

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

- ทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาด⁴

1. ความหมายของตลาดมีประสิทธิภาพ

ผู้ลงทุนประเมินราคาหลักทรัพย์บนฐานของกระแสเงินสด ที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์และความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ ผู้ลงทุนที่มีเหตุผลจะใช้ข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่หรือที่สามารถหาได้อย่างสมเหตุสมผลเพื่อประเมินคุณค่าของหลักทรัพย์ ข่าวสารข้อมูลเหล่านี้ประกอบด้วยข้อมูลที่อยู่แล้วและข้อมูลที่จะเกิดขึ้น ดังนั้น ข่าวสารข้อมูลคือกุญแจที่จะนำไปสู่การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์และเป็นประเด็นหลักของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (*Efficient Market*) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ทั้งหลายสะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง แนวคิดนี้มีรากฐานความเชื่อว่าผู้ลงทุนซึ่มีข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอยู่ในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย ดังนั้นราคาในปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่เป็นที่รู้แล้วทั้งหมด โดยไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลในอดีต (เช่น กำไรในไตรมาสที่ผ่านมา) แต่รวมถึงข้อมูลในปัจจุบันและข่าวที่ประกาศไปแล้ว แต่เหตุการณ์ที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง (เช่น แผนการรวมกิจการ) นอกจากนั้น ข่าวสารข้อมูลที่อนุমানขึ้นก็เป็นข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาด้วยเช่นกัน ตัวอย่างเช่น ถ้าผู้ลงทุนโดยทั่วไปเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในเร็ว ๆ นี้ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงความเชื่อนี้ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นจริง

⁴ จีร์ตัน สังก์แก้ว, การลงทุน (กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540).

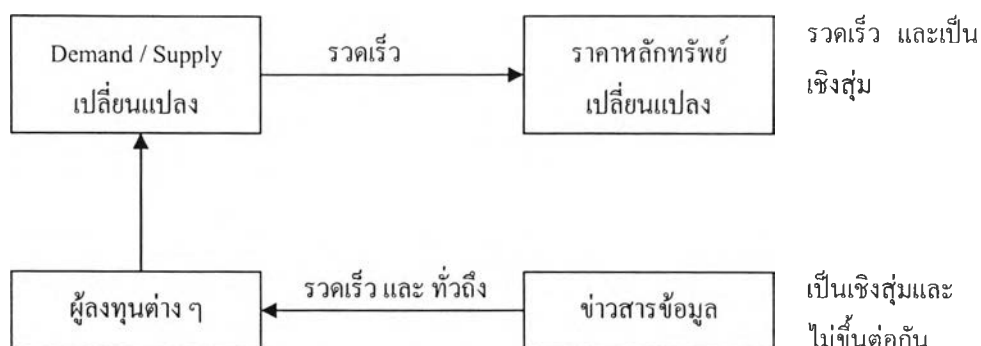
ข้อสมมติฐานของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ

ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นได้ ภายใต้เงื่อนไขต่อไปนี้

1. ในตลาดมีผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุมีผล และต้องการทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง ผู้ลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ ประเมิน และซื้อขายหุ้น ทั้งนี้การตัดสินใจของผู้ลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้
2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูล และผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับข่าวสารข้อมูลในเวลาใกล้เคียงกัน
3. ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่ม และข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
4. ผู้ลงทุนสนองตอบต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

แนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพนั้น มิได้ต้องการการสะท้อนของข้อมูลข่าวสารอย่างสมบูรณ์ แต่แนวคิดนี้ระบุว่า การปรับตัวในราคาหลักทรัพย์อันเป็นผลมาจากข่าวสารข้อมูล เป็นการปรับตัวที่ไม่มีอคติหรือไม่เอนเอียง (Unbias) ซึ่งหมายความว่า ค่าที่คาดไว้ของความผิดพลาดในการปรับตัวเท่ากับศูนย์ กล่าวคือ บางครั้งอาจปรับตัวมากไป บางครั้งน้อยไป แต่โดยเฉลี่ยแล้วอยู่ในภาวะสมดุลและถูกต้อง ราคาที่เกิดขึ้นใหม่ไม่จำเป็นต้องเป็นราคาดุลยภาพ แต่เฉพาะการประมาณอย่างไม่เอนเอียงของราคาดุลยภาพสุดท้ายจะถูกสร้างขึ้นหลังจากที่ผู้ลงทุนได้รับข่าวสารข้อมูลอย่างเต็มรูปแบบ

ภาพที่ 2.1 แสดงภาพรวมของกลไกการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น ข้อมูลที่เกิดขึ้นในเชิงสุ่มและไม่ขึ้นต่อกัน จะแพร่ไปสู่ผู้ลงทุนต่าง ๆ อย่างรวดเร็ว ผู้ลงทุนจะใช้ข่าวสารข้อมูลนี้ตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน Demand หรือ Supply อย่างรวดเร็ว ผลก็คือราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็วและในเชิงสุ่ม



