

พฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ของกองทุนปิด และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์



นาย สรสิทธิ์ วรณประเสริฐ

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2543

ISBN 974-346-248-1

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE INVESTMENT BEHAVIOR OF THAI CLOSED-END MUTUAL FUNDS  
AND ITS EFFECT ON STOCK PRICES



SORASIT VANAPRASERT

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance  
Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2000

ISBN 974-346-248-1

หัวข้อวิทยานิพนธ์	พฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ของกองทุนปิด และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์
โดย	นายสรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ
ภาควิชา	การธนาคารและการเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

---

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยรัตน์ กฤษณามระ)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(อาจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์)

..... กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.โสทธิธร มัลลิกะมาส)

สถาบันวิจัยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

นายสรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ : พฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์ของกองทุนปิด และ ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (THE INVESTMENT BEHAVIOR OF THAI CLOSED-END MUTUAL FUNDS AND ITS EFFECT ON STOCK PRICES) อ. ที่ปรึกษา: อาจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์, 55 หน้า. ISBN 974-346-248-1

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้ข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ของกองทุนปิดรายเดือนในช่วงเวลา ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542 มาคำนวณการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิในแต่ละเดือนของกองทุนปิด เพื่อทำการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด และผลกระทบของการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ในส่วนของการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด พบว่ากองทุนปิดมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในระดับสูง โดยพฤติกรรมดังกล่าวสามารถพบได้เด่นชัดขึ้นในการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก นอกจากนี้ กองทุนปิดยังใช้กลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading หรือ Momentum Trading) ซึ่งเป็นการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีต และขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำในอดีต รวมทั้งรวมทั้งทำการตกแต่ง Portfolio ด้วยการขายหุ้นขนาดเล็กและผลตอบแทนในอดีตเพื่อให้ Portfolio ของกองทุนปิดให้ดูดี ( พฤติกรรม Window Dressing ) ส่วนผลกระทบของการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ พบว่าอุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก โดยเมื่อเกิดอุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อหลักทรัพย์ของกองทุนปิด จะทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return) ในทางที่เป็นบวก กล่าวคือส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น ในทางตรงกันข้าม เมื่อเกิดอุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดจะทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return) ในทางที่เป็นลบ กล่าวคืออุปสงค์ดังกล่าวส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ทั้งหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ กลาง และเล็ก

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

สาขาวิชา การเงิน

ปีการศึกษา 2543

ลายมือชื่อนิสิต.....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

# # 4282440226 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: MUTUAL FUND / HERDING / FEEDBACK / MOMENTUM / CONTRARION / THAILAND  
 SORASIT VANAPRASERT : THE INVESTMENT BEHAVIOR OF THAI CLOSED-  
 END MUTUAL FUNDS AND ITS EFFECT ON STOCK PRICES. THESIS  
 ADVISOR : SUNTI TIRAPAT, PH.D., 55 pp. ISBN 974-346-248-1.

This thesis uses data on the holdings of Thai closed-end mutual funds from 30 August 1997 to 30 August 1999 to calculate monthly stock trading of Thai closed-end mutual funds. The study purpose is to investigate the trading behavior of mutual funds and evaluate the effect of their trading on stock prices. Mutual fund trading behavior is addressed in two aspects: herding, which refers to trading simultaneously the same stocks on the same side as other funds trade, and positive feedback trading, which refers to buying past winners and selling past losers.

I find evidence of herding by mutual funds for stocks in general and higher levels of herding in trading medium and small stocks. However, there is no relation between herding and past performance of the stocks. Mutual funds use positive feedback strategies in trading stocks and smaller stocks show higher level of this trading behavior. There is also evidence of “window dressing” which refers to removing an embarrassing stock out of a portfolio. These two aspects of trading are commonly a part of the argument that mutual fund trading can bring about large demand for a stock which will move the stock price. I find that mutual fund trading can move stock prices. Excess buying demand created by mutual funds will move up the prices for only medium and small stock. On the opposite side, mutual fund excess selling demand will move large, medium and small stock prices down.

Department of Banking and Finance

Field of study Finance

Academic year 2000

Student's signature.....

Advisor's signature.....

## กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนใคร่ขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้เสียสละเวลาในการให้คำแนะนำ และข้อคิดเห็นต่างๆ ของ การศึกษา ตลอดจนได้กรุณาแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้ง รองศาสตราจารย์ ปิยรัตน์ กฤษณามระ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสติธร มัลลิกะมาส กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ อาจารย์ ดร. พรอนงค์ นุชวาทระกุล และ อาจารย์ ดร. ชาลี เจริญวงษ์ ที่ได้กรุณาให้ข้อคิดเห็นและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ นายนคร เหลืองรวงทอง นายอิทธิพันธ์ เจียกเจิม นางสาว ศศิวิมล ปรารถนาดี และเพื่อนๆทุกคน ตลอดจนเจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน เจ้าหน้าที่หลักสูตร วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน ที่ได้ให้ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ท้ายสุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ที่ให้การสนับสนุน ความรัก ความห่วงใย และกำลังใจแก่ผู้เขียนเสมอมา คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอบแต่คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้เขียน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขออภัยไว้แต่เพียงผู้เดียว

สรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ

สิงหาคม 2543

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 ขอบเขตการวิจัย.....	3
1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
2 คำนิยามและวรรณกรรมปริทัศน์.....	6
2.1 คำนิยาม.....	6
2.2 วรรณกรรมปริทัศน์.....	8
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	15
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย.....	15
3.2 วิธีการวิจัย.....	17
4 ผลการวิจัย.....	23
4.1 พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด.....	23
4.2 ผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขาย.....	43
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	46
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	46
5.2 อภิปรายผลการวิจัย.....	47
5.3 ข้อเสนอแนะ.....	48
รายการอ้างอิง.....	49
ภาคผนวก.....	51
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	55

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดดำเนินการตั้งแต่ พ.ศ. 2518 เพื่อเป็นตัวกลางทางการเงินสำหรับระดมทุนระยะยาวให้แก่ภาคธุรกิจของประเทศไทย รวมทั้งเป็นตลาดรองในการแลกเปลี่ยนตราสารทุนเหล่านั้นด้วย การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ได้เจริญเติบโตต่อเนื่องมาเป็นลำดับ บริษัทสมาชิกที่เข้ามาระดมทุนเพิ่มจำนวนมากขึ้นอย่างรวดเร็ว นักลงทุนซึ่งเข้ามาลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างชาติ เพิ่มจำนวนมากขึ้น ปริมาณการซื้อขายที่เติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว จนอาจกล่าวได้ว่า ในปัจจุบันนี้ ตลาดหลักทรัพย์ มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย ทั้งเป็นแหล่งระดมทุนของภาคธุรกิจ และเป็นดัชนีบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจของประเทศ รวมทั้งเป็นอีกทางเลือกสำหรับนักลงทุนที่จะเข้ามาทำการซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อการลงทุน ทั้งระยะสั้นและระยะยาว เพื่อหาผลตอบแทนทั้งในด้านกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ และผลตอบแทนจากเงินปันผล นอกเหนือจากการออมโดยปกติ ดังนั้น การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพและมีเสถียรภาพจึงเป็นความสำคัญต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ

นักลงทุนสถาบันซึ่งเชื่อว่าเป็นมืออาชีพในการลงทุน เนื่องจากสามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่รวดเร็วและถูกต้อง รวมทั้งความสามารถในการวิเคราะห์ และการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนที่ดีกว่า นักลงทุนสถาบันจึงเป็นทางเลือกในการลงทุนของผู้ที่ต้องการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น รัฐบาลจึงสนับสนุนให้มีการออมและการลงทุนผ่านนักลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะกองทุนรวม โดยเชื่อว่าการลงทุนของนักลงทุนสถาบันจะช่วยพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพและเสถียรภาพมากขึ้น เนื่องจาก นักลงทุนสถาบันจะตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์จากการวิเคราะห์และข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้อง กล่าวคือซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่าราคาพื้นฐาน และขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่าราคาพื้นฐาน ซึ่งการซื้อขายดังกล่าวย่อมทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสู่ราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น จากการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว ย่อมทำให้ตลาดหลักทรัพย์โดยรวมมีประสิทธิภาพและเสถียรภาพมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนสถาบันไม่ได้ตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้คำนึงถึงราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น ซึ่งมาจากการวิเคราะห์และข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้อง ก็อาจทำให้ราคาหลักทรัพย์ผันผวนไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพและความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม การศึกษาวิจัยมุ่งศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ตัดสินใจโดยใช้การวิเคราะห์และข้อมูล



มูลข่าวสารที่ถูกต้อง ทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นไม่ได้คำนึงถึงราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าว ได้แก่ พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ซึ่งคือการเลือกซื้อหรือขายหลักทรัพย์พร้อมกัน และพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Strategy) และพฤติกรรมการลงทุนแบบย้อนตลาด (Negative Feedback Strategy) โดยพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Strategy) คือการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเลือกซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตสูง และขายหลักทรัพย์ซึ่งผลตอบแทนในอดีตต่ำ โดยมีความเชื่อว่าหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตสูงก็จะมีแนวโน้มที่ผลตอบแทนในอนาคตสูง และหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในอดีตต่ำก็จะมีแนวโน้มที่ผลตอบแทนในอนาคตต่ำ ส่วนพฤติกรรมการลงทุนแบบย้อนตลาด (Negative Feedback Strategy) โดยซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำในอดีต เนื่องจากคาดการณ์ว่าในอนาคตราคาของหลักทรัพย์นั้นจะมีผลตอบแทนเพิ่มสูงขึ้นเพื่อปรับเข้าสู่ดุลยภาพ และขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีต เนื่องจากคาดการณ์ว่าในอนาคตราคาของหลักทรัพย์นั้นจะมีผลตอบแทนลดต่ำลงเพื่อปรับเข้าสู่ดุลยภาพ พฤติกรรมดังกล่าวของกองทุนรวมย่อมทำให้เกิดอุปสงค์ต่อหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก และอาจส่งผลกระทบต่อให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจะทำให้เกิดการแกว่งตัวที่มากขึ้นและส่งผลให้ตลาดไร้เสถียรภาพ กล่าวคือ การซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าว อาจเป็นการซื้อขายในลักษณะที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากราคาพื้นฐานหรือราคาที่แท้จริง เนื่องจาก กลยุทธ์การซื้อขายของกองทุนรวมไม่ได้เป็นไปตามพื้นฐานการลงทุนที่เลือกซื้อหรือขายหลักทรัพย์ซึ่งราคาต่ำกว่าหรือสูงกว่าราคาพื้นฐาน แต่การเลือกหลักทรัพย์นั้นไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ ข้อมูลที่ตนได้รับ หรือผลการวิเคราะห์ของตน แต่คำนึงถึงการเลียนแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มกองทุนรวมด้วยกัน และผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์

ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จึงมุ่งประเด็นไปในการตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวม ทั้งพฤติกรรมการเลียนแบบหรือแห่ตามกัน (Herding Behavior) และพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading) รวมทั้งทดสอบผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นต่อราคาหลักทรัพย์

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวม ทั้งพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior), พฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) และพฤติกรรมการลงทุนแบบย้อนตลาด (Negative Feedback Trading)

- ศึกษาผลกระทบของ อุปสงค์ส่วนเกิน(excess demand) ในหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ของกองทุนรวมทั้งหมด ที่มีต่อราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ โดยจะอธิบายผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในรูปของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return)

### 1.3 ขอบเขตการวิจัย

- ศึกษากองทุนรวมแบบปิด (Close-end Mutual Fund) ในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายละเอียดหลักทรัพย์คำนวณตามราคาตลาด ทุกวันสิ้นสุดเดือน ที่กองทุนปิดรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ระยะเวลาที่ศึกษาตั้งแต่ กันยายน พ.ศ. 2540 ถึง กันยายน พ.ศ. 2542 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาหลังการลอยตัวค่าเงินบาท และอยู่ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวม การตอบสนองและปรับตัวของหลักทรัพย์ รวมทั้งโครงสร้างตลาดหลักทรัพย์ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสถานการณ์ ดังนั้น การศึกษาในช่วงเวลาดังกล่าวสามารถบ่งชี้พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมและผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้อย่างถูกต้อง
- พิจารณากองทุนรวมแบบปิดที่ทำการศึกษาในช่วงที่เปิดดำเนินการจนถึงก่อนหมดอายุโครงการ 3 เดือนเนื่องจากช่วงเวลาก่อนหมดอายุโครงการ ผู้จัดการกองทุนจะต้องทำการขายหลักทรัพย์ที่ถือครองอยู่ เพื่อนำเงินจากการขายหลักทรัพย์ไปจัดสรรให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเมื่อวันหมดอายุโครงการ ดังนั้นช่วงเวลาก่อนหมดอายุโครงการ จะมีแรงกดดันทำให้มีการขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมมากกว่าปกติ ยกเว้นกรณีที่กองทุนรวมแบบปิดนั้นได้ทำการเปลี่ยนเป็นกองทุนรวมแบบปิด จะทำการพิจารณาจนกระทั่งหมดอายุโครงการ เนื่องจากผู้จัดการกองทุนไม่จำเป็นต้องทำการขายหลักทรัพย์เพื่อนำเงินไปจัดสรรให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเมื่อวันหมดอายุโครงการ
- หลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาได้แก่ หุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการศึกษาจะไม่รวมหุ้นกู้, หุ้นบุริมสิทธิ และใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ เนื่องจากข้อมูลไม่เพียงพอ รวมทั้งไม่สามารถชี้ชัดได้ว่าการเปลี่ยนแปลงการถือครองหลักทรัพย์เหล่านี้เกิดจากการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์เหล่านี้ของกองทุนรวมแบบปิดเอง

#### 1.4 ข้อจำกัดของการวิจัย

ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดนั้นคำนวณมาจากข้อมูลที่ใช้ในการทำวิจัยซึ่งเป็นข้อมูลหลักทรัพย์และจำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดถือครองอยู่ ณ วันสุดท้ายในแต่ละเดือนที่ต้องรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่ได้นั้น จะแสดงการเปลี่ยนแปลงจำนวนการถือครองหลักทรัพย์ของกองทุนปิดในแต่ละเดือน ดังนั้นในการวิจัยจึงไม่สามารถวิเคราะห์การซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดซึ่งเป็นการซื้อขายที่เกิดขึ้นระหว่างช่วงเวลาในแต่ละเดือนได้ ทำให้ไม่สามารถวิเคราะห์พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดในช่วงเวลาระหว่างเดือนได้

นอกจากนี้ ในส่วนของการวิเคราะห์ผลกระทบจากอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าวิธีการวิจัยจะสามารถอธิบายผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ แต่ก็อาจไม่ถูกต้องนัก เนื่องจากไม่ได้คำนึงถึงความยืดหยุ่นของราคาหลักทรัพย์ต่ออุปสงค์ในหลักทรัพย์ กล่าวคือ อุปสงค์ส่วนเกินขนาดเท่ากันย่อมส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์แตกต่างกัน โดยผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันนั้นขึ้นอยู่กับความยืดหยุ่นของราคาหลักทรัพย์ต่ออุปสงค์ในหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน

#### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษานี้จะทำให้ทราบถึงพฤติกรรมการลงทุนของกองทุนปิดในประเทศไทย โดยจะเป็นการบ่งชี้ถึงระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) รวมทั้งแสดงถึงการตัดสินใจในการเลือกใช้กลยุทธ์ระยะสั้นในการลงทุนของกองทุนปิด ซึ่งจะสามารถบ่งชี้ผลของพฤติกรรมเหล่านี้ในรูปของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขาย การศึกษาดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ทั้งในมุมมองของกองทุนปิด, นักลงทุนรายย่อย และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

##### ในมุมมองของกองทุนปิด

กองทุนปิดสามารถใช้ผลการศึกษาดังกล่าวตรวจสอบการดำเนินงานของกองทุนปิด ซึ่งถ้าการศึกษาบ่งชี้ถึงพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) และกลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นไม่ว่า กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) หรือ ย้อนตลาด (Negative Feedback Trading) ย่อมแสดงถึงการดำเนินงานของกองทุนปิดซึ่งไม่มีคุณภาพ การตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ไม่ได้เกิดจากการวิเคราะห์ตามพื้นฐาน แต่เป็นเพียงการ

เลียนแบบการซื้อขายของกองทุนปิดรายอื่น และตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์โดยวิเคราะห์ตามผลประกอบการในอดีตของหลักทรัพย์เท่านั้น

