

ผลกระทบของผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนต่อผลการดำเนินงานของกองทุน

The Impact of Busy Fund Managers on Fund Performance

ปัญญา เขิงคำ และदनัย ลิขิตร์ตันเจริญ***

บทคัดย่อ

การค้นคว้าแบบอิสระนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนในเวลาเดียวกัน (Busy Fund Manager) กับผลตอบแทนของกองทุน และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนหลายคน (Team Manager) กับผลตอบแทนของกองทุน การศึกษานี้มีข้อมูลของจำนวนกองทุนทั้งสิ้น 212 กองทุน การศึกษานี้ครอบคลุมตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2557 ถึง 30 ธันวาคม พ.ศ. 2562 การศึกษานี้แบ่งเป็น 2 ส่วนประกอบไปด้วย ส่วนที่หนึ่งคือการศึกษาผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนผ่านแบบจำลองราคา 3 ปัจจัย และ 5 ปัจจัย และส่วนที่สอง การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression)

ผลการศึกษาส่วนแรกจากแบบจำลองทั้ง 3 ปัจจัย และ 5 ปัจจัยพบว่า ปัจจัยตลาด (RMRF) ปัจจัยด้านขนาด (SMB) ปัจจัยด้านมูลค่า (HML) ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (RMW) และ ปัจจัยด้านการลงทุน (CMA) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยยะสำคัญ ส่วนผลการศึกษาจากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ พบว่าผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนในเวลาเดียวกัน (Busy Fund Manager) และผู้จัดการกองทุนหลายคน (Team Manager) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกองทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยยะสำคัญ

Abstract

This independent study aims to test the relationship between busy fund manager and fund performance, and the relation team manager and fund performance. This study have 212 of equity funds which are ranging from 1st January 2014 to 30th December 2019. This study is separated in to 2 parts: (1) excess return from 3-factor model and 5-factor model and (2) multiple regression analysis is used to test the relationship busy fund manager, team manager and fund performance.

The result from the first part from 3 factors model and 5 factors model showed that market factor (RMRF), size factor (SMB), value factor (HML), profitability factor (RMW), and investment factor (CMA) have significantly negative relationship with equity fund's excess return.

The result from regression analysis finds that both of busy fund manager and team manager have significantly negative relationship with equity fund's performance.

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

บทนำ

ผลการดำเนินงานของกองทุนนั้นจะขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุน อัตราค่าใช้จ่ายของกองทุน ผลตอบแทนของตลาด ความสามารถในการบริหารของผู้จัดการกองทุน รวมไปถึงจำนวนของผู้จัดการกองทุน แต่ละกองทุนก็จะมีจำนวนผู้จัดการกองทุนที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งบางกองทุนมีผู้จัดการกองทุนเพียงคนเดียว (Single Managed Fund) เดียวที่บริหารกองทุน บางกองทุนมีผู้บริหารกองทุนหลายคน (Team Managed Fund) จากงานวิจัยของ Prather and Middleton (2002) และ Patel and Sarkissian (2017) ได้นิยามว่า Team Managed Fund นั้นเป็นกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนมากกว่า 1 คนขึ้นไป ซึ่งแต่ละกองทุนกองทุนจะมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไปรวมถึงผลตอบแทนของกองทุน จากศึกษาของ Sharpe (1981); Barry and Starks (1984) และ Sala and Stiglitz (1991) ที่ได้ศึกษาผลตอบแทนของกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนหลายคน ผลปรากฏว่าผู้จัดการกองทุนหลายคนสามารถกระจายความเสี่ยงในการลงทุนได้ดีกว่าและยังสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่ากองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนเพียงคนเดียวเนื่องจากได้ประโยชน์จากการทำงานร่วมกัน แต่ก็มีงานวิจัยที่มีเห็นต่างจากงานวิจัยข้างต้นเช่นงานวิจัยของ Laughlin, Hatch, Silver and Boh (2006) และ Mueller (2012) พบว่าขนาดของกลุ่มที่ใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ประสิทธิภาพในการทำงานของสมาชิกในกลุ่มนั้นลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kim (2018) ที่พบว่ากลุ่มของผู้จัดการกองทุนที่ใหญ่ขึ้นนั้นไม่ได้ส่งผลให้การดำเนินงานของกองทุนนั้นดีขึ้น ซึ่งการที่ขนาดของกลุ่มผู้จัดการกองทุนที่ใหญ่ขึ้นนั้นอาจจะก่อให้เกิดปัญหาการผูกขาด (Free Rider Problem) จากงานวิจัยก่อนหน้านี้หลายงานวิจัยก็ได้พบทั้งข้อดีและข้อเสียของการบริหารกองทุนของกลุ่มผู้จัดการกองทุน ส่วนกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนเพียงคนเดียวนั้นก็ยังมีงานวิจัยของ Prather and Middleton (2002) และ Massa, Reuter and Zitzewitz (2010) กล่าวว่าผลการดำเนินงานของกองทุนระหว่างกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนคนเดียวและกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนหลายคนนั้นมีผลตอบแทนที่ไม่แตกต่างกัน นอกจากนี้ยังมีประเด็นเกี่ยวกับผู้จัดการกองทุนที่บริหารกองทุนหลายกองทุนในเวลาเดียวกัน จากงานวิจัยของ Kang, Wang, Chen and Ou (2016) ได้กล่าวว่าผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนในเวลาเดียวกัน (Busy Fund Manager) จะบริหารกองทุนได้มีศักยภาพที่ต่ำกว่าผู้จัดการกองทุนที่บริหารเพียงหนึ่งกองทุนในเวลาเดียวกัน (Non-Busy Fund Manager)

งานวิจัยนี้จึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดการกองทุนกับผลตอบแทนของกองทุน ซึ่งพัฒนาจากการศึกษาของ Kang et al. (2016) ที่ได้ศึกษาเฉพาะผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนในเวลาเดียวกัน (Busy Fund Manager) และผู้จัดการกองทุนที่บริหารกองทุนน้อยกว่าสามกองทุนในเวลาเดียวกัน (Non-Busy Fund Manager) ที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุน งานวิจัยนี้ได้้นำการบริหารกองทุนแบบทีมและการบริหารแบบเดี่ยว เพื่อหาความสัมพันธ์ที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุน

กรอบแนวคิดการศึกษา

ครั้งนี้ได้ใช้แนวคิดเรื่องกรรมการที่ดำรงตำแหน่งหลายบริษัท (Busy Board) โดย Fich and Shivdasani (2006) เพื่อต้องการอธิบายถึงผลกระทบของบริษัทที่มีโครงสร้างคณะกรรมการส่วนใหญ่เป็นกรรมการภายนอกที่ดำรงตำแหน่งหลายตำแหน่ง (Outside Busy Director) ต่อการทำงาน และการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งในงานวิจัยได้ให้นิยามของกรรมการภายนอกที่ดำรงหลายตำแหน่งไว้ว่าต้องดำรงตำแหน่งกรรมการมากกว่า 3 บริษัท การศึกษานี้ได้ศึกษาผลกระทบของการมีโครงสร้างกรรมการภายนอกที่ดำรงหลายตำแหน่งที่ส่งผลกระทบต่อบริษัท โดยการวัดจะประกอบไปด้วย 1) การกำกับดูแล 2) ผลประกอบการ 3) กำไรที่ผิดปกติของบริษัท ผลการศึกษาพบว่ากรณีที่บริษัทมีกรรมการส่วนใหญ่เป็นกรรมการภายนอกที่ดำรงหลายตำแหน่งจะส่งผลกระทบทางด้านลบต่อทั้ง 3 ข้อที่กล่าวมาเพราะว่าการที่บริษัทจ้างคณะกรรมการภายนอกที่ดำรงหลายตำแหน่ง (Outside Busy Director) นั้นมีค่าใช้จ่ายที่สูง และ การทำงานของกรรมการเหล่านั้นไม่สามารถทำงาน

ได้อย่างมีประสิทธิภาพเนื่องจากกรรมการเหล่านั้นต้องโฟกัสงานหลาย ๆ งานในเวลาเดียวกัน งานวิจัยนี้สามารถนำมาอธิบายการทำงานของผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนในเวลาเดียวกันได้ ซึ่งมีงานวิจัยที่หาความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนและผลตอบแทนของกองทุน ของ Agarwal, Ma and Mullally (2015) ได้กล่าวว่าก่อนที่ผู้จัดการกองทุนจะถูกมอบหมายให้บริหารหลายกองทุนนั้น ตัวผู้จัดการกองทุนจะมีผลงานที่ดีมากจนมีชื่อเสียงทำให้ได้รับมอบหมายให้ดูแลกองทุนมากกว่าหนึ่งกองทุน ผลการศึกษาของผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุนของ Agarwal, Ma and Mullally (2015) พบว่าหลังจากผู้จัดการกองทุนได้รับมอบหมายให้ดูแลกองทุนหลายกองทุนนั้นส่งผลให้กองทุนที่เคยดูแลอยู่นั้นมีผลงานที่แย่เพราะว่าผู้จัดการกองทุนเหล่านั้นได้ให้ความสำคัญกับกองทุนให้ที่ได้รับมอบให้ดูแล และงานวิจัยของ Kang et al. (2016) พบว่ากองทุนที่ดูแลโดยผู้จัดการกองทุนที่ดูแลหลายกองทุน (Busy Fund Manager) นั้นจะมีผลการดำเนินงานที่แย่ลง

แนวคิดต่อมาคือการตัดสินใจแบบกลุ่ม (Group decision making) โดยงานวิจัยจาก Sniezek and Henry (1989) กล่าวว่าข้อดีของการทำงานเป็นกลุ่มนั้นก็คือ มีข้อมูลที่มากกว่า มีแนวทางแก้ไขปัญหามากกว่า ซึ่งสามารถนำไปสู่การตัดสินใจที่มีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น Hinsz, Tindale and Vollrath (1997) กล่าวว่าการทำงานเป็นกลุ่มนั้นยังช่วยลดความผิดพลาดในการตัดสินใจได้ด้วย แต่มีงานวิจัยของ Arrow (1987) กล่าวว่าในการตัดสินใจนั้นสุดท้ายแล้วต้องเลือกตัวเลือกและผลลัพธ์ที่มีโอกาสออกมาดีที่สุด ดังนั้นไม่ว่าการตัดสินใจแบบเดี่ยว หรือแบบกลุ่มผลลัพธ์ที่ออกมาจึงไม่แตกต่างกัน แนวคิดการตัดสินใจแบบกลุ่มนั้นสามารถนำมาอธิบายการทำงานของผู้จัดการกองทุนได้ ซึ่งก็มีการศึกษาก่อนหน้าของ Prather and Middleton (2002) และ Patel and Sarkissian (2017) พบว่าการบริหารกองทุนโดยกลุ่มผู้จัดการกองทุนนั้นสามารถทำผลงานได้ดีว่าผู้จัดการกองทุนที่บริหารงานคนเดียว จึงเป็นเหตุผลที่เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดการกองทุน และผลตอบแทนกองทุน การศึกษานี้แบ่งเป็น 2 ส่วนประกอบไปด้วยส่วนที่หนึ่งคือการศึกษาผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนผ่านแบบจำลองราคา 3 ปัจจัย และ 5 ปัจจัย และส่วนที่สองการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression)

