

บทที่ 5

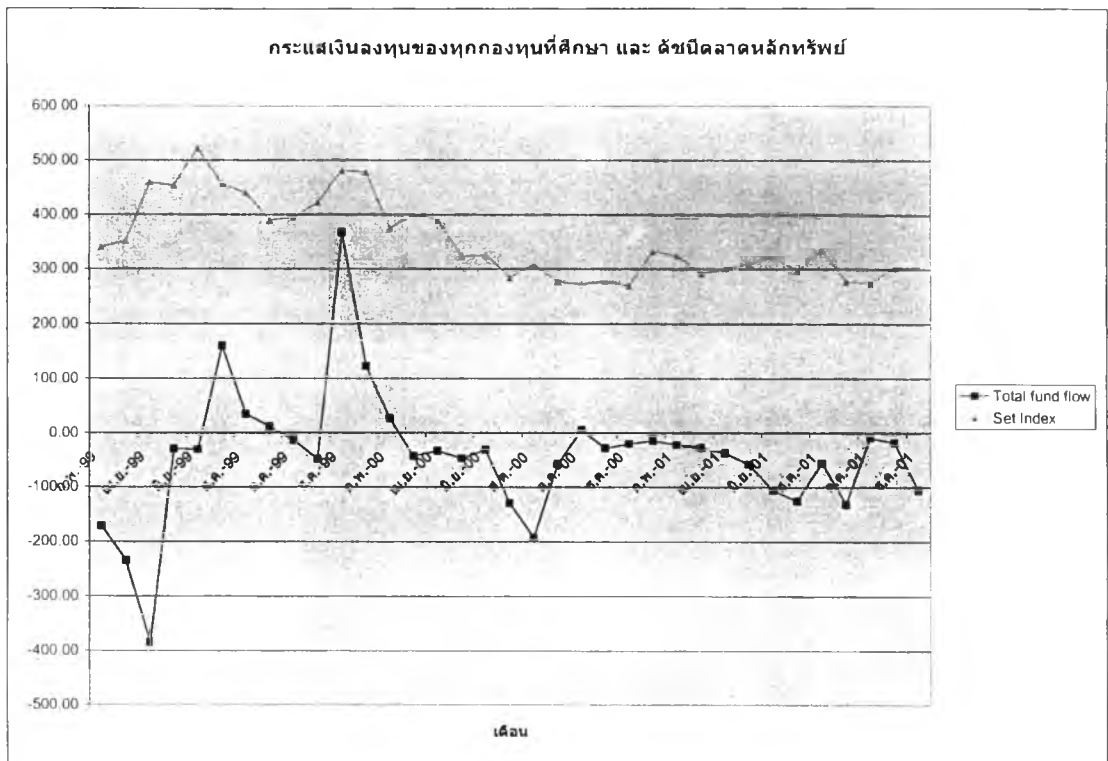
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้แสดงให้เห็นถึงผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยอาศัยแบบจำลองทางเศรษฐมิติ ดังที่ได้กล่าวมาแล้ว ในงานวิจัยชิ้นนี้ใช้ข้อมูลเฉพาะกองทุนรวมเปิดตราสารทุนที่เปิดดำเนินการ ตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา คือ ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2542 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2544 กองทุนรวมเปิดประเภทตราสารทุนที่ใช้ในการศึกษารวมทั้งสิ้น 62 กองทุน รวบรวมจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนทั้งสิ้น 9 แห่ง ดังนี้

ตารางที่ 5.1 แหล่งของข้อมูลกองทุนรวมที่นำศึกษา

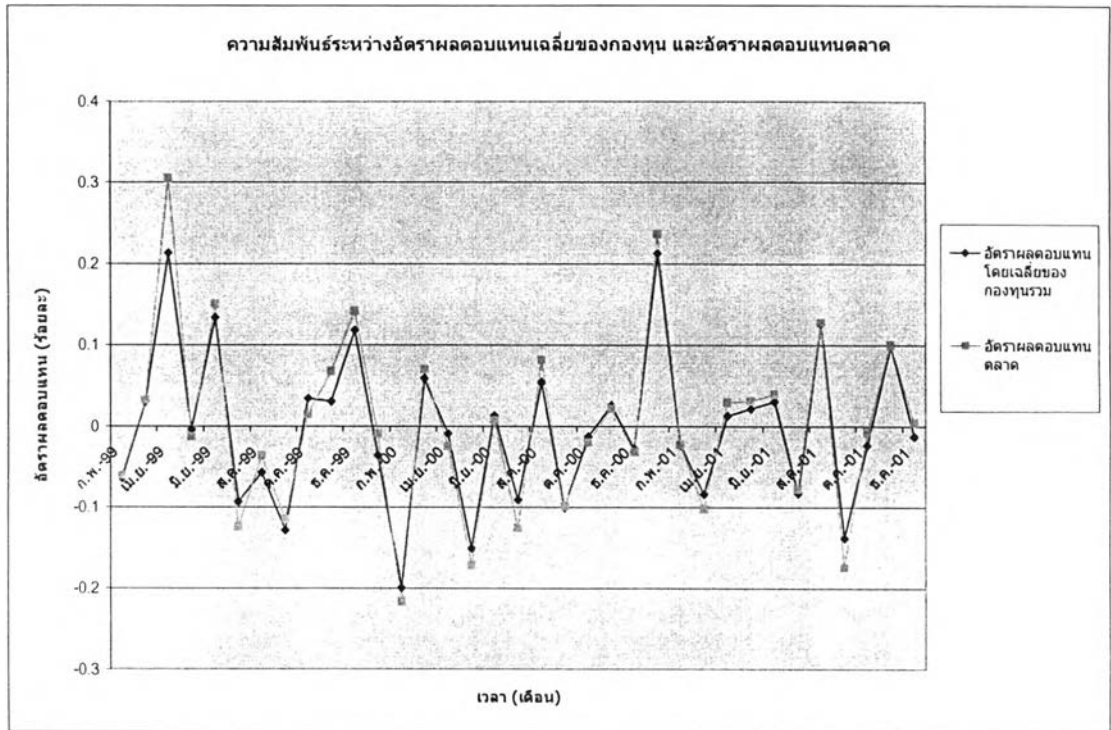
บริษัทจัดการกองทุน	จำนวนกองทุนที่นำมาศึกษา	มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ณ 31 ธันวาคม 2544 (ล้านบาท)
บลจ.เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	16	1,593.11
บลจ.วรรณ จำกัด	13	1,386.33
บลจ.กสิกรไทย จำกัด	5	1,714.83
บลจ.ไทยพาณิชย์ จำกัด	10	3,885.93
บลจ.บีไอเอ จำกัด	5	771.87
บลจ.บัวหลวง จำกัด	8	1,705.13
บลจ.ทีสโก้ จำกัด	3	810.43
บลจ.อยุธยา เจเอฟ จำกัด	1	752.08
บลจ.ชโรเคอร์ จำกัด	1	344.35
รวม	62	12,964.06

ที่มา : จากการรวบรวมข้อมูล Secondary data



ภาพที่ 5.1 แสดงกระแสเงินลงทุนสุทธิรายเดือนของกองทุนทุกกองที่ทำการศึกษา และ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากภาพที่ 5.1 ได้แสดงข้อมูลกระแสเงินลงทุนสุทธิรายเดือนของกองทุนรวมที่นำมาศึกษา เปรียบเทียบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เห็นได้ว่า กระแสเงินลงทุนค่อนข้างสัมพันธ์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ โดยช่วงที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ก็จะมีกระแสเงินลงทุนไหลเข้ากองทุนรวมเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี 2542 – 2544 กระแสเงินลงทุนสุทธิของกองทุนรวมเปิดตราสารทุนมีค่าติดลบเป็นส่วนใหญ่ กล่าวคือ มีการไถ่ถอนหน่วยลงทุนจากนักลงทุนเป็นจำนวนที่มากกว่าการซื้อหน่วยลงทุนเพิ่ม ซึ่งแนวโน้มเป็นไปในทิศทางเดียวกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องมาจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษานั้น ภาวะตลาดทุนในประเทศไทยยังอยู่ระหว่างฟื้นตัวจากวิกฤติเศรษฐกิจปี 2539 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนค่อนข้างมาก และยังคงให้ผลตอบแทนที่ไม่ดีนัก ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุน มีความผันผวนค่อนข้างมากตามไปด้วย ดังแสดงในภาพที่ 5.2 ดังนั้น จึงพบแนวโน้มที่นักลงทุนบางส่วนไถ่ถอนหน่วยลงทุนของกองทุนรวม เพื่อนำเงินไปลงทุนในแหล่งอื่นที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า และมีความผันผวนน้อยกว่า



