

บทที่ 5

ข้อมูล

5.1 กลุ่มตัวอย่าง

5.1.1 แหล่งข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับการวิจัยพฤติกรรมของนักลงทุนและผู้จัดการกองทุนรวมในประเทศไทยนั้นเป็นข้อมูลรายเดือนดังนี้ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (Net Asset Value; NAV) อายุของกองทุน (Age) มูลค่าขาย (inflow) และมูลค่ารับซื้อคืน (outflow) ของกองทุนรวม โดยเก็บมาจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ซึ่งเป็นองค์กรของภาครัฐมีหน้าที่กำกับดูแล ออกระเบียบ ข้อบังคับในธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจการจัดการลงทุน โดยทาง ก.ล.ต. กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมต้องรายงานข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับกองทุนรวมต่างๆเป็นรายเดือนเพื่อเปิดเผยแก่สาธารณชนเป็นข้อมูลประกอบการลงทุน และในส่วนของข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) และราคาหลักทรัพย์แต่ละตัวซึ่งนำมาวิเคราะห์ในส่วนของงบดุลกองทุนรวม เก็บมาจากฐานข้อมูล DataStream ซึ่งเป็นบริษัทขายข้อมูลที่เป็นที่รู้จักและยอมรับจากทั่วโลก ดังนั้นจึงเชื่อว่าข้อมูลที่นำมาศึกษาเป็นข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือสูง

5.1.2 ช่วงเวลาและประเภทของกองทุนรวมที่เลือกมาใช้ในการศึกษา

ความถี่ของข้อมูลในการศึกษาเป็นรายเดือนซึ่งเป็นข้อมูลที่ถี่ที่สุดที่รายงานโดย ก.ล.ต. และเป็นความถี่ของข้อมูลที่การศึกษาในประเทศต่างๆมักนิยมใช้ ข้อมูลที่ศึกษาเริ่มตั้งแต่เดือนมกราคมปี.ศ. 2543 ถึงเดือนธันวาคมปี.ศ. 2548 รวมทั้งสิ้น 72 เดือน

กองทุนที่ใช้ในงานวิจัยเป็นกองทุนเปิดจำนวน 99 กองทุนที่ลงทุนในตราสารทุนในประเทศไทย และเลือกศึกษาเฉพาะกองทุนเปิดที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนแบบทั่วไป เนื่องจากกองทุนที่มีนโยบายที่ต่างกันจะมีสินทรัพย์ที่อยู่ในการจัดการที่มีความเสี่ยงที่แตกต่างกันและผลตอบแทนที่แตกต่างกัน นอกจากนี้การนับรวมกองทุนเปิดตราสารทุนที่ลงทุนในประเทศไทยทั้งหมดที่รวมถึงกองทุนรวมประเภทพิเศษต่างๆอาจจะทำให้เกิดคลาดเคลื่อนในผลลัพธ์ได้ ดังนั้นข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้จึงไม่นับรวมถึงกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund : RMF) และ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund : LTF) ซึ่งกองทุนประเภทนี้ได้รับการสนับสนุนจากทางรัฐบาลโดยให้สิทธิพิเศษทางภาษีแก่นักลงทุนที่ลงทุนเป็นระยะเวลานาน

ประกอบกับกองทุนประเภทดังกล่าวบาง บลจ. จะกำหนดระยะเวลาการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ได้แก่ การรับซื้อคืนหน่วยลงทุนปีละ 2 ครั้ง เป็นต้น ซึ่งอาจจะส่งผลให้ผลการศึกษาถูกบิดเบือนจากปริมาณเงินทุนไหลออกที่มีจำนวนมากในบางเดือนที่ บลจ. กำหนดให้นักลงทุนสามารถนำหน่วยลงทุนมาขายคืนได้ รวมทั้งการที่ไม่ได้พิจารณาว่ากองทุนรวมชนิดพิเศษดังกล่าวนี้เป็นคู่แข่งกันทางตรงกับกองทุนรวมเปิดตราสารทุนชนิดทั่วไปอีกด้วย

ข้อมูลที่ใช้ได้พยายามลดผลของความคลาดเคลื่อนอันอาจเกิดจาก survivorship bias โดยได้รวมเอากองทุนรวมทั้งหมดที่เปิดดำเนินการอยู่ในช่วงเวลาที่ศึกษา แม้ว่ากองทุนรวมนั้นอาจจะปิดตัวไปในระหว่างช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ทั้งนี้สำหรับกลุ่มตัวอย่างของการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการโดยเปรียบเทียบตอนกลางปีและการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงในครึ่งหลังของปีของผู้จัดการกองทุนรวมนั้นมีข้อจำกัดว่ากองทุนจะต้องมีการเปิดดำเนินการตลอดทั้งปีในปีใดปีหนึ่ง หรือหลายปีของช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เช่น หากกองทุน i มีการดำเนินการตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2542 ถึงเดือนมิถุนายน 2545 กองทุนรวม i จะถูกรวมอยู่ในกลุ่มตัวอย่างของปี 2543 และ 2544 เท่านั้น

