั้งประเภทเปิดและปิด ในปีพ.ศ. 2538 - 2540 ซึ่งต่างก็ได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกันว่ากองทุนรวมในประเทศไทยไม่มีความสามารถในการเลือกถือหลักทรัพย์ แต่มีความสามารถในการปรับสัดส่วนการเลือกถือหลักทรัพย์ตามสภาวะการของตลาด (ability to time the market)

Edelen (1999) ศึกษาผลประกอบการของกองทุนเปิด พบว่าผลประกอบการของกองทุนรวมแบบเปิดมีค่า abnormal return เป็นลบเนื่องจากการมีต้นทุนทางอ้อมในรูปแบบของต้นทุนสภาพคล่อง (liquidity cost) เนื่องจากกองทุนรวมประเภทเปิดนี้จะต้องคงสัดส่วนหรือถือครองเงิน

สดไว้จำนวนหนึ่งเพื่อเป็นการสำรองเผื่อไว้ในกรณีที่เมื่อนักลงทุนมาขายคืนหน่วยลงทุน นอกจากนี้ Edelen ยังพบความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงข้ามกันของผลประกอบการของกองทุนรวมและต้นทุนสภาพคล่องของกองทุนเปิด ซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทยโดย Pornsalnuwa (2000) ที่พบค่า abnormal return ที่สูงขึ้นหรือติดลบน้อยลงเมื่อควบคุมหรือจัดผลของต้นทุนสภาพคล่องออกไปจากผลประกอบการของกองทุนเปิด

## 2.2 พฤติกรรมของนักลงทุนในกองทุนรวม

### 2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินทุนและผลประกอบการในอดีตของกองทุนรวม

การศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนจำนวนมากพบว่านักลงทุนใช้ผลประกอบการในอดีต (past performance) ของกองทุนรวมเป็นตัวแปรสำคัญในการตัดสินใจเลือกซื้อ/ขายหน่วยลงทุน ซึ่งการศึกษาจำนวนมากนั้นได้แก่ การศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนรายย่อย (retail investor) ของ Ippolito (1992) Hendricks, Patel and Zeckhauser (1993) Goetzmann and Peles (1997) Sirri and Tufano (1998) และ Kempf and Ruenzi (2002) ซึ่งพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินทุนและผลประกอบการในอดีตของกองทุนมีความสัมพันธ์ที่เป็น "บวก" ต่อกัน กล่าวคือ กองทุนที่มีผลตอบแทนเป็นบวกจะมีเงินทุนไหลเข้ากองทุน ส่วนกองทุนรวมที่มีผลตอบแทนเป็นลบจะมีเงินทุนไหลออกจากกองทุน

โดยทั่วไปการวัดผลประกอบการของกองทุนรวมนั้นสามารถแบ่งแยกออกได้ 2 แบบด้วยกัน คือแบบอัตราผลตอบแทนโดยสัมบูรณ์ (absolute return) และผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบ (relative return) ซึ่งการวัดผลประกอบการทั้งสองแบบนี้สามารถคำนวณหาได้หลายวิธีด้วยกัน โดยสำหรับการวัดผลประกอบการแบบอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนโดยสัมบูรณ์อันได้แก่ผลตอบแทนรวม (raw return) ซึ่งสามารถคำนวณได้สะดวกกว่าแต่มีข้อด้อยตรงที่ละเลยความแตกต่างในความเสี่ยงของกองทุนรวมแต่ละกอง อย่างไรก็ตามการศึกษาในอดีตของ Sawicki (2001) มีการนำตัวแปรผลประกอบการทั้งแบบอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนโดยสัมบูรณ์และโดยเปรียบเทียบมาใช้ในการศึกษาถึงการตอบสนองของนักลงทุน และพบว่า การวัดผลประกอบการด้วยวิธีที่แตกต่างกันนี้สามารถใช้อธิบายพฤติกรรมของนักลงทุนได้ใกล้เคียงกันมาก เนื่องจาก Sawicki (2001) พบว่าตัวแปรวัดผลประกอบการแบบต่างๆมีค่า correlation ต่อกันที่ค่อนข้างสูงนั่นเอง

