บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

กองทุนรวม[1] (mutual fund) คือเครื่องมือในการลงทุนที่รวบรวมเงินทุนของนักลงทุนต่างๆ เข้าไว้ด้วยกันเป็นกองแล้วนำไปบริหารการลงทุน โดยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม หรือ บลจ. เป็นผู้กำหนดวัตถุประสงค์และนโยบายของกองทุนรวม และมอบหมายให้ผู้จัดการกองทุน (fund manager) ทำหน้าที่เป็นผู้รับผิดชอบดูแลการบริหารการลงทุนนั้น ซึ่งกองทุนรวมในประเทศไทยถือกำเนิดขึ้นมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 แต่ยังไม่เป็นที่แพร่หลายมากนัก จนกระทั่งในช่วงปี พ.ศ. 2535-2539 ที่อุตสาหกรรมกองทุนรวมมีการเติบโตที่ค่อนข้างสูง กล่าวคือ มีอัตราการขยายตัวของสินทรัพย์สุทธิถึงร้อยละ 234 จาก 73,927 ล้านบาท ในปีพ.ศ. 2535 เป็น 247,156 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2539 หรือคิดเป็นการเติบโตร้อยละ 127 ต่อปี เช่นเดียวกันกับจำนวนกองทุนรวมที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 37 กองทุนเป็น 205 กองทุน โดยปี พ.ศ. 2539 เป็นปีที่กองทุนเปิด[2] เริ่มมีบทบาทสำคัญมากขึ้น คือเป็นปีแรกที่อุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทยมีจำนวนกองทุนเปิดมากกว่ากองทุนปิด โดยมีกองทุนเปิดคิดเป็นร้อยละ 55 ของกองทุนรวมทั้งหมดในปีพ.ศ. 2539 และเพิ่มเป็นร้อยละ 64 ในปี พ.ศ. 2541 และในปัจจุบัน (ณ สิ้นปีพ.ศ. 2548) ประเทศไทยมีกองทุนเปิดถึง 527 กองทุน คิดเป็นร้อยละ 77 กองทุนรวมทั้งหมด

จากการที่อุตสาหกรรมกองทุนรวมมีการเติบโตเพิ่มขึ้นนี้จึงทำให้มีการศึกษาเพื่อเข้าใจถึงปัจจัยหรือตัวแปรต่างๆที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจเลือกซื้อเพิ่มหรือขายคืนหน่วยลงทุนกองทุน

---

[1] กองทุนรวมเป็นเครื่องมือในการลงทุน (investment vehicle) สำหรับผู้ลงทุนที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุนแต่ติดด้วยอุปสรรคบางประการ อาทิเช่นมีทุนทรัพย์จำนวนจำกัดทำให้ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเภทได้มากพอ หรือไม่มีประสบการณ์ ความชำนาญในการลงทุน หรือไม่มีเวลาศึกษา ค้นหา และติดตามข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุน เป็นต้น ดังนั้นจึงอาศัยการลงทุนผ่านกองทุนรวมที่มีผู้จัดการกองทุนรวมที่มีความรู้และคุ้นเคยกับตลาดเป็นผู้ดำเนินการลงทุนแทน

[2] กองทุนรวมสามารถจำแนกได้ตามลักษณะการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนได้ 2 ประเภทด้วยกัน คือ กองทุนปิด (closed-end fund) และกองทุนเปิด (open-end fund) กองทุนทั้ง 2 ประเภทมีลักษณะมีดังนี้

กองทุนปิด (closed-end fund) กองทุนรวมที่มีหน่วยลงทุนคงที่ ไม่เพิ่มขึ้นและไม่ลดลง และเปิดให้มีการจองซื้อเพียงครั้งเดียวเมื่อจัดตั้งโครงการ มีกำหนดอายุโครงการแน่นอน และ บลจ. ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุโครงการ ผู้ถือหน่วยลงทุนไม่สามารถไถ่ถอนหน่วยลงทุนก่อน ครบกำหนดอายุโครงการได้

กองทุนเปิด (open-end fund) เป็นกองทุนรวมที่ไม่มีกำหนดอายุโครงการ นักลงทุนสามารถทำการซื้อเพิ่มหรือขายคืนหน่วยลงทุนได้ตามมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value: NAV) ต่อหน่วย ณ ขณะนั้น และ บลจ. จะรับซื้อคืนหน่วยลงทุนตามกำหนดเวลาที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน เช่น ทุกวัน ทุกสัปดาห์ ทุกสองสัปดาห์ ทุกเดือน ทุกไตรมาส หรือทุกหกเดือน กองทุนเปิดจึงเป็นที่นิยมมากกว่ากองทุนปิด เพราะมีสภาพคล่องมากกว่า