5.1.3 การนำข้อมูลเบื้องต้นมาใช้ในการศึกษา

มูลค่าขาย และมูลค่ารับซื้อคืน หมายถึง ปริมาณเงินที่ บลจ. รับมาจากนักลงทุนที่เข้ามาซื้อหน่วยลงทุน (inflow) และจ่ายออกไปเมื่อนักลงทุนมาขายคืนหน่วยลงทุน (outflow) ตามลำดับ ซึ่งข้อมูลนี้เป็นข้อมูลที่มีเฉพาะในกองทุนแบบเปิดเท่านั้น โดยสามารถนำมามูลค่าขาย และมูลค่ารับซื้อคืนของกองทุนรวมต่างๆ มาคำนวณหาเงินไหลเข้า-ออกสุทธิของกองทุนรวม (netflow) ในรอบเดือนนั้นได้ดังนี้

$$\text{Netflow}_{i,t} = \text{Inflow}_{i,t} - \text{Outflow}_{i,t}$$

จากนั้นจึงทำการคำนวณหาผลตอบแทนรวม (raw return; $r_{i,t}$) เพื่อใช้สำหรับในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนสะสม ($R_{i,M}$) และอัตราส่วน Sharpe Ratio ($R_{i,M} / \sigma_i$) ต่อกันจากข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) และปริมาณเงินไหลเข้า-ออกสุทธิ (netflow) ของกองทุนรวมนั้นๆ ดังนี้

$$r_{i,t} = \ln [(\text{NAV}_{i,t} - \text{Netflow}_{i,t}) / \text{NAV}_{i,t-1}]$$

โดยที่ $r_{i,t}$ คือผลตอบแทนรวมที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการถือหน่วยลงทุนในแต่ละเดือน และ $\text{NAV}_{i,t}$ คือมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมปลายเดือนที่ t

โดยที่การวิจัยครั้งนี้ใช้ตัววัดผลประกอบการในอดีตโดยเปรียบเทียบของกองทุนรวมเป็น "อันดับของผลประกอบการ" ซึ่งสะท้อนผลประกอบการของกองทุนรวมในช่วงเวลานั้นๆ เมื่อเทียบกับกองทุนรวมอื่นๆ โดยอันดับผลตอบแทนนี้ได้มาจากการเรียงค่าผลตอบแทนรวมจากมากไปหาน้อยในแต่ละช่วงเวลา กำหนดให้กองทุนรวมที่มีผลประกอบการดีมีอันดับผลประกอบการเข้าใกล้หนึ่ง และกองทุนรวมที่มีผลประกอบการไม่ดีมีค่าอันดับเข้าใกล้ศูนย์ และจากตารางที่ 5.1 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (correlation) ของตัวแปรวัดผลประกอบการโดยเปรียบเทียบทั้ง 6 แบบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแปรแต่ละแบบมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกต่อกันตั้งแต่ 0.21 จนถึง 0.90 ซึ่งคาดว่าน่าจะทำให้พบผลการศึกษาที่สอดคล้องกันสำหรับตัวแปรต่างๆ ที่มีค่าสหสัมพันธ์ต่อกันที่สูง

ตารางที่ 5.1 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (correlation) ของตัวแปรวัดผลประกอบการโดยเปรียบเทียบของกองทุนรวม ซึ่งใช้ตัวแปรเป็นอันดับของผลตอบแทนรวม และอันดับอัตราส่วน Sharpe Ratio

	Rank1	Rank2	Rank3	Rank6	Rank12	Sharpe Ratio
Rank1	1.00					
Rank2	0.64	1.00				
Rank3	0.51	0.77	1.00			
Rank6	0.36	0.52	0.66	1.00		
Rank12	0.24	0.36	0.47	0.68	1.00	
Sharpe Ratio	0.21	0.31	0.41	0.63	0.90	1.00

นอกจากนี้ อายุของกองทุนที่นำมาใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลที่ได้มาจากการนับจำนวนเดือน โดยเริ่มตั้งแต่เดือนที่กองทุนรวมนั้นๆ จัดทะเบียนจัดตั้งกองทุนรวมเป็นต้นมา

5.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

จำนวนกองทุนรวมเปิดตราสารทุนในประเทศไทย ณ สิ้นปีพ.ศ. 2548 มีทั้งหมด 136 กองทุน ซึ่งเป็นจำนวนที่รวมถึงกองทุนรวมเปิดตราสารทุนแบบพิเศษ ได้แก่ กองทุนรวมตราสารทุนเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) กองทุนรวมตราสารทุนระยะยาว (LMF) และกองทุนรวมดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Index Fund) ขณะที่ข้อมูลที่นำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างในวิจัยนี้ได้ละทิ้งกองทุนรวมประเภทดังกล่าวออกไป จึงมีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 99 กองทุน และโดยเฉลี่ยต่อเดือนมีจำนวนกองทุนรวมสำหรับการวิเคราะห์เท่ากับ 83 กองทุนซึ่งแสดงในตารางที่ 5.2 นอกจากนี้พบว่ากองทุนรวมโดยเฉลี่ยมีสินทรัพย์สุทธิเท่ากับ 437.9 ล้านบาท และมีเงินทุนไหลเข้าสุทธิและ

เงินทุนไหลออกสุทธิต่อเดือนมากที่สุด 5,962 ล้านบาท และ - 6,832 ล้านบาทตามลำดับ ซึ่งโดยเฉลี่ยแล้วมีปริมาณเงินทุนไหลเข้า-ออกกองทุนรวมต่อเดือนเท่ากับ 0.6 ล้านบาท

และเนื่องจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างไม่ได้จำกัดให้กองทุนรวมต้องคงอยู่ตลอดตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 - 2548 จึงทำให้มีข้อมูลทั้งกองทุนรวมที่จัดตั้งมานานถึง 232 เดือน และที่เพิ่งจัดตั้งได้ 1 เดือนรวมอยู่ในกลุ่มตัวอย่างด้วย โดยพบว่ากองทุนรวมมีอายุเฉลี่ย 100 เดือน หรือประมาณ 8 ปี สะท้อนว่าข้อมูลกลุ่มตัวอย่างโดยมากเป็นกองทุนรวมที่มีอายุมาก

ตารางที่ 5.2 แสดงข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมเปิดตราสารทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2543 - 2548 จำนวน 99 กองทุน ซึ่งเป็นข้อมูลรายเดือนรวม 72 เดือน

	Mean	Median	Max	Min	SD
จำนวนกองทุนรวม	83	82	91	77	5
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (ล้านบาท)	437.9	217.2	12,666.6	7.6	764.4
ปริมาณเงินไหลเข้า-ออก (ล้านบาท)	0.6	(0.4)	5,962.4	(6,832.0)	153.9
อายุกองทุนรวม (เดือน)	100	102	232	1	40

ตารางที่ 5.3 แสดงผลการวิเคราะห์เบื้องต้นของอัตราผลตอบแทนของตลาด (SET Index) และของกองทุนรวม พบว่าอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกองทุนรวมเปิดตราสารทุนในช่วงปี พ.ศ. 2543 - 2548 มีความใกล้เคียงกับผลตอบแทนของตลาด โดยกองทุนรวมและตลาดมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ 0.64 และ 0.55 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม พบว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมมีความผันผวนระหว่างแต่ละกองทุนค่อนข้างสูง สะท้อนจากการมีกองทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนได้มากที่สุดถึงร้อยละ 52.96 และมีกองทุนที่ขาดทุนในผลประโยชน์ประกอบการมากที่สุดถึงร้อยละ 39.91

อัตราส่วน Risk Adjusted Ratio ที่เป็นอัตราส่วนของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในช่วงครึ่งหลังของแต่ละปีหารด้วยส่วนแรกของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน M เดือนแรกของแต่ละปี พบว่าเมื่อเข้าสู่ครึ่งปี กองทุนรวมมีแนวโน้มที่จะมีความเสี่ยงรวมหรือความผันผวนของอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้น เห็นได้จากค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยที่เพิ่มมากขึ้นเมื่อค่า M เปลี่ยนจากเท่ากับ 6 เป็น 7 และ 8 เช่นเดียวกับกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วน RAR ของตลาด¹⁶ (SET Index) ที่เพิ่มขึ้นเมื่อค่า M

¹⁶ ค่าเฉลี่ยอัตราส่วน RAR ของตลาดเพิ่มจาก 0.83 เป็น 0.92 และ 0.97 เมื่อ M = 6, 7, 8 ตามลำดับ

เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่ากองทุนรวมมีอัตราส่วนความผันผวนของผลตอบแทนหรืออัตราส่วน RAR มากที่สุด 39.14 และที่น้อยที่สุด 0.04 ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่แตกต่างกันมากเมื่อเทียบกับอัตราส่วน RAR ของตลาดที่มีค่ามากที่สุดเท่ากับ 1.35 และน้อยที่สุดเท่ากับ 0.44 จึงทำให้สามารถวิเคราะห์เบื้องต้นได้ว่าอาจจะพบพฤติกรรมกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมเมื่อเข้าใกล้สิ้นปีตามสมมติฐานที่ 3 ในอุตสาหกรรมกองทุนเปิดตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2543 – 2548

ตารางที่ 5.3 แสดงผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความผันผวนของผลตอบแทนเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมเปิดตราสารทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ ปี พ.ศ.2543 - 2548

	Mean	Median	Max	Min	SD
ผลตอบแทนตลาดรายเดือน (SET Index)	0.0055	0.0088	0.2120	-0.2436	0.0794
ผลตอบแทนกองทุนรายเดือน	0.0064	0.0120	0.5296	-0.3991	0.0805
Sharpe Ratio (12 เดือน)	2.4077	1.4277	31.3124	-6.2704	4.5965
Risk Adjusted Ratio (RAR)					
M=6 (SD6+ / DS6-)	1.13	0.90	27.61	0.04	1.52
M=7 (SD5+ / DS7-)	1.15	0.89	31.76	0.05	1.77
M=8 (SD4+ / DS8-)	1.24	0.96	39.14	0.05	2.13

นอกจากนี้ เมื่อแยกการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นออกเป็นรายปีในตารางที่ 5.4 พบว่ากลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมทั้งหมดมีสินทรัพย์สุทธิ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 เท่ากับ 52,616 ล้านบาท ลดลง 24,420 ล้านบาทจากปี พ.ศ. 2546 โดยเป็นการไหลออกสุทธิของเงินทุนในระหว่างปี พ.ศ. 2548 จำนวน 15,922 ล้านบาท ซึ่งอาจเป็นเงินทุนที่ไหลไปสู่กองทุนรวมตราสารทุนเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) กองทุนรวมตราสารทุนระยะยาว (LMF) ที่สามารถหักเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีเงินได้ส่วนบุคคลได้ ประกอบกับการที่ในปี พ.ศ. 2546 เป็นปีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเติบโตสูง จากค่าดัชนี SET Index ที่ 356.48 ตอนต้นปีเป็น 772.15 ณ สิ้นปี พ.ศ. 2546 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมในปี พ.ศ. 2546 มีค่าที่สูงถึงร้อยละ 6.40 ซึ่งสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยในกลุ่มตัวอย่างของปีอื่นๆตั้งแต่ปี 2543 เป็นต้นมา อย่างไรก็ตามตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 – 2548 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมมีการเติบโตเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยร้อยละ 21 ต่อปี ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับการส่งเสริมการลงทุนจากภาครัฐบาล

ขณะที่ปริมาณเงินไหลเข้า-ออกสุทธิของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมในปี พ.ศ. 2543 – 2548 ที่แสดงในตารางที่ 5.4 มีเงินทุนไหลออกสุทธิเกือบทุกปี ยกเว้นเพียงปี พ.ศ. 2546 - 2547 เท่านั้นที่มีปริมาณเงินไหลเข้าสุทธิกองทุนรวมเป็นบวก โดยเฉพาะในปี พ.ศ. 2546 ซึ่งมีปริมาณเงินไหลเข้าสุทธิสูงถึง 24,516 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 32 ของมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนรวม ณ สิ้นปี 2546 และโดยรวมแล้วปริมาณเงินไหลเข้า-ออกสุทธิตลอด 6 ปี ของข้อมูลที่น่ามาศึกษานี้มีมูลค่าเท่ากับ 3,906 ล้านบาท

ตารางที่ 5.4 แสดงผลข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง กองทุนรวมเปิดตราสารทุนในประเทศไทย โดยแบ่งข้อมูลออกเป็นรายปี ตั้งแต่ ปี พ.ศ.2543- 2548 จำนวน 99 กองทุน

	2543	2544	2545	2546	2547	2548
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ณ สิ้น ปี (ล้านบาท)	16,651	17,033	21,594	77,036	64,898	52,616
ปริมาณเงินไหลเข้า-ออกสุทธิ (ล้านบาท)	(2,656)	(1,609)	(1,933)	24,516	1,510	(15,922)
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรวม	-0.0444	0.0065	0.0182	0.0640	-0.0112	0.0039