ภาพที่ 5.2 แสดงอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนรายเดือน และอัตราผลตอบแทนตลาด

5.1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุน

ในส่วนนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินลงทุนสุทธิของนักลงทุน กับปัจจัยที่คาดว่าจะผลกระทบต่อการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุน ในงานชิ้นนี้ใช้ข้อมูลแบบ Panel Data โดยใช้การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effect มีตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ดังนี้

$$\text{Flow}_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 \text{NAV}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Int_avg}_{t-1} + \mu_{i,t}$$

ผลการศึกษาที่ได้แสดงตามตารางที่ 5.2 ซึ่งสามารถอธิบายผลได้ดังนี้

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวม

สัมประสิทธิ์ที่ได้มีค่าเท่ากับ 259.6197 และมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% (ค่า t-statistic เท่ากับ 9.3341) หมายความว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม มีผลต่อ กระแสเงินลงทุนสุทธิของกองทุนรวม โดยความสัมพันธ์ที่ได้มีค่าเป็นบวก ซึ่งเป็นไปตาม สมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือ หากกองทุนรวมมีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มี กระแสเงินลงทุนไหลเข้ากองทุนเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เนื่องจากนักลงทุนมองว่าเมื่อกองทุนรวมมีมูลค่า สินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยเพิ่มขึ้น จะเป็นช่วงจังหวะที่ดีในการเข้ามาซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มในราคาที่ถูกลง ขณะเดียวกันหากช่วงใดกองทุนรวมมีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยลดลง นักลงทุนจะไถ่ถอน หน่วยลงทุนออกไป จากความสัมพันธ์นี้จึงอาจกล่าวได้ว่านักลงทุนนำอัตราผลตอบแทนของ กองทุนรวมในช่วงเวลาที่ผ่านมา มาเป็นปัจจัยหนึ่งที่ใช้ในการพิจารณาเลือกลงทุน

ตารางที่ 5.2 แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อการ ตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุน

ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยในช่วงเวลาก่อนหน้า (NAV (-1))	259.6197 (9.334131) **
ขนาดของกองทุน (Size)	-6.9257 (-13.42304) **
อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (Int_avg (-1))	-64.1567 (-4.345187) **
R ² = 0.2026 Adjusted R ² = 0.1776 Durbin-Watson stat = 1.715	F-statistic = 8.1104 Prob(F-statistic) = 0.0000

หมายเหตุ ตัวเลขบรรทัดบนแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

** แสดงถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

ขนาดของกองทุนรวม

สัมประสิทธิ์ที่ได้มีค่าเท่ากับ -6.925729 และมีค่านัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% (ค่า t-statistic เท่ากับ -13.42304) หมายความว่า ขนาดของกองทุนรวม มีผลต่อกระแสเงินลงทุนสุทธิของกองทุนรวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทางลบ ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ กล่าวคือ กองทุนที่มีขนาดเล็กมีสัดส่วนของกระแสเงินลงทุนไหลเข้าที่มากกว่ากองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ สาเหตุหนึ่งที่เป็นเช่นนี้เนื่องจากกองทุนขนาดเล็กสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่ากองทุนขนาดใหญ่ ในประเด็นนี้มีการวิจัยของสิริ ประสมศักดิ์ ที่พบว่ากองทุนรวมขนาดเล็กสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้มากกว่ากองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากกองทุนขนาดเล็กมีต้นทุนในการซื้อขายที่น้อยกว่ากองทุนขนาดใหญ่

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ

สัมประสิทธิ์ที่ได้มีค่าเท่ากับ -64.15674 และค่านัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% (ค่า t-statistic เท่ากับ -4.345187) หมายความว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีผลต่อกระแสเงินลงทุนสุทธิของกองทุนรวมตราสารทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทางลบ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ หากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดลง นักลงทุนจะเข้ามาซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพิ่มขึ้น เนื่องจากนักลงทุนต้องการลงทุนในแหล่งที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าตรงกันข้าม หากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากปรับตัวเพิ่มขึ้น นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะไถ่ถอนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพื่อนำเงินไปฝากธนาคารให้ได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยแทน

5.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

ในการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ศึกษาพฤติกรรมของกองทุนรวมในการรักษาความสามารถในการสร้างอัตราผลตอบแทนที่ดีไว้ โดยเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในช่วงเวลาปัจจุบัน กับอัตราผลตอบแทนในช่วงเวลาก่อนหน้า โดยใช้การประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effect มีตัวแปรตามและตัวแปรอิสระดังนี้

$$\text{RExc}_{i,t} - M_{t-1}(\text{RExc}_{i,t}) = \alpha_i + \sum_{j=1}^J a_{j,t} \text{RExc}_{i,t-j} + \mu_{i,t}$$

ช่วงเวลาซ้อนหลังของอัตราผลตอบแทนที่ใช้ในการศึกษานั้น กำหนดให้ซ้อนหลังไปตั้งแต่ 1 เดือน จนกระทั่ง 8 เดือน เพื่อศึกษาถึงระยะเวลาของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมว่าควรศึกษาข้อมูลอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมซ้อนหลังไปนานเท่าไร จึงจะเหมาะสมในการใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

ผลการศึกษาดังกล่าวที่ 5.3 พบว่า ความสัมพันธ์ในช่วงเวลาซ้อนหลังโดยส่วนใหญ่ มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า กองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนที่ดีในช่วงเวลาที่ผ่านมา ไม่สามารถรักษาความสามารถในการสร้างอัตราผลตอบแทนที่ดีนั้น ไว้ได้ในช่วงเวลาต่อมา กล่าวคือ กองทุนนั้นจะมีอัตราผลตอบแทนที่ลดลงในช่วงเวลาถัดไป ขณะเดียวกัน กองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่ไม่ดีในช่วงเวลาที่ผ่านมา กลับสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่ดีขึ้นได้ในช่วงเวลาถัดไป ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าไม่มีกองทุนใดที่มีข่าวสารข้อมูลมากกว่าตลาด เป็นผลให้ไม่สามารถรักษาอัตราผลตอบแทนที่ดีไว้ได้ตลอด ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาด โดยเป็นประสิทธิภาพในระดับต่ำ นอกจากนี้การที่ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าน้อยกว่า 1 ยืนยันว่าในที่สุดแล้วตลาดจะสามารถปรับตัวตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลได้เอง

ตารางที่ 5.3 แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทน
ของกองทุนในช่วงเวลาปัจจุบัน กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนในแต่ละช่วงเวลา

ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 1 เดือน (REXC (-1))	-0.3302 (-13.87223) **
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 2 เดือน (REXC (-2))	-0.2356 (-9.334108) **
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 3 เดือน (REXC (-3))	-0.0192 (-0.746615)
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 4 เดือน (REXC (-4))	-0.0952 (-3.947054) **
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 5 เดือน (REXC (-5))	0.0874 (3.686484) **
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 6 เดือน (REXC (-6))	-0.0018 (-0.086953)
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 7 เดือน (REXC (-7))	0.1542 (7.461156) **
อัตราผลตอบแทนย้อนหลัง 8 เดือน (REXC (-8))	-0.0633 (-3.036921) **
$R^2 = 0.7825$ Adjusted $R^2 = 0.7731$ Durbin-Watson stat = 2.082	F-statistic = 83.62012 Prob(F-statistic) = 0.0000

หมายเหตุ ตัวเลขบรรทัดบนแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

** แสดงถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

5.3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุน และอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

ในส่วนนี้เป็นผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม และอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุน (Management Fee) ทั้งนี้เพื่อศึกษาว่ากองทุนรวมที่คิดอัตราค่าธรรมเนียมต่างกัน จะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่ต่างกันหรือไม่ ผู้เขียนได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมทั้ง 62 กอง กับอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุน โดยได้แบ่งกองทุนรวมออกเป็น 3 กลุ่มตามอัตราผลตอบแทน 3 ปีของกองทุน กลุ่มที่ 1 เป็นกลุ่มกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทน 3 ปีที่ดีที่สุด และกลุ่มที่ 3 เป็นกลุ่มกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทน 3 ปีที่แย่ที่สุด ได้ผลดังนี้

ตารางที่ 5.4 อัตราค่าธรรมเนียมการจัดการ จำแนกตามผลการดำเนินงานของกองทุน

กลุ่มกองทุนแบ่งตาม อัตราผลตอบแทน 3 ปี	จำนวนกองทุนแบ่งตามอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุน		
	มากกว่าร้อยละ 1.5	ร้อยละ 1.5	น้อยกว่าร้อยละ 1.5
กลุ่มที่ 1	8	6	5
กลุ่มที่ 2	2	15	6
กลุ่มที่ 3	0	9	11
รวม	10	30	22

ที่มา : จากการคำนวณ

จากตารางที่ 5.4 จะเห็นได้ว่า กองทุนในกลุ่มที่ 1 ซึ่งเป็นกลุ่มกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทน 3 ปีที่ดีที่สุด มีแนวโน้มที่จะคิดอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการในอัตราที่ค่อนข้างมากกว่ากลุ่มอื่น ส่วนกองทุนในกลุ่มที่ 3 ซึ่งเป็นกลุ่มกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทน 3 ปีที่แย่ที่สุด มีแนวโน้มที่จะคิดอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการในอัตราที่ต่ำกว่ากลุ่มอื่น

อย่างไรก็ตาม เมื่อนำข้อมูลมาศึกษาความสัมพันธ์ทางเศรษฐมิติ โดยใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบธรรมดา (Ordinary Least Square : OLS) มีตัวแปรตามและตัวแปรอิสระดังนี้

$$\text{Return}_i = \alpha + \beta_1 \text{Expense}_i + \mu_i$$

ตารางที่ 5.5 แสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม กับอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม

ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์
อัตราค่าธรรมเนียมการจัดการ	0.0999
(Expense)	(1.625826)
$R^2 = 0.0422$	F-statistic = 2.6433
Adjusted $R^2 = 0.0262$	Prob(F-statistic) = 0.1092
Durbin-Watson stat = 2.0260	

หมายเหตุ ตัวเลขบรรทัดบนแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

ผลการศึกษาดังแสดงตามตารางที่ 5.5 พบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมและอัตราค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ (ค่า t-statistic เท่ากับ 1.625826) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมที่เรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจัดการในอัตราที่สูงกว่า ไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มหลังหักค่าใช้จ่ายแล้วเพื่อมาชดเชยให้กับนักลงทุนได้มากกว่ากองทุนรวมที่คิดอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่ต่ำกว่า เพียงแต่สร้างผลตอบแทนได้เพียงพอที่จะชดเชยต้นทุนให้กับนักลงทุนเท่านั้น ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ

นอกจากนี้ เนื่องจากข้อมูลค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุนในประเทศไทย ถูกกำหนดให้คิดอัตราคงที่ตลอดอายุโครงการของกองทุน และอัตราค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บของแต่ละกองทุนก็มีความแตกต่างกันไม่มากนัก โดยอยู่ในช่วงร้อยละ 0.9 – 1.7 และกองทุนรวมเปิดตราสารทุนโดยส่วนใหญ่คิดค่าธรรมเนียมการจัดการอยู่ที่ร้อยละ 1.5 ซึ่งอาจส่งผลให้การทดสอบด้วยสมการถดถอยนั้น ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมและอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุนได้ ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาในต่างประเทศ ที่ค่าธรรมเนียมการจัดการสามารถเปลี่ยนแปลงได้ในระหว่างที่กองทุนเปิดดำเนินการ ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม และการพิจารณาเลือกลงทุนของนักลงทุน

อนึ่ง อัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมนั้น ในประเทศไทยต้องกำหนดไว้ก่อนที่จะเริ่มเปิดดำเนินการกองทุน ซึ่งจะถูกกำหนดเป็นอัตราคงที่ตลอดอายุของกองทุน และจะประกาศไว้ในหนังสือชี้ชวนของกองทุนนั้น โดยในการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมของกองทุนแต่ละกองทุนนั้น ขึ้นอยู่กับระดับความยากง่ายในการบริหารจัดการกองทุน นโยบายการลงทุนของกองทุนว่าเน้นลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มใด และนโยบายการลงทุนของบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนแต่ละแห่ง อีกทั้งยังเป็นเป็นเรื่องของกลยุทธ์ทางการตลาดในส่วนของ การตั้งราคาผลิตภัณฑ์ ดังนั้น ในการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจากกองทุนนั้น จึงมีปัจจัยหลายประการที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนต้องนำมาพิจารณาพร้อม นอกเหนือไปจากอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม