

พฤติกรรมของนักลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทย



นายวรชัย เตชะไพบุลย์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-17-5121-4

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

13 11.0. 2549

T22175611

# INVESTOR BEHAVIOR IN THAI EQUITY FUNDS

Mr.Vorachai Tejapaibul

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Science Program in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University


Academic Year 2005

ISBN 974-17-5121-4

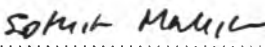
Thesis Title   INVESTOR BEHAVIOR IN THAI EQUITY FUNDS  
By   Mr. Vorachai Tejapaibul  
Field of study    Finance  
Thesis Advisor   Associate Professor Sunti Tirapat, Ph.D.

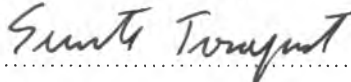
---


Accepted by the Faculty of Commerce and Accountancy, Chulalongkorn University  
in Partial Fulfillment of the Requirements for the Master 's Degree

 ..... Dean of the Faculty of Commerce and Accountancy  
(Assistant Professor Danuja Kunpanitchakit, Ph.D.)

#### THESIS COMMITTEE

 ..... Chairman  
(Associate Professor Sothitorn Mallikamas, Ph.D.)

 ..... Thesis Advisor  
(Associate Professor Sunti Tirapat, Ph.D.)

 ..... Member  
(Anant Chiarawongse, Ph.D.)

วรชัย เตชะไพฑูริย์ : พฤติกรรมของนักลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทย. (INVESTOR BEHAVIOR IN THAI EQUITY FUNDS) อ. ที่ปรึกษา: รศ.ดร.สันติ ธิรพัฒน์, 47 หน้า. ISBN 974-17-5121-4.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมหุ้นไทย จากผลการศึกษาการเลือกซื้อหน่วยลงทุนของนักลงทุนโดยสังเกตการไหลของกระแสเงินสดสุทธิเข้าออกจากกองทุน พบว่า นักลงทุนเลือกซื้อกองทุนโดยพิจารณาจากกองทุนที่มีขนาดสินทรัพย์ใหญ่ มีค่าธรรมเนียมการจัดการที่ต่ำ และให้ผลตอบแทนที่ไม่ผันผวน ทั้งนี้ นักลงทุนไม่ได้พิจารณาจากผลงานหรือผลตอบแทนของกองทุนในช่วงเวลาที่ผ่านมา ทั้งผลงานในระดับกองทุนกองเดียวและผลงานรวมของกองทุนอื่นๆภายใต้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมเดียวกัน นอกจากนี้พบว่า ธนาคารพาณิชย์มีส่วนช่วยทำให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่เป็นเครือเดียวกับธนาคารสามารถดึงดูดนักลงทุนได้ดีกว่าบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมอื่นที่ไม่มีธนาคารพาณิชย์สนับสนุน

สำหรับผลตอบแทนของกองทุนภายหลังจากที่มีการไหลของกระแสเงินสดสุทธิเข้าสู่กองทุนนั้น พบว่า ไม่ได้ทำให้กองทุนมีผลตอบแทนที่เหนือกว่าตลาดแต่อย่างใด กลยุทธ์การลงทุนโดยพิจารณาจากเม็ดเงินใหม่ที่ไหลเข้าสู่กองทุนไม่ได้สร้างผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดให้แก่ักลงทุน นักลงทุนไม่สามารถทำอะไรจากการลงทุนตามทิศทางกระแสของเงินลงทุน ไม่มีปรากฏการณ์เงินไหลเข้าเกิดขึ้นสำหรับตลาดกองทุนรวมไทย และยังพบอีกว่า ปริมาณกระแสเงินสดเข้าและออกรวมกัน ไม่ได้มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุน

เมื่อทดสอบความสามารถของนักลงทุนทั้งตลาดรวมกันแล้ว พบว่าการเลือกจังหวะในการลงทุนไม่ทำให้สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าการถือหน่วยลงทุนในระยะยาวได้ นอกจากนี้ การที่กระแสเงินสดไหลเข้าสู่กองทุนรวมหุ้นนั้น ไม่ได้เป็นการบ่งบอกกระแสทิศทางของตลาดว่าจะเคลื่อนที่ไปทิศทางใด และการเคลื่อนไหวของตลาดไม่ได้เป็นผลกระทบที่เกิดขึ้นจากกระแสเงินสดที่ไหลเข้าออกจากกองทุนรวมหุ้นไทย

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน  
สาขาวิชา การเงิน  
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อนิสิต.....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

# # 4682400526 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: MUTUAL FUND / THAI EQUITY FUND / PERFORMANCE / FLOWS / TIMING / SENTIMENT

VORACHAI TEJAPAIBUL : INVESTOR BEHAVIOR IN THAI EQUITY FUNDS. THESIS

ADVISOR : ASSOC. PROF. SUNTI TIRAPAT, Ph.D., 47 pp. ISBN 974-17-5121-4.

This paper studies the behavior of investors in Thai equity funds. I find that investors' fund selection, observed from money flows in and out of equity funds, prefers large funds with smooth returns and low management fees. Investors do not search for funds with past superior performance, both at the individual fund and the management company level. Commercial banks help their fund management affiliates attract funds better than non-bank affiliated peers.

No clear superior performance is found on funds following periods of superior net cash inflows. Trading strategies created based on new money portfolios do not generate abnormal return. Money is not smart. Following the flow of money would not earn investors above normal returns. Gross money flows do not affect fund performance either.

Timing trading strategy in mutual fund investments do not perform better than passive investing. Aggregate flows into equity funds is not a market sentiment indicator and market returns are not driven by money flows into local equity funds.

Department of Banking and Finance

Field of study Finance

Academic year 2005

Student's signature.....*Vorachai Tejapaibul*.....

Advisor's signature.....*Sunti Tirapat*.....

ต้นฉบับ หน้าขาดหาย

## Table of Contents

Chapter	Page
Thai abstract .....	iv
English abstract .....	v
Acknowledgements .....	vi
Table of contents .....	vii
<b>I Introduction</b> .....	<b>1</b>
1.1 Objectives of the study .....	2
1.2 Scope of the study .....	2
1.3 Limitations .....	2
1.4 Contributions .....	3
1.5 Organization of the paper .....	3
<b>II Literature review</b> .....	<b>4</b>
2.1 Concept and theoretical background .....	4
2.1.1 Studies on following the flow of money .....	4
2.1.2 Studies on relationships between flows and fund characteristics .....	7
2.1.3 Studies on aggregate fund flow to mutual funds .....	7
2.2 Empirical Evidence .....	8
2.2.1 Fund flows and fund characteristics .....	8
2.2.2 Smart Money .....	8
2.2.3 Market sentiment .....	9
2.3 Empirical Evidence on Thai mutual funds from Thai scholars' dissertations .....	9
<b>III Methodologies</b> .....	<b>12</b>
3.1 Availability of Data .....	12
3.1.1 NAV and TNA data .....	12
3.1.2 Fund flow data .....	12
3.1.3 Expense ratio data .....	12
3.1.4 Fund companies shareholding/management structure .....	12
3.1.5 Other data .....	13

Chapter	Page
3.2 Hypotheses.....	13
3.3 Methodologies.....	13
3.3.1 Relationships between fund flows and fund characteristics :	
Sirri and Tufano (1998).....	13
3.3.1.1 Relationship to fund returns.....	14
3.3.1.2 Relationship to fund expense ratio.....	14
3.3.1.3 Relationship to fund size.....	15
3.3.1.4 Relationship to fund riskiness.....	15
3.3.1.5 Relationship to returns of funds under management of the fund company.....	15
3.3.2 Relationship between fund flow and portfolios of fund return.....	16
3.3.3 Commercial banks attracting flows.....	16
3.3.4 Relationships between fund returns and fund flow characteristics.....	17
3.3.4.1 Relationships to net flows.....	17
3.3.4.2 Relationships to gross flows.....	17
3.3.5 Performance of New Money Portfolios.....	18
3.3.5.1 Estimated by Simple Grouping Method.....	18
3.3.5.2 Estimated by Portfolio regression method :	
Zheng (1999).....	18
3.3.5.3 Estimated by Fund regression method : Gruber (1996).....	20
3.3.6 Aggregate investor timing skill.....	21
3.3.6.1 Buy-Sell vs. Hold observation.....	21
3.3.6.2 Treynor-Mazuy (1966) approach.....	22
3.3.7 Indicator to market sentiment.....	22
3.3.7.1 Aggregate flows as sentiment indicator.....	22
3.3.7.2 Unexpected flows as sentiment indicator.....	23
IV Results.....	24



<b>Chapter</b>		
<b>Page</b>		
4.1	Investor behavior observed on fund flows.....	24
	4.1.1 Investor reaction to past return.....	26
	4.1.2 Investor reaction to past abnormal return.....	26
	4.1.3 Investor reaction to management fees.....	27
	4.1.4 Investor reaction to fund size.....	28
	4.1.5 Investor reaction to fund riskiness.....	28
	4.1.6 Performance of the whole fund company.....	28
	4.1.7 Grouping returns into deciles.....	29
	4.1.8 Commercial banks attract funds.....	30
4.2	Returns aftermath to flows.....	30
	4.2.1 Returns to net money flows.....	30
	4.2.2 Returns to gross money flows.....	32
4.3	Performance of new money portfolios.....	32
	4.3.1 Estimated by simple grouping method.....	34
	4.3.2 Estimated by Portfolio regression method : Zheng (1999).....	34
	4.3.3 Estimated by Fund regression method : Gruber (1996).....	34
4.4	Investor timing of mutual fund investments.....	37
4.5	Equity funds as market sentiment indicator.....	39
<b>V Conclusion</b>		42
5.1	Conclusion.....	42
5.2	Suggestion for further study.....	42
<b>References</b>		44
<b>Biography</b>		47

## List of Tables

Table	Page
I Equity Fund Basic Statistics.....	25
II The Relationship of Fund Flows to Past Characteristics in Thai Equity Funds.....	27
III The Relationship of Fund Flows to Past Characteristics in Thai Equity Funds and Performance of the Asset Management Companies.....	29
IV Simple Test of Flow Portfolios Ranked by Past Return.....	31
V Attractiveness of Funds that are Affiliates of Commercial Banks.....	32
VI The Relationship of Returns to Past Characteristics in Thai Equity Funds.....	33
VII Performance of New Money Portfolios Estimated by Simple Grouping Method.....	35
VIII Performance of New Money Portfolios Estimated by Simple Excess Returns and Risk-Adjusted Returns Using the Portfolio Regression Approach.....	36
IX Performance of New Money Portfolios Estimated by Risk-Adjusted Returns Using the Fund Regression Approach.....	38
X Return Comparison Between Hold and Buy-Sell Mutual Fund Investors.....	40
XI Aggregate Money Flow of Mutual Funds as an Indicator to Market Sentiment.....	41