

1159910/

การเลือกและจังหวะเวลาการลงทุนตามสถานะตลาด  
ของกองทุนตราสารทุนในประเทศไทย  
Selectivity and Market Timing Performance of Equity Funds in Thailand



ดร.ธีรลักษณ์ สัจจะวาที (Dr. Theeralak Satjawathee)

ดร.กานเดียช์ เจกาโชติ (Dr. Kandiah Jegasothy)

รายงานวิจัยฉบับที่ 207/

Research Report Number 207

พ.ศ. 2550

2007 AD.

มหาวิทยาลัยพายัพ

Payap University

1. ประเทศ: ไทย
2. หมายเลขงานวิจัย: 207
3. ชื่อเรื่อง(ภาษาไทย): การเลือกและจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะตลาดของ กองทุนตราสารทุนในประเทศไทย
4. ชื่อเรื่อง (ภาษาอังกฤษ): Selectivity and Market Timing Performance of Equity Funds in Thailand
5. ผู้เขียน: ดร. ชีราลักษณ์ สัจจะวาที (มหาวิทยาลัยพายัพ)  
ดร. กานเด็ช เจกาโชติ (มหาวิทยาลัยวิคตอเรีย ออสเตรเลีย)
6. หน่วยงาน: สาขาวิชาการเงินและการธนาคาร มหาวิทยาลัยพายัพ
7. ประเภทเอกสาร: รายงานการวิจัย
8. รายละเอียดของงานพิมพ์: รายงานการวิจัยขนาด 87 หน้า
9. วันที่ตีพิมพ์: 22 สิงหาคม 2550
10. ภาษา: ภาษาอังกฤษ
11. หน่วยงานที่ให้ทุน: มหาวิทยาลัยพายัพ
12. คำหลัก: จังหวะเวลาการลงทุน; การเลือกหลักทรัพย์ลงทุน; ผลการดำเนินงานของกองทุน; กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน

บทคัดย่อ

ก. ขอบเขตของการวิจัย:

การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีแง่มุมพื้นฐานที่ควรพิจารณาอยู่สองประการคือ การเลือกหลักทรัพย์ลงทุน และจังหวะเวลาการลงทุน การศึกษาวิจัยในครั้งนี้มุ่งที่จะศึกษาถึงผลการดำเนินงานทั้งสองด้านดังกล่าว ของกองทุนตราสารทุนในประเทศไทย ระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2535 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 เนื่องจากช่วงดังกล่าว ครอบคลุมภาวะเศรษฐกิจทั้งขาขึ้นและขาลงซึ่งเหมาะต่อการการศึกษาพฤติกรรมการจัดการลงทุนของผู้จัดการกองทุนทั้งภายใต้สภาวะเศรษฐกิจรุ่งเรืองและถดถอย การศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษารวมถึง การเลือกและจังหวะเวลาการลงทุนของกองทุนตราสารทุนในช่วงเวลาที่แบ่งย่อยไล่กันเป็น 9 ช่วง (จำนวน 5 ปีต่อหนึ่งช่วง) และศึกษาถึงความสัมพันธ์ของตัวแบบการวัดผลด้านจังหวะเวลาการลงทุน

## ข. ระเบียบวิธีวิจัย

การวัดผลการดำเนินงานด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนได้ใช้ตัวแบบของ Jensen ซึ่งเป็นการวัดผลที่ปรับค่าความเสี่ยงแล้ว ส่วนการวัดผลการดำเนินงานด้านจังหวะเวลาการลงทุนมีวิธีวัดโดยใช้ 2 วิธี คือ วิธีวัดโดยใช้ตัวแบบของ Treynor และ Mazuy และ วิธีวัดโดยใช้ตัวแบบของ Henriksson และ Merton โดยวัดกองทุนตราสารทุนในประเทศไทยจำนวน 107 กองทุน และเพื่อให้การวัดผลมีประสิทธิภาพมากขึ้นในแบบที่เรียกว่า BLUE (Best Linear Unbiased) การศึกษาในครั้งนี้จึงนำวิธี FLS (Feasible Generalised Least Square) เพื่อวัดค่าตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

## ค. สรุปผลการวิจัย

ผลการดำเนินงานด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนของกองทุนตราสารทุนในประเทศไทย มีผลอย่างชัดเจนว่า ผู้จัดการกองทุนสามารถเอาชนะกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด (ซึ่งถือว่าเป็นเกณฑ์มาตรฐาน) อย่างมีนัยสำคัญได้จำนวน 6 กองทุนจากจำนวนรวมทั้งหมด 107 กองทุน อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาสัดส่วนของกองทุนที่ให้ผลของสัมประสิทธิ์ Jensen เป็นค่าบวก (positive Jensen alpha) (โดยไม่ได้พิจารณาระดับนัยสำคัญ) แล้วนั้น ผลการดำเนินงานด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนของผู้จัดการกองทุนตราสารทุนให้ผลไม่แตกต่างไปจากการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด สำหรับผลการดำเนินงานด้านจังหวะเวลาการลงทุนนั้น พบว่า เมื่อวัดผลด้วยตัวแบบของ Treynor และ Mazuy มีกองทุนจำนวนเพียง 2 กองทุนจาก 107 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อวัดผลด้วยตัวแบบ ของ Henriksson และ Merton มีกองทุนจำนวนเพียง 1 กองทุนที่มีผลการดำเนินงานเหนือกว่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับผลของช่วงเวลาย่อย 9 ช่วง พบว่า ในช่วงปีแรกๆ ผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนและเลือกจังหวะเวลาการลงทุนดีกว่าในช่วงเวลาต่อมา สำหรับในช่วงต่อมาซึ่งเป็นช่วงภาวะวิกฤตเศรษฐกิจของไทยนั้น ผู้จัดการกองทุนเพียงน้อยกรายที่สามารถเอาชนะผลการดำเนินงานทั้งสองด้านของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดได้

ในปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน (บลจ.) ส่วนใหญ่ให้ข้อมูลแก่นักลงทุนเพียงข้อมูลของอัตราผลตอบแทน (rate of return) จากการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ซึ่งเป็นผลที่ยังไม่ปรับค่าความเสี่ยง จึงมีข้อแนะนำจากการศึกษาครั้งนี้ว่า บลจ. ควรให้ข้อมูลผลการดำเนินงานทั้งด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนและการเลือกจังหวะเวลาการลงทุนของผู้จัดการกองทุน โดยเฉพาะผลด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนนั้นควรเป็นผลที่ปรับค่าความเสี่ยงแล้ว นอกจากนี้ผลของความสัมพันธ์ระหว่างวิธีวัดผลการดำเนินงานด้านจังหวะเวลาการลงทุน 2 วิธีข้างต้น พบว่าผลของทั้ง 2 วิธีมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าวิธีวัดทั้งสองให้ผลการทดสอบการดำเนินงานด้านจังหวะเวลาการลงทุนที่สอดคล้องกัน

1. Country: Thailand
2. Research Report Number: 207
3. Name (Thai): การเลือกและจังหวะเวลาการลงทุนตามสภาวะตลาดของ  
กองทุนตราสารทุนในประเทศไทย
4. Name (English): Selectivity and Market Timing Performance of Equity  
Funds in Thailand
5. Authors: Dr. Theeralak Satjawathee (Payap University)  
Dr. Kandiah Jegasothy (Victoria University, Australia)
6. Organization: Finance and Banking Department, Payap University
7. Type of Document: Research Report
8. Page: 87 pages
9. Date Printed: August 22, 2007
10. Language of Document: English
11. Funding Organization: Payap University
12. Keyword: market timing; selectivity; fund performance; portfolio

### Abstract

#### *A. Scope of the Study:*

Selectivity and market timing performance are two fundamental fund manager related aspects that determine fund performance. This study aims to investigate selectivity and market timing performance of Thai equity funds from January 1992 to December 2004. Because this time period contains a business cycle, the findings could empirically evidence varying fund manager behaviours under expansion and contraction phases of an economy. The achievement of the aim will involve investigation of selectivity and market timing performance in nine overlapping periods (five years each) and the correlation between the market timing measures.

#### *B. Research Methodology*

Jensen Alpha measure is employed to test the selectivity performance. Treynor and Mazuy, and, Henriksson and Merton measures are utilised to examine the market

timing performance of 107 Thai equity funds. To obtain BLUE (Best Linear Unbiased), the methodology employed used of FGLS (Feasible Generalised Least Square) to estimate required parameters.

### *C. Results*

Thai funds' selectivity performance results strongly indicate that fund managers' selectivity ability with respect to individual fund was inferior to the market portfolio, only 6 out of 107 funds has significant positive value. However, when the frequency of the funds with positive alpha value was examined (without considering the significant level), the majority of selectivity performance of equity fund managers during this period found not to be different from the market benchmark. Market timing performance results strongly indicate that fund managers' market timing ability with respect to individual fund was inferior to the market portfolio, only 2 and 1 out of 107 funds had significant positive value for the Treynor and Mazuy, and, Henriksson and Merton models, respectively.

Selectivity performance results of the nine sub time periods indicate that fund managers did a better job during the early years than during the middle years. Namely, during the middle years only a few fund managers were able to showed adequate level of selectivity skills. The decline in fund manager's selectivity performance very likely outcome of the market volatility that is triggered by the economic crisis that commenced in Thailand by 1997. Results on market timing performance of the nine overlapping periods indicate that during the financial crisis period, several fund managers had inferior market timing ability.

At present most fund management companies provide fund performance information reporting only the selectivity performance in term of rate of return. This study suggests that the market timing performance information should be made available to investors. Also the selectivity performance in term of risk-adjusted measure should be made available as well. Furthermore, statistical evidence points to the existence of a significant positive relationship between the two market timing measures and thus the market timing performance is not dependent upon which of the Treynor and Mazuy or Henriksson and Merton measures is used to measure market timing performance.

## ACKNOWLEDGMENTS

The authors would like to express our appreciation to Payap University for research funding. We are also grateful to the staff of Payap Research and Development Institute for their valuable advice with regard to the research requirements of the University. The Commitment of Victoria University, Melbourne, in supporting the completion of this research study through Dr. Jegasothy's involvement is appreciated.

We wish to express gratitude to asset management companies, the Association of Investment Management Companies, the Stock Exchange of Thailand and the Securities and Exchange Commission in Thailand for providing data and information. A special thanks goes to Ms. Proadklao Ruoengnitivith, at the MFC Asset Management Public Company Limited, for her kindness in providing valuable information for the research.

In personality of Theeralak, I am particularly indebted to Professor Geoffrey George at Victoria University, Melbourne, Australia for his kind encouragement to read *Market Timing* journal articles and learn much along the way that has furthered my research ability. The encouragement and kind support of my colleagues has also been greatly appreciated. Finally, and most importantly, to my dearest parents, my wholehearted gratitude goes to them.

## TABLE OF CONTENTS

Abstract.....	i
Acknowledgements.....	v
Table of contents.....	vi
List of tables.....	ix
List of figures.....	x

### CHAPTER 1: INTRODUCTION

1.1 Background of the Research .....	1
1.2 Aims of the Research .....	4
1.3 Expected Benefit .....	5
1.3.1 Statement of Significance .....	5
1.3.2 Contribution to Knowledge .....	6
1.4 Research Questions .....	7
1.5 Overview of the Research .....	8
1.6 Summary .....	9

### CHAPTER 2: LITERATURE REVIEW

2.1 Selectivity and Market Timing Concepts.....	10
2.2 Overview of Selectivity and Market Timing Ability studies.....	11
2.2.1 Summary of Selectivity performance studies .....	12
2.2.2 Classic market timing performance studies .....	13
2.2.3 Market timing performance studies since 1990s .....	19
2.3 Selectivity and Market Timing studies in Thailand .....	21
2.3.1 Selectivity performance .....	21
2.3.2 Market timing performance .....	22
2.4 Introduction to Selected Models in this study.....	23
2.4.1 The Jensen Alpha model .....	23

2.4.2 Treynor and Mazuy (1966) quadratic regression model.....	25
2.4.3 Henriksson and Merton (1981) dummy variable regression model ...	27
2.5 Summary .....	28

### **CHAPTER 3: RESEARCH METHODOLOGY**

3.1 Research questions and hypotheses.....	33
3.2 Data .....	35
3.2.1 Sample of funds .....	35
3.2.2 Individual fund returns .....	36
3.2.3 Market portfolio return .....	37
3.2.4 Risk-free estimates.....	38
3.3 Estimable Selectivity and Market Timing Performance Measures .....	39
3.3.1 Estimational form of alternative models .....	39
3.3.2 Estimational procedure .....	40
3.4 Statistical Testing of Hypotheses .....	41
3.4.1 Test on fund managers' ability with respect to individual fund .....	42
3.4.2 Testing the frequency of the funds with superior fund managers' ability .....	43
3.4.3 Sensitivity of using alternative fund market timing performance models .....	44
3.5 Summary.....	46

### **CHAPTER 4: SELECTIVITY AND MARKET TIMING PERFORMANCE**

4.1 Fund Managers' Ability with Respect to Individual Fund. 1992 –2004.....	48
4.1.1 On Selectivity performance .....	48
4.1.2 On Market Timing performance .....	50
4.2 Testing the Frequency of the Funds with Superior Selectivity and Market Timing Managers' Ability .....	51
4.3 Selectivity and Market Timing Performance of the Funds during the 9 Sub- periods .....	53
4.3.1 On selectivity performance .....	53



4.3.2 On market timing performance .....	57
4.4 Sensitivity nature of alternative fund market timing performance models .....	58
4.5 Summary .....	63

**CHAPTER 5: CONCLUSIONS, DISCUSSION, IMPLICATIONS,  
LIMITATIONS AND SUGGESTIONS FOR FUTURE  
RESEARCH**

5.1 Conclusions and discussion.....	67
5.1.1 An overview of the two aims .....	67
5.1.2 Selectivity and market timing performance .....	68
5.1.3 Thai equity fund selectivity and market timing performance results and discussion .....	70
5.1.3.1 Selectivity and market timing performance results. 1992-2004.....	70
5.1.3.2 Selectivity and market timing performance results during the 9 sub-periods.....	71
5.1.4 Correlation between market timing measures .....	73
5.2 Implications of the research findings .....	73
5.3 Limitations .....	74
5.4 Suggestions for future research .....	77
Bibliography.....	79
Appendices.....	85

## LIST OF TABLES

Table 2.1	Summary of overall performance of selectivity performance studies.....	30
Table 2.2	Summary of market timing performance studies since 1990s.....	31
Table 2.3	Summary previous Thai fund performance studies .....	32
Table 2.4	Summary previous Thai fund market timing performance studies..	32
Table 4.1	Numbers of positive and negative selectivity and market timing abilities, 1992-2004.....	49
Table 4.2	Numbers and percentage of superior and inferior selectivity managers .....	52
Table 4.3	Numbers and percentage of superior and inferior market timing managers .....	52
Table 4.4	Jensen Alpha the nine sub-periods with five-year overlapping years .....	54
Table 4.5	TM Alpha the nine sub-periods with five-year overlapping years...	55
Table 4.6	HM Alpha the nine sub-periods with five-year overlapping years...	55
Table 4.7	TM $\beta_2$ for the nine sub-periods with five-year overlapping years .....	57
Table 4.8	HM $\beta_2$ for the nine sub-periods with five-year overlapping years.....	58
Table 4.9	Average ability coefficient value two sample t-test .....	59
Table 4.10	Correlation between market timing performance measures.....	60
Chapter 4	Appendix:	
Table A	Selectivity performance of Thai Equity funds based on Jensen Alpha model, 1992-2004.....	62
Table B	Market timing performance as measured by Treynor and Mazuy model, 1992-2004.....	63
Table C	Market timing performance as measured by Henriksson and Merton, 1992-2004.....	65

**LIST OF FIGURES**

Figure 1.1	SET Index during January 1992 – December 2004.....	3
Figure 3.1	Five-year overlapping of the nine sub-periods.....	41

PAYYAP UNIVERSITY