### **ในมุมมองของนักลงทุนรายย่อย**

ผลการศึกษาดังกล่าวทำให้นักลงทุนรายย่อยทราบถึงพฤติกรรมของนักลงทุนสถาบัน รวมทั้งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ นักลงทุนรายย่อยสามารถกำหนดและปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนของตนให้เหมาะสมรวมทั้งคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้แม่นยำขึ้น เพื่อจะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ผลการศึกษา ทำให้นักลงทุนรายย่อยหาข้อสรุปเกี่ยวกับการตัดสินใจลงทุนในกองทุนปิดได้ กล่าวคือ หากพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ก็อาจนำไปสู่ข้อสรุปเกี่ยวกับการเลือกลงทุนในกองทุนปิดต่างๆไม่ว่าจะเลือกลงทุนในกองทุนปิดใด ก็ย่อมให้ผลตอบแทนไม่แตกต่างกันนักเนื่องจากเกิดการเลียนแบบกันระหว่างกองทุนในการเลือกซื้อหลักทรัพย์ ทำให้การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆของกองทุนปิดคล้ายคลึงกัน ซึ่งผลประกอบการก็ย่อมไม่แตกต่างกันหรือแตกต่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งในกรณีเช่นนี้ การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนก็จะมุ่งความสนใจไปที่ค่าใช้จ่ายในการบริหารกองทุนของแต่ละกองทุนรวมแทนที่ผลประกอบการของกองทุนรวมนั้น

### **ในมุมมองของผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการกำกับดูแลและพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

ผลการศึกษาดังกล่าวจะบ่งถึงนโยบายการลงทุนและพฤติกรรม window dressing ของกองทุนปิด ซึ่งจะสามารถอธิบายถึงคุณภาพการดำเนินงานของกองทุนปิดและนักลงทุนสถาบัน นอกจากนี้ ผลของอุปสงค์ของกองทุนปิดที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ยังบ่งบอกถึงระดับความมีประสิทธิภาพและเสถียรภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ในระดับหนึ่ง ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการกำกับดูแลการดำเนินงานของกองทุนปิดให้เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหน่วยลงทุน รวมทั้งเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นในอนาคต

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 2

### คำนิยามและวรรณกรรมปริทัศน์

#### 2.1 คำนิยาม

- 1) กองทุนรวม (Mutual Fund) คือโครงการลงทุนที่จัดตั้งและบริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) หรือ บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์ที่จะระดมทุนจากผู้มีเงินออม หรือ นักลงทุนทั่วไปโดยการเสนอขายหน่วยลงทุน แล้วนำเงินที่ได้ไปลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ตามนโยบายของกองทุนรวมนั้นๆ เช่น ลงทุนในหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตราสารหนี้และตราสารทางการเงินอื่นๆ เช่น ตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงิน พันธบัตรรัฐบาล หรือทรัพย์สินอื่นใดที่กฎหมายอนุญาตให้ลงทุนได้ และจะนำผลกำไรจากการลงทุนของกองทุนรวมมาเฉลี่ยคืนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนตามสัดส่วนจำนวนหน่วยลงทุนที่ผู้มีเงินออมหรือนักลงทุนทั่วไปได้ซื้อเอาไว้

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม หรือบริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม จำกัด (มหาชน) จะต้องบริหารกองทุนรวมที่ได้รับอนุมัติให้จัดตั้งตามประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ตลอดจนประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการ กลต.) และต้องดูแลบริหารกองทุนให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุน

- 2) พฤติกรรมการเลียนแบบหรือการแห่ตามกัน (Herding Behavior) คือ พฤติกรรมกลุ่มของบุคคลเกี่ยวกับการชักนำทางความคิดของกลุ่มบุคคล แนวความคิดหลักอ้างถึงกลุ่มบุคคลหนึ่งซึ่งเริ่มดำเนินพฤติกรรมใดๆก็ตาม แล้วเป็นการชักนำให้บุคคลอื่นเกิดการคล้อยตามความคิดของบุคคลนั้น โดยละเลยความคิดของตน กล่าวคือ พฤติกรรมของบุคคลหนึ่งซึ่งอยู่ในสถานการณ์ที่ต้องทำการตัดสินใจอย่างหนึ่งอย่างใด ได้ทำการตัดสินใจเลือกตามบุคคลอื่นที่ทำการตัดสินใจก่อนหน้านี้ โดยไม่ได้มีการนำข้อมูลที่ตนมีอยู่มาร่วมพิจารณาในการตัดสินใจนั้น ซึ่งการตัดสินใจดังกล่าวนี้ให้ความสำคัญกับการตัดสินใจของผู้อื่นมากกว่าข้อมูลที่ตนมีอยู่

สำหรับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ได้มีตัวอย่างของพฤติกรรมการเลียนแบบหรือการแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์อย่างชัดเจน ได้แก่ วิกฤติการณ์ Black Monday ของ New York Stock Exchange (NYSE) ใน

ค.ศ. 1987 เมื่อระดับราคาหลักทรัพย์สูงมาก ผู้จัดการกองทุนต่างๆไม่ขายหลักทรัพย์ทั้งๆที่มีความเป็นไปได้สูงที่ระดับราคาหลักทรัพย์จะลดลง เนื่องจากเกรงว่าเมื่อทำการขายหลักทรัพย์แล้ว ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนรายอื่นสูงกว่า แต่หากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง ก็ยังมีผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างจากผู้จัดการกองทุนรายอื่นมากนัก

- 3) การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) คือกลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ โดยซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีตและขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำ โดยลักษณะการซื้อขายหลักทรัพย์เช่นนี้สามารถเรียกได้ว่าเป็น Trend Chasing Strategy หรือ Momentum Strategy กล่าวคือ กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์เช่นนี้มาจากพื้นฐานความเชื่อที่ว่า แนวโน้มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงในอดีตก็จะมีแนวโน้มที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้น และ แนวโน้มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำในอดีตก็จะมีแนวโน้มที่ราคาจะปรับตัวต่ำลง
- 4) การลงทุนแบบย้อนตลาดหรือสวนกระแส (Negative Feedback Trading, Contrarian Strategy) คือกลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ โดยซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำในอดีต (โดยเชื่อว่าหลักทรัพย์นั้น undervalue) เนื่องจากคาดการณ์ว่าในอนาคตราคาของหลักทรัพย์นั้นจะมีผลตอบแทนเพิ่มสูงขึ้นเพื่อปรับเข้าสู่ดุลยภาพ และขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีต (โดยเชื่อว่าหลักทรัพย์นั้น overvalue) เนื่องจากคาดการณ์ว่าในอนาคตราคาของหลักทรัพย์นั้นจะมีผลตอบแทนลดต่ำลงเพื่อปรับเข้าสู่ดุลยภาพ กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์เช่นนี้มาจากพื้นฐานความเชื่อที่ว่า ราคาหลักทรัพย์ต่างๆมีลักษณะการเคลื่อนไหวแบบ Mean-Reversion กล่าวคือ เข้าสู่ราคาหลักทรัพย์ระยะยาวที่จะมีค่าเฉลี่ยค่าหนึ่ง (Fundamental Price)
- 5) อุปสงค์ส่วนเกิน (Excess Demand) คือ อุปสงค์ของกลุ่มนักลงทุนต่อหลักทรัพย์ที่มากกว่าหรือน้อยกว่าอุปทานของหลักทรัพย์นั้นๆ กล่าวคือ ความต้องการซื้อหลักทรัพย์ของกลุ่มนักลงทุนซึ่งมีมากกว่าและน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่ได้ทำการเสนอขาย ณ ช่วงเวลานั้น ยกตัวอย่างเช่น หลักทรัพย์มีอุปสงค์ส่วนเกินที่เป็นบวก หมายความว่า หลักทรัพย์นั้นมีกลุ่มนักลงทุนต้องการทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นมากกว่ากลุ่มนักลงทุนที่ต้องการขายหลักทรัพย์นั้น
- 6) ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) คืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้มากกว่าหรือน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันในช่วงเวลานั้นโดยที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ประเภทเดียวกัน สามารถคำนวณได้หลายวิธี ตามลักษณะการแบ่งประเภทของหลักทรัพย์ เช่น

- แบ่งประเภทหลักทรัพย์ตามขนาดหลักทรัพย์
- แบ่งประเภทหลักทรัพย์ตามอุตสาหกรรม

## 2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

จากการกล่าวอ้างว่า การซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันนั้น เป็นส่วนหนึ่งที่ส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนี้บางครั้งเป็นการเปลี่ยนแปลงที่ห่างจากราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น ซึ่งจะเป็นการเพิ่มความแปรปรวน (volatility) ให้กับราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งการกล่าวอ้างนี้ได้มีเหตุผลอธิบายสนับสนุนหลักคือ การที่เกิดอุปสงค์ในหลักทรัพย์แต่ละตัว มีส่วนสำคัญที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ อุปสงค์ในหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันก็เช่นกัน อย่างไรก็ตาม ผลกระทบของอุปสงค์ในหลักทรัพย์ของกองทุนรวมต่อราคาหลักทรัพย์ย่อมต้องขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ เช่น จำนวนหลักทรัพย์ที่ถือครอง , มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ (Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1992) ดังนั้นจึงมีการศึกษาถึงแนวคิด, ทฤษฎี, และผลกระทบที่เกิดขึ้น ของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ลักษณะต่างๆของนักลงทุนสถาบัน

ดังนั้นจึงมีการศึกษาถึงแนวคิด, ทฤษฎี, และผลกระทบที่เกิดขึ้นของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ลักษณะต่างๆของนักลงทุนสถาบันที่น่าจะก่อให้เกิดอุปสงค์จำนวนมาก และส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์ไม่มีเสถียรภาพ โดยการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันนั้น ได้มุ่งศึกษาไปใน 2 มุมมอง มุมมองแรก คือการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมและนักลงทุนสถาบันที่ก่อให้เกิดอุปสงค์ต่อหลักทรัพย์จำนวนมาก และส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงต่อราคาหลักทรัพย์ได้ พฤติกรรมดังกล่าวได้แก่พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบตามกัน(Herding Behavior) ของนักลงทุนสถาบัน เมื่อนักลงทุนสถาบันทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันกับนักลงทุนสถาบันรายอื่น ก็จะทำให้เกิดอุปสงค์จำนวนมากต่อหลักทรัพย์ ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ก็จะสูงด้วย มุมมองที่ 2 คือศึกษาการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันว่ามีผลให้ราคาหลักทรัพย์ไม่มีเสถียรภาพ รวมทั้งเพิ่มความแปรปรวนให้ราคาหลักทรัพย์หรือไม่ โดยมุ่งศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันซึ่งไม่ได้ซื้อขายหลักทรัพย์ตามราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์ ได้แก่พฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading) ซึ่งกลยุทธ์ดังกล่าวเป็นการลงทุนซึ่งตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์โดยคำนึงถึงผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์ ดังนั้นการที่นักลงทุนสถาบันใช้กลยุทธ์ดังกล่าวในการลงทุน ก็อาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันไม่ได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากราคาพื้นฐานของหลัก

ทรัพย์คือ ซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่าราคาพื้นฐาน (undervalue) และขายหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่าราคาพื้นฐาน (overvalue) แต่ซื้อขายโดยพิจารณาจากผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์

การศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันโดยทั่วไปนั้น จะทำการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ลักษณะต่างๆ ของนักลงทุนสถาบันทั้งพฤติกรรมซื้อขายหลักทรัพย์แบบตามกัน(Herding Behavior) ของกองทุนรวมและการลงทุนแบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading) โดยมุ่งตรวจสอบพฤติกรรมต่างๆ ที่นักลงทุนสถาบันดำเนินอยู่ รวมทั้งสันนิษฐาน เหตุผล, แรงจูงใจ และความเป็นไปได้ในการเลือกใช้กลยุทธ์การลงทุนต่างๆ ของนักลงทุนสถาบัน นอกจากนี้ จะทำการศึกษาถึงผลกระทบของพฤติกรรมดังกล่าวที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ และเสถียรภาพของตลาดโดยรวม โดยการศึกษาตรวจสอบผลของพฤติกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันว่าจะก่อให้เกิดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ และเสถียรภาพของตลาดของหลักทรัพย์หรือไม่ โดยตรวจสอบผลของพฤติกรรมซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวในรูปของการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์ หรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ภายหลังจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุน

จากการศึกษาของ Banerjee(1992) ได้กล่าวถึงพฤติกรรมกลุ่มของบุคคลเกี่ยวกับการชักนำทางความคิดของกลุ่มบุคคล แนวความคิดหลักอ้างถึงกลุ่มบุคคลหนึ่งซึ่งเริ่มดำเนินพฤติกรรมใดๆก็ตาม แล้วเป็นการชักนำให้บุคคลอื่นเกิดการคล้อยตามความคิดของบุคคลนั้น โดยละเลยความคิดของตน Banerjee ได้เสนอแบบจำลองซึ่งแสดงถึงการชักนำทางความคิดดังกล่าว โดยแบบจำลองได้กล่าวถึงความพยายามของบุคคลที่จะตัดสินใจระหว่างร้านอาหาร 2 ร้าน โดยพิจารณาจากคุณภาพอาหาร และบริการ เพื่อที่จะทำการบริโภค บุคคลแต่ละบุคคลต่างได้รับข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์และไม่เท่าเทียมกันเกี่ยวกับคุณภาพอาหาร และบริการของร้านอาหาร เมื่อบุคคลแรกได้ทำการตัดสินใจตามข้อมูลที่บุคคลนั้นมีอยู่ โดยเลือกที่จะบริโภคในร้านอาหารร้านหนึ่ง การตัดสินใจของบุคคลแรกมีส่วนชี้แนะให้บุคคลอื่นๆตัดสินใจที่จะบริโภคในร้านอาหารเดียวกันตามบุคคลแรก โดยละเลยข้อมูลที่ตนมีอยู่ กล่าวคือ การตัดสินใจของบุคคลในการเลือกร้านอาหารเดียวกันจะถูกรอบงำโดยการตัดสินใจโดยข้อมูลที่เปิดเผยของการตัดสินใจของบุคคลก่อนหน้า ซึ่งอาจเรียกได้ว่า เป็นพฤติกรรมเลียนแบบคนอื่นหรือการแห่ตามกัน ( herding behavior)

จากการศึกษาดังกล่าว Banerjee ได้สรุปพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันว่า พยายามที่จะหาข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนจากข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบันรายอื่น และทำการเลียนแบบตาม เนื่องจากการที่นักลงทุนสถาบันจะรู้ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายอื่นมากกว่านักลงทุนรายย่อย ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่จะเกิดพฤติกรรมดังกล่าวสูงกว่า

จากการศึกษาของ Scharfstein and Stein (1990) กล่าวถึงปัญหาความยากลำบากในการประเมินการบริหารงานและผลการดำเนินงานของ บริษัทหลักทรัพย์จัดการต่างๆ รวมทั้งการ



แยกแยะผลการดำเนินงานว่าเกิดจาก โชคดี หรือ เกิดจาก ทักษะในการบริหารที่ดี ซึ่งก่อให้เกิด agency problem ระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนกับ บริษัทหลักทรัพย์จัดการเอง โดยทั่วไปแล้ว การประเมินการบริหารงานและการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์จัดการ จะทำการประเมินโดยเปรียบเทียบกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการอื่นๆ ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์จัดการต่างๆก็มีแนวโน้มที่จะทำการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงไม่ให้ผลการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทหลักทรัพย์จัดการอื่นๆ จึงได้ทำการละทิ้งข้อมูลที่ตนมีอยู่