ทั้งนี้ นอกจากการศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนรายย่อยแล้ว ยังมีการศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบัน (institutional investor) อีกด้วย ซึ่งกรณีศึกษากองทุนรวมในประเทศออสเตรเลียโดย Sawicki (2001) ได้ให้ความเห็นว่านักลงทุนสถาบันจะมีความละเอียดและลึกซึ้งในการตัดสินใจเลือกลงทุนมากกว่านักลงทุนรายย่อย การจากศึกษาข้อมูลกองทุนรวมจำนวน 55 กองทุน ในช่วงปี พ.ศ. 2523 - 2538 พบว่า นักลงทุนสถาบันใช้ผลประกอบการในอดีต 12 เดือน หรือ 1 ปี เป็นปัจจัยในการเลือกซื้อกองทุนรวม อีกนัยหนึ่งคือเมื่อกองทุนรวมมีผลประกอบการที่ดี โดยเปรียบเทียบแล้ว กองทุนรวมนั้นจะมีเงินทุนไหลเข้า เช่นเดียวกับผลการศึกษาพฤติกรรมการเลือกซื้อ/ขายคืนหน่วยลงทุนของนักลงทุนรายย่อย ทั้งนี้ผลการศึกษายังเป็นเช่นเดียวกันไม่ว่าจะใช้เครื่องมือวัดผลประกอบการในอดีตเป็นผลตอบแทนโดยสัมบูรณ์หรืออันดับผลประกอบการของกองทุนรวม

ที่น่าสนใจก็คือการพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการไหลเข้า-ออกของเงินทุนและผลประกอบการในอดีตของกองทุนมีลักษณะที่ไม่สมมาตรต่อกัน กล่าวคือ จะมีเงินทุนไหลเข้ากองทุนที่มีผลประกอบการในอดีตดีในสัดส่วนที่สูงกว่าเงินทุนไหลออกจากกองทุนที่มีผลประกอบการไม่ดี ดังนั้นจึงได้มีความพยายามอธิบายถึงสาเหตุของความสัมพันธ์ที่หลากหลายกันไป ดังนี้

Sirri and Tufano (1998) มีข้อเสนอว่า การตัดสินใจเลือกซื้อกองทุนของนักลงทุนรายย่อยนั้นเหมือนกับการตัดสินใจเลือกซื้อสินค้าทั่วไป ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวสามารถอธิบายได้โดยทฤษฎีต้นทุนทางจิตวิทยาและการค้นหาของผู้บริโภค (theory of consumer search and psychological costs) โดยได้ทำการศึกษากองทุนรวมแบบเปิด ประเภทหุ้นจำนวน 690 กองทุน ในช่วงธันวาคม พ.ศ. 2514 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2533 และได้ข้อสรุปว่านักลงทุนมีการตอบสนองที่แตกต่างกันต่อผลประกอบการที่ดีและไม่ดีในอดีต ไม่ว่าจะใช้ผลตอบแทนรวม ผลตอบแทนส่วนเกิน หรือ Jensen Alpha เป็นตัววัดอันดับผลประกอบการของกองทุนรวม ซึ่งทั้งหมดได้ให้ข้อสรุปตรงกันว่ากองทุนรวมที่ถูกจัดอยู่ในอันดับที่ดีจะมีเงินทุนไหลเข้าในสัดส่วนที่สูงกว่ากองทุนรวมที่มีอันดับอยู่ในระดับกลาง รวมทั้งกรณีที่กองทุนรวมมีอันดับที่ไม่ดีจะมีเงินทุนไหลออก แต่จะไหลออกในสัดส่วนที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับกรณีเงินทุนไหลเข้ากองทุนรวมที่มีอันดับดี ทั้งนี้ได้อธิบายถึงสาเหตุของความสัมพันธ์ที่ไม่สมมาตรดังกล่าวไว้ว่าเกิดจากการที่กองทุนที่มีผลประกอบการดีมักนิยมทำการตลาดหรือโฆษณากองทุนของตนผ่านสื่อต่างๆ ซึ่งเป็นการช่วยลดต้นทุนการหาข้อมูลและข่าวสาร (search cost) ของนักลงทุนก่อนที่จะทำการเลือกซื้อหน่วยลงทุน นักลงทุนจึงถูกดึงดูดความสนใจไปยังกองทุนที่ลงโฆษณาและตัดสินใจลงทุนในกองทุนนั้น ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าต้นทุนข้อมูลข่าวสารดังกล่าวนี้เองที่เป็นปัจจัยกำหนดความสัมพันธ์การไหลของเงินและผลประกอบการ

อย่างไรก็ตาม มีการศึกษาโดยใช้แบบสอบถามต่อนักลงทุน แบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ นักลงทุนที่มีความรู้เรื่องการลงทุนในกองทุนรวมเป็นอย่างดี และนักลงทุนทั่วไป โดย Goetzmann and Peles (1997) ได้ข้อสรุปว่า แม้กระทั่งนักลงทุนที่มีความรู้เรื่องการลงทุนเป็นอย่างดีก็ยังมีพฤติกรรมการตอบสนองที่ช้าต่อกองทุนรวมที่มีผลประกอบการไม่ดี ซึ่งได้อธิบายว่าเหตุที่นักลงทุนไม่นิยมขายหน่วยลงทุนเมื่อกองทุนมีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบที่ไม่ดี เกิดจากลักษณะทางจิตวิทยาของนักลงทุน ที่จะมีการปรับความเชื่อว่กองทุนที่ตนได้ซื้อไว้จะมีผลประกอบการที่ดีขึ้นในวันข้างหน้า (cognitive dissonance<sup>9</sup>) เช่นเดียวกับกับการศึกษาโดย Ippolito (1992) ที่ทำการศึกษากองทุนรวมจำนวน 143 กองทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี พ.ศ. 2508 – 2527 และพบลักษณะความไม่สมมาตรของเงินทุนไหลเข้า-ออกกองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีและไม่ดี และอธิบายว่าลักษณะดังกล่าวเป็นผลกระทบจากต้นทุนการทำธุรกรรม (transaction cost effect) กล่าวคือ ต้นทุนการขายหน่วยลงทุน (back-end load) มีอัตราที่สูงกว่าต้นทุนการซื้อ (front-end load) ดังนั้นจึงเป็นเหตุให้นักลงทุนให้การตอบสนองต่อการซื้อในสัดส่วนที่สูงกว่าการขายหน่วยลงทุน

นอกจากนี้ ความสัมพันธ์ในลักษณะที่ไม่สมมาตรระหว่างการไหลของเงินทุนและผลประกอบการในอดีตนั้นสอดคล้องกับคำอธิบายของ Odean (1998) ที่ค้นพบว่านักลงทุนมีพฤติกรรมที่จะขายหลักทรัพย์ที่มีผลกำไรเร็วเกินไป และจะถือสินทรัพย์ที่มีผลขาดทุนนานเกินไป พฤติกรรมดังกล่าวถูกเรียกว่า "Disposition Effect" ทั้งนี้ เชื่อว่าเมื่อนักลงทุนซื้อสินทรัพย์แล้วราคาของสินทรัพย์ดังกล่าวปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในเวลาต่อมา นักลงทุนจะเชื่อว่าข้อมูลข่าวสารที่ตนครอบครองอยู่นั้นได้ถูกสะท้อนเข้าไปในราคาของสินทรัพย์นั้นๆ แล้วจึงทำการขายสินทรัพย์ดังกล่าวทันทีเมื่อราคาเพิ่มขึ้นไม่นานนัก ขณะที่เชื่อว่าต้นทุนของการขายสินทรัพย์ ณ ราคาต่ำมีค่าโดยเปรียบเทียบที่สูง ดังนั้นจึงทำการถือสินทรัพย์ที่มีการขาดทุนเป็นเวลานานกว่าโดยเปรียบเทียบ

ขณะที่มีความพยายามอธิบายถึงสาเหตุของความไม่สมมาตรในความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินและผลประกอบการในอดีตว่ามีต้นเหตุหลักมาจากนักลงทุน แต่การศึกษาของ Lynch and Musto (1997) ได้พยายามอธิบายว่าแท้จริงแล้วนั้นมีสาเหตุมาจากพฤติกรรมของผู้จัดการกองทุนรวม กล่าวคือ Lynch and Musto (1997) เชื่อว่าผู้จัดการกองทุนรวมจะทำการละทิ้งหรือเลิกใช้กลยุทธ์ทางการลงทุนเมื่อพบว่ากลยุทธ์ดังกล่าวส่งผลให้กองทุนนั้นๆ มีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบที่ไม่ดี และ Khorana (2001) ที่พบการศึกษาว่าบริษัทหลักทรัพย์

<sup>9</sup> เป็นพฤติกรรมทางจิตวิทยาที่มนุษย์ที่มีเหตุการณ์ที่ไม่ดีเกิดขึ้นหรือมีเหตุการณ์ที่เลวร้ายกว่าที่ได้คาดการณ์ไว้ มนุษย์จะทำการปรับเปลี่ยนความเชื่อเพื่อเข้าข้างตนเอง

จัดการกองทุนรวมมีการเปลี่ยนแปลงผู้จัดการกองทุนรวมสำหรับกองทุนรวมที่มีผลประกอบการไม่ดี และพบว่ากองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีขึ้นหลังจากที่มีการเปลี่ยนผู้จัดการกองทุนรวม ดังนั้นจึงทำให้นักลงทุนจึงเชื่อว่าผลประกอบการในอดีตโดยเปรียบเทียบที่ไม่ดีของกองทุนรวมนั้นไม่สามารถคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตได้ เนื่องจากผู้จัดการกองทุนได้ยกเลิกกลยุทธ์เดิมไปแล้ว หรืออีกนัยหนึ่งก็คือนักลงทุนเชื่อว่าผลประกอบการที่ไม่ดีของกองทุนรวมไม่มีความสม่ำเสมอ (non-persistence) ดังนั้นจึงมีการตอบสนองที่น้อยของการไหลของเงินทุนต่อกองทุนที่มีผลประกอบการไม่ดีโดยเปรียบเทียบ

ผลการศึกษาในกรณีของประเทศไทยอ้างอิงจาก Chayangkasen (2002) ที่ทำการศึกษากองทุนรวมแบบเปิดประเภทหุ้น ในระหว่างปี พ.ศ. 2543 – 2545 ได้ผลการศึกษาแบบไม่มีนัยสำคัญว่าความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินทุนและผลประกอบการในอดีตของกองทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่เป็นไปในลักษณะที่ไม่สมมาตรต่อกัน โดยผลการศึกษาบ่งชี้ว่านักลงทุนในประเทศไทยอาศัยผลประกอบการในอดีตที่วัดโดยผลตอบแทนรวมในการตัดสินใจเลือกซื้อกองทุนรวมมากกว่าใช้ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้ว (กรณีนี้ใช้ Jensen's alpha) รวมทั้งยังสรุปได้อีกว่านักลงทุนจะตอบสนองต่อผลประกอบการในอดีต 12 เดือน หรือ 1 ปี มากที่สุด (เปรียบเทียบกับกรณี 1 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน) การศึกษายังได้แบ่งเป็นกรณีคือ กองทุนรวมขนาดใหญ่ (large fund) และกองทุนรวมขนาดเล็ก (small fund) ได้ผลสรุปว่านักลงทุนในกองทุนรวม "ขนาดเล็ก" จะตอบสนองต่อผลประกอบการในอดีตที่ดีของกองทุนรวมในสัดส่วนที่สูงกว่าผลประกอบการในอดีตที่ไม่ดี ตรงข้ามกับกองทุนรวม "ขนาดใหญ่" ที่จะตอบสนองต่อผลประกอบการในอดีตที่ไม่ดีในสัดส่วนที่สูงกว่าผลประกอบการในอดีตที่ดีของกองทุนรวม ดังนั้น จึงกล่าวได้ว่ากองทุนรวมขนาดเล็กจะมีลักษณะของความสัมพันธ์แบบไม่สมมาตรในรูปแบบ convex function ระหว่างการไหลของเงินทุนกับผลประกอบการที่ชัดเจนมากกว่ากองทุนรวมขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตามขอเน้นย้ำอีกครั้งว่าเนื่องจากผลการศึกษาโดย Chayangkasen (2002) เป็นไปโดยไม่มีนัยสำคัญจึงอาจทำให้ข้อสรุปที่กล่าวข้างต้นมีความคลาดเคลื่อน

### 2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินทุนและผลประกอบการในอนาคตของกองทุนรวม (Is Money smart?)

Gruber (1996) ต้องการหาคำตอบว่า เหตุใดยังคงมีนักลงทุนที่นำเงินเข้ามาลงทุนใน active fund ซึ่งส่งผลให้มูลค่าโดยรวมของกองทุนรวมมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องเรื่อยมา ทั้งๆที่มีผลการศึกษาในอดีตที่บ่งชี้ว่ากองทุนรวมแบบ active fund ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนให้สูงกว่า

ตลาดได้ โดยมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรของเงินทุนและผลประกอบการในอนาคตของกองทุนรวมโดย Gruber (1996) และ Zheng (1999) ที่ได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกันว่า นักลงทุนมีความสามารถในการเลือกลงทุน (selection ability) ในกองทุนรวมที่กำลังจะมีผลประกอบการที่ดีในอนาคต

Gruber (1996) พบว่าจากการที่นักลงทุนมีความสามารถในการเลือกลงทุนและสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (abnormal return) จากกองทุนรวมแบบ active fund ได้นั้นเองที่อธิบายการเติบโตของ active fund และการศึกษาต่อมาโดย Zheng (1999) ได้ศึกษาพฤติกรรมความสามารถในการเลือกลงทุนของนักลงทุนกองทุนรวมโดยการจำลองกองทุนรวมขึ้นมา และพบว่ากองทุนที่มีเงินทุนไหลเข้าสุทธินั้นต่อมากจะมีผลประกอบการที่ดีในอนาคต และกองทุนที่มีเงินทุนไหลออกสุทธินั้น ต่อมากองทุนนั้นจะมีผลประกอบการที่ไม่ดี ดังนั้น Zheng (1999) จึงได้คิดกลยุทธ์สำหรับการเลือกลงทุนที่เรียกว่า "Trading Strategy" โดยเป็นกลยุทธ์ที่ให้นักลงทุนเลือกลงทุนแบบถ่วงเฉลี่ย (weighted average) ในกองทุนต่างๆที่มีเงินทุนไหลเข้าสุทธิในอดีต 1 เดือนที่ผ่านมา และทำตรงกันข้ามสำหรับกองทุนที่มีเงินทุนไหลออกสุทธิ ซึ่งผลของกลยุทธ์นี้จะทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนส่วนเกิน สอดคล้องกับกลยุทธ์การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของ Jegadeesh and Titman (1993) ที่พบว่ากลยุทธ์การเลือกซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลประกอบการดีและการขายหลักทรัพย์ที่มีผลประกอบการไม่ดีในอดีตในช่วงระยะสั้น 3 – 12 เดือน จะสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนได้

## 2.3 พฤติกรรมของผู้จัดการกองทุนรวม

### 2.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในอดีตและการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวม

Brown, Harlow and Stark<sup>10</sup> (BHS, 1996) มีมุมมองต่ออุตสาหกรรมกองทุนรวมว่ามีลักษณะของสภาวะการแข่งขัน (tournament) เช่นเดียวกับสภาวะการแข่งขันชิงแชมป์ถ้วยเทนนิสหรือกอล์ฟ โดยกองทุนรวมต่างๆแข่งขันกันเองเพื่อให้กองทุนรวมของตนมีอันดับที่ดีหรือมีสถานะเป็นผู้ชนะเลิศอันดับปีปฏิทิน โดยผลการศึกษาจากกองทุนจำนวน 334 กองทุน ประเภทหุ้นแบบเน้นการเติบโต (growth funds) ในช่วง พ.ศ. 2519 – 2534 พบว่ากองทุนรวมทั้งที่มีผลประกอบการดีและไม่ดีตอนกลางปี นิยมที่จะปรับเปลี่ยนความเสี่ยงในช่วงครึ่งหลังของปี เพื่อหวังให้ผลของการ

<sup>10</sup> BHS (1996) ใช้ข้อมูลรายเดือนในการศึกษา ขณะที่ Busse (2001) ที่ใช้ข้อมูลรายวันในการศึกษา ซึ่งได้ผลการศึกษาที่แตกต่างกัน ส่วนหนึ่งนั้นเกิดขึ้นจากผลของปัญหา autocorrelation ของข้อมูลรายวัน

เปลี่ยนแปลงความเสี่ยงดังกล่าวทำให้กองทุนมีผลประกอบการที่ดี ณ ตอนสิ้นเดือนธันวาคม หรืออยู่ในอันดับต้นๆของการจัดอันดับ

การศึกษาต่อมาโดย Chevalier and Ellison (1997) Koski and Pontiff (1999) และ Kempf and Ruenzi (2002) ก็ได้ผลสอดคล้องกับ BHS (1996) โดย Chevalier and Ellison (1997) ศึกษาเพิ่มเติมว่ากองทุนที่มีอายุน้อย การไหลของเงินทุนจะมีความอ่อนไหวต่อผลประกอบการในอดีตมากกว่ากองทุนรวมที่อยู่มานานแล้ว กล่าวคือ กองทุนที่มีอายุน้อยและมีผลประกอบการดีจะมีเงินทุนไหลเข้าในสัดส่วนที่มากกว่ากองทุนที่อยู่มานานแล้วและมีผลประกอบการดี กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือพบความสัมพันธ์แบบไม่สมมาตรระหว่างการไหลของเงินทุนและผลประกอบการในอดีตที่ชัดเจนในกองทุนที่มีอายุน้อย ดังนั้นจึงพบว่ากองทุนที่มีอายุน้อยมีแรงจูงใจและมีแนวโน้มที่จะมีพฤติกรรมปรับเปลี่ยนความเสี่ยงมากกว่านั่นเอง

ส่วน Koski and Pontiff (1999) พบว่าการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมและผลประกอบการในอดีตมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงข้ามกัน<sup>11</sup> นั่นคือ กองทุนจะเพิ่มความเสี่ยงหลังจากที่มีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบไม่ดี และจะลดความเสี่ยงลงเมื่อมีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบดี ซึ่งได้ทำการศึกษาผ่านกองทุนประเภทหุ้นจำนวน 675 กองทุน โดยศึกษากองทุนแบบแยกเป็น 2 ประเภท คือ กองทุนรวมที่ใช้ตราสารอนุพันธ์ (derivative) และกองทุนรวมที่ไม่ได้ใช้ตราสารอนุพันธ์ (non-derivative) พบว่ามีกองทุนรวมที่ใช้ตราสารอนุพันธ์ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 21 ของตัวอย่างกองทุนรวมทั้งหมดมีลักษณะของความสัมพันธ์ระหว่างการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงและผลประกอบการในอดีตที่รุนแรงหรือมากกว่ากองทุนรวมที่ไม่ได้ใช้ตราสารอนุพันธ์ ทั้งนี้ยังพบอีกว่าการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวมเพื่อหวังให้กองทุนมีอันดับที่ดีขึ้นนั้นนิยมที่จะทำผ่านทางตราสารอนุพันธ์ เนื่องจากมองว่าตราสารอนุพันธ์เป็นตราสารทางการเงินที่เหมาะสมสำหรับการบริหารข้อมูลข่าวสารต่างๆ มีต้นทุนของการทำธุรกรรมโดยเปรียบเทียบที่ต่ำ และที่สำคัญที่สุดก็คือเป็นเครื่องมือที่ง่ายต่อการบริหารความเสี่ยง

และ Kempf and Ruenzi (2002) ศึกษากองทุนรวมหุ้นในสหรัฐอเมริการะหว่างปี พ.ศ. 2536- 2544 ทั้งกรณีของกองทุนรวมที่อยู่ในประเภท (segment) เดียวกัน และกองทุนรวมที่อยู่ในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม หรือ บลจ. (family) เดียวกัน ซึ่งให้ความเห็นว่า เนื่องจากบริษัทจัดการมักจะเลือกทำการตลาดหรือลงโฆษณากองทุนรวมของบริษัทเฉพาะกองทุนรวมที่มีผลประกอบการดีที่สุดนั้น ก่อให้เกิดสภาวะการแข่งขันของกองทุนรวมภายใน บลจ. เดียวกัน และ

<sup>11</sup> มีการอธิบายโดย Dimson and Jackson (2001) ว่าเกิดจากการที่นักลงทุนมีการตรวจสอบผลประกอบการของกองทุนที่มากจึงทำให้ผู้จัดการกองทุนต้องกระตุ้นหรือรับในการที่จะทำผลประกอบการโดยเปรียบเทียบของกองทุนให้ดี

ผลการศึกษาของทั้งสองกรณีก็ได้ระบุว่าสภาวะการแข่งขันที่เกิดขึ้นได้ก่อให้เกิดการพยายามปรับเปลี่ยนความเสี่ยงเพื่อหวังจะให้กองทุนรวมของตนนั้นมีผลประกอบการที่ดีต่อไปในอนาคต เช่นเดียวกัน แต่การเพิ่มความเสี่ยงของกองทุนที่มีผลประกอบการไม่ดี และการลดความเสี่ยงลงของกองทุนที่มีผลประกอบการดีนั้นจะพบเฉพาะกรณีศึกษากองทุนในช่วงปี พ.ศ. 2536-2539 ทั้งนี้ ผลการศึกษาของปีพ.ศ. 2540-2544 ไม่พบการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงตามสมมติฐานแต่อย่างใด โดย Kempf and Ruenzi (2002) ได้ให้ความเห็นว่าเป็นการเกิดจากการที่ผู้จัดการกองทุนเริ่มที่จะตระหนักถึงกลยุทธ์การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกันและกันหลังจากที่มีการตีพิมพ์ผลการศึกษาของ BHS (1996) ในปีพ.ศ. 2539 ซึ่งส่งผลให้ผู้จัดการกองทุนที่มีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบที่ดีไม่ทำการลดความเสี่ยงลงเพื่อคงสถานะของอันดับที่สูงดังเช่นเคย แต่กลับจะเพิ่มความเสี่ยงขึ้นเมื่อตระหนักแล้วว่ากองทุนคู่แข่งที่มีผลประกอบการไม่ดีนั้นจะทำการปรับเพิ่มความเสี่ยงขึ้นอย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของความเสี่ยงของกองทุนที่มีอันดับดีนั้นอาจจะสูงกว่าหรือต่ำกว่าระดับการเพิ่มความเสี่ยงของกองทุนที่มีอันดับไม่ดี

### 2.3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในอดีตและในอนาคตของกองทุนรวม (performance persistence)

การศึกษาในอดีตพบว่ากองทุนรวมมีความสม่ำเสมอระยะสั้นในผลประกอบการ (short-term performance persistence) กล่าวคือ กองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีในอดีต มีแนวโน้มที่กองทุนรวมนั้นจะมีผลประกอบการที่ดีต่อไปในอนาคตอันใกล้ และในทางกลับกันด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Grinblatt and Titman (1992) Hendricks, Patel and Zeckhauser (1993) และ Brown and Goetzman (1995) ที่ค้นพบลักษณะของความสม่ำเสมอของผลประกอบการในระยะสั้น โดยที่ Hendricks, Patel and Zeckhauser (1993) เชื่อว่ากองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีนั้น ไม่ได้เกิดจากการที่ผู้จัดการกองทุนรวมมีความชำนาญหรือความสามารถในการบริหารกองทุน หากเป็นเพียงแค่ความบังเอิญหรือความโชคที่ผู้จัดการกองทุนรวมเลือกใช้ Momentum Strategy ที่อาจส่งผลดีแก่กองทุนรวมเป็นบางครั้งเท่านั้น

ทั้งนี้ Brown and Goetzman (1995) ที่ใช้ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงเป็นตัววัดผลประกอบการนั้นเชื่อว่าผลการศึกษาดังกล่าวนี้นั้นขึ้นอยู่กับช่วงเวลาของกลุ่มตัวอย่างที่เลือกมาศึกษา และได้อธิบายสาเหตุของความสม่ำเสมอในผลประกอบการของกองทุนรวมดังนี้ หนึ่งในเกิดจากการที่ผู้จัดการกองทุนรวมมี correlation ระหว่างกันเอง กล่าวคือผู้จัดการกองทุนรวมมีแนวโน้มที่จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ใกล้เคียงกันหรือคล้ายๆกัน หรือนิยมใช้ Momentum Strategy ดังนั้นจึง



เป็นไปได้ที่ผลการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจะพบลักษณะความสม่ำเสมอหรือความไม่สม่ำเสมอของผลประกอบการก็ได้ สอง เกิดจากการที่กองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ไม่ดีที่ได้เลิกดำเนินการไปแล้วหรือถูกควมรวบเข้ากับกองทุนรวมอื่นนั้น ทำให้ผลการศึกษากลับเป็นไป

นอกจากนี้ BHS (1996) กล่าวว่ากรณีที่ผู้จัดการกองทุนรวมมีพฤติกรรมปรับเปลี่ยนความเสี่ยงตามลักษณะของสถานะของกองทุน ณ ตอนกลางปี เป็นสาเหตุที่ทำให้กองทุนรวมไม่มีความสม่ำเสมอระยะยาวในการผลประกอบการอีกด้วย ประกอบกับ Khorana (2001) ที่พบว่า การที่ผู้จัดการกองทุนรวมเผชิญกับการถูกปลดเมื่อกองทุนรวมมีผลประกอบการที่ไม่ดี จึงทำให้ผู้จัดการกองทุนรวมมีพฤติกรรมปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมเมื่อกองทุนรวมมีผลประกอบการไม่ดี รวมทั้งการที่ บลจ. มีการเปลี่ยนผู้จัดการกองทุนรวมหลังจากที่กองทุนรวมมีผลประกอบการไม่ดี จึงส่งผลให้กองทุนรวมไม่มีความสม่ำเสมอในผลประกอบการ

ขณะที่มีการศึกษาในประเทศไทยเรื่องความสม่ำเสมอในผลประกอบการของกองทุนรวม โดย Manothanurak (2001) ที่ศึกษากองทุนรวมประเภทตราสารทุนจำนวน 40 กองทุน ในช่วงกรกฎาคม 2538 ถึง ธันวาคม 2544 และพบผลการศึกษาที่สอดคล้องกันกับการศึกษาในต่างประเทศที่บ่งชี้ว่าผลประกอบการย้อนหลัง 1 เดือนของกองทุนรวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินในเดือนต่อมาของกองทุนรวม สะท้อนว่ากองทุนรวมมีความสม่ำเสมอในผลประกอบการระยะสั้นที่ 1 เดือนเท่านั้น