ภาพที่ 2.1

ภาพรวมกลไกความประสิทธิภาพของตลาด

อย่างไรก็ตาม การแพร่กระจายของข่าวสารข้อมูลในแต่ละตลาดอาจมีความรวดเร็วไม่ทัดเทียมกัน เป็นผลให้ความเร็วในการปรับตัวของราคาไม่ทัดเทียมกันด้วย ภาพที่ 2.2 แสดงถึงแนวคิดความมีประสิทธิภาพของตลาดสำหรับบริษัทหนึ่ง ซึ่งมีเหตุการณ์สำคัญเกิดขึ้นโดยส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยก่อนหน้านั้นราคาหุ้นของบริษัทซื้อขายอยู่ที่ 100 บาท วันที่ 0 คือวันเกิดข่าวเหตุการณ์สำคัญ ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพอย่างเต็มที่ ราคาหุ้นจะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่เสมอ ผู้ลงทุนจะปรับราคาหุ้นอย่างรวดเร็วให้เข้าราคาที่ถูกต้อง (Fair value) สมมติว่า ราคาที่ถูกต้องใหม่เท่ากับ 110 บาท ในตลาดที่ประสิทธิภาพนั้น ราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นเป็น 110 บาทอย่างทันทีที่จะเกิดขึ้นดังแสดงด้วยเส้นทึบในภาพที่ 2.2 ถ้าไม่มีข่าวสารข้อมูลอื่นเกิดขึ้น ราคาหุ้นจะยังคงอยู่ที่ 100 บาท แต่ถ้ากระบวนการปรับตัวของตลาดไม่มีประสิทธิภาพ ความล่า (lag) ของการปรับตัวของราคาหุ้นต่อข้อมูลใหม่จะเกิดขึ้นดังแสดงด้วยเส้นประในภาพที่ 2.2 โดยในที่สุดราคาหุ้นจะไปสู่ราคาที่ถูกต้องที่ 110 บาท เมื่อข่าวสารข้อมูลแพร่กระจายไปทั่ว



ภาพที่ 2.2

การปรับตัวของราคาหุ้นต่อข่าวสารข้อมูลใน 2 กรณี

2. รูปแบบความมีประสิทธิภาพของตลาด

ดังกล่าวแล้วว่า เงื่อนไขจำเป็นในการเกิดประสิทธิภาพของตลาด คือ ข่าวสารข้อมูลในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด และผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อทำผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal return) ได้เพราะข้อมูลเหล่านี้อยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ในตลาดเช่นนี้ราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ซึ่งสะท้อนข่าวสารข้อมูลทั้งหมดของความคาดหวังในหลักทรัพย์นั้น ๆ ถ้าหากข่าวสารข้อมูลบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์ หรือมีความล่าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูล แสดงว่าตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ อันที่จริงแล้วตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งต่างมีระดับของมีประสิทธิภาพต่างกันไป ขึ้นกับชุดของข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่สมบูรณ์แล้ว ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ผู้ลงทุนได้รับ เมื่อข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนได้รับเปลี่ยนแปลงไป ราคาหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย หากยิ่งตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น ข้อมูลมากขึ้นก็จะไปถึงผู้ลงทุนอย่างทั่วถึงและรวดเร็วขึ้น

ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนอาจจำแนกออกเป็น 3 ระดับ คือ

- ข้อมูลตลาด (Market Information) ซึ่งหมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว
- ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Information) ซึ่งหมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร, เงินปันผล, การแตกหุ้น, การรวมกิจการ, การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่, คุณภาพผู้บริหาร, วิธีการปฏิบัติทางบัญชี และการพยากรณ์กำไร เป็นต้น
- ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึง ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ตามแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis หรือ EMH) ซึ่งเชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา ได้จำแนกประเภทของระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน เป็น 3 ระดับ คือ

- ความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form Efficiency)
- ความมีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semistrong-form Efficiency)
- ความมีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-form Efficiency)

ประเภทของข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ในแต่ละระดับของความมีประสิทธิภาพแตกต่างกันไป ดังข้อสรุปในตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1

ลักษณะของข้อมูลในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่าง ๆ

ระดับของความมีประสิทธิภาพ	ข้อมูลข่าวสารที่สะท้อนในราคา
ระดับต่ำ (Weak form)	ข้อมูลตลาด
ระดับกลาง (Semistrong form)	ข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะทั่วไป
ระดับสูง (Strong form)	ข้อมูลทุกประเภท

ประสิทธิภาพระดับต่ำ

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด ซึ่งได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว แสดงว่า ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่า ตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเพื่อพยากรณ์ราคาสินทรัพย์จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

การทดสอบระดับความมีประสิทธิภาพระดับต่ำสามารถทำได้โดยตั้งข้อสมมติฐานว่า ถ้าตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในอดีต จะไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาในอนาคต กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ตลาดหลักทรัพย์หนึ่งจะมีประสิทธิภาพระดับต่ำได้ ถ้าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์สะท้อนถึงข้อมูลตลาดที่ผ่านมาแล้วทั้งหมด วิธีการทดสอบดังกล่าวมีอยู่ 2 แนวทาง ได้แก่

- การทดสอบทางสถิติถึงความเป็นอิสระของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เช่น การทดสอบสหสัมพันธ์ของชุดข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของราคา (Serial Correlation) โดยอาจระบุความล่า (lag) ให้แตกต่างกัน เช่น 1 วัน หรือ 2 วัน และการทดสอบเครื่องหมาย (Sign Test / Run Test) ซึ่งเป็นการจำแนกการเปลี่ยนแปลงของราคาตามเครื่องหมาย +, -, 0 โดยไม่คำนึงถึงมูลค่าการเปลี่ยนแปลง เพื่อดูว่าความต่อเนื่องของชุดข้อมูลของเครื่องหมายเป็นไปในเชิงสุ่ม หรือมีแนวโน้มอยู่ในการเปลี่ยนแปลง

- การทดสอบกฎการซื้อขายทางเทคนิค (Technical trading rules) แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเชื่อว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นการเปลี่ยนแปลงในลักษณะที่มีแนวโน้ม (Trend) และสามารถนำแนวโน้มนี้มาใช้ในการทำกำไรในการซื้อขายได้ การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดระดับต่ำตามแนวคิดนี้ จึงทำได้โดยเปรียบเทียบผลลัพธ์ของการลงทุนโดยใช้เครื่องมือทางเทคนิคบางประเภทเพื่อตัดสินใจซื้อขาย กับการลงทุนโดยการซื้อแล้วถือ (Buy and hold) ไปตลอดในช่วงเวลาลงทุนที่เท่ากับ หากทั้ง 2 กลยุทธ์ไม่มีความแตกต่างกันของผลตอบแทน แสดงว่าพิสูจน์ไม่ได้ว่าตลาดนั้นไม่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ

ประสิทธิภาพระดับกลาง

ถ้าข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ นอกจากข้อมูลตลาดแล้ว ผู้ลงทุนยังใช้ข้อมูลทั้งหมดซึ่งสาธารณะได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการผลิต การเงิน การบริหาร การบัญชี ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคและแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

การทดสอบระดับความมีประสิทธิภาพในระดับกลางสามารถทำได้ โดยการทดสอบความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศข่าวสารณะต่าง ๆ (เรียก การศึกษาลักษณะนี้ว่า Event Study) หากตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง ผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลที่ประกาศใหม่มาทำกำไรส่วนเกินได้ แต่ถ้าความล่าในการปรับตัวของราคาปรากฏอยู่ อันทำให้ผู้ลงทุนสามารถใช้ความล่านี้มาทำกำไรส่วนเกินได้ แสดงว่า ตลาดมิได้มีประสิทธิภาพระดับกลาง

ประสิทธิภาพระดับสูง

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลทุกประเภททั้งข้อมูลสาธารณะ และที่มิใช่ข้อมูลสาธารณะ เช่น ข้อมูลที่กำลังอยู่ในกระบวนการตัดสินใจของทางการ ข้อมูลภายในต่าง ๆ (Inside Information) ดังนั้น ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลทุกชนิดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพสูง จึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดหรือกลุ่มใดเลย ที่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้อย่างคงเส้นคงวา

การทดสอบระดับความมีประสิทธิภาพระดับสูง สามารถทำได้โดยการสังเกตผลการดำเนินงานของผู้ลงทุนแต่ละกลุ่ม ที่คาดว่าจะสามารถเข้าถึงข้อมูลที่มีใช่ข้อมูลสาธารณะได้ เช่น บุคคลภายในของบริษัท ถ้ากลุ่มผู้ลงทุนเหล่านี้สามารถทำกำไรส่วนเกินได้ แสดงว่าตลาดนั้นยังไม่มีประสิทธิภาพระดับสูง

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 งานที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกระแสการลงทุน กับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