จากการศึกษาของ Lakonishok, Shleifer and Vishny (1992) ได้ศึกษาปฏิกริยาโต้ตอบของนักลงทุนสถาบันต่างๆ ต่อสัญญาณทางเศรษฐกิจ และสัญญาณภายนอกต่างๆ เช่น การประกาศเปลี่ยนแปลงในเงินปันผล หรือ คำแนะนำของนักวิเคราะห์ ซึ่งเมื่อนักลงทุนสถาบันได้รับสัญญาณดังกล่าวก็จะตีความและตอบรับต่อสัญญาณต่างๆในทิศทางเดียวกันเสมอ ซึ่งก็ย่อมหมายความว่าความตั้งใจซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน เมื่อนักลงทุนสถาบันต่างๆตอบรับสัญญาณในทิศทางเดียวกัน ก่อให้เกิดส่งผลให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ และการเคลื่อนไหวในราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันด้วย อย่างไรก็ตาม Lakonishok, Shleifer and Vishny ได้สันนิษฐานถึงเหตุผลที่นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากราคาพื้นฐานหรือราคาที่แท้จริง โดยกลยุทธการซื้อขายของนักลงทุนสถาบันดังกล่าวซึ่งไม่ได้เป็นไปตามพื้นฐานการลงทุนน่าจะมีแรงจูงใจจากเกิดจาก agency problem เกี่ยวกับการบริหารเงิน กล่าวคือ กลยุทธการลงทุนพื้นฐานซึ่งซื้อหลักทรัพย์ซึ่งราคาต่ำกว่าราคาที่แท้จริงหรือราคาพื้นฐาน ผลตอบแทนของเงินปันผลที่สูง หรือ ราคาหลักทรัพย์ตามบัญชีสูงเมื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาด มักจะใช้เวลานานกว่าจะให้ผลตอบแทนนั้น และมักจะมีผลตอบแทนที่ค่อนข้างแย่เมื่อเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ที่เป็นที่นิยม ซึ่งการลงทุนตามกลยุทธพื้นฐานมักใช้ให้ผลตอบแทนที่ต่ำในช่วงเวลาสั้นๆ ซึ่งจะทำให้ บริษัทหลักทรัพย์จัดการ นั้นโดนไล่ออก หลังจากผลประกอบการที่แย่ในช่วงเวลาแรกๆ ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์จัดการมักจะใช้กลยุทธการลงทุนอื่นที่ไม่ได้ขึ้นกับการลงทุนพื้นฐาน ซึ่งก็คือการลงทุนตามกลยุทธทางเทคนิค (Technical Analysis) และการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading)

การศึกษาของ Lakonishok, Shleifer and Vishny (1992) ดังกล่าวได้ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวม (Mutual Fund) ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่ลงทุนในหลักทรัพย์ (Equity Fund) ที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี ค.ศ. 1985-1989 โดยคำนวณการซื้อขายหลักทรัพย์จากการเปลี่ยนแปลงปริมาณหลักทรัพย์ที่ถือครอง เมื่อสิ้นสุดแต่ละไตรมาส ผลการศึกษาพบว่า ผู้จัดการกองทุนต่างๆมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) เพียงเล็กน้อยเท่านั้นในหลักทรัพย์ทั่วไป แต่สามารถพบพฤติกรรมดังกล่าวได้ชัดเจนขึ้นในหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก ซึ่งพฤติ

กรรมดังกล่าวของผู้จัดการกองทุนดังกล่าวสอดคล้องกับพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) พฤติกรรมดังกล่าวคือผู้จัดการกองทุนได้ทำการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตสูงและขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนอดีตต่ำ ซึ่งตรวจพบเล็กน้อยในหลักทรัพย์ทั่วไป และชัดเจนมากขึ้นในหลักทรัพย์ขนาดเล็กเช่นเดียวกัน ซึ่งสาเหตุและแรงจูงใจของพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบ แห่ตามกัน (Herding Behavior) และการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) ดังกล่าวนั้น สอดคล้องกัน ซึ่งน่าจะมาจากการที่หลักทรัพย์ขนาดเล็ก ไม่เป็นที่นิยมมากนักในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นข้อมูลข่าวสารต่างๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นๆ จึงไม่สมบูรณ์ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ดังกล่าวของกองทุนจึงน่าจะมาจากการเลียนแบบกองทุนอื่น เมื่อรับทราบมาว่ากองทุนอื่นทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น นอกจากนี้ ยังอาจมีเหตุผลสนับสนุนอื่นที่จูงใจให้ผู้จัดการกองทุนมีพฤติกรรมดังกล่าว นั่นคือพฤติกรรม Window Dressing ซึ่งเป็นการตกแต่ง Portfolio ให้ดูดี โดยซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีต และขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำในอดีต จากความเห็นของ Lakonishok, Shleifer and Vishny เหตุผลเหล่านี้ น่าจะเป็นสิ่งจูงใจให้ผู้จัดการกองทุนมีพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เมื่อตรวจสอบผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีอุปสงค์ในหลักทรัพย์นั้นจำนวนมาก ปรากฏว่าอุปสงค์ในหลักทรัพย์จำนวนมากที่มีต่อหลักทรัพย์ดังกล่าว ไม่ได้ส่งผลต่อราคาและผลตอบแทนหลักทรัพย์ดังกล่าวมากนัก อนึ่ง การศึกษาของ Lakonishok, Shleifer and Vishny ได้ศึกษาพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวโดยรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมที่อยู่ในบริษัทหลักทรัพย์จัดการเดียวกันเข้าด้วยกัน แล้วจึงศึกษาพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจาก กองทุนรวมต่างกัน แต่อยู่ในบริษัทหลักทรัพย์จัดการเดียวกันทำให้การตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ย่อมคล้ายคลึงกันเพราะอยู่ภายใต้นโยบายการลงทุนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการเดียวกัน หากศึกษาการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวม ย่อมตรวจพบพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ได้ง่ายกว่า

จากการศึกษาของ Grinblatt, Titman and Wermers (1995) ได้ศึกษาพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี ค.ศ. 1985-1989 โดยมุ่งประเด็นการศึกษาไปที่พฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) และการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) เพื่อตรวจสอบความเชื่อเกี่ยวกับบทบาทของนักลงทุนสถาบันในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ว่า นักลงทุนสถาบันเป็น Momentum Investors ที่มีผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาด กล่าวคือทำการลงทุนแบบตามตลาด (Trend-chasing หรือ Positive Feedback Trading) ซึ่งก็คือการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีต และขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำในอดีต นอกจากการจะดำเนิน กลยุทธ์การซื้อขายดังกล่าวแล้ว จะต้องเข้าทำการซื้อและขายหลักทรัพย์พร้อมๆกันด้วย เพื่อหวังผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง

ซึ่งก็คือพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) นั่นเอง จากผลการศึกษา Grinblatt, Titman and Wermers พบว่ามีกองทุนรวมถึง 77% ของกองทุนรวมทั้งหมดเป็น Momentum Investors คือทำการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีต อย่างไรก็ตาม ไม่พบการขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำในอดีตแต่อย่างใด ซึ่งการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว กองทุนรวมได้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์พร้อมๆกันเพื่อหวังผลให้มีการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ไปในทิศทางที่ต้องการ การที่กองทุนรวมได้ทำการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงในอดีตพร้อมๆกัน พบว่าส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นสูงเกินกว่าปกติ หรือเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return) นั่นเอง ซึ่งทำให้กองทุนรวมที่เป็น Momentum Investors มีผลการดำเนินงานที่สูงกว่ากองทุนรวมอื่นๆนั่นเอง

จากการศึกษาของ Russ Wermers (1999) ซึ่งได้ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา ช่วง ค.ศ. 1975-1994 ซึ่งพบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) เล็กน้อยในการซื้อขายหลักทรัพย์ทั่วไปและมีพฤติกรรมดังกล่าวเด่นชัดขึ้นในหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ซึ่งเป็นพฤติกรรมซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) พร้อมกับพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) ซึ่งในที่นี้คือการซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงในอดีตและขายในระยะเวลา 6 เดือนต่อมา แต่ไม่พบพฤติกรรมดังกล่าวในด้านการขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด Russ Wermers ได้สันนิษฐานแรงจูงใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวของผู้จัดการกองทุนไว้ 2 ประเด็น คือ ผู้จัดการกองทุนทำการซื้อหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน เพื่อไม่ให้มีผลการดำเนินงานที่แตกต่างกับกองทุนรวมรายอื่น และผู้จัดการกองทุนทำการวิเคราะห์และตอบสนองต่อข้อมูลที่ได้รับมาในทิศทางเดียวกันกับผู้จัดการกองทุนรายอื่น นอกจากนี้ยังพบว่าเมื่อมีการแห่ตามกันในการซื้อหลักทรัพย์หนึ่งๆ จะส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return) ต่อหลักทรัพย์นั้นๆอีกด้วย

จากการศึกษาของ De Long et al. (1990) และ Cutler, Poterba, and Summers(1990) พบว่ากลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ระยะสั้นที่มักส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์คือกลยุทธ์แบบ Trend Chasing หรือ Positive Feedback Trading ซึ่งกลยุทธ์ดังกล่าว เป็นการซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูง และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำ โดยการซื้อขายหลักทรัพย์เช่นนี้มาจากพื้นฐานความเชื่อที่ว่า แนวโน้มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนสูงก็จะมีแนวโน้มที่สูงขึ้น และ แนวโน้มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำก็จะมีแนวโน้มที่ผลตอบแทนต่ำลง

การศึกษาของ Lakonishok et al. (1991) ได้กล่าวถึงกลยุทธ์ที่ซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูง และขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำไว้ว่าเป็นเพราะต้องการนำหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำออกจาก portfolio เพื่อเป็นการตกแต่ง portfolio ให้ดูดี ซึ่งเรียกพฤติกรรมเช่นนี้ว่า Window

Dressing ซึ่งพฤติกรรมกรรมการซื้อลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) เช่นนี้ จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ผันผวน และไม่มีเสถียรภาพก็ต่อเมื่อ ซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (overprice) หรือขายหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่าที่เหมาะสม (underprice) อย่างไรก็ตาม การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) ไม่จำเป็นต้องทำให้ราคาหลักทรัพย์ผันผวนหรือไม่มีเสถียรภาพ หากแต่การซื้อขายหลักทรัพย์อาจช่วยให้ราคาหลักทรัพย์เข้าใกล้ราคาที่เป็นจริงมากยิ่งขึ้นเมื่อราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข้อมูลต่างๆ น้อยเกินจริง ในมุมมองที่ตรงกันข้าม การเกิดพฤติกรรมการลงทุนแบบย้อนตลาด (Negative Feedback Trading) สามารถเกิดขึ้นได้เช่นกัน นักลงทุนสถาบันจะตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อได้รับข้อมูล รายงาน หรือ คำแนะนำของนักวิเคราะห์ ซึ่งหากนักลงทุนสถาบันตีความและตอบสนองไปในทิศทางเดียวกัน ยกตัวอย่างเช่น ซื้อหลักทรัพย์ซึ่งราคาตกเกินกว่าราคาพื้นฐานหรือราคาที่เป็นจริง หรือ ขายหลักทรัพย์ซึ่งราคาสูงเกินกว่าราคาพื้นฐานหรือราคาที่เป็นจริง ก็อาจเกิดพฤติกรรมการลงทุนแบบย้อนตลาด (Negative Feedback Trading) พร้อมกับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ขึ้นได้

จากการศึกษาของ DeBondt and Thaler (1985) ได้ศึกษาพฤติกรรมของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ว่ามีการเคลื่อนไหวเกินจริง ซึ่งจะทำให้ให้นักลงทุนหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ได้ โดยใช้การลงทุนแบบสวนกระแส (Contrarian Strategy) เนื่องจากมองว่าเมื่อหลักทรัพย์ใดในอดีตมีการเคลื่อนไหวของราคาแบบพวก Loser ให้ทำการลงทุนซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้ เพราะคาดการณ์ว่าในอนาคตราคาหลักทรัพย์ของพวก Loser จะสูงขึ้น และทำการขายหลักทรัพย์พวก Winner เนื่องจากคาดการณ์ว่าในอนาคตราคาของหลักทรัพย์พวกนี้จะลดต่ำลง สาเหตุที่เป็นเช่นนี้เนื่องจาก นักลงทุนมองว่าเมื่อราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองเกินจริง เมื่อเวลาผ่านไปจะมีการปรับตัวเข้าสู่ราคาพื้นฐานในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้น หลักทรัพย์ที่เป็น Loser เป็นหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าจริงของหลักทรัพย์ (Undervalue) ในขณะที่หลักทรัพย์ที่เป็น Winner เป็นหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าจริงของหลักทรัพย์ (Overvalue)

สำหรับการศึกษาในกรณีประเทศไทยนั้น อัญญา ชันฉวีวิทย์ (1996) ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน โดย โดยศึกษาความสัมพันธ์ของนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนต่างชาติ พบว่า มีพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ระหว่างกลุ่มนักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบัน โดยนักลงทุนรายย่อยมีกลยุทธ์การลงทุนแบบย้อนตลาด (Negative Feedback Trading) ซึ่งแรงจูงใจของพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ดังกล่าวน่าจะมาจาก การที่นักลงทุนรายย่อยได้รับคำแนะนำในการลงทุนจากกองทุนหรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับกองทุนรวม ทำให้ตัดสินใจลงทุนในทิศทางเดียวกัน ส่วนนักลงทุนต่างชาติมีพฤติกรรมกรรมการลงทุนแบบตาม

ตลาด (Positive Feedback Trading) โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์ในหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติว่ามี การเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้สันนิษฐานว่าอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวเป็นการชี้แนะทิศทาง การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ได้มีการตรวจสอบผลของการซื้อขายต่อราคาหลักทรัพย์ของแต่ละกลุ่มนักลงทุน พบว่า หลังจากนักลงทุนต่างชาติทำการซื้อขายหลักทรัพย์และก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์แล้ว ราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวจะมีเสถียรภาพ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่านักลงทุนต่างชาติใช้ข้อมูลที่ต้องการในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้ราคาเข้าสู่ราคาพื้นฐานที่แท้จริง ตรงกันข้ามกับนักลงทุนรายย่อยซึ่งภายหลังจากการซื้อขายแล้ว ราคาหลักทรัพย์กลับมีความผันผวน ซึ่งน่าจะมาจากข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง ซึ่งลักษณะการตอบสนองต่อข้อมูลดังกล่าวน่าจะมาจากสาเหตุที่นักลงทุนต่างชาติได้รับข้อมูลข่าวสารที่ต้องการและรวดเร็ว กว่า เนื่องจากมีความใกล้ชิดกับแหล่งข้อมูลและความสามารถในการวิเคราะห์ที่สูงกว่า

โดยสรุปแล้ว จากการศึกษาในอดีต พบว่า พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนรวม เป็นปัจจัยที่ก่อให้เกิดอุปสงค์ต่อหลักทรัพย์จำนวนมาก ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ได้ อย่างไรก็ตาม การเกิดพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว ไม่ได้เป็นข้อสรุปว่าทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามจากราคาหลักทรัพย์พื้นฐานที่ควรเป็น ในบางกรณี พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวอาจเป็นการเร่งการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ให้เข้าสู่ราคาหลักทรัพย์พื้นฐานที่ควรจะเป็นได้รวดเร็วยิ่งขึ้น ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับกลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวมว่าจะเป็นการลงทุนแบบตามตลาด (Momentum Strategy) หรือ การลงทุนแบบย้อนตลาด (Contrarian Strategy)

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย

1. ข้อมูลรายละเอียดหลักทรัพย์คำนวณตามราคาตลาด ทุกวันสิ้นสุดเดือน ที่กองทุนปิดรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งข้อมูลดังกล่าวประกอบด้วยหลักทรัพย์และจำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดประเภทที่ลงทุนในหุ้น (Equity Fund) และผสม (Balanced Fund) ถือครองอยู่ ณ วันสุดท้ายในแต่ละเดือน ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542 เพื่อนำมาใช้คำนวณการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิในแต่ละเดือน โดยการวิจัยจะไม่พิจารณาการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดหลังวันเริ่มกองทุน 3 เดือน และก่อนวันสิ้นสุดอายุกองทุน 3 เดือน (ยกเว้นกรณีที่อยู่หลังสิ้นสุดอายุกองทุน กองทุนปิดทำการเปลี่ยนเป็นกองทุนเปิดจะรวมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดก่อน
2. มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542 จากฐานข้อมูล I-SIM ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ราคาและผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ วันที่ 30 สิงหาคม พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542 จากฐานข้อมูล I-SIM ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. ข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับกองทุนปิดซึ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา แสดงโดยตารางที่ 3.1 และตารางที่ 3.2 โดยตารางที่ 3.1 จะแสดงข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับกองทุนปิดโดยรวมตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทั้งหมดตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542 อันได้แก่ อายุของกองทุนปิด,ขนาดกองทุน, จำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดถือครอง, จำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดซื้อขายในแต่ละเดือน และมูลค่าการซื้อขายรายเดือนของกองทุนปิด พบว่ากองทุนปิดที่ทำการศึกษามีอายุเฉลี่ย 72.7 เดือน โดยกองทุนปิดมีอายุน้อยที่สุด 60 เดือนและมากที่สุด 120 เดือน, ขนาดกองทุนปิดโดยเฉลี่ย 1447.26 ล้านบาท โดยกองทุนปิดที่เล็กที่สุดมีขนาด 97.65 ล้านบาทและกองทุนปิดที่ใหญ่ที่สุดมีขนาด 18121 ล้านบาท, จำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดถือครองโดยเฉลี่ย 26.1 หลักทรัพย์ โดยกองทุนปิดที่ถือครองหลักทรัพย์น้อยที่สุดถือครองหลักทรัพย์ 9 หลักทรัพย์และกองทุนปิดที่ถือครองหลักทรัพย์มากที่สุดถือครองหลักทรัพย์ 70 หลักทรัพย์

, จำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดซื้อขายในแต่ละเดือนโดยเฉลี่ย 10.03 หลักทรัพย์ โดยกองทุนปิดที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในแต่ละเดือนน้อยที่สุด 1 หลักทรัพย์และมากที่สุด 40 หลักทรัพย์, มูลค่าการซื้อขายรายเดือนของกองทุนปิดโดยเฉลี่ย 54.9 ล้านบาท โดยมูลค่าการซื้อขายรายเดือนของกองทุนปิดที่น้อยที่สุด 16.37 ล้านบาทและมากที่สุด 123.9 ล้านบาท

ส่วนตารางที่ 3.2 จะแสดงข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับกองทุนปิด ซึ่งแยกศึกษาข้อมูลเชิงสถิติดังกล่าว โดยแบ่งช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเป็น 3 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงแรก เดือนกันยายน พ.ศ. 2540 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2540 , ช่วงที่สอง เดือนมกราคม พ.ศ. 2541 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2541 และช่วงที่สาม เดือนมกราคม พ.ศ. 2542 ถึง เดือนกันยายน พ.ศ. 2542 เพื่อจะทราบแนวโน้มของข้อมูลเชิงสถิติต่างๆ พบว่า ขนาดกองทุนปิดเฉลี่ยมีขนาด 983.21 ล้านบาท ในช่วงแรก ขนาดกองทุนเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็น 1856.7 ล้านบาทในช่วงที่ 2 และลดลงเป็น 807.28 ล้านบาทในช่วงที่ 3, จำนวนหลักทรัพย์เฉลี่ยที่กองทุนปิดถือครอง 29.14, 25.13, 24.23 หลักทรัพย์ ในช่วงเวลาที่ 1, 2 และ 3 ตามลำดับ ซึ่งจะเห็นว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดถือครองมีแนวโน้มที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง, จำนวนหลักทรัพย์เฉลี่ยที่กองทุนปิดซื้อขายรายเดือน 9.77, 10.18 และ 9.87 หลักทรัพย์ ในช่วงที่ 1, 2 และ 3 ตามลำดับ ซึ่งจะเห็นว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดซื้อขายค่อนข้างคงที่ในแต่ละช่วงเวลา และ มูลค่าการซื้อขายรายเดือนเฉลี่ยของกองทุนปิด 53.61, 53.26 และ 65.54 ล้านบาท ในช่วงที่ 1, 2 และ 3 ตามลำดับ ซึ่งจะเห็นว่ามูลค่าการซื้อขายรายเดือนเฉลี่ยของกองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นในช่วงที่ 3

ตารางที่ 3.1

ข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับกองทุนปิดในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาดังตั้งแต่วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

ข้อมูลเชิงสถิติ (หน่วย)	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน
อายุของกองทุนปิด (เดือน)	60	120	72.7037037	60
ขนาดกองทุน (ล้านบาท)	97.65204	18121.985	1447.26329	739.50506
จำนวนหลักทรัพย์ที่ถือครอง (หลักทรัพย์)	9	70	26.10254	24
จำนวนหลักทรัพย์ที่ซื้อขายรายเดือน (หลักทรัพย์)	1	40	10.0268972	9
มูลค่าการซื้อขายรายเดือน (ล้านบาท)	16.37	123.9	54.91	53.26

## ตารางที่ 3.2

ข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับกองทุนปิด แบ่งตามช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

ข้อมูลเชิงสถิติ (หน่วย)	กันยายน 2540- ธันวาคม 2540			มกราคม 2541- ธันวาคม 2541			มกราคม 2542- กันยายน 2543		
	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย
ขนาดกองทุนปิด (ล้านบาท)	128.42	5037.24	983.21	97.65	18121.99	1856.71	119.85	4087.71	807.28
จำนวนหลักทรัพย์ที่ถือครอง (หลักทรัพย์)	10	68	29.14	9	70	25.13	16	66	24.23
จำนวนหลักทรัพย์ที่ซื้อขาย รายเดือน (หลักทรัพย์)	1	30	9.77	1	40	10.18	1	33	9.87
มูลค่าการซื้อขายรายเดือน (ล้านบาท)	36.13	66.49	53.61	16.37	123.9	53.26	35.45	114.84	65.54

## 3.2 วิธีการวิจัย

การศึกษาแบ่งเป็น 2 ส่วน ส่วนที่หนึ่งจะทำการศึกษาและตรวจสอบพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด ส่วนที่สองจะทำการศึกษามลกระทบของอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

## 3.2.1 พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด

ศึกษาและตรวจสอบพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด ซึ่งประกอบด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) และ การลงทุนในหลักทรัพย์แบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading)

*พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior)*

เป็นการวัดระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน(Herding Behavior) โดยจะใช้วิธีการวัดและทดสอบว่าเกิดพฤติกรรมดังกล่าวตามวิธีการของ Lakoniskov, Shleifer and Vishny (1992) โดยจะทำการคำนวณระดับของพฤติกรรมดังกล่าวเป็นรายหลักทรัพย์แต่ละตัวดังต่อไปนี้



$$H(i) = \left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right| - AF(i)$$

โดย  $H(i)$  = ระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior)

$B(i)$  = จำนวนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้น(เพิ่มจำนวนการถือครอง)ในช่วงเดือนที่ผ่านมา

$S(i)$  = จำนวนของกองทุนปิดที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้น(ลดจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา

$p(t)$  = ค่าความน่าจะเป็น หรือค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของจำนวนกองทุนปิดที่จะทำการซื้อหลักทรัพย์ต่อจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์หนึ่งๆ ในช่วงเวลานั้น โดยค่า  $p(t)$  ในแต่ละช่วงเวลาดำเนินได้จาก  $\frac{\sum B(i)}{\sum (B(i)+S(i))}$  กล่าวคือจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นหารด้วยจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลานั้น ในการคำนวณค่า  $H(i)$  ค่า  $p(t)$  จะคงที่ในช่วงเวลาเดียวกัน และจะเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละเดือนโดยขึ้นอยู่กับสัดส่วนของจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นต่อจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลานั้นที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละช่วงเวลา

$AF(i)$  = ตัวปรับค่า (adjustment factor) ซึ่งจะมีค่าเท่ากับค่าที่คาดการณ์ (expected value) ของ  $\left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right|$  ภายใต้ข้อสมมุติฐานว่ากองทุนปิดไม่ได้มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) กล่าวคือ ในความเป็นจริง ภายใต้ข้อสมมุติฐานว่ากองทุนปิดไม่ได้มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) เมื่อสัดส่วนของจำนวนกองทุนปิดที่จะทำการซื้อหลักทรัพย์ต่อจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์หนึ่งๆ ในช่วงเวลาหนึ่งมีค่า  $p(t)$  แล้ว ค่า  $\left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right|$  ก็จะมีค่ามากกว่า 0 ดังนั้น ค่า  $AF(i)$  จึงเป็น expected value ของ  $\left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right|$  ภายใต้ข้อสมมุติฐานว่ากองทุนปิดไม่ได้มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ค่า  $AF(i)$  สามารถคำนวณได้ ดังนี้

- กำหนดค่า  $p(t)$  หรือค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของจำนวนกองทุนปิดที่จะทำการซื้อหลักทรัพย์ต่อจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์หนึ่งๆ ในช่วงเวลานั้น และจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลานั้น ซึ่งคำนวณจาก  $\sum (B(i)+S(i))$  ให้มีค่าเท่ากับ  $n$
- คำนวณผลลัพธ์ที่เป็นไปได้ของ  $\left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right|$  ทั้งหมด ของ  $n+1$  เหตุการณ์ คือเหตุการณ์  $B(i) = 0-n$

- คำนวณค่าความน่าจะเป็น (Probability) ของแต่ละเหตุการณ์ ภายใต้ค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของจำนวนกองทุนปิดที่จะทำการซื้อหลักทรัพย์ต่อจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์หนึ่งในช่วงเวลานั้น เท่ากับ  $p(t)$  โดยคำนวณจากสูตรซึ่งเป็นความน่าจะเป็นจากการกระจายตัวแบบทวินาม (Binomial Probability) ของแต่ละเหตุการณ์ดังนี้

$$\binom{n}{B(i)} p(t)^{B(i)} (1-p(t))^{n-B(i)}$$

- ค่า  $AF(i)$  ซึ่งเป็น expected value ของ  $|B(i)/(B(i)+S(i)) - p(t)|$  ผลรวมของผลลัพธ์ของแต่ละเหตุการณ์คูณความน่าจะเป็นจากการกระจายตัวแบบทวินาม (Binomial Probability) ของแต่ละเหตุการณ์ ตั้งแต่เหตุการณ์ที่  $B(i)=0-n$

ค่า  $AF(i)$  จะเปลี่ยนแปลงโดยขึ้นกับค่า  $p(t)$  และจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลานั้น โดยค่า  $AF(i)$  ของแต่ละหลักทรัพย์จะมีค่าลดลงเมื่อจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลานั้นเพิ่มขึ้น

อนึ่ง การวัดพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) โดยหาความแตกต่างของสัดส่วนของจำนวนกองทุนปิดที่จะทำการซื้อหลักทรัพย์ต่อจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์หนึ่งๆกับค่า  $p(t)$  นั้น จะสามารถบอกถึงพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ได้ในระดับหนึ่งเท่านั้น ในบางครั้งไม่อาจบ่งชี้ถึงพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ได้ชัดเจน เนื่องจากไม่ได้คำนึงถึงจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ จึงต้องทำการปรับค่าด้วยค่า  $AF(i)$  เพื่อให้การวัดระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ถูกต้องยิ่งขึ้น<sup>1</sup>

ค่า  $H(i)$  ที่คำนวณได้ เป็นการวัดพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ที่เกิดขึ้นสำหรับหลักทรัพย์นั้น จะต้องค่า  $H(i)$  ทั้งหมดมาเพื่อหาค่าเฉลี่ยและมัธยฐาน โดยจะศึกษาเป็นหลักทรัพย์ทั้งหมด อนึ่ง ในการหาค่าเฉลี่ยและมัธยฐานนั้น ในกรณีที่ค่า  $H(i)$  มีค่าเป็นลบ แสดงว่าไม่มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding

<sup>1</sup> ยกตัวอย่างเช่น สมมุติให้ค่าความน่าจะเป็นของสัดส่วนดังกล่าวนั้นมีค่า  $=0.5$  ในกรณีนี้ที่หลักทรัพย์ตัวหนึ่งกองทุนปิดมี ซื้อขายเพียง 4 รายเท่านั้น กองทุนปิดโดยแบ่งเป็นที่ซื้อ 3 กองทุนและขาย 1 กองทุน ซึ่งคำนวณความแตกต่างดังกล่าวออกมาได้  $3/4-0.5 = 0.25$  เมื่อเปรียบเทียบกับ กองทุนปิดที่ทำการซื้อขาย 100 กองทุน มี กองทุนปิดที่ทำการซื้อ 75 กองทุนปิด และทำการขาย 25 กองทุนปิด ซึ่งคำนวณค่าความแตกต่างได้  $75/100 - 0.5 = 0.25$  เช่นกัน ค่าความแตกต่างดังกล่าวไม่ได้คำนึงถึงโอกาสที่ กองทุนปิด 3 กองทุนทำการซื้อจากกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายทั้งหมด 4 กองทุนจะเป็นเหตุการณ์บังเอิญซึ่งมีโอกาสเกิดขึ้นได้สูง เมื่อเปรียบเทียบกับโอกาสที่กองทุนปิด 75 กองทุนทำการซื้อจากกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายทั้งหมด 100 กองทุน ระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในกรณีนี้มีกองทุนปิดทำการซื้อขายทั้งหมด 4 กองทุนก็น่าจะต่ำกว่ากรณีที่มีกองทุนปิดทำการซื้อขายทั้งหมด 100 กองทุน ดังนั้น การนำค่า  $AF(i)$  ซึ่งเป็นตัวปรับค่า มาลบออกจากความแตกต่างดังกล่าวเนื่องจากการคำนวณค่า  $AF(i)$  ดังกล่าวได้ คำนึงถึงจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์แล้ว ดังจะเห็นว่าค่า  $AF(i)$  มีค่าลดลงเมื่อจำนวนกองทุนปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ทำให้การวัดระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) มีความถูกต้องที่สุด

Behavior) ขึ้น จึงต้องนำค่า  $H(i)$  ที่มีค่าลบดังกล่าวรวมเข้าพิจารณาด้วย อย่างไรก็ตาม การศึกษา โดยรวมค่า  $H(i)$  สำหรับหลักทรัพย์ทั้งหมด อาจจะไม่ถูกต้องนัก เนื่องจาก บางหลักทรัพย์มีจำนวน กองทุนปิด ที่ทำการซื้อขายเพียง 2-3 กองทุนปิด แม้จะมีการซื้อขายหลักทรัพย์เหมือนกัน แต่อาจ ให้ข้อสรุปว่า เกิดพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ไม่ได้ ดังนั้น จึงต้องทำการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) โดย เลือกเฉพาะหลักทรัพย์ที่มี กองทุนปิดซื้อขาย จำนวนเกินค่าหนึ่งๆ จึงจะสามารถวัดพฤติกรรม การซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิดได้ชัดเจนยิ่งขึ้น ดังนั้น ใน การศึกษานี้ จึงทำการกำหนดว่าหลักทรัพย์ที่มีกองทุนปิดทำการซื้อและขายรวมกันมีจำนวนตั้งแต่ 5 กองทุนขึ้นไป จึงจะสื่อถึงความหมายของพฤติกรรมแห่ตามกันได้ ซึ่งการนิยามความหมาย ของพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในที่นี้ได้ใช้ตามวิธีการของ Russ Wermers ซึ่ง ศึกษาพฤติกรรมดังกล่าวเช่นกัน

นอกจากนี้ ในการที่จะตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิดให้ละเอียดยิ่งขึ้นจะต้องทำการแยกหา mean และ median ของค่า  $H(i)$  ตามขนาดของหลักทรัพย์และผลตอบแทนอดีตของหลักทรัพย์ด้วย เนื่องจาก การเกิด พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิด มักจะเกิด กับหลักทรัพย์เพียงบางประเภทหรือหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเฉพาะเท่านั้น

#### *การลงทุนในหลักทรัพย์แบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading)*

ในการศึกษานี้ จะทำการตรวจสอบกลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์ทั้ง 2 ประเภทคือการลงทุน ในหลักทรัพย์แบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) และการลงทุนในหลักทรัพย์แบบ ย้อนตลาด (Negative Feedback Trading)

การศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวสามารถศึกษาได้ 2 มุมมอง กล่าวคือ โดยหลักการแล้วควรจะศึกษาจากมุมมองที่นับกองทุนปิด ที่ทำการซื้อและขายหลักทรัพย์เป็นหลัก แต่ในบางครั้งแล้ว แม้จำนวน กองทุนปิดที่ทำการซื้อหรือขายมีมากกว่าอีกข้างหนึ่ง แต่ปริมาณการ ซื้อขายของกองทุนปิด ซึ่งทำการซื้อหรือขายตรงข้ามกัน มีปริมาณมากกว่าก็ย่อมกระทบราคาหลัก ทรัพย์มากกว่า ดังนั้นในการศึกษาจะศึกษาจากทั้ง 2 มุมมอง คือศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินในหลัก ทรัพย์จากจำนวน กองทุนปิด และ จากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น

- 1) การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์จากจำนวนกองทุนปิด ที่ทำการซื้อขายโดย

$$Nratio(i) = \#buys(i) / \#active(i)$$

$\#buys(i)$  คือจำนวนกองทุนปิด ที่ซื้อหรือเพิ่มปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ ผ่านมา

$\#active(i)$  คือจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหรือเปลี่ยนแปลงปริมาณการถือหลัก  
หลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา

2) การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์จากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น

$$Dratio(i) = [\$buys(i) - \$sells(i)] / [\$buys(i) + \$sells(i)]$$

$\$buys(i)$  คือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์  
นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา

$\$sells(i)$  คือปริมาณการขายหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการขายหลักทรัพย์  
นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา

การศึกษารูปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ดังกล่าวจะต้องแยกศึกษาเป็นส่วนๆ โดยแบ่งตามผล  
ตอบแทนในช่วงที่ผ่านมาของหลักทรัพย์ รวมทั้งแยกศึกษาตามขนาดหลักทรัพย์เพื่อให้สามารถ  
แยกแยะผลการศึกษาได้อย่างชัดเจน ซึ่งเมื่อศึกษาตามผลตอบแทนของหลักทรัพย์แล้ว

ค่า  $Nratio(i)$  จะบอกสัดส่วนของ กองทุนปิดที่ซื้อหลักทรัพย์นั้นต่อจำนวนกองทุนปิดทั้งหมดที่  
ซื้อและขายหลักทรัพย์นั้น ซึ่งจะบอกได้ว่า หลักทรัพย์นั้น ในช่วงเวลาหนึ่งๆ มีกองทุนปิดทำการซื้อ  
หรือขายมากกว่ากัน ซึ่งหากค่า  $Nratio(i)$  มากกว่า 0.5 ย่อมหมายความว่าจำนวนกองทุนปิดที่  
ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นมากกว่าจำนวนกองทุนปิดที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้น

ส่วน  $Dratio(i)$  ก็จะทำให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นของกอง  
ทุนปิดกับมูลค่าการขายหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิดว่าเป็นสัดส่วนเท่าใดของมูลค่าการซื้อขาย  
หลักทรัพย์นั้นทั้งหมดของกองทุนปิด ซึ่งหาก  $Dratio(i)$  มีค่าเป็นบวก ย่อมหมายความว่ามูลค่า  
การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิดมากกว่ามูลค่าการขายหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด

ในการศึกษาโดยแยกศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายดังกล่าวตามผลตอบแทนในช่วงเวลาต่างๆ  
ในอดีตของหลักทรัพย์นั้น รวมทั้งแยกขนาดของหลักทรัพย์ในการศึกษาด้วย ซึ่งการศึกษาเช่นนี้จะ  
ช่วยให้สามารถตรวจสอบพฤติกรรมดังกล่าวได้ว่าพฤติกรรมที่เกิดขึ้นเป็นการลงทุนแบบตามตลาด  
หรือย้อนตลาด นอกจากนี้ยังสามารถตรวจสอบได้ว่าพฤติกรรมดังกล่าวเกิดในหลักทรัพย์ขนาด  
เล็กหรือใหญ่ ซึ่งจะช่วยทำให้สามารถตรวจสอบพฤติกรรมบางอย่างของกองทุนปิด ได้เช่นพฤติกรรม  
Window Dressing ที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดเล็กและผลตอบแทนไม่ดีนัก เพื่อตกแต่ง Portfolio

### 3.2.2 ผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์

เป็นการศึกษาผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีผลต่อราคาหลัก  
ทรัพย์ที่ทำการซื้อขาย ซึ่งการศึกษานี้ จะเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่าง อุปสงค์ส่วนเกินในหลัก

ทรัพย์ (excess demand) ของกองทุนปิดทั้งหมดที่เกิดขึ้นในหลักทรัพย์แต่ละตัว และผลตอบแทนซึ่งเกินปกติ (abnormal return) ซึ่งถ้าอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ (excess demand) ของกองทุนปิดดังกล่าวมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ก็ย่อมทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นมีค่าเกินปกติ

การศึกษาจะหาค่าอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ (excess demand) โดยแยกศึกษาเป็น 2 ลักษณะคือ ในกรณีที่มีการขายมากกว่าการซื้อ และการซื้อมากกว่าการขาย และดูผลกระทบต่อราคาในรูปของผลตอบแทนซึ่งเกินปกติ(abnormal return) ซึ่งหาได้ดังนี้

อุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ (excess demand) = ผลตอบแทนจากการถือหลักทรัพย์นั้นแบบ buy and hold - ผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ต่างๆที่มีขนาดเท่ากัน

ซึ่งการศึกษานี้จะแยกดูผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์รวมทั้งหมด และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แยกตามขนาดหลักทรัพย์ โดยการศึกษาผลกระทบนี้จะต้องแยกตามขนาดของ excess demand ด้วยเพื่อให้ได้ผลการศึกษาที่ละเอียดยิ่งขึ้น



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4 ผลการวิจัย

ในบทนี้จะทำการเสนอผลการวิจัยการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวมแบบปิด ซึ่งลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาตั้งแต่เดือน กันยายน 2540 ถึง กันยายน 2542 ตามวิธีการวิจัยที่ลำดับไว้ในบทที่ 3 โดยผลการวิจัยจะแบ่งเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนแรก พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด ซึ่งประกอบด้วยพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) และพฤติกรรมการลงทุนในหลักทรัพย์แบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading) และส่วนที่สอง ผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขาย

### 4.1 พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด

#### 1. พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior)

จากผลการวิจัย พบว่ากองทุนปิดในประเทศไทยมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันสูงมาก โดย จากตารางที่ 4.1 ซึ่งแสดงผลการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) จะพบว่ากองทุนปิดในประเทศไทยมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันสูงถึงประมาณ 17.212% โดยเฉพาะ (ในกรณีที่ศึกษาหลักทรัพย์ที่มีจำนวนกองทุนปิดเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นตั้งแต่ 5 กองทุนขึ้นไป) ซึ่งหมายความว่า ถ้าในช่วงเวลานั้น สมมุติให้มีจำนวนกองทุนทั้งหมดที่เข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ทำการวัดระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) และความน่าจะเป็น หรือ ค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของ กองทุนปิดที่จะทำการซื้อต่อกองทุนปิด ที่ทำการซื้อและขายทั้งหมด มีค่าเท่ากับ 0.5 หรือ 50% กล่าวคือ ในหลักทรัพย์โดยทั่วไป มีโอกาสที่กองทุนปิดเข้าทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นเท่ากับโอกาสที่กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์นั้นแล้ว ก็จะมีกองทุนปิดที่ทำการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการวัดพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ที่วัดระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในทิศทางเดียวกันถึง 67.212% และทำการลงทุนในทิศทางตรงกันข้าม 32.788% ส่วนค่ามัธยฐาน (median) ของระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันซึ่งมีค่าประมาณ 17.8917% เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ที่มีจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ตั้งแต่ 10 กองทุนขึ้นไป พบว่ามีระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน อยู่ที่ระดับเฉลี่ย 15.925% ค่ามัธยฐาน (median) ประมาณ 12.7028%

#### ตารางที่ 4.1

ระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันของกองทุนปิดวัดตามหลักทรัพย์ที่มีกองทุนปิดทำการซื้อและขายตั้งแต่ 5 และ 10 กองทุนขึ้นไป ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) สำหรับกรณีหลักทรัพย์ที่มีกองทุนปิดทำการซื้อขายตั้งแต่ 5 และ 10 กองทุน ขึ้นไป การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว โดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $H(i) = |B(i)/B(i)+S(i) - p(t)| - AF(i)$  โดย  $B(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้น(เพิ่มจำนวนการถือครอง)ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $S(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิด ที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้น(ลดจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $p(t)$  คือความน่าจะเป็น หรือ ค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของ กองทุนปิดที่จะทำการซื้อต่อกองทุนปิด ที่ทำการซื้อและขายทั้งหมด,  $AF(i)$  คือตัวปรับค่าซึ่งอธิบายในส่วนของวิธีการวิจัย การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว

H(i)	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	จำนวนหลักทรัพย์
กรณีซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่ 5 กองทุนขึ้นไป	0.17212	0.172190531	0.178917	625
กรณีซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่ 10 กองทุนขึ้นไป	0.15925	0.169661747	0.127028	345

ผลการวิจัยดังกล่าวชี้ชัดถึงพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิดในประเทศไทยได้อย่างชัดเจน ซึ่งน่าจะมีเหตุผลมาจากลักษณะข้อมูลพื้นฐานที่นำมาคิดระดับของพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ซึ่งนำการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดในหลักทรัพย์หนึ่งๆมาพิจารณา โดยไม่ได้พิจารณาว่าบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนหนึ่งๆ ย่อมมีกองทุนปิดที่บริหารหลายกองทุน ดังนั้น ก็ย่อมมีนโยบายในการลงทุนในทิศทางเดียวกัน รวมทั้งกองทุนปิดภายใต้การบริหารของบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนเดียวกัน ก็จะใช้ข้อมูลและผลการวิเคราะห์จากกลุ่มนักวิเคราะห์เดียวกัน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลให้มีการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆในทิศทางเดียวกัน จากข้อสมมุติฐานดังกล่าว จึงได้ทำการวัดระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันของบริษัทหลักทรัพย์จัดการโดยทำการศึกษาหลักทรัพย์ที่มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการทำการซื้อขายตั้งแต่ 3 และ 5 กองทุนขึ้นไป (ตารางที่ 4.2) ซึ่งได้ผลที่สอดคล้องกัน กล่าวคือ พบว่ามีการซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันประมาณ 4.352% และ 4.393% ในกรณีที่ศึกษาหลักทรัพย์ที่มีจำนวนบริษัทหลักทรัพย์เข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นตั้งแต่ 3 และ 5 บริษัทหลักทรัพย์จัดการตามลำดับ ซึ่งระดับของพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) เมื่อวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าวตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการคือทำการรวมกองทุนปิดซึ่งอยู่ภายใต้การบริหารของบริษัทหลักทรัพย์จัดการเดียวกันเข้าด้วยกัน แล้วทำการวัดระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) พบว่าระดับของพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน

(Herding Behavior) ซึ่งศึกษาพฤติกรรมดังกล่าวการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการที่มีระดับต่ำกว่าระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิด ซึ่งสรุปได้ว่า นโยบายการลงทุนและทิศทางการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่อยู่ภายใต้การบริหารของบริษัทหลักทรัพย์จัดการเดียวกันย่อมคล้ายคลึงกัน

#### ตารางที่ 4.2

ระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันของบริษัทหลักทรัพย์จัดการวัดตามหลักทรัพย์ที่มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการทำการซื้อและขายตั้งแต่ 3 และ 5 กองทุนขึ้นไป ตั้งแต่วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) สำหรับกรณีหลักทรัพย์ที่มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการทำการซื้อขายตั้งแต่ 3 และ 5 บริษัทหลักทรัพย์จัดการขึ้นไป การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว โดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $H(i) = \left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right| - AF(i)$  โดย  $B(i)$  คือจำนวนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้น (เพิ่มจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $S(i)$  คือจำนวนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้น (ลดจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $p(t)$  คือความน่าจะเป็น หรือ ค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของ บริษัทหลักทรัพย์จัดการที่จะทำการซื้อต่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการ ที่ทำการซื้อและขายทั้งหมด,  $AF(i)$  คือตัวปรับค่าซึ่งอธิบายในส่วนของวิธีการวิจัย การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว

H(i)โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการ	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	จำนวนหลักทรัพย์
กรณีซื้อขายตั้งแต่ 3 บริษัทหลักทรัพย์จัดการขึ้นไป	0.04352	0.165764711	0.033001	372
กรณีซื้อขายตั้งแต่ 5 บริษัทหลักทรัพย์จัดการขึ้นไป	0.04393	0.151910074	0.031474	105

เมื่อพิจารณาถึงพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ตามขนาดของหลักทรัพย์ (ตารางที่ 4.3) พบว่า กองทุนปิดมีระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน 16.438% ในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ และมีระดับของพฤติกรรมดังกล่าวเพิ่มขึ้นเป็น 24.24 และ 22.0508% ในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กตามลำดับ แต่พฤติกรรมดังกล่าว วัดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดกลางและเล็กเป็นจำนวน 34 และ 7 หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นจำนวนน้อยมากเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างของหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ซึ่งมีหลักทรัพย์ 605 หลักทรัพย์ ซึ่งระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ที่สูงกว่า ในกรณีของหลักทรัพย์ขนาดกลางและเล็ก เมื่อเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ น่าจะเกิดจากกองทุนปิดไม่สามารถติดตามดูแลและทำการวิเคราะห์บริษัทขนาดกลางและเล็กได้ รวมทั้งปัญหาเรื่องการหาข้อมูลข่าวสาร ซึ่งไม่สะดวกเท่าบริษัทขนาดใหญ่ นอกจากนี้ ความเห็นจากนักวิเคราะห์มักมุ่งเน้นการวิเคราะห์ไปที่หลักทรัพย์ขนาดใหญ่มากกว่า ดังนั้น กองทุนปิดจึงทำการสังเกตการลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดเล็กจากกองทุนปิดอื่น และทำการเลียนแบบในการลงทุน โดย



เชื่อมั่นในผลการวิเคราะห์และการตัดสินใจลงทุนของกองทุนปิดอื่น อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ทำการลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดกลางและเล็ก กองทุนปิดทำการลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดกลางและเล็กจำนวน 34 และ 7 หลักทรัพย์ตามลำดับเท่านั้น เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ของกองทุนรวมซึ่งสูงถึง 605 หลักทรัพย์ พบว่าสัดส่วนการลงทุนของกองทุนปิดมักจะลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่เกือบทั้งหมด การลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดกลางและเล็กมีสัดส่วนเพียงเล็กน้อยเท่านั้น เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนทั้งหมด

### ตารางที่ 4.3

ระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันของกองทุนปิดวัดตามขนาดของหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

ค่าเฉลี่ยของระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) แยกตามขนาดของหลักทรัพย์ (ใช้มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์เป็นเกณฑ์) โดยแบ่งขนาดหลักทรัพย์เป็น 3 ระดับ คือหลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว โดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $H(i) = \left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right| - AF(i)$  โดย  $B(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้น (เพิ่มจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $S(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิด ที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้น (ลดจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $p(t)$  คือความน่าจะเป็นหรือ ค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของ กองทุนปิดที่จะทำการซื้อต่อกองทุนปิด ที่ทำการซื้อและขายทั้งหมด,  $AF(i)$  คือตัวปรับค่าซึ่งอธิบายในส่วนของวิธีการวิจัย การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว

	ขนาดหลักทรัพย์		
	เล็ก	กลาง	ใหญ่
ค่าเฉลี่ย H(i)	0.220509	0.242444	0.16438
จำนวนหลักทรัพย์	7	34	605

เมื่อพิจารณาถึงพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ตามผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์ (ตารางที่ 4.4) โดยแบ่งหลักทรัพย์ตามผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 กลุ่มตั้งแต่กลุ่มที่มีผลตอบแทนในอดีตที่ดีที่สุด จนถึงกลุ่มที่มีผลตอบแทนในอดีตแย่ที่สุด ได้ระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) 19.06, 16.5326, 16.6154, 15.7578 และ 16.5454% ตามลำดับ ซึ่งจากผลดังกล่าว ไม่สามารถสรุปผลได้ว่า เกิดแนวโน้มของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเด่นชัดในหลักทรัพย์กลุ่มใด

#### ตารางที่ 4.4

ระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันของกองทุนปิดวัดตามผลตอบแทน  
ในอดีตของหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ.