วิธีการศึกษา

1. การตั้งสมมติฐาน

ผลการดำเนินงานของกองทุนส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับกลยุทธ์ในการลงทุนและการตัดสินใจในการลงทุนของผู้จัดการกองทุนในการศึกษาครั้งนี้จึงต้องการศึกษาผู้จัดการกองทุนที่ดูแลหลายกองทุนและกลุ่มผู้จัดการกองทุนนั้นส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินการอย่างไรจากงานวิจัยของ Agarwal, Ma and Mullally (2015) และ Kang et al. (2016) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนบริหารหลายกองทุนในเวลาเดียวกัน ผลการศึกษาของทั้งสองงานวิจัยพบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนบริหารหลายกองทุนนั้นมีผลการดำเนินงานที่แย่ลงเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนที่บริหารกองทุนเดียวจึงนำมาสู่สมมติฐานที่ 1

สมมติฐานที่ 1: กองทุนที่มี Busy Fund Manager จะส่งผลให้กองทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่ลง

ต่อมามีงานวิจัยที่ผ่านมาของ Sah and Stiglitz (1991) และ Patel and Sarkissian (2017) ได้ทำการศึกษาการทำงานเป็นกลุ่มผู้จัดการกองทุน จากผลการศึกษาพบว่าการบริหารกองทุนโดยกลุ่มผู้จัดการกองทุนนั้นสามารถทำผลงานได้ดีว่าผู้จัดการกองทุนที่บริหารงานคนเดียวจึงนำมาสู่สมมติฐานที่ 2

สมมติฐานที่ 2: กองทุนที่มีการบริหารโดยกลุ่มผู้จัดการกองทุน (Team Managed Fund) จะสามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่ากองทุนที่บริหารโดยผู้จัดการกองทุนเพียงคนเดียว

2. ขอบเขตประชากร

ประชากรในการการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติภูมิ (Secondary Data) ประกอบไปด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนตราสารทุนซึ่งเป็นกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของกองทุน ผลตอบแทนรายเดือนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลตอบแทนรายเดือนของดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) และ ผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังอายุไม่เกิน 1 เดือน (1 Month Treasury Bill) โดยศึกษาย้อนหลังจำนวน 5 ปี ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2557 ถึง 30 ธันวาคม 2562

3. แบบที่ใช้ในการศึกษา

3.1 แบบจำลองราคาหลักทรัพย์

Fama and French (1993) และ Fama and French (2015) ตามลำดับแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ 3 ปัจจัยได้เพิ่ม 2 ปัจจัยเข้าไปในแบบจำลอง CAPM คือ ปัจจัยด้านขนาดของบริษัท (Size factor) และปัจจัยสัดส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาตลาด (Value factor) เพื่อที่จะอธิบายส่วนชดเชยความเสี่ยงที่นอกเหนือจากปัจจัยตลาดแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ 5 ปัจจัย ได้ศึกษาต่อจากแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ 3 ปัจจัยมีการเพิ่มปัจจัยความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability factor) และปัจจัยการลงทุนของบริษัท (Investment factor) โดยมีสมการดังนี้

$$(R_{it} - R_{ft}) = \alpha_{it} + \beta_1(RMRF_t) + \beta_2(SMB_t) + \beta_3(HML_t) + \epsilon_{it}$$

$$(R_{it} - R_{ft}) = \alpha_{it} + \beta_1(RMRF_t) + \beta_2(SMB_t) + \beta_3(HML_t) + \beta_4(RMW_t) + \beta_5(CMA_t) + \epsilon_{it}$$

โดย R_{it} คือผลตอบแทนของกองทุน R_{ft} คือผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง α_{it} คือค่าคงที่ของหลักทรัพย์ β_1 คือค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนกับความเสี่ยงตลาด $RMRF_t$ คือส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านตลาด β_2 คือค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนกับความเสี่ยงด้านขนาด SMB_t คือส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านขนาด β_3 คือค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนกับความเสี่ยงด้านมูลค่า HML_t คือส่วนชดเชยความเสี่ยงด้านมูลค่า β_4 คือค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนกับความเสี่ยงด้านความสามารถในการทำกำไร RMW_t คือส่วนชดเชยความเสี่ยงจากความสามารถในการทำกำไร β_5 คือค่าสัมประสิทธิ์ของกองทุนกับความเสี่ยงด้านการลงทุน CMA_t คือส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน

3.2 สมการวิเคราะห์การถดถอย

$$\alpha_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{BUSYFM_{it}} + \beta_2 \ln TENURE_{it} + \beta_3 \ln FUNDAGE_{it} + \beta_4 \ln NAV_{it} + \beta_5 TURNOVER_{it} + \beta_6 EXP_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\alpha_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{Team_{it}} + \beta_2 \ln TENURE_{it} + \beta_3 \ln FUNDAGE_{it} + \beta_4 \ln NAV_{it} + \beta_5 TURNOVER_{it} + \beta_6 EXP_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\alpha_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{BUSYFM_{it}} + \beta_2 D_{Team_{it}} + \beta_3 \ln TENURE_{it} + \beta_4 \ln FUNDAGE_{it} + \beta_5 \ln NAV_{it} + \beta_6 TURNOVER_{it} + \beta_7 EXP_{it} + \epsilon_{it}$$

โดย α คือผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลองราคาหลักทรัพย์ D_{BUSYFM} คือตัวแปรหุ่นผู้จัดการกองทุนที่บริหารหลายกองทุน D_{TEAM} คือตัวแปรหุ่นการทำงานเป็นกลุ่มของผู้จัดการกองทุน $\ln TENURE$ คือลอการิทึมของอายุการทำงานของผู้จัดการกองทุนรายเดือน $\ln FUNDAGE$ คือลอการิทึมของอายุกองทุนรายเดือน $\ln NAV$ คือลอการิทึมของสินทรัพย์สุทธิของกองทุน $TURNOVER$ คืออัตราของการหมุนเวียนการลงทุนของกองทุน EXP คืออัตราส่วนค่าใช้จ่ายของกองทุน ϵ คือความคลาดเคลื่อน

ผลการศึกษา

จากแบบจำลองราคา 3 ปัจจัย และ 5 ปัจจัย พบว่า ปัจจัยด้านตลาด (RMRF) ปัจจัยด้านขนาด (SMB) ปัจจัยด้านมูลค่า (HML) ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (RMW) และปัจจัยด้านการลงทุน (CMA) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยยะสำคัญ

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

Variable	อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลอง ราคา 3 ปัจจัย (3factors- α)			อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลองราคา 5 ปัจจัย (5factors- α)		
	Estimate	Std. Error	Pr > t	Estimate	Std. Error	Pr > t
Intercept	1.8518***	0.3528	<0.0001	2.4598***	0.4451	<0.0001
Dbusy	-0.1606***	0.0617	0.0092	-0.1799**	0.0779	0.0209
LnTenure	0.1843***	0.0640	0.00401	0.2146***	0.0808	0.0079
LnFundAge	0.0014	0.0172	0.9332	0.0164	0.0216	0.4480
LnNAV	0.0025	0.0102	0.8096	0.0044	0.0129	0.7320
Turnover	0.0726	0.1513	0.6312	0.2303	0.1909	0.2277
EXP	-3.2337***	0.4317	<0.0001	-2.8680***	0.5447	<0.0001
Adj. R-Squared	0.2165			0.2108		
Std. Error	2.039			2.573		
F-Value	318.2			307.6		
Time Fixed Effect	Yes			Yes		

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

Variable	อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลอง ราคา 3 ปัจจัย (3factors- α)			อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลอง ราคา 5 ปัจจัย (5factors- α)		
	Estimate	Std. Error	Pr> t	Estimate	Std. Error	Pr> t
Intercept	1.6755***	0.3537	<0.0001	2.2667***	0.4464	<0.0001
Dteam	-0.3129***	0.0518	<0.0001	-0.3449***	0.0654	<0.0001
LnTenure	0.2808***	0.0656	<0.0001	0.3200***	0.0828	<0.0001
LnFundAge	-0.0011	0.0171	0.9500	0.0136	0.0215	0.5280
LnNAV	-0.0038	0.0102	0.7080	-0.0025	0.0129	0.8479
Turnover	0.0944	0.1511	0.5320	0.2539	0.1907	0.1831
EXP	-3.5268***	0.4344	<0.0001	-3.1905***	0.5483	<0.0001
Adj. R-Squared	0.2184			0.2122		
Std. Error	2.037			2.571		
F-Value	322			310		

Variable	อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลอง ราคา 3 ปัจจัย (3factors- α)			อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลอง ราคา 5 ปัจจัย (5factors- α)		
	Estimate	Std. Error	Pr> t	Estimate	Std. Error	Pr> t
Time Fixed Effect		Yes			Yes	

ผลการศึกษาจากตารางที่ 1 จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลองราคากับลักษณะของผู้จัดการกองทุนในส่วนนี้พบว่าตัวแปรหุ่นของลักษณะผู้จัดการกองทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนส่วนเกินจากแบบจำลองราคาในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยยะสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Agarwal, Ma and Mullally (2015) และ Kang et al. (2016) ที่ผลการศึกษาพบว่าผู้จัดการกองทุนได้รับมอบหมายให้ดูแลกองทุนหลายกองทุนนั้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนแยกลง

ส่วนผลการศึกษารายที่ 2 พบว่าผลตอบแทนส่วนเกินแบบจำลองราคามีระดับความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรหุ่นของลักษณะกลุ่มผู้จัดการกองทุนที่ระดับนัยยะสำคัญ ซึ่งผลการศึกษาเป็นไม่ได้ไปตามที่คาดหวังไว้ และไม่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Prather and Middleton (2002) และ Patel and Sarkissian (2017) แต่กลับไปสอดคล้องกับ Chen, Hong, Huang and Kubik (2004) และ Kim (2018) ที่ผลการศึกษาพบว่ากองทุนที่ถูกบริหารโดยกลุ่มผู้จัดการกองทุน (Team Managed Fund) มีผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากองทุนที่บริหารโดยผู้จัดการกองทุนเพียงคนเดียว (Single Managed Fund) เนื่องการที่มีจำนวนผู้จัดการกองทุนบริหารมากจนเกินไปอาจจะส่งผลให้ผู้จัดการกองทุนบางคนไม่ทำงานอย่างเต็มที่หรืออาจจะไม่ได้ทำเลย แต่ยังคงได้รับผลประโยชน์ ซึ่งปัญหานี้เรียกว่าเกิดปัญหาการฝาก (Free Rider) หรืออาจจะเกิดจากปัญหาการที่แบ่งงานที่ไม่เท่าเทียมกัน หรือ การปัญหาการโต้เถียงกันในกลุ่ม เหล่านี้ล้วนส่งผลให้การตัดสินใจมีประสิทธิภาพที่แยกลง

สรุปผลการศึกษา

ผลศึกษาพบว่าลักษณะของผู้จัดการกองทุนที่ดูแลกองทุนมากกว่า 3 กองทุนในเวลาเดียวกัน (Busy Fund Manager) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยยะสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดและผลงานวิจัยของ Agarwal, Ma and Mullally (2015) และ Kang et al. (2016) พบว่าผู้จัดการกองทุนได้รับมอบหมายให้ดูแลกองทุนหลายกองทุนนั้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนแยกลง ส่วนลักษณะของกลุ่มผู้จัดการกองทุนพบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยยะสำคัญ ซึ่งผลการศึกษากลับสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chen et al. (2004) และ Kim (2018) ที่ผลการศึกษาพบว่ากองทุนที่ถูกบริหารโดยกลุ่มผู้จัดการกองทุน (Team Managed Fund) มีผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากองทุนที่บริหารโดยผู้จัดการกองทุนเพียงคนเดียว (Single Managed Fund)

ข้อเสนอแนะงานวิจัยครั้งต่อไป

1. การศึกษาข้อมูลควรมีระยะมีเวลาที่ยาวนานขึ้น เพื่อให้ผลการศึกษาที่มีผลที่ชัดเจนและแม่นยำมากยิ่งขึ้น
2. การศึกษาในครั้งนี้มุ่งเน้นเฉพาะผลตอบแทนของกองทุนเพื่อให้เห็นในมุมมองอื่นในการศึกษาครั้งถัดไปอาจจะเพิ่มมาตรวัดตัวอื่นที่สามารถวัดผลตอบแทนของกองทุนได้ นอกจากนี้ในการศึกษาครั้งถัดยังสามารถที่จะวัดความเสี่ยงของกองทุนเพื่อประเมินว่ากองทุนไหนสามารถจัดการความเสี่ยงได้ดี

3. การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาภาพรวมของกองทุนตราสารทุนโดยไม่ได้แบ่งแยกกลยุทธ์ของกองทุน ดังนั้น การศึกษาครั้งถัดไปควรมีการแยกประเภทของกลยุทธ์ของกองทุน เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลยุทธ์ของกองทุนกับ ผลตอบแทนของกองทุน

บรรณานุกรม

- Agarwal, V., Ma, L., Mullally, K. (2015). *Managerial multitasking in the mutual fund industry* [CFR Working Paper]. University of Cologne, Centre for Financial Research (CFR), Cologne. Retrieved from <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/114470/1/833357166.pdf>
- Barry, C. B., & Starks, T. L. (1984). Investment Management and Risk Sharing with Multiple Managers. *The Journal of Finance*, 39(2), 477-491.
- Bliss, T. R., Potter, E. M., & Schwarz, C. (2007). Performance Characteristic of Individual vs. Team Managed Mutual Funds. *The Journal of Portfolio Management*, 34, 110-119.
- Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, D. J. (2004). Does Fund Size Erode Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *The American Economic Review*, 94(5), 1276-1302
- Fama, F. E., & French, R. K. (1993). Common Risk Factors in the Return on Stocks and Bonds. *The Journal of Economics*, 33, 3-56.
- Fama, F. E., & French, R. K. (2015). A Five-Factor Asset Pricing Model. *The Journal of Financial Economics*, 116, 1-22.
- Fich, M. E., & Shivdanani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.
- Hinsz, B. V., Tindale, R. S., & Vollrath, D. A. (1997). The emerging conceptualization of groups as information processors. *Psychological Bulletin*, 121(1), 43-64.
- Kang, W. C., Wang, C. M., Chen, L. Y., & Ou, C. C. (2016). The Empirical Study of Performance for Busy Fund Manager: Evidence from Taiwan Equity Fund. *International Journal of Business and Applied Social Science*, 2(7), 28-48.
- Kim, J. H. (2018). Do Team Perform Better than Singles? : Evidence from the Mutual Fund Industry In Korea. *International Journal of Industrial Distribution & Business*, 9(1), 9-23.
- Laughlin, P. R., Hatch, E. C., Silver, J. S., & Boh, L. (2006). Groups Perform Better than the Best Individuals on Letters-to-Numbers Problems: Effects of Group Size. *Journal of Personality and Social Psychology*, 90(4), 644-651.
- Massa, M., Reuter, J., & Zitzewit, E. (2010). When should firms share credit with employees? Evidence from anonymously managed mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 400-424.
- Mueller, J. S. (2012). Why Individuals in Larger Teams Perform Worse. *Organization Behavior and Human Decision Processes*, 117(1), 111-124.
- Patel, S., & Sarkissian, S. (2017). To Group or Not to Group? Evidence from Mutual Fund Databases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(5), 1989-2021.

- Prather, J. L., & Middleton, L. K. (2002). Are N+1 Heads Better than One? The Case of Mutual Fund Managers. *The Journal of Economics Behavior & Organization*, 47(1), 103-120.
- Sah, R., & Stiglitz, J. (1991). The Quality of Managers in Centralized versus Decentralized Organization. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 289-295.
- Sharpe, W. F. (1981). Decentralized Investment Management. *The Journal of Finance*, 36(2), 217-234.
- Sniezek, J. A., & Henry, R. A. (1989). Accuracy and confidence in group judgment. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 43(1), 1-28.