ในปี 1992 Ippolito⁵ ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของกองทุนรวมกับผลการดำเนินงาน โดยศึกษากองทุนเปิดจำนวน 143 กองทุน ในช่วงปี 1965 – 84 พบว่า มีความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรงระหว่างการเติบโตของกองทุนกับผลการดำเนินงาน กล่าวคือ นักลงทุนตอบสนองอย่างไม่สมมาตร (Asymmetry) ต่อผลการดำเนินงานของกองทุน หากกองทุนมีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดก็จะได้รับการตอบสนองที่ดีกว่ากองทุนที่มีผลการดำเนินงานแย่กว่า กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ หากกองทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด ก็จะมีการเติบโตของกองทุนในอัตราที่สูงกว่านั่นเอง นอกจากนี้เขายังพบอีกว่านักลงทุนไม่ได้เลือกกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุดในช่วงเวลาที่ผ่านมา หากแต่จะเลือกกองทุนที่ดีกว่ากองทุนปัจจุบันที่เขาลงทุนอยู่

สาเหตุที่อาจเป็นไปได้ที่ทำให้เกิด Asymmetry ก็คือ ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ เช่น ค่าใช้จ่ายในการเปิด/ปิดบัญชี, ค่าใช้จ่ายในการไถ่ถอนหน่วยลงทุน หรือค่าธรรมเนียมอื่น ๆ ค่าใช้จ่ายเหล่านี้ทำให้เกิดต้นทุนและความยุ่งยากในการโยกย้ายเงินลงทุนไปมาระหว่างกองทุน จึงอาจเป็นเหตุให้นักลงทุนไม่ยอมรับไถ่ถอนหน่วยลงทุนออก หากกองทุนประสบกับผลการดำเนินงานที่ไม่ดี

ต่อมา Chevalier และ Ellison (1995)⁶ ได้นำแบบจำลอง Semiparametric ที่มีความซับซ้อนมากกว่า มาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกองทุนกับกระแสเงินลงทุนที่ตามมา เขาพบความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเส้นตรงเช่นเดียวกับ Ippolito นั่นคือ หากกองทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด กระแสการลงทุนในปีถัดไปจะไหลออกในสัดส่วนที่น้อยกว่ากระแสเงินลงทุนไหลเข้า เมื่อกองทุนมีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด

⁵ Richard A. Ippolito, "Consumer reaction to measure of poor quality : Evidence from the mutual fund industry," *Journal of Law and Economics* 35(1992): 45-70.

⁶ Judith A. Chevalier and Glenn D. Ellison, "Risk taking by mutual funds as a response to incentives," *Journal of Political Economy* 105, 6(1997): 1167-1200.

บทความของ Gruber (1996)⁷ ก็ได้มีการหาความสัมพันธ์ของ 2 ตัวแปรนี้โดยใช้สมการถดถอย โดยเขาระบุให้กระแสเงินลงทุนใหม่ของกองทุนมาจากการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าสินทรัพย์สุทธิทั้งหมด ลบด้วยการเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์ของกองทุน (Appreciation) หรือเขียนออกมาได้ว่า

$$\text{กระแสเงินลงทุนใหม่} = \text{การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์สุทธิทั้งหมด} - \text{การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์}$$

โดยที่

$$\text{การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์} = \text{สินทรัพย์สุทธิทั้งหมด ณ ต้นงวด} \times \text{อัตราผลตอบแทนในงวดนั้น}$$

เพราะฉะนั้น

$$\text{กระแสเงินลงทุนใหม่} = \frac{[TNA_t - TNA_{t-1}] - [TNA_{t-1} \times R_t]}{TNA_{t-1}}$$

ในการหาความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุน Gruber เน้นเฉพาะตัวแปรผลการดำเนินงานในช่วงเวลาที่ผ่านมาเท่านั้น โดยใช้แบบจำลองการวัดผลการดำเนินงานหลาย ๆ แบบจำลอง ส่วนตัวแปรอื่น ๆ เช่น ขนาดของกองทุน, ค่าใช้จ่าย หรือค่าธรรมเนียม เขาพบว่าทั้ง 2 ตัวแปรไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อกระแสเงินลงทุน และจากผลการทดสอบ เขาก็พบว่านักลงทุนตอบสนองต่อผลการดำเนินงานอย่างไม่สมมาตรกัน เช่นเดียวกับงานที่ผ่านมา

Sirri และ Tufano (1998)⁸ ก็ได้ศึกษาความสัมพันธ์เช่นนี้ด้วยการวิเคราะห์เชิงถดถอย นั่นคือ ทั้งคู่นำข้อมูลในอดีตที่นักลงทุนสามารถหาได้โดยไม่ต้องนำมาคำนวณด้วยแบบจำลองต่างๆ ข้อมูลนั้นได้แก่ อัตราผลตอบแทน, ความเสี่ยง, ค่าธรรมเนียมการจัดการ และขนาดของ

⁷ Martin J. Gruber, "Another puzzle : The growth in actively managed mutual funds," *The Journal of Finance* 51(1996): 783-810.

⁸ Erik R. Sirri and Peter Tufano, "Costly search and mutual fund flows," *The Journal of Finance* 53(1998): 1589-1622.

สินทรัพย์ จากการศึกษาเขาพบความสัมพันธ์แบบไม่เป็นเส้นตรงเช่นกัน และพบอีกว่านักลงทุนชอบกองทุนที่มีค่าธรรมเนียมการจัดการที่ต่ำมากกว่า และชอบกองทุนที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า กองทุนที่มีขนาดเล็กกว่าจะมีอัตราการไหลเข้าออกของกระแสเงินลงทุนที่มากกว่ากองทุนขนาดใหญ่ เช่นเดียวกับงานของ Chevalier และ Ellison

นอกจากนี้ เขายังได้ยืนยันผลข้างต้นด้วยการใช้การวัดผลการดำเนินงานและความเสี่ยง โดยใช้แบบจำลอง Market-model excess returns และ Jensen's α รวมทั้งใช้อัตราผลตอบแทนและการวัดความเสี่ยงย้อนหลังไป 3 ปี กับ 5 ปี ผลที่ได้ก็ยังคงยืนยันว่า นักลงทุนตอบสนองต่อกองทุนที่มีผลการดำเนินงานดีและไม่ดีต่างกัน ในงานวิจัยชิ้นนี้ได้นำแนวคิดของทั้งคู่มาใช้ กล่าวคือ จะใช้ข้อมูลในอดีตที่นักลงทุนสามารถหาได้จากตลาด โดยยังไม่นำมาคำนวณด้วยแบบจำลองต่าง ๆ

อย่างไรก็ตาม งานเหล่านี้เป็นการมองความสัมพันธ์ในระดับจุลภาค แต่มีงานของ Warther (1995)⁹ ที่ได้ศึกษาในระดับมหภาค โดยดูความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดไหลเข้าออกในกองทุนรวมของทั้งระบบ กับผลตอบแทนทั้งตลาด สิ่งที่เขาพบนั้นขัดแย้งกับการศึกษาในระดับจุลภาค กล่าวคือ เขาไม่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกระแสเงินลงทุนของกองทุนกับผลตอบแทนในอดีต และไม่พบว่านักลงทุนมีการเคลื่อนย้ายเงินไปสู่กองทุนที่มีผลตอบแทนที่ดี

สำหรับในประเทศไทย มีงานวิจัยในทำนองนี้ซึ่งเป็นของ นรินทร์ ชวงสำโรง (2542)¹⁰ ได้ทำการทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณความต้องการเงินลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนเปิดตราสารหนี้ ปัจจัยที่นำมาทดสอบ ได้แก่ ดัชนีราคาหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี และอัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนกองทุนเปิด โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของกองทุนเปิดตราสารหนี้จำนวน 7 กองทุนในช่วงเดือนมกราคม 2540 – ธันวาคม 2541

⁹ Vincent A. Warther, "Aggregate mutual fund flows and security returns," *Journal of Financial Economics* 39(1995): 209-235.

¹⁰ นรินทร์ ชวงสำโรง, "ปัจจัยที่มีผลต่อปริมาณความต้องการลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมประเภทกองทุนเปิดตราสารหนี้ ภายใต้การบริหารของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด" (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ 2542.)

จากการศึกษาพบว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับปริมาณหน่วยลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับปริมาณหน่วยลงทุนที่มีอยู่ หมายความว่า หากดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มลดลง ก็จะส่งผลให้ปริมาณหน่วยลงทุนของกองทุนรวมลดลงไปด้วย ซึ่งอาจเป็นผลจากการคาดการณ์ของนักลงทุนว่า อัตราผลตอบแทนในกองทุนเปิดตราสารหนี้จะสะท้อนมาจากราคาราคาปิดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่เป็นผู้ออกตราสารหนี้ โดยหากราคาราคาปิดมีแนวโน้มลดลง ก็แสดงว่าบริษัทดังกล่าวน่าจะมีผลการดำเนินงานที่แย่ง

ส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีนั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับปริมาณหน่วยลงทุนที่มีอยู่ ซึ่งอาจเป็นผลจากการที่ผู้ออมหรือผู้ลงทุนต้องการที่จะหาผลตอบแทนจากการลงทุนให้มากที่สุด จึงมีการโยกย้ายเงินลงทุนจากหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนลดลงไปสู่หลักทรัพย์อื่น เป็นผลให้ปริมาณความต้องการในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ามีมากขึ้น

สำหรับปัจจัยอัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนนั้น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่จะนำมาใช้อธิบายความสัมพันธ์ที่จะมีต่อปริมาณหน่วยลงทุน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะใช้อัตราผลตอบแทนและปริมาณหน่วยลงทุนที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกัน จึงไม่มีการสะท้อนผลจากการรับรู้ข้อมูลของผู้ลงทุน นอกจากนี้ การใช้ข้อมูลรายสัปดาห์มาวิเคราะห์ อาจได้รับผลกระทบจากการรบกวน (noisy) ของข้อมูลและสภาพของตลาด ทำให้ตัวแปรเกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงลงไป

งานของ สิริ ประสมศักดิ์ (2544)¹¹ ได้ทดสอบปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน ในช่วงเดือน มกราคม 2541 ถึง ธันวาคม 2543 โดยได้นำอัตราการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเข้าหาความสัมพันธ์ด้วย พบว่าอัตราการซื้อขายหน่วยลงทุนไม่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะแต่ละกองทุนมีฐานลูกค้าของตนเองอยู่ กองทุนรวมสามารถคาดการณ์พฤติกรรมของลูกค้าส่วนใหญ่ได้ ทำให้การซื้อขายหน่วยลงทุนอยู่ในภาวะที่สามารถคาดการณ์ได้

¹¹ สิริ ประสมศักดิ์. "ปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน". (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย 2544.)

2.2.2 งานที่ศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของอัตราผลตอบแทน (Persistence)

มีงานอยู่หลายชิ้นที่ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานในอดีตและผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้วิธีการศึกษา ชุดข้อมูลและช่วงเวลาที่แตกต่างกันออกไป

บทความของ **Grinblatt และ Titman (1992)**¹² ศึกษาข้อมูลรายเดือนในช่วงปี 1974 – 1984 ใช้จำนวนกองทุน 279 กองทุน ในการทดสอบ เขาคำนวณผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal return) ออกมาแล้วแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ๆ ละ 5 ปี จากนั้นจึงทดสอบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนช่วง 5 ปีแรกกับ 5 ปีหลัง ผลการศึกษาพบว่า มี Positive persistence ในผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ซึ่งยืนยันว่าผลการดำเนินงานของกองทุนที่ผ่านมา เป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุนที่กำลังพิจารณาลงทุนในกองทุนรวม อย่างไรก็ตาม งานชิ้นนี้ไม่ได้ระบุว่า นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลในอดีตย้อนหลังไปนานเท่าไรจึงจะเหมาะสมที่สุดในการพิจารณาเลือกลงทุนในกองทุนรวม

ต่อมาในปี 1993 **Hendricks และคณะ**¹³ ได้นำข้อมูลอัตราผลตอบแทนของกองทุน เปิดตราสารทุนรายไตรมาส ช่วงปี 1974 – 1988 มาทดสอบ Serial Correlation ภายใต้สมมติฐานเกี่ยวกับแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ซึ่งเป็นการทดสอบความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form Efficiency)

วิธีการที่นำมาใช้ทดสอบ คือ Cross-sectional regression พัฒนามาจากแนวความคิดของ **Fama และ MacBeth (1973)**¹⁴ ซึ่งต่อมาได้ถูกนำมาประยุกต์ใช้โดย **Jegadeesh (1990)**¹⁵ เขียนเป็นอยู่ในรูปสมการได้ดังนี้

¹² Mark Grinblatt and Sheridan Titman, "The persistence of mutual fund performance," *The Journal of Finance* 47(1992): 1977-1984.

¹³ Darryll Hendricks, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, "Hot hands in mutual funds : Short-run persistence of relative performance, 1974-1988," *The Journal of Finance* 48(1993): 93-130.

¹⁴ Eugene Fama and James MacBeth, "Risk, return and equilibrium : Empirical tests," *Journal of Political Economy* 81(1973): 607-636.

¹⁵ N. Jegadeesh, "Evidence of predictable behavior of security returns," *The Journal of Finance* 45(1990): 881-898.

$$r_{i,t} - M_{i,t}(r_{i,t}) = k_t + \sum_{j=1}^J a_{j,t} r_{i,t-j} + u_{i,t}$$

ทางซ้ายของสมการ คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาด (ซึ่งก็คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุน) ดังนั้น ทางฝั่งซ้ายนี้ก็คือ อัตราผลตอบแทนส่วนที่เหลือ ซึ่งตามสมมติฐานแล้วต้องไม่สามารถคาดการณ์ได้ เพราะฉะนั้น a ต้องมีค่าเท่ากับ 0