2542

ค่าเฉลี่ยของระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) แยกตามผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด (ระดับที่1 ถึงระดับที่5) การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว โดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $H(i) = |B(i)/B(i) + S(i) - p(t) - AF(i)|$  โดย  $B(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้น(เพิ่มจำนวนการถือครอง)ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $S(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิด ที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้น(ลดจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $p(t)$  คือความน่าจะเป็น หรือ ค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของ กองทุนปิดที่ทำการซื้อต่อกองทุนปิด ที่ทำการซื้อและขายทั้งหมด,  $AF(i)$  คือตัวปรับค่าซึ่งอธิบายในส่วนของวิธีการวิจัย การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว

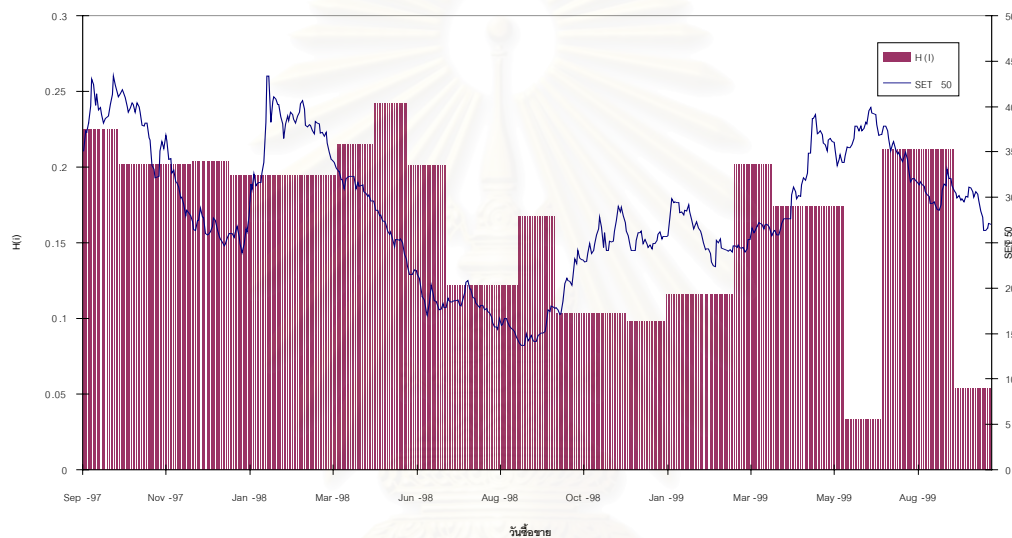
	ผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์				
	ระดับที่1	ระดับที่2	ระดับที่3	ระดับที่4	ระดับที่5
ค่าเฉลี่ยH(i)	0.1906	0.165326	0.166154	0.157578	0.165454
จำนวนหลักทรัพย์	101	132	148	121	115

จากการวิจัยดังกล่าว จึงได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) กับ SET 50 (กราฟที่ 4.1) พบว่า เมื่อ SET 50 ลดลงอย่างต่อเนื่องนั้น ในช่วงแรก ระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิดไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก หลังจากนั้น 6 เดือน ระดับพฤติกรรมดังกล่าวก็มีแนวโน้มที่ลดลง ในทางตรงกันข้าม เมื่อ SET 50 เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนั้น ในช่วงแรก ระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิดไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก หลังจากนั้น 6 เดือน ระดับพฤติกรรมดังกล่าวก็มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้น กล่าวคือการปรับตัวเพิ่มขึ้นหรือลดลงในระยะเวลาสั้นๆของ SET 50 ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิดแต่อย่างใด แต่การปรับตัวเพิ่มขึ้นหรือลดลงของ SET 50 อย่างต่อเนื่องเป็นเวลานาน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่มีพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ลดลง เมื่อ SET 50 ปรับตัวลดลง เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ผลการดำเนินงานของกองทุนปิดโดยทั่วไปก็ค่อนข้างแย่ กองทุนปิดไม่จำเป็นต้องเลียนแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดรายอื่น ดังนั้นกองทุนปิดก็จะมีแนวโน้มที่จะทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ผลการวิเคราะห์ของกองทุนปิดเอง และมีแนวโน้มที่มีพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) เพิ่มขึ้น

ขึ้น เมื่อ SET 50 ปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผลการดำเนินงานของกองทุนปิดโดยทั่วไปค่อนข้างดี กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะทำการเลียนแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดรายอื่นโดยมีจุดประสงค์เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการดำเนินงานของกองทุนปิดน้อยกว่าผลการดำเนินงานของกองทุนปิดรายอื่น

กราฟที่ 4.1

ระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) และ SET 50 ตั้งแต่วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542



จากการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) ข้างต้น จึงทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิด ตั้งแต่วันที่ 2 มกราคม พ.ศ. 2539 – วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2539 ซึ่งเป็นช่วงเวลาก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ เพื่อเปรียบเทียบกับพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิดในช่วงวิกฤตการณ์ โดยตารางที่ 4.5 แสดงผลการศึกษาพฤติกรรมแห่ตามกัน (Herding Behavior) ตั้งแต่วันที่ 2 มกราคม พ.ศ. 2539 – วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2539 พบว่ากองทุนปิดในประเทศไทยมีการซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันสูงถึงประมาณ 19.73% โดยเฉลี่ย (ในกรณีที่ศึกษาหลักทรัพย์ที่มีจำนวนกองทุนปิดเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นตั้งแต่ 5 กองทุนขึ้นไป) ค่ามัธยฐาน (median) ของระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันซึ่งมีค่าประมาณ 22.1% เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ที่มีจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ตั้งแต่ 10 กองทุนขึ้นไป พบว่ามีระดับของพฤติกรรมแห่ตามกันลดลง อยู่ที่ระดับเฉลี่ย 18.88% เช่นเดียวกับค่ามัธย

ฐาน (median) ที่ลดลงเหลือ 18.46% จากผลการศึกษาดังกล่าว จึงสรุปได้ว่ากองทุนปิดพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ทั้งในช่วงเวลาก่อนเกิดวิกฤตการณ์และช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ

#### ตารางที่ 4.5

ระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันของกองทุนปิดวัดตามหลักทรัพย์ที่มีกองทุนปิดทำการซื้อและขายตั้งแต่ 5 และ 10 กองทุนขึ้นไป ตั้งแต่ วันที่ 2 มกราคม พ.ศ. 2539 – วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2539

ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของระดับพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) สำหรับกรณีหลักทรัพย์ที่มีกองทุนปิดทำการซื้อและขายตั้งแต่ 5 และ 10 กองทุน ขึ้นไป การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว โดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $H(i) = |B(i)/B(i)+S(i) - p(t)| - AF(i)$  โดย  $B(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้น (เพิ่มจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $S(i)$  คือจำนวนของกองทุนปิด ที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้น (ลดจำนวนการถือครอง) ในช่วงเดือนที่ผ่านมา,  $p(t)$  คือความน่าจะเป็น หรือ ค่าที่คาดการณ์ไว้ของสัดส่วนของ กองทุนปิดที่จะทำการซื้อต่อกองทุนปิด ที่ทำการซื้อและขายทั้งหมด,  $AF(i)$  คือตัวปรับค่าซึ่งอธิบายในส่วนของวิธีการวิจัย การวัดระดับพฤติกรรมดังกล่าว

H(i)	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่ามัธยฐาน	จำนวนหลักทรัพย์
กรณีซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่ 5 กองทุนขึ้นไป	0.197393	0.159233172	0.221021	628
กรณีซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่ 5 กองทุนขึ้นไป	0.188834	0.161022653	0.184635	403

## 2. พฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading)

ในการวิจัย จะทำการศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดต่อหลักทรัพย์ตามขนาดและผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือน, 2 เดือน, 3 เดือน และ 6 เดือน ในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแยกวิเคราะห์อุปสงค์ส่วนเกินจากสัดส่วนของจำนวนกองทุนที่ทำการซื้อหลักทรัพย์ต่อจำนวนกองทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นทั้งหมด (Nratio) และ มูลค่าความแตกต่างระหว่างการขายและการซื้อหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของกองทุนปิดทั้งหมด (Dratio) โดยผลการศึกษาแสดงโดยตารางที่ 4.6-4.13 ตามลำดับ

## ตารางที่ 4.6

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ.

2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้สัดส่วนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์หนึ่งๆต่อกองทุนทั้งหมดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Nratio = \#buys(i) / \#active(i)$  โดย  $\#buys(i)$  คือจำนวนกองทุนปิด ที่ซื้อหรือเพิ่มปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา,  $\#active(i)$  คือจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อหรือเปลี่ยนแปลงปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลักทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่งหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่งกลุ่มไว้

Nratio	ผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์	รวม	ขนาดหลักทรัพย์		
			เล็ก	กลาง	ใหญ่
ระดับที่1		0.456603	0	0.327273	0.489981
จำนวนหลักทรัพย์		210	7	22	181
ระดับที่2		0.425854	0	0.241477	0.443251
จำนวนหลักทรัพย์		262	3	16	243
ระดับที่3		0.405466	0.25	0.180645	0.439508
จำนวนหลักทรัพย์		258	4	31	223
ระดับที่4		0.343396	0	0.19421	0.391791
จำนวนหลักทรัพย์		248	15	31	202
ระดับที่5		0.242634	0.057416	0.14881	0.280501
จำนวนหลักทรัพย์		258	19	42	197

## ตารางที่ 4.7

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด (Dratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้ความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์ของกองทุนปิด ซึ่งทำการปรับด้วยมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Dratio(i) = [\$buys(i) - \$sells(i)] / [\$buys(i) + \$sells(i)]$  โดย  $\$buys(i)$  คือปริมาณการซื้อหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา,  $\$sells(i)$  คือปริมาณการขายหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลักทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่งหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่งกลุ่มไว้

Dratio	ผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์	ขนาดหลักทรัพย์		
		รวม	เล็ก	กลาง
ระดับที่1	-0.06386	-1	-0.34585	0.006616
จำนวนหลักทรัพย์	210	7	22	181
ระดับที่2	-0.10409	-1	-0.40918	-0.07294
จำนวนหลักทรัพย์	262	3	16	243
ระดับที่3	-0.19525	-0.5	-0.65571	-0.12577
จำนวนหลักทรัพย์	258	4	31	223
ระดับที่4	-0.37784	-1	-0.6469	-0.29035
จำนวนหลักทรัพย์	248	15	31	202
ระดับที่5	-0.53391	-0.89215	-0.71196	-0.4614
จำนวนหลักทรัพย์	258	19	42	197

### ตารางที่ 4.8

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยจำนวนกองทุนปิด  
ที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 2  
เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน

พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้สัดส่วนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์หนึ่งๆต่อกองทุน  
ทั้งหมดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Nratio =$   
 $\#buys(i) / \#active(i)$  โดย  $\#buys(i)$  คือจำนวนกองทุนปิด ที่ซื้อหรือเพิ่มปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นใน  
ช่วงเวลาที่ผ่านมา,  $\#active(i)$  คือจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อหรือเปลี่ยนแปลงปริมาณการถือหลัก  
ทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลัก  
ทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนใน  
อดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่ง  
หลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลัก  
ทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่ง  
กลุ่มไว้

Nratio		ขนาดหลักทรัพย์		
		รวม	เล็ก	กลาง
ระดับที่1	0.500088	0	0.457143	0.509646
จำนวนหลักทรัพย์	222	2	21	199
ระดับที่2	0.437949	0	0.375728	0.45524
จำนวนหลักทรัพย์	242	5	24	213
ระดับที่3	0.392737	0	0.1	0.43132
จำนวนหลักทรัพย์	250	7	20	223
ระดับที่4	0.298193	0	0.085	0.337864
จำนวนหลักทรัพย์	236	9	25	202
ระดับที่5	0.249333	0.003788	0.150817	0.304195
จำนวนหลักทรัพย์	274	24	51	199

ตารางที่ 4.9

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด(Dratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้ความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์ของกองทุนปิด ซึ่งทำการปรับด้วยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Dratio(i) = [\$buys(i) - \$sells(i)] / [\$buys(i) + \$sells(i)]$  โดย  $\$buys(i)$  คือปริมาณการซื้อหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา,  $\$sells(i)$  คือปริมาณการขายหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลักทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่งหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่งกลุ่มไว้

Dratio		ขนาดหลักทรัพย์		
		รวม	เล็ก	กลาง
ระดับที่1	-0.00126	-1	-0.11081	0.020338
จำนวนหลักทรัพย์	222	2	21	199
ระดับที่2	-0.08957	-1	-0.18213	-0.05777
จำนวนหลักทรัพย์	242	5	24	213
ระดับที่3	-0.21383	-1	-0.8	-0.13658
จำนวนหลักทรัพย์	250	7	20	223
ระดับที่4	-0.41405	-1	-0.83705	-0.33559
จำนวนหลักทรัพย์	236	9	25	202
ระดับที่5	-0.53931	-0.99795	-0.70758	-0.44088
จำนวนหลักทรัพย์	274	24	51	199



ตารางที่ 4.10

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ.

2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้สัดส่วนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์หนึ่งๆต่อกองทุนทั้งหมดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Nratio = \#buys(i) / \#active(i)$  โดย  $\#buys(i)$  คือจำนวนกองทุนปิด ที่ซื้อหรือเพิ่มปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา,  $\#active(i)$  คือจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อหรือเปลี่ยนแปลงปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลักทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่งหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่งกลุ่มไว้

Nratio	ผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์	ขนาดหลักทรัพย์		
		รวม	เล็ก	กลาง
ระดับที่1	0.296543	0.185185	0.577922	0.285386
จำนวนหลักทรัพย์	229	3	22	204
ระดับที่2	0.412043	0.165179	0.538884	0.395539
จำนวนหลักทรัพย์	253	2	18	233
ระดับที่3	0.404206	0.378472	0.537698	0.405691
จำนวนหลักทรัพย์	232	8	16	208
ระดับที่4	0.354125	0.417677	0.318179	0.342034
จำนวนหลักทรัพย์	245	11	28	206
ระดับที่5	0.342836	0.211134	0.289001	0.3706
จำนวนหลักทรัพย์	264	26	50	188

ตารางที่ 4.11

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด(Dratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้ความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์ของกองทุนปิด ซึ่งทำการปรับด้วยมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Dratio(i) = [\$buys(i) - \$sells(i)] / [\$buys(i) + \$sells(i)]$  โดย  $\$buys(i)$  คือปริมาณการซื้อหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา,  $\$sells(i)$  คือปริมาณการขายหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลักทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่งหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่งกลุ่มไว้

Dratio		ขนาดหลักทรัพย์		
		เล็ก	กลาง	ใหญ่
ผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์	รวม			
ระดับที่1	0.089053	-0.33333	0.1215028	0.091765
จำนวนหลักทรัพย์	229	3	22	204
ระดับที่2	-0.116604	0	-0.2499265	-0.10731
จำนวนหลักทรัพย์	253	2	18	233
ระดับที่3	-0.239667	-1	-0.503008	-0.19017
จำนวนหลักทรัพย์	232	8	16	208
ระดับที่4	-0.434708	-1	-0.8505642	-0.348
จำนวนหลักทรัพย์	245	11	28	206
ระดับที่5	-0.566133	-0.92118	-0.8154636	-0.45072
จำนวนหลักทรัพย์	264	26	50	188

## ตารางที่ 4.12

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ.