เปิด โดยผลการศึกษาที่ผ่านมาพบว่านักลงทุนใช้ผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบในอดีต (historical relative return) เป็นตัวแปรสำคัญในการตัดสินใจเลือกซื้อ/ขายคืนหน่วยลงทุนกองทุนรวม[3] และยังพบว่านักลงทุนนิยมใช้ข้อมูลผลประกอบการในอดีตของกองทุนรวม ณ ตอน สิ้นปีปฏิทินเป็นปัจจัยหลักในการเลือกซื้อ/ขายคืนหน่วยลงทุนด้วย เนื่องจากสื่อต่างๆ อันได้แก่ หนังสือพิมพ์และวารสารทางการเงินนิยมสรุปผลการดำเนินงานโดยเปรียบเทียบของกองทุนรวมในรอบ 1 ปีที่ผ่านมา ตั้งแต่ต้นเดือนมกราคมจนถึงสิ้นเดือนธันวาคม (เช่นเดียวกับที่บริษัทต่างๆนิยมปิดรอบงบการเงิน ณ ตอนสิ้นปี) ทั้งนี้ ตัวแปรผลประกอบการในอดีตที่ทำการศึกษานั้นมีหลายตัวแปรด้วยกัน ได้แก่ ผลตอบแทนรวม (raw return) ผลตอบแทนส่วนเกิน (excess return) ผลตอบแทนมีปรับความเสี่ยงแล้ว (risk-adjusted return) และอันดับของผลตอบแทน (return ranking) เป็นต้น ซึ่งตัววัดผลประกอบการในอดีตที่กล่าวมาทั้งหมดล้วนแต่มีความสัมพันธ์กับการเลือกซื้อหรือการไหลของเงินทุน (mutual fund flow)ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ กองทุนรวมที่มีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีตที่ดีจะมีเงินทุนไหลเข้า และในทางกลับกัน อย่างไรก็ตาม พบว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อผลประกอบการในอดีตในลักษณะที่ไม่สมมาตร[4] (asymmetric response) โดยนักลงทุนจะเข้าซื้อหน่วยลงทุน (เงินทุนไหลเข้า) กองทุนรวมที่มีผลประกอบการในอดีตในสัดส่วนที่สูง ขณะที่มีนักลงทุนขายคืนหน่วยลงทุน (เงินทุนไหลออก) กองทุนรวมที่มีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบที่ไม่ดีในสัดส่วนที่ค่อนข้างต่ำ[5]

ขณะที่การศึกษาถึงพฤติกรรมของ บลจ. หรือผู้จัดการกองทุนรวม พบลักษณะการแข่งขันในอุตสาหกรรมกองทุนรวม (mutual fund tournament) ในรอบ 1 ปีปฏิทิน[6] ตั้งแต่ต้นเดือนมกราคมถึงสิ้นเดือนธันวาคม โดยลักษณะของการแข่งขันกันระหว่างกองทุนรวมด้วยกันนี้มีสาเหตุมาจากการที่ บลจ. หรือผู้จัดการกองทุนรวมมีรายได้ที่ผูกติดอยู่กับขนาดของสินทรัพย์ของกองทุนรวม (asset under management)[7] ส่งผลให้กองทุนรวมมีความต้องการให้มีเงินทุนไหลเข้ากองทุนรวมของตนให้มากที่สุดเท่าที่จะมากได้ ซึ่งจะเป็นการเป็นการเพิ่มขนาดของสินทรัพย์ของกองทุนรวมทางหนึ่ง

---

[3] **ตัวอย่างเช่น** Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993) Gruber (1996) Chevalier and Ellison (1997) Goetzmann and Peles (1997) Sirri and Tufano (1998) Sawicki (2001) Kempf and Ruenzi (2002) และ Chayangkasen (2002)

[4] **ตัวอย่างเช่น** Grinblatt and Titman (1992) Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993) Gruber (1996) Chevalier and Ellison (1997) Goetzmann and Peles (1997) Sirri and Tufano (1998) Sawicki (2001) และ Kempf and Ruenzi (2002)

[5] เงินทุนไหลเข้า-ออกของกองทุนแต่ละกองทุนสามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ 1. ส่วนที่เกิดจากการโยกย้ายเงินระหว่างกองทุนโดยนักลงทุน ซึ่งในส่วนนี้ถือเป็นเงินเก่าที่มีในระบบอยู่แล้ว และ 2. เงินทุนใหม่ไหลเข้าและเงินทุนเก่าที่ไหลออกจากระบบไปเลย

[6] **ตัวอย่างเช่น** Brown, Harlow and Strak (1996) Chevalier and Ellison (1997) และ Kempf and Ruenzi (2002)

[7] ผู้จัดการกองทุนรวมมีโบนัสที่ขึ้นอยู่กับการเติบโตของสินทรัพย์กองทุนรวมในรอบ 1 ปีปฏิทิน ซึ่งการเติบโตของสินทรัพย์นี้เกิดขึ้นได้ 2 ทางคือ การสร้างผลตอบแทน และการมีเงินทุนไหลเข้าสุทธิ

พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนที่ไม่สมมาตรต่อผลประกอบการในอดีตของกองทุนรวมเช่นนี้ ประกอบกับสภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรมกองทุนรวมในรอบ 1 ปีปฏิทินนี้ มีแนวโน้มที่จะไปสร้างแรงจูงใจให้ผู้จัดการกองทุนรวมทำการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมตามผลประกอบการในอดีตในลักษณะต่างๆ เพื่อให้กองทุนรวมที่ตนเป็นผู้จัดการมีผลประกอบการที่ดีขึ้น ณ สิ้นปีกล่าวคือ กองทุนรวมที่มีผลประกอบการไม่ดีตอนกลางปี (mid-year loser) จะมีแรงจูงใจในการสร้างผลตอบแทนให้สูงขึ้น โดยการเพิ่มความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ตนลงทุน ทั้งนี้เพราะหนึ่ง การเพิ่มความเสี่ยงเป็นกลยุทธ์ง่ายๆที่สามารถทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้น ในขณะที่ในระยะสั้นการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนสามารถสังเกตเห็นได้ง่ายกว่าการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยง สอง ผลประโยชน์ที่ผู้จัดการคาดว่าจะได้รับหากประสบความสำเร็จมีค่าสูง (ขนาดของกองทุนรวมจะโตขึ้น) แต่ผลเสียที่จะได้รับหากล้มเหลวมีค่าต่ำ (ขนาดของกองทุนรวมจะไม่ลดลงมากนัก) อีกด้านหนึ่ง กองทุนรวมที่มีผลประกอบการในอดีตดีอยู่แล้วตอนกลางปี (mid-year winner) จะมีแรงจูงใจให้ลดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ตนเลือกลงทุนลงเพราะต้องการที่จะคงสถานะกองทุนที่มีผลประกอบการที่ดีอยู่แล้วโดยเปรียบเทียบให้ดีต่อไปเรื่อยๆจนถึงสิ้นปีปฏิทิน พฤติกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยง (risk shifting) ของผู้จัดการกองทุนรวมเช่นนี้ถือได้ว่าเป็นส่วนหนึ่งของปัญหาตัวแทน (agency problem) เนื่องจากจะทำให้นักลงทุนต้องแบกรับความเสี่ยงที่บิดเบือนไปจากความเสี่ยงที่นักลงทุนได้คาดการณ์ไว้เมื่อตอนเริ่มซื้อหน่วยลงทุน จึงเป็นที่น่าสนใจว่ามีพฤติกรรมดังกล่าวมีอยู่ในอุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงต้องการศึกษาถึงรูปแบบในการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุนในประเทศไทย และศึกษาผลกระทบของรูปแบบการตัดสินใจดังกล่าวต่อพฤติลงทุนของผู้จัดการกองทุนรวม โดยสามารถแบ่งวัตถุประสงค์ของการวิจัยเป็นข้อๆได้ดังนี้

1. ศึกษาลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินทุนไหลเข้า-ออกกองทุนรวม กับผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบในอดีตของกองทุน (performance-flow relationship)
2. ศึกษาระดับการไหลของเงินทุนว่ามีระดับการตอบสนองต่อกองทุนรวมที่มีผลตอบแทนที่ดีแตกต่างไปจาก กองทุนรวมที่มีผลตอบแทนที่ไม่ดีหรือไม่
3. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวม (risk shifting) กับผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบในอดีตของกองทุนรวม
4. ศึกษาถึงความสามารถในการปรับปรุงผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบของกองทุนรวมที่ใช้กลยุทธ์ปรับเปลี่ยนความเสี่ยง

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

1. ศึกษากองทุนรวมแบบเปิดในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายละเอียดที่กองทุนรวมต่างๆ รายงานต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลต.)
2. ระยะเวลาที่ศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548 โดยในส่วนของการศึกษาพฤติกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวมนั้นจะใช้ข้อมูลกองทุนรวมที่เปิดดำเนินการอย่างน้อยตั้งแต่เดือนมกราคมจนถึงเดือนธันวาคมของปีเดียวกัน
3. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นกองทุนรวมตราสารทุนซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุนในหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากเป็นกองทุนรวมที่ผู้จัดการกองทุนสามารถดำเนินการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงได้สะดวกกว่ากองทุนรวมประเภทตราสารหนี้และประเภทผสม นอกจากนี้ยังต้องควบคุมให้กลุ่มตัวอย่างมีนโยบายการลงทุนที่เหมือนกันด้วย เพราะนโยบายการลงทุนสะท้อนความเสี่ยงที่นักลงทุนคาดว่าจะเกิดแก่กองทุน

1.4 ข้อสมมติเบื้องต้น

1. เงินทุนไหลเข้า-ออกของกองทุนรวมเกิดขึ้นที่สิ้นเดือนเท่านั้น
2. ผู้จัดการกองทุนรวมให้ความสำคัญกับอันดับผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบที่สิ้นปี โดยมีเป้าหมายให้กองทุนรวมของตนมีอันดับผลตอบแทนที่ดีตอนสิ้นปีปฏิทิน
3. ผู้จัดการกองทุนรวมไม่สร้างค่าคาดหวังเกี่ยวกับกลยุทธ์การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนอื่นๆ

1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลต.) โดยข้อมูลที่ กลต. เผยแผ่ให้ประชาชนทั่วไปเป็นข้อมูลที่มีความถี่มากที่สุดเป็นรายเดือน ที่เริ่มต้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นมา ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม ค่าธรรมเนียมต่างๆ และปริมาณเงินทุนไหลเข้า-ออกกองทุนรวม เป็นต้น ทั้งนี้ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมต่างๆถือครองในอดีต

1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

กองทุนรวม คือ กองทรัพย์สินที่จัดตั้งและบริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม หรือ บลจ. มีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนแก่ผู้ลงทุนไปลงทุนใน

หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

หลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ที่ให้ผลตอบแทนและมีความเสี่ยงในการลงทุนแตกต่างกันไป อาทิเช่น ลงทุนในหุ้นทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ เป็นต้น เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลหรือกำไรจากการขายหน่วยลงทุน

กองทุนรวมตราสารแห่งทุน คือ กองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์ที่จะลงทุนในหรือมีไว้ซึ่งตราสารแห่งทุนโดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ซึ่งตราสารแห่งทุนหมายความถึงหุ้นสามัญของบริษัทต่างๆ หุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น เป็นต้น

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (Net Asset Value: NAV) คือ มูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองทุนรวม (มาจากเงินลงทุนและผลตอบแทนสะสมจากการลงทุน) หักด้วยค่าใช้จ่ายค้างจ่ายทั้งสิ้นของกองทุนรวม เช่น ค่าธรรมเนียมการจัดการ เป็นต้น ดังนั้น ผลประกอบการของกองทุนรวมจึงวัดได้จากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิหัก (บวก) เงินทุนไหลเข้า (ออก) จากกองทุนรวมในช่วงเวลานั้น[8]

ผลประกอบการของกองทุนรวม หมายถึง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ของกองทุนรวม ซึ่งสามารถคำนวณได้หลายวิธี อาทิเช่น ผลตอบแทนรวม (raw return) ผลตอบแทนส่วนเกิน (excess return) ผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยง (risk-adjusted return) หรือผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบ เป็นต้น

ผลประกอบการโดยเปรียบเทียบของกองทุนรวม หมายถึง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆของกองทุนรวม "โดยเปรียบเทียบ" กับกลุ่มของกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแบบเดียวกัน สามารถคำนวณได้โดยการจัดอันดับผลประกอบการของกองทุนรวม (return ranking)

ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) คือ ดัชนีราคาหุ้นประเภทที่คำนวณถัวเฉลี่ยราคาหุ้นสามัญแบบถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหุ้นจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยคำนวณ SET Index โดยใช้หุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ และมีสูตรการคำนวณเป็นดังนี้

---

[8] โดยหากเมื่อเวลาผ่านไปมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุนลดลงจากมูลค่าเมื่อลงทุนเริ่มต้นผู้ลงทุนก็จะอยู่ในฐานะขาดทุน แต่ถ้ามูลค่าทรัพย์สินต่อหน่วยลงทุนเพิ่มขึ้นจากมูลค่าลงทุนเริ่มต้นผู้ลงทุนก็จะกำไร

SET Index = ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหุ้นสามัญทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันปัจจุบัน x 100 / ค่าเฉลี่ย (ถ่วงน้ำหนัก) ของราคาหุ้นสามัญทุกตัวข้างต้น ณ 30 เม.ย. 2518

= มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัว ณ วันปัจจุบัน x 100 / มูลค่าตลาดโดยรวมของหุ้นสามัญข้างต้น ณ 30 เม.ย.2518

ดังนั้น ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแสดงมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันปัจจุบัน เทียบกับมูลค่าเฉลี่ยของหุ้นดังกล่าว ณ วันฐาน ค่าเปลี่ยนแปลงของดัชนีนี้จึงแสดงถึงระดับการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นสามัญทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เนื่องจากปัจจุบันยังไม่มีการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวมในประเทศไทยว่ามีอยู่จริงหรือไม่ ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้จึงเป็นการตระหนักถึงความสำคัญและผลกระทบของปัญหาตัวแทนในอุตสาหกรรมกองทุนรวม และหากผลการศึกษาระบุว่าผู้จัดการกองทุนรวมมีการเปลี่ยนแปลงระดับความเสี่ยงเพื่อเพิ่มปริมาณเงินทุนไหลเข้าจริงแล้ว แสดงว่าผู้จัดการกองทุนรวมให้ความสำคัญกับเป้าหมายระยะสั้น (short-term objective) มากกว่าเป้าหมายระยะยาว (long-term objective) และมีความเป็นไปได้ที่การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมที่กระทำโดยปราศจากการรับรู้ของนักลงทุนจะส่งผลเสียต่อนักลงทุน ดังนั้น การศึกษาของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้น่าจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนโดยทำให้นักลงทุนตระหนักถึงความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการที่ผู้จัดการกองทุนบิดเบือนความเสี่ยงของกองทุนรวมให้แตกต่างไปจากความเสี่ยงที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ หรือความเสี่ยงที่ระบุในหนังสือชี้ชวนการลงทุน

1.8 วิธีดำเนินการวิจัย

เพื่อทำการศึกษาตามวัตถุประสงค์ที่ 1 และ 2 ข้อมูลของแต่ละกองทุนในแต่ละปีจะถูกนำมาวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติภาคตัดขวาง (cross sectional regression) ด้วยวิธีการประมาณค่ากำลังสองน้อยสุดแบบรายเดือน แล้วจึงเฉลี่ยค่าสัมประสิทธิ์ของทุกเดือนและคำนวณหาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานและ standard error ของค่าสัมประสิทธิ์เพื่อให้ได้ค่า t-stat สำหรับการทดสอบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ และเพื่อทำการศึกษาตามวัตถุประสงค์ที่ 3 และ 4 จะใช้การทดสอบความเป็นอิสระต่อกัน (Test of Independence) โดยการเก็บค่าสถิติความถี่ของข้อมูลแล้วบันทึกลงใน 2x2 Contingency Table จากนั้นจึงทดสอบค่าสถิติด้วยวิธี Chi-Square (χ^2)

1.9 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาของวิทยานิพนธ์เล่มนี้สามารถสรุปได้ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย ข้อสมมติเบื้องต้น ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในงานวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีดำเนินงานวิจัยโดยสังเขป

บทที่ 2 กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง การคาดการณ์สมมุติฐานเบื้องต้น

บทที่ 4 กล่าวถึง แบบจำลอง และสมมุติฐานของการศึกษา ตลอดจนวิธีการที่ใช้ศึกษา

บทที่ 5 กล่าวถึง ข้อมูลและการเลือกกลุ่มตัวอย่างสำหรับการศึกษา

บทที่ 6 กล่าวถึง ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยละเอียด

บทที่ 7 กล่าวถึง บทสรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