จากผลการศึกษาพบว่า มี Autocorrelation เกิดขึ้น โดยค่า a เป็น + อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วง 4 ไตรมาสแรก หมายความว่า พบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนในเชิงบวก (Positive Persistence) ระหว่างผลการดำเนินงานจากไตรมาสหนึ่งไปยังอีกไตรมาสหนึ่งอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ยังระบุเพิ่มจากงานของ Grinblatt และ Titman ว่าข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตที่เป็นปัจจุบันมากที่สุด โดยเฉพาะในช่วง 1 ปีก่อนหน้าจะเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ในการพิจารณาผลการดำเนินงานในอนาคต หลังจากนั้นก็ได้มีงานของ Carhart (1997)¹⁶ ที่ใช้วิธีการศึกษาเดียวกันนี้มาทดสอบกับชุดข้อมูลของเขา และพบเพิ่มเติมว่ากองทุนที่มีผลตอบแทนดีที่สุดกับแย่ที่สุด มีความน่าจะเป็นที่จะมีผลตอบแทนอยู่ในตำแหน่งเดิมมากกว่ากองทุนลำดับอื่น ๆ จากแนวการทดสอบข้างต้น งานวิจัยชิ้นนี้ได้้นำวิธีการเดียวกันกับ Hendricks และคณะ มาทดสอบความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานกองทุนรวมในประเทศไทย

อีกวิธีที่นิยมนำมาทดสอบ Persistence คือ การใช้ Contingency Table หรือ Two-way Tables วิธีการนี้ถูกนำมาใช้ในงานของ Goetzmann และ Ibbotson (1994)¹⁷, Brown และ Goetzmann (1995)¹⁸ และ Malkiel (1995)¹⁹ งานทั้ง 3 ชิ้นนี้ ได้แบ่งกองทุนออกเป็น 2 กลุ่มตาม

¹⁶ Mark M. Carhart, "On the persistence of mutual fund performance," *The Journal of Finance* 52(1997): 57-82.

¹⁷ William N. Goetzmann and Roger Ibbotson, "Do winners repeat? Patterns in mutual fund behavior," *The Journal of Portfolio Management* (Winter 1994): 9-18.

¹⁸ Stephen J. Brown and William Goetzmann, "Performance persistence" *The Journal of Finance* 50(1995): 679-698.

¹⁹ Burton G. Malkiel, "Returns from investing in equity mutual funds," *The Journal of Finance* 50(1995): 549-572.

ผลตอบแทนที่ยังไม่ได้ปรับความเสี่ยง กล่าวคือ ให้กองทุนที่มีผลตอบแทนสูงกว่าค่ากลางของอัตราผลตอบแทนเป็นกลุ่มผู้ชนะ (Winner) และให้กองทุนที่มีผลตอบแทนต่ำกว่าค่ากลางของอัตราผลตอบแทนเป็นกลุ่มผู้แพ้ (Loser)

Goetzmann และ Ibbotson กับ Brown และ Goetzmann ศึกษาข้อมูลในช่วงเวลา 1976 – 1988 เหมือนกัน แต่ Goetzmann และ Ibbotson ได้แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 วิธี คือ ศึกษาผลตอบแทนทุก ๆ 2 ปี, ศึกษาผลตอบแทนทุกปี และศึกษาเป็นรายเดือน ส่วน Brown และ Goetzmann ศึกษาเฉพาะรายปีเท่านั้น นอกจากนี้ Goetzmann และ Ibbotson ยังเพิ่มความหนักแน่นของงานวิจัยด้วยการใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงแล้ว (Jensen's α) มาวิเคราะห์ด้วย ซึ่งจากการวิเคราะห์ทั้งคู่พบว่า Persistence ในผลการดำเนินงาน และผลการศึกษาของ Brown และ Goetzmann ยังบอกอีกด้วยว่า Persistence ขึ้นอยู่กับช่วงเวลาการศึกษา

ส่วนงานของ Malkiel นั้น ศึกษาข้อมูลรายปีช่วงปี 1970 – 1990 โดยแบ่งเป็น 2 ช่วง คือ 1971 – 1979 และช่วง 1980 – 1990 ซึ่งผลการศึกษาของเขาก็ให้ผลยืนยันว่ามี Persistence เช่นเดียวกัน 2 งานข้างต้น

และต่อมาในปี 1996 Gruber ก็นำวิธีการนี้มาพัฒนา โดยแทนที่จะแบ่งกลุ่มออกเป็นเพียง Winner และ Loser เขาแบ่งกลุ่มเป็น 10 ลำดับจากดีที่สุดไปแย่ที่สุด จากนั้นจึงนำผลตอบแทนของกองทุนในแต่ละลำดับมาหาค่าเฉลี่ยแล้วพิจารณา ซึ่งก็พบว่า ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาสามารถนำไปใช้เป็นส่วนหนึ่งในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้

2.2.3 งานที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกองทุนรวม กับค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุน

งานที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานกับค่าธรรมเนียมของกองทุน ส่วนใหญ่ศึกษาภายใต้กรอบแนวคิดของ Efficient Market Theory (EMT) หมายความว่า ราคาหุ้นจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ หรือ กล่าวอีกนัยหนึ่งว่า กองทุนที่มีการวิจัยและทำการซื้อขายไม่ สามารถใช้ข้อมูลเหล่านี้มาปรับปรุงหาผลประโยชน์ได้ และในที่สุดก็ต้องเสียเงินไปโดยเปล่าประโยชน์ เมื่อเขาใช้ทรัพยากรไปโดยไม่มีความเป็นไปได้ที่จะเอาชนะตลาดที่มีประสิทธิภาพได้ แต่อย่างไรก็ตาม งานที่ศึกษาเกี่ยวกับเรื่องนี้บางชิ้นก็ให้ข้อสรุปที่ขัดแย้งกัน

ในยุคแรก ๆ งานของ Jensen (1969)²⁰ ที่ศึกษาถึงผลการดำเนินงานของกองทุนโดยใช้ Jensen's α เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน ซึ่งแบบจำลองนี้อาศัยแนวความคิดของ Market Model และ CAPM ผลที่ได้คือ โดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมไม่สามารถทำการซื้อขายได้อย่างมีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะนำชดเชยกับค่าใช้จ่ายในการวิจัย, ค่าธรรมเนียมการบริหาร และค่านายหน้า อย่างไรก็ตาม งานของ Jensen ยังไม่ได้ทำการเปรียบเทียบระหว่างกองทุนที่มีค่าใช้จ่ายสูงและต่ำว่าจะมีผลการดำเนินงานเชิงเปรียบเทียบแตกต่างกันอย่างไร

ภายใต้แนวคิดนี้ Ippolito (1989)²¹ ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการดำเนินงานกับค่าธรรมเนียมว่า หากกองทุนนำเงินมาลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพแล้ว กองทุนที่คิดค่าธรรมเนียมสูงกว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ด้อยกว่ากองทุนที่คิดค่าธรรมเนียมต่ำกว่า แต่จากผลการศึกษาของเขาพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนไม่เกี่ยวข้องกับค่าธรรมเนียมเหมือนที่ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพกล่าวไว้ นั่นคือ เขาพบว่ากองทุนที่มีค่าธรรมเนียมสูงกว่าสามารถสร้างผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยง (α) ได้มากเพียงพอที่จะมาชดเชยต้นทุนเหล่านั้น ซึ่งขัดแย้งกับผลของ Jensen

แต่ต่อมา Elton และคณะ (1993)²² ได้นำข้อมูลตัวอย่างชุดเดียวกับที่ Ippolito ศึกษาไว้มาทดสอบความสัมพันธ์ใหม่อีกครั้ง โดยนำ Non S&P assets เข้ามาพิจารณาร่วมด้วย ในการทดสอบเขาได้แบ่งค่าใช้จ่ายออกเป็น 5 ระดับจากมากไปน้อย แล้วจึงใช้ Cross-sectional Regression หาความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของแต่ละกองทุน โดยพบว่ากองทุนที่มีค่าใช้จ่ายสูงกว่ามีผลการดำเนินงานที่ด้อยกว่า หมายความว่า การบริหารจัดการไม่ได้เพิ่มผลการดำเนินงานให้ดีขึ้นเพียงพอที่จะชดเชยกับค่าใช้จ่ายที่สูงกว่า ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ นอกจากนี้เขายังชี้ว่าการที่ผลการศึกษาในงานของ Ippolito ต่างจากงานของ Jensen มีสาเหตุเนื่องมาจากผลการดำเนินงานของ S&P assets ในช่วงเวลาที่เขานำมาศึกษานั้น (1965 - 1984) แตกต่างไปจากช่วงเวลาที่ Jensen ศึกษา (1945 - 1964) และเมื่อนำผลการดำเนินงานของ Non

²⁰ Michael C. Jensen, "The performance of mutual funds in the period 1945 - 1964," *The Journal of Finance* 23(1968): 389-416.

²¹ Richard A. Ippolito, "Efficiency with costly information : A study of mutual fund performance," *The Quarterly Journal of Economics* 104(1989): 1-23.

²² Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Sanjiv Das and Matthew Hlavka, "Efficiency with costly information : a reinterpretation of evidence from managed portfolio," *The Review of Financial Studies* 6, 1(1993): 1-22.

S&P assets เข้ามาร่วมด้วย ผลของ Ippolito จะกลับเป็นตรงกันข้ามและจะกลับไปสอดคล้องกับงานของ Jensen ด้วย

บทความของ Malkiel (1995) และ Carhart (1997) ก็ได้ผลที่มาสสนับสนุนทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพเช่นกัน โดยทั้งคู่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างค่าใช้จ่ายของกองทุนและผลการดำเนินงานของกองทุน Malkiel ได้ทดสอบเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับค่าธรรมเนียมที่ปรึกษากองทุน ซึ่งปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวก นั่นคือกองทุนที่ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษากองทุนสูงกว่า จะสามารถนำเงินนั้นไปใช้หาข้อมูลที่เป็นประโยชน์และสร้างผลตอบแทนให้กับกองทุนได้