2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้สัดส่วนของกองทุนปิดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์หนึ่งๆต่อกองทุนทั้งหมดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Nratio = \#buys(i) / \#active(i)$  โดย  $\#buys(i)$  คือจำนวนกองทุนปิด ที่ซื้อหรือเพิ่มปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านไป,  $\#active(i)$  คือจำนวนกองทุนปิดที่ทำการซื้อหรือเปลี่ยนแปลงปริมาณการถือหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านไป การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลักทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่งหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่งกลุ่มไว้

Nratio	ผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์	ขนาดหลักทรัพย์		
		รวม	เล็ก	กลาง
ระดับที่1	0.568222	0.5	0.484343	0.580854
จำนวนหลักทรัพย์	242	2	30	210
ระดับที่2	0.449533	0.666667	0.285714	0.451696
จำนวนหลักทรัพย์	239	3	7	229
ระดับที่3	0.377182	0	0.164063	0.401364
จำนวนหลักทรัพย์	240	5	16	219
ระดับที่4	0.236457	0	0.12	0.266194
จำนวนหลักทรัพย์	237	15	30	197
ระดับที่5	0.204915	0.034091	0.089978	0.267446
จำนวนหลักทรัพย์	267	32	52	183

### ตารางที่ 4.13

อุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ที่กองทุนปิดทำการซื้อขาย โดยความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด(Dratio) แยกศึกษาตามผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

อุปสงค์ส่วนเกินวัดเป็นรายหลักทรัพย์โดยใช้ความแตกต่างระหว่างมูลค่าการขายและมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์ของกองทุนปิด ซึ่งทำการปรับด้วยมูลค่าการซื้อหลักทรัพย์นั้นของกองทุนปิด การวัดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยคำนวณค่าเฉลี่ยของ  $Dratio(i) = [\$buys(i) - \$sells(i)] / [\$buys(i) + \$sells(i)]$  โดย  $\$buys(i)$  คือปริมาณการซื้อหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา,  $\$sells(i)$  คือปริมาณการขายหลักทรัพย์นั้นของ กองทุนปิดทั้งหมดที่ทำการขายหลักทรัพย์นั้นในช่วงเวลาที่ผ่านมา การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ทำการจัดแบ่งหลักทรัพย์ตามระดับผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยแบ่งระดับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็น 5 ระดับ ตั้งแต่ระดับสูงสุดถึงระดับต่ำสุด(ระดับที่1 ถึงระดับที่5) และทำการแบ่งหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ 3 ขนาดคือ หลักทรัพย์ขนาดเล็ก, หลักทรัพย์ขนาดกลาง และหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ แล้วทำการวัดอุปสงค์ส่วนเกินต่อหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการจัดแบ่งกลุ่มไว้

Dratio		ขนาดหลักทรัพย์			
		รวม	เล็ก	กลาง	ใหญ่
ระดับที่1	0.169338		0	-0.01634	0.197476
จำนวนหลักทรัพย์	242		2	30	210
ระดับที่2	-0.10288	0.333333	-0.42857	-0.09864	
จำนวนหลักทรัพย์	239	3	7	229	
ระดับที่3	-0.27104	-1	-0.7315	-0.22076	
จำนวนหลักทรัพย์	240	5	16	219	
ระดับที่4	-0.53113	-1	-0.77756	-0.4698	
จำนวนหลักทรัพย์	237	15	30	197	
ระดับที่5	-0.59614	-0.93596	-0.82442	-0.47185	
จำนวนหลักทรัพย์	267	32	52	183	

ตารางที่ 4.6 และ 4.7 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดแยกตามขนาดและผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยตารางที่ 4.6 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้จำนวนกองทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) เป็นหลัก พบว่า โดยเฉลี่ยแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์ทุกขนาด โดยระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.456603, 0.425854, 0.405466, 0.343396 และ 0.242634 ตามลำดับ โดยกองทุนปิดจะมีแนวโน้มที่จะทำการขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตต่ำลง ซึ่งระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดที่ระดับ 0.456603 หมายความว่า โดยเฉลี่ยแล้ว จะมีกองทุนปิดที่ทำการซื้อกลุ่มหลักทรัพย์ผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดที่ 45.6603% และมีกองทุนปิดที่ทำการขายกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดที่ 54.3397% กล่าวคือกองทุนปิดมีแนวโน้มที่ทำการขายหลักทรัพย์กลุ่มนั้นมากกว่าซื้อหลักทรัพย์กลุ่มนั้น เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.489981, 0.443251, 0.439508, 0.391791 และ 0.280501 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.327273, 0.241477, 0.180645, 0.19421 และ 0.14881 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่จะสังเกตเห็นว่า สำหรับหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่แยกลง และจะทำการขายหลักทรัพย์น้อยลง เมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดกลางมากกว่าที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ส่วนตารางที่ 4.7 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้มูลค่าความแตกต่างระหว่างการขายและการซื้อหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของกองทุนปิดทั้งหมด (Dratio) เป็นหลัก พบว่า โดยเฉลี่ยแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์ทุกขนาด โดยระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า -0.06386, -0.10409, -0.19525, -0.37784 และ -0.53391 ตามลำดับ โดยกองทุนปิดจะมีแนวโน้มที่จะทำการขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตต่ำลง ซึ่งระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดที่ระดับ -0.06386 หมายความว่า โดยเฉลี่ยแล้ว จะมีกองทุนปิดทำการขายกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และผลตอบแทนในอดีตสูงที่สุดมากกว่าทำการซื้อหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าวคิดเป็น 6.386%

ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของกองทุนปิดทั้งหมด กล่าวคือกองทุนปิดมีแนวโน้มที่ทำการขายหลักทรัพย์กลุ่มนั้นมากกว่าซื้อหลักทรัพย์กลุ่มนั้น เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.006616, -0.07294, -0.12577, -0.29035 และ -0.4614 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 1 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า -0.34585, -0.40918, -0.65571, -0.6469 และ -0.71196 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่จะสังเกตเห็นว่า สำหรับหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่แย่งลง และจะทำการขายหลักทรัพย์น้อยลง เมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดกลางมากกว่าที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ตารางที่ 4.8 และ 4.9 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดแยกตามขนาดและผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยตารางที่ 4.8 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้จำนวนกองทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) เป็นหลัก พบว่า ระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.500088, 0.437949, 0.392737, 0.298193 และ 0.249333 ตามลำดับ เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.509646, 0.45524, 0.43132, 0.337864 และ 0.304195 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.457143, 0.375728, 0.1, 0.085 และ 0.150817 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่จะสังเกตเห็นว่า สำหรับหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่แย่งลง และจะทำการขายหลักทรัพย์น้อยลง เมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดกลางมากกว่าที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ส่วนตารางที่ 4.9 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้มูลค่าความแตกต่างระหว่างการขายและการซื้อหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของกองทุนปิดทั้งหมด (Dratio) เป็นหลัก พบว่า ระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า -0.00126, -0.08957,

-0.21383, -0.41405 และ -0.53931 ตามลำดับ โดยกองทุนปิดจะมีแนวโน้มที่จะทำการขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตต่ำลง เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.020338, -0.05777, -0.13658, -0.33559 และ -0.44088 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 2 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า -0.11081, -0.18213, -0.8, -0.83705 และ -0.70758 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่จะสังเกตเห็นว่า สำหรับหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่แยกลง และจะทำการขายหลักทรัพย์น้อยลง เมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดกลางมากกว่าที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ตารางที่ 4.10 และ 4.11 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดแยกตามขนาดและผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยตารางที่ 4.10 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้จำนวนกองทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) เป็นหลัก พบว่า ระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.296543, 0.412043, 0.404206, 0.354125 และ 0.342836 ตามลำดับ เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.285386, 0.395539, 0.405691, 0.342034 และ 0.3706 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.577922, 0.538884, 0.537698, 0.318179 และ 0.289001 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดดังกล่าว พบว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ของกองทุนปิดไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตแต่อย่างใด ส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดกลางของกองทุนปิด พบว่ากองทุนปิดจะทำการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตสูงและขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตต่ำ

ส่วนตารางที่ 4.11 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้มูลค่าความแตกต่างระหว่างการขายและการซื้อหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของกองทุนปิดทั้งหมด (Dratio) เป็นหลัก พบว่า ระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.089053, -0.116604, -0.239667, -0.434708 และ -0.566133 ตามลำดับ โดยกองทุนปิดจะมีแนวโน้มที่จะ

ทำการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตสูง และขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตต่ำ เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.091765, -0.10731, -0.19017, -0.348 และ -0.45072 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 3 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.121502, -0.24992, -0.5030, -0.8505642 และ -0.8154636 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่จะสังเกตเห็นว่า สำหรับหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่แย่งลง และจะทำการขายหลักทรัพย์น้อยลง เมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดกลางมากกว่าที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ตารางที่ 4.12 และ 4.13 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดแยกตามขนาดและผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตของหลักทรัพย์ โดยตารางที่ 4.12 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้จำนวนกองทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ (Nratio) เป็นหลัก พบว่า โดยเฉลี่ยแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์ทุกขนาด โดยระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.568222, 0.449533, 0.377182, 0.236457 และ 0.204915 ตามลำดับ เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.580854, 0.451696, 0.401364, 0.266194 และ 0.267446 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.484343, 0.285714, 0.164063, 0.12 และ 0.089978 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่จะสังเกตเห็นว่า สำหรับหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่แย่งลง และจะทำการขายหลักทรัพย์น้อยลง เมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดกลางมากกว่าที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

ส่วนตารางที่ 4.13 แสดงอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวโดยใช้มูลค่าความแตกต่างระหว่างการขายและการซื้อหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของกองทุนปิดทั้งหมด (Dratio) เป็นหลัก พบว่า ระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลัก



ทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.169338, -0.10288, -0.27104, -0.53113 และ -0.59614 ตามลำดับ โดยกองทุนปิดจะมีแนวโน้มที่จะทำการขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นในหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตต่ำลง เมื่อพิจารณาระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ตามผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า 0.197476, -0.09864, -0.22076, -0.4698 และ -0.47185 ตามลำดับ ส่วนระดับอุปสงค์ส่วนเกินโดยเฉลี่ยของกองทุนปิดในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางตามผลตอบแทนในระยะเวลา 6 เดือนในอดีตสูงสุดจนกระทั่งต่ำสุดมีค่า -0.01634, -0.42857, -0.7315, -0.77756 และ -0.82442 ตามลำดับ จากระดับอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดทั้งกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดใหญ่จะสังเกตเห็นว่า สำหรับหลักทรัพย์ขนาดเดียวกันแล้ว กองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่แย่ง และจะทำการขายหลักทรัพย์น้อยลง เมื่อหลักทรัพย์มีผลตอบแทนในอดีตที่สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน กองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดกลางมากกว่าที่จะขายหลักทรัพย์ขนาดใหญ่

โดยสรุปแล้ว ผลการวิจัยที่ได้จากการวิเคราะห์อุปสงค์ส่วนเกินทั้งการวิเคราะห์จากสัดส่วนของจำนวนกองทุนที่ทำการซื้อหลักทรัพย์ต่อจำนวนกองทุนที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นทั้งหมด (Nratio) และ การวิเคราะห์จากมูลค่าความแตกต่างระหว่างการขายและการซื้อหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวมของกองทุนปิดทั้งหมด (Dratio) ได้ผลการวิจัยที่สอดคล้องกัน กล่าวคือกองทุนปิดมีแนวโน้มที่จะขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำในอดีต และมีแนวโน้มที่จะซื้อหลักทรัพย์หรือทำการขายหลักทรัพย์น้อยลงในหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตสูง ซึ่งสามารถบ่งชี้ได้ว่ากองทุนปิดในประเทศไทยมีพฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading หรือ Momentum Trading) ซึ่งเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่ทำการซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น และขายหลักทรัพย์เมื่อราคาหลักทรัพย์ต่ำลง ซึ่งมีพื้นฐานความเชื่อที่ว่ามีแนวโน้มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงในอดีตก็จะมีแนวโน้มที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้น และ แนวโน้มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำในอดีตก็จะมีแนวโน้มที่ราคาจะปรับตัวต่ำลง

นอกจากนี้เมื่อพิจารณากลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตเท่ากัน พฤติกรรมการลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading หรือ Momentum Trading) มีแนวโน้มที่จะเด่นชัดขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีขนาดเล็ก การตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดสามารถสรุปได้ว่ากองทุนปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้กลยุทธ์ระยะสั้นซึ่งอิงผลตอบแทนในอดีตทั้งผลตอบแทนในระยะเวลา 1, 2, 3 และ 6 เดือน อนึ่ง การศึกษาอุปสงค์ส่วนเกินนี้ไม่ได้พิจารณาอุปสงค์ส่วนเกินที่มีต่อหลักทรัพย์ขนาดเล็ก เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนน้อยมาก เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างกลุ่มอื่น

## 4.2 ผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขาย

การศึกษาค้นคว้าผลกระทบจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขาย ได้ศึกษาจากอุปสงค์ส่วนเกินของกองทุนปิดที่มีต่อหลักทรัพย์ โดยแยกศึกษาผลของอุปสงค์ส่วนเกินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์เป็น 2 กรณี คือ กรณีที่อุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อมากกว่าการขายหลักทรัพย์ และ กรณีที่อุปสงค์ส่วนเกินในการขายมากกว่าการซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งผลกระทบของอุปสงค์ส่วนเกินต่อราคาหลักทรัพย์ได้แสดงออกมาในรูปของผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return)

ตารางที่ 4.14 แสดงผลของอุปสงค์ส่วนเกินในกรณีที่อุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อมากกว่าการขายหลักทรัพย์ โดยพบว่าอุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อหลักทรัพย์ จะก่อให้เกิดผลตอบแทนที่น้อยกว่าปกติประมาณ 0.61% ซึ่งหมายความว่าอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวแทบจะไม่ได้มีผลต่อราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ตามขนาดหลักทรัพย์แล้ว พบว่า อุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อหลักทรัพย์ ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติ 5.7975% และ 15.64% ในหลักทรัพย์ขนาดเล็กและขนาดกลางตามลำดับ ขณะที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่แต่อย่างใด

## ตารางที่ 4.14

ผลกระทบของอุปสงค์ส่วนเกินแสดงในรูปผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ ในกรณีที่อุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อหลักทรัพย์มากกว่าการขายหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผลกระทบของอุปสงค์ส่วนเกิน แสดงโดยแบ่งตามระดับของขนาดอุปสงค์ส่วนเกินและขนาดหลักทรัพย์ ผลตอบแทนที่ผิดปกติคำนวณโดยผลตอบแทนที่เกินจากผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ขนาดเท่ากัน ขนาดของอุปสงค์ส่วนเกินคำนวณโดยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นที่สูงกว่ามูลค่าการขายหลักทรัพย์นั้น ปรับโดยมูลค่าตลาดทั้งหมดของหลักทรัพย์

อุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อหลักทรัพย์ ที่มากกว่าการขายหลักทรัพย์	รวม	ขนาดหลักทรัพย์		
		เล็ก	กลาง	ใหญ่
อุปสงค์ส่วนเกิน	-0.0061	0.057975	0.1564	-0.0192
จำนวนหลักทรัพย์	466	4	33	429
อุปสงค์ส่วนเกินขนาดใหญ่	-0.02356	0.253525	-0.13743	-0.02236
จำนวนหลักทรัพย์	154	1	4	149
อุปสงค์ส่วนเกินขนาดกลาง	-0.01249	-0.13363	0.102324	-0.0187
จำนวนหลักทรัพย์	157	1	9	147
อุปสงค์ส่วนเกินขนาดเล็ก	0.017716	0.056004	0.2395	-0.01621
จำนวนหลักทรัพย์	155	2	20	133

ส่วน ตารางที่ 4.15 แสดงผลของอุปสงค์ส่วนเกินในกรณีที่อุปสงค์ส่วนเกินในการขายมากกว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยพบว่าอุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์ จะก่อให้เกิดผลตอบแทนที่น้อยกว่าปกติประมาณ 5.237% โดยเมื่อพิจารณาผลกระทบดังกล่าวตามขนาดของหลักทรัพย์แล้ว พบว่า อุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์ ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ต่ำกว่าปกติ 8.714%, 7.523% และ 4.5% ในหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ขนาดกลาง และขนาดใหญ่ตามลำดับ เมื่อแยกศึกษาผลกระทบตามขนาดของอุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์และขนาดหลักทรัพย์แล้ว พบว่าอุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่ต่ำกว่าปกติ ในหลักทรัพย์ทุกขนาดและทุกระดับของขนาดอุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์ โดยผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จะเด่นชัดกว่าในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก

## ตารางที่ 4.15

ผลกระทบของอุปสงค์ส่วนเกินแสดงในรูปผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ ในกรณีที่อุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์มากกว่าการซื้อหลักทรัพย์ ตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 – วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542

ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผลกระทบของอุปสงค์ส่วนเกิน แสดงโดยแบ่งตามระดับของขนาดอุปสงค์ส่วนเกินและขนาดหลักทรัพย์ ผลตอบแทนที่ผิดปกติคำนวณโดยผลตอบแทนที่เกินจากผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหลักทรัพย์ขนาดเท่ากัน ขนาดของอุปสงค์ส่วนเกินคำนวณโดยมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นที่สูงกว่ามูลค่าการขายหลักทรัพย์นั้น ปรับโดยมูลค่าตลาดทั้งหมดของหลักทรัพย์

อุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์ ที่มากกว่าการขายหลักทรัพย์	รวม	ขนาดหลักทรัพย์		
		เล็ก	กลาง	ใหญ่
อุปสงค์ส่วนเกิน	-0.05237	-0.08714	-0.07523	-0.045
จำนวนหลักทรัพย์	823	57	121	645
อุปสงค์ส่วนเกินขนาดใหญ่	-0.02034	-0.17663	-0.1155	-0.00474
จำนวนหลักทรัพย์	272	6	29	237
อุปสงค์ส่วนเกินขนาดกลาง	-0.07696	-0.01908	-0.0876	-0.08067
จำนวนหลักทรัพย์	281	21	36	224
อุปสงค์ส่วนเกินขนาดเล็ก	-0.05903	-0.11689	-0.04642	-0.05344
จำนวนหลักทรัพย์	270	30	56	184

โดยสรุปแล้ว อุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ โดยผลกระทบจะรุนแรงกว่าในกรณีของการเกิดอุปสงค์ส่วนเกินในการขายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ดังกล่าวมักจะมีผลกระทบที่รุนแรงในกรณีหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กเท่านั้น เนื่องจากหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กมีการซื้อขายค่อนข้างน้อยและไม่มีสภาพคล่องเท่าที่ควร เมื่อเกิดอุปสงค์ส่วนเกินไม่ว่าในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ก็จะเกิดผลกระทบที่รุนแรงกว่า เสมือนว่ากองทุนปิดที่เข้าทำการซื้อขายในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก มีสัดส่วนในมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นสูงขึ้น ขณะที่หลักทรัพย์ขนาดใหญ่ กองทุนปิดมีสัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นเปรียบเทียบกับมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นทั้งหมดค่อนข้างน้อย ทำให้ไม่มีผลกระทบต่อราคามากนัก

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดในประเทศไทย และผลกระทบของการซื้อขายที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ในช่วงเวลาตั้งแต่ วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2540 ถึง วันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2542 การศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดนั้น แยกศึกษาเป็น 2 ส่วน ส่วนแรก ตรวจสอบพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ของกองทุนปิด โดยศึกษาพฤติกรรมดังกล่าวเป็นรายหลักทรัพย์ พบว่า กองทุนปิดมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) โดยเฉลี่ยแล้ว ประมาณ 17.212% โดยพบพฤติกรรมดังกล่าวชัดเจนขึ้นในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กประมาณ 24.24% และ 22.05% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ไม่พบความสัมพันธ์ของพฤติกรรมดังกล่าวกับผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์แต่อย่างใด เมื่อพิจารณาทำระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันของบริษัทหลักทรัพย์จัดการโดยทำการศึกษาหลักทรัพย์ที่มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการทำการซื้อขายตั้งแต่ 3 และ 5 กองทุนขึ้นไป พบว่ามีการซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน ประมาณ 4.352% และ 4.393% ระดับของพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ที่สูงมีสาเหตุมาจากข้อมูลที่น่ามาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาซึ่งเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์รายเดือนของกองทุนปิด การวัดระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ดังกล่าวไม่ได้พิจารณาว่า ในประเทศไทยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการที่มีโครงการลงทุนเพียง 8 บริษัทหลักทรัพย์จัดการเท่านั้น ดังนั้น กองทุนปิดทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษานี้ก็ย่อมบริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการเหล่านี้ นโยบายการลงทุน และการวิเคราะห์ซึ่งกำหนดจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการเดียวกันก็ย่อมส่งผลให้การตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน ดังจะเห็นได้จากระดับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกันเมื่อวัดตามการซื้อขายของบริษัทหลักทรัพย์จัดการที่ลดลง ส่วนที่สอง ตรวจสอบกลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นของกองทุนปิด อันได้แก่ การลงทุนในหลักทรัพย์แบบตามตลาดและย้อนตลาด (Positive and Negative Feedback Trading) พบว่ากองทุนปิดใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) กล่าวคือกองทุนปิดจะทำการซื้อหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตสูง และขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตต่ำ โดยกลยุทธ์การลงทุนแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) ของกองทุนปิดจะพบเด่นชัดขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีขนาดเล็กลง ซึ่งจากลักษณะการลงทุน

ดังกล่าว อาจกล่าวได้ว่ากองทุนปิดมีพฤติกรรม window dressing ซึ่งเป็น การนำหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตต่ำ (loser) ออกจาก portfolio เพื่อตกแต่ง portfolio ให้ดูดี

ส่วนผลกระทบของการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดของราคาหลักทรัพย์ ได้ทำการศึกษาเป็น 2 กรณี กรณีแรก อุปสงค์ส่วนเกินในการซื้อมากกว่าการขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิด พบว่าอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยผลตอบแทนดังกล่าวสูงกว่าปกติในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก กรณีที่สอง อุปสงค์ส่วนเกินในการขายที่มากกว่าการซื้อหลักทรัพย์ของกองทุนปิด พบว่าอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าวก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยผลตอบแทนดังกล่าวต่ำกว่าปกติในทุกขนาดหลักทรัพย์ โดยผลกระทบจะรุนแรงกว่าในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก โดยสรุปแล้ว การซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งความรุนแรงของผลกระทบขึ้นอยู่กับขนาดหลักทรัพย์ และขนาดของอุปสงค์ส่วนเกิน โดยกรณีการขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดจะส่งผลกระทบต่อราคารุนแรงกว่ากรณีการซื้อหลักทรัพย์ของกองทุนปิด

## 5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากการวิจัย พบว่ากองทุนปิดมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในระดับสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก โดยกองทุนปิดจะใช้กลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวจะเด่นชัดขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีขนาดเล็ก

การที่กองทุนปิดมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ดังกล่าวน่าจะมีเหตุผลเชิงจิตวิทยาเพื่อให้หลักทรัพย์ที่ถือครองคล้ายคลึงกับกองทุนปิดอื่น ซึ่งจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานใกล้เคียงกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็ก น่าจะมีสาเหตุจากการคาดการณ์และประเมินราคาหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กเป็นไปได้ยาก รวมทั้งข้อมูลที่ไม่เพียงพอ ดังนั้น จึงทำการเลียนแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนปิดอื่น นอกจากนี้ การเข้าทำการซื้อหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กของกองทุนปิดพร้อมๆกันจะก่อให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินในหลักทรัพย์ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (abnormal return) สูงขึ้น ดังนั้น การตัดสินใจเข้าทำการซื้อหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กพร้อมกันของกองทุนปิด ก็ย่อมทำให้ราคาของหลักทรัพย์ดังกล่าวสูงขึ้น ซึ่งจะทำการดำเนินงานของกองทุนปิดสูงขึ้นด้วย สาเหตุดังกล่าวเป็นแรงจูงใจให้กองทุนปิดมีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์แบบแห่ตามกัน (Herding Behavior) ในหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กสูง

ขึ้น เนื่องจาก ถ้ากองทุนปิดไม่ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ขนาดกลางและขนาดเล็กตามกองทุนปิดอื่นแล้ว ผลตอบแทนที่สูงเกินปกติของหลักทรัพย์เหล่านี้จะทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนปิดอื่นสูงขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับตน

ส่วนกลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นแบบตามตลาด (Positive Feedback Trading) ของกองทุนปิดนั้น สะท้อนถึงนโยบายการลงทุนของกองทุนปิด ซึ่งไม่ได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์จากการวิเคราะห์และข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้อง แต่ใช้ผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจ ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากความต้องการตกแต่ง Portfolio ของกองทุนปิดให้ดูดี โดยจะเลือกถือหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตสูงและทำการขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตต่ำ ซึ่งสามารถบ่งชี้ถึงพฤติกรรม Window Dressing ของกองทุนปิดได้อย่างชัดเจน กองทุนปิดต้องการถือหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตสูงใน Portfolio เพื่อแสดงถึงความน่าเชื่อถือรวมทั้งสื่อถึงความสำเร็จในการดำเนินงานของกองทุนปิด พฤติกรรม Window Dressing ดังกล่าวของกองทุนปิดจะรุนแรงขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีขนาดเล็กลง กล่าวคือกองทุนปิดจะทำการขายหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนในอดีตต่ำออกจาก Portfolio มากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์มีขนาดเล็กลง ซึ่งน่าจะมีสาเหตุจูงใจจากการที่กองทุนปิดเชื่อว่า หลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กลงนั้น สภาพคล่องต่ำกว่า รวมทั้งไม่เป็นที่นิยมของนักลงทุนทั่วไป การถือหลักทรัพย์ดังกล่าวที่ผลตอบแทนในอดีตต่ำจะสื่อถึงความล้มเหลวในการบริหารงานของกองทุนใด เมื่อเปรียบเทียบกับการถือหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ ซึ่งมีสภาพคล่องสูง และเป็นจุดสนใจของนักลงทุน แม้หลักทรัพย์ขนาดใหญ่นี้มีผลตอบแทนในอดีตต่ำ แต่ก็อาจเป็นที่ยอมรับของนักลงทุน ซึ่งไม่ได้สื่อถึงความล้มเหลวในการบริหารงานของกองทุนปิดแต่อย่างใด

### 5.3 ข้อเสนอแนะ

สำหรับผู้ที่ต้องการทำวิจัยในเรื่องที่เกี่ยวข้อง ควรทำการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ กลยุทธ์การลงทุน และผลกระทบจากการลงทุนเหล่านั้น ของนักลงทุนกลุ่มอื่น นอกเหนือจากกองทุนรวม อันได้แก่ นักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนรายย่อย รวมทั้งทำการศึกษาเพื่อหาข้อสรุปว่าการลงทุนของนักลงทุนกลุ่มใด สามารถทำกำไรได้จากกลยุทธ์การลงทุนที่ตนเลือกใช้ เพื่อให้เกิดประโยชน์กับนักลงทุนในการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนของตนให้เหมาะสม นอกจากนี้ การศึกษาปฏิสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนกลุ่มต่างๆ จะทำให้สามารถเข้าใจโครงสร้างตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย และปัจจัยต่างๆ ซึ่งกำหนดการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยได้ชัดเจนขึ้นด้วย

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- นคร เหลืองรวงทอง. 2543. พฤติกรรมการลงทุนในทิศทางเดียวกันของกองทุนรวม. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน. (ม.ป.ป.). รอบรู้เรื่องการลงทุน. (ม.ป.ท.).
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน. (ม.ป.ป.). รายนามบริษัทสมาชิก สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. (ม.ป.ท.). (อัดสำเนา)

### ภาษาอังกฤษ

- Banerjee, A. August 1992. A Simple Model of herd behavior. Quarterly Journal of Economics 107 : 797-817.
- Cutler, D. M.; Poterba J. M. and Summers, L. H. 1990. Speculative Dynamics and the Role of Feedback Traders. The American Economic Review Papers and Proceedings 80 : 63-68.
- De Bondt, W. F. M. and Thaler R. 1985. Does the stock market overreact?. The Journal of Finance 40 : 793-805.
- De Long, J. B.; Shleifer, A.; Summers, L. H. and Waldmann, R. J. 1990. Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation. Journal of Finance 45 : 379-395.
- Grinblatt, M.; Titman, S. and Wermers, R. 1995. Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. The American Economic Review Papers and Proceedings 85 : 1088-1105.
- Khanthavit, A. 1996. Information Structure, Trading Behavior and Stock Prices in The Thai Market. Research Report Series. (n.p.).
- Lakonishok, J.; Shleifer, A. and Vishny, R. W. 1992. The impact of institutional trading on stock prices. Journal of Financial Economics 32 : 23-43.
- Lakonishok, J.; Shleifer, A.; Thaler, R. and Vishny, R. W. 1991. Window dressing by pension fund managers. The American Economic Review Papers and Proceedings 81 : 227-231.



Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. 1990. Herd Behavior and Investment. The American Economic Review Papers and Proceedings 80 : 465-479.

Wermers, R. April 1999. Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices. The Journal of Finance 2 : 581-622.



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## กองทุนรวมที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการ

### 1. บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนรวม จำกัด (มหาชน)

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
ศรีนคร	BMBF	27/4/95	26/4/00	
ตะวันออกหนึ่ง	DE-1	25/8/94	24/8/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
กาญจนอนันต์	KAF	9/8/96	8/8/01	
นครธนผลทวี	NTF	15/3/94	14/3/99	หมดอายุกองทุน
ร่วมพัฒนาสอง	RPF2	3/9/90	2/9/00	
รุ่งโรจน์หนึ่ง	RRF1	2/2/93	1/2/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ทรัพย์อนันต์	SAN	27/3/92	26/3/02	
นครหลวงไทย	SCIF	18/11/93	17/11/03	
นครหลวงไทย 2	SCIF2	12/1/94	11/1/04	
สินปัญญา 7	SF7	8/6/94	7/6/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
สินปัญญา 8	SF8	27/4/95	26/4/01	
สตางค์แดง	STD	11/11/93	10/11/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
สตางค์แดง 2	STD2	30/12/93	29/12/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ทรัพย์ทวี 2	SW2	27/6/88	26/6/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ธนภูมิ	TNP	25/7/89	24/7/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด

### 2. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กลีกรไทย จำกัด

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
ศรีมิตรรวงข้าวทวีผล	CMICRK	22/3/94	21/3/01	
รวงข้าวทูนวิภาค	RKBF	20/11/95	19/11/02	
รวงข้าว	RKF	11/6/92	10/6/02	
รวงข้าว 2	RKF-2	4/8/93	3/8/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
รวงข้าว 3	RKF3	19/11/93	18/11/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
รวงข้าว 4	RKF4	27/7/94	26/7/01	
รวงข้าวทวีผล	RKF-HI	23/12/93	22/12/00	

กองทุนรวมที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการ (ต่อ)

3. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ทิสโก้ จำกัด

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
ไทยออคิต 2	THOR2	15/12/92	14/12/99	
ไทยออคิต 3	THOR3	26/1/94	25/1/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ไทยออคิต 4	THOR4	21/3/94	23/4/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด

4. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ไทยพาณิชย์ จำกัด

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
ไทยพาณิชย์มั่นคง	SCBMF	10/8/92	9/8/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ไทยพาณิชย์มั่นคง 2	SCBMF2	2/9/93	1/9/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ไทยพาณิชย์มั่นคง 3	SCBMF3	6/10/93	5/10/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ไทยพาณิชย์มั่นคง 4	SCBMF4	15/2/94	14/12/00	
ไทยพาณิชย์มั่นคง 5	SCBMF5	22/7/94	21/7/00	
ไทยพาณิชย์ปฐมก้าวหน้า	SCBPG	19/1/94	18/1/01	
ไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์	SCBTS	24/11/93	23/12/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์ 2	SCBTS2	13/12/93	12/12/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ไทยพาณิชย์ทวีทรัพย์ 3	SCBTS3	27/1/94	26/1/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด

5. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนชาติ จำกัด

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
ออมสินอำนาจทรัพย์	OSA	26/12/94	25/12/00	
ออมสินเจริญทรัพย์	OSC	24/1/94	23/1/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ออมสินเกษมทรัพย์	OSK1	19/7/94	18/7/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ออมสินไพบุลย์ทรัพย์	OSPA	29/9/95	28/9/00	
ออมสินพิบุลย์ทรัพย์	OSPI	29/9/95	28/9/00	
ออมสินเสถียรทรัพย์	OSS	18/12/92	17/12/99	
ออมสินอุดมทรัพย์	OSU	28/9/93	27/9/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ออมสินอุดมทรัพย์ 2	OSU2	20/10/93	19/10/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด

กองทุนรวมที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการ (ต่อ)

6. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
กองทุนรวมบัวหลวง	BMF	29/7/92	28/7/98	

7. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บีโอเอ จำกัด

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
กำไรเพิ่มพูน	KPLUS	29/12/93	28/12/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
กำไรเพิ่มพูน 2	KPLUS2	29/12/93	28/12/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด

8. บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรรณ จำกัด

ชื่อกองทุน	รหัสกองทุน	วันเริ่มกองทุน	วันสิ้นสุดอายุกองทุน	หมายเหตุ
วรรณพลัสวรรณ	ONE+1	17/12/93	16/12/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
เอกทวีสิน	ONE-PR	20/1/94	19/1/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
สหธนาคารเอกปันผล	ONE-UB	20/10/93	19/10/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
สหธนาคารเอกปันผล 2	ONEUB2	1/11/93	31/10/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
สหธนาคารเอกปันผล 3	ONEUB3	21/12/93	20/12/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
สหธนาคารเอกปันผล 4	ONEUB4	9/3/94	8/3/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
สหธนาคารเอกปันผล 5	ONEUB5	19/9/94	18/9/99	หมดอายุกองทุน
เอกมั่งคั่ง	ONE-WE	10/5/93	9/5/98	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด
ธนาวรรณ	THANA1	26/1/94	25/1/99	เปลี่ยนเป็นกองทุนเปิด

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายสรสิทธิ์ วรรณประเสริฐ เกิดวันที่ 27 เมษายน พ.ศ. 2521 จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับประถมศึกษาและมัธยมศึกษาจากโรงเรียนอัสสัมชัญ กรุงเทพฯ สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีเศรษฐศาสตรบัณฑิต (เกียรตินิยมอันดับ2) สาขาเศรษฐศาสตร์การเงิน จากคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ปี พ.ศ. 2541 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ใน พ.ศ. 2542



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย