

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย



วิทยานิพนธ์/สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2560



.....
พิชญา ศิริมณีรัตน์
ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช,
Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ธีรรัตน์ เตชพิรุณทอง,
Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
ดวงพร อากาศศิลป์,
Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา,
Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออก กองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย งานฉบับนี้จะเสร็จสมบูรณ์ไปไม่ได้ถ้าหากขาดคำปรึกษาและคำแนะนำที่ดีจาก ศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช และรองศาสตราจารย์ชาติริ จันทรโคติกา ที่กรุณา คอยให้คำปรึกษาและคำแนะนำที่ดีในการทำการศึกษาฉบับนี้ ซึ่งคณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

รวมทั้งคณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจคณะผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า สารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากก็น้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ จะทำการศึกษา เรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด คณะผู้วิจัย ขอรับไว้ และขออภัยมา ณ ที่นี้

นางสาว พิษญา ศิริมณีรัตน์

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย
A STUDY OF FACTORS AFFECTING ON FLOW OF THAI EQUITY FUNDS

พินิจา ศิริมณีรัตน์ 5850075

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์
ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้วิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมหุ้น (Equity Funds) จำนวนรวมทั้งสิ้น 80 กองทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ 2558 (10 ปี)

จากการศึกษาครั้งนี้ พบว่าปัจจัยหลักที่ส่งผลสำคัญต่อการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมหุ้นคือ อัตราผลตอบแทนรายเดือน (Total Return) ทั้งเดือนปัจจุบัน และเดือนก่อนหน้า ซึ่งมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ บ่งชี้ว่าเมื่อผลตอบแทนระยะสั้นมีการปรับตัว นักลงทุนมักจะตอบสนองในทิศทางตรงข้ามเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น และผลการจัดอันดับโดย Morning Star ก็เป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยเฉพาะกองทุนที่ได้รับการจัดอันดับตั้งแต่ 4 ดาวขึ้นไปจะส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยเพิ่มขึ้น

คำสำคัญ : Net Fund Flows/ Equity Funds

40 หน้า

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 แนวคิดที่ใช้ศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	5
2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	10
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	13
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	13
บทที่ 4 ตัวแปร	15
4.1 ตัวแปรตาม	15
4.2 ตัวแปรอธิบาย	15
บทที่ 5 วิธีการทางสถิติและแบบจำลอง	23
5.1 วิธีการทางสถิติ	23
บทที่ 6 ผลการศึกษา	28
6.1 Panel Data Analysis	28
6.2 การอธิบายผลการทดสอบทางสถิติ	31
6.3 ผลการวิเคราะห์ด้วย Dynamic Panel Data Model	33
บทที่ 7 สรุปผลการศึกษา	34
7.1 ข้อจำกัดทางการศึกษา	34
7.2 แนวทางการทำวิจัยต่อไป	34

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บรรณานุกรม	35
ภาคผนวก	37
Appendix A	39
ประวัติผู้วิจัย	40



สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1	13
4.1	20
5.1	25
6.1	28
6.2	30
A-1	37
A-2	38
A-3	38
A-4	39

สารบัญรูปภาพ

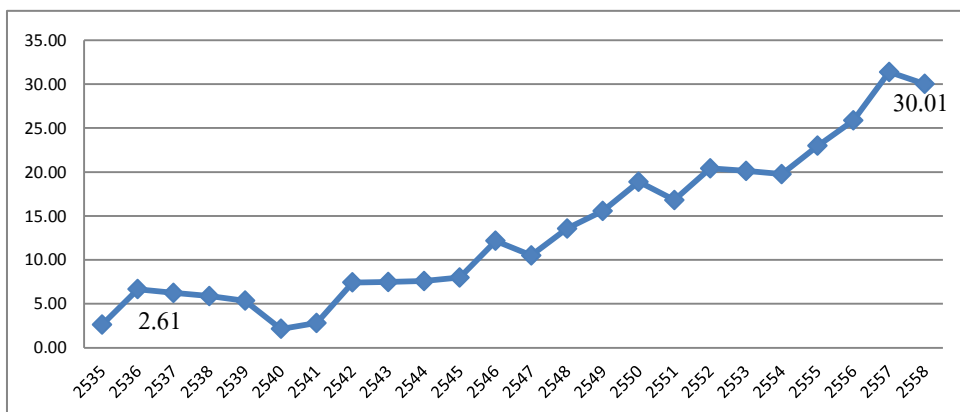
ภาพที่		หน้า
1.1	แสดงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวมเทียบ GDP ปี 2535 – 2558	2
1.2	แสดงจำนวนกองทุนใน ปี 2535 – 2558	2
1.3	แสดงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุนกองทุนรวมหุ้นในประเทศ	3
2.1	ผลการกระจายการลงทุนที่มีต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์	8
2.2	ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์	10
3.1	แสดงการจัดอันดับกองทุน (Morningstar Rating)	21



บทที่ 1

บทนำ

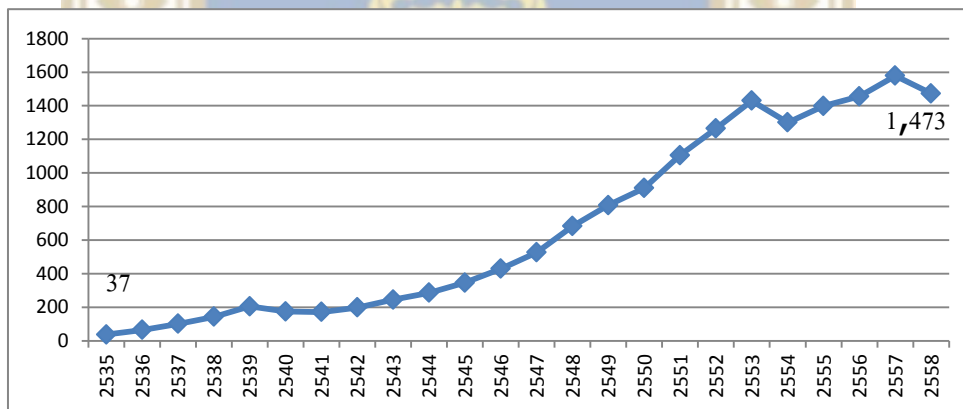
การออมเงินและการลงทุนของประชาชนในปัจจุบัน เริ่มมีการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์และพัฒนามากขึ้นจากอดีตที่ส่วนใหญ่จะเป็นการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ แต่ในปัจจุบันเริ่มมีความสนใจการลงทุนในเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ เช่น การลงทุนในทองคำ หรือการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล นอกจากนี้สถาบันการเงินต่างๆ ได้เสนอผลิตภัณฑ์ทางการเงินหลากหลายรูปแบบ เพื่อตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น การออกกองทุนรวมประเภทต่างๆ ทำให้นักลงทุนประเภทบุคคลธรรมดาสามารถเลือกลงทุนผ่านกองทุนเหล่านั้นได้ ปัจจุบันการลงทุนเพื่อการออมผ่านกองทุนรวมเป็นที่รู้จักกันมากขึ้น เนื่องจากประชาชนเริ่มเข้าใจถึงประโยชน์ของการลงทุนผ่านตัวแทนที่เป็นมืออาชีพ ซึ่งจะลดความเสี่ยงจากการลงทุนด้วยตนเอง กองทุนรวมจึงเป็นเครื่องมือในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน เนื่องจากนักลงทุนต้องการเคลื่อนย้ายแหล่งลงทุนหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนต่ำกว่า ไปยังแหล่งลงทุนที่มีความมั่นคงและมีโอกาสในการทำกำไรได้มากกว่า การเติบโตของธุรกิจกองทุนรวมของไทยเป็นผลจากนโยบายส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์จัดการลงทุนและการพัฒนาตลาดทุน นับตั้งแต่วิกฤตการเงินโลกในปี 2551 ทำให้ผู้ออมหันมาลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมมากขึ้น เพราะนอกจากจะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนสูงกว่าเงินฝากและได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากกองทุนรวมบางประเภทแล้ว การลงทุนในกองทุนรวมยังเป็นช่องทางหนึ่งในการกระจายความเสี่ยงของผู้ลงทุนด้วย สำหรับขนาดของธุรกิจกองทุนรวม เมื่อพิจารณาจากมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการของกองทุนรวม (Net Asset Value: NAV) ขยายตัวร้อยละ 2.61 ต่อ GDP ในปี 2535 และร้อยละ 30.10 ต่อ GDP ในปี 2558 ปรับเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับ ปี 2535 ที่ร้อยละ 27.49 ต่อ GDP (ภาพที่ 1)



ภาพที่ 1.1 : แสดงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวมเทียบกับ GDP ปี 2535 – 2558

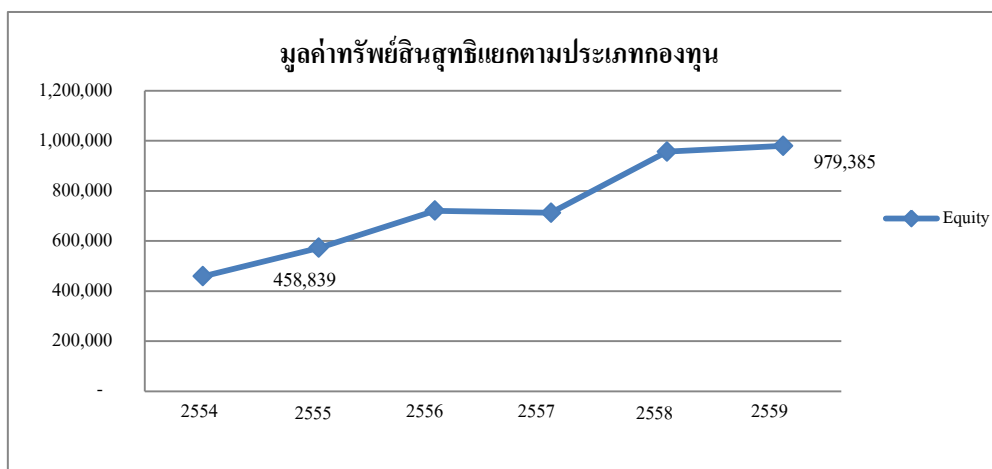
ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

ขณะเดียวกัน ความหลากหลายของกองทุนรวมก็เพิ่มขึ้นทั้งประเภทและจำนวนของกองทุน โดยในปี 2558 กองทุนรวมมีจำนวน 1,473 กองทุน เพิ่มขึ้นจาก 37 กองทุนในปี 2535 (ภาพที่ 2) และเมื่อพิจารณามูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมหุ้นประเทศไทย (Equity) ในระหว่างปี 2554 - 2559 พบว่าปรับเพิ่มขึ้นจากปีฐาน 43% (ภาพที่ 3)



ภาพที่ 1.2 : แสดงจำนวนกองทุนในปี 2535 – 2558

ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน



ภาพที่ 1.3 : แสดงมูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุน

ที่มา : สมาคม บริษัทจัดการลงทุน (AIMC)

ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จึงเป็นโอกาสที่ดีในการเพิ่มเติมและขยายขอบเขตองค์ความรู้เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลเข้า-ออก ของเงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิตั้งจะเป็นประโยชน์ทั้งในด้านวิชาการและในด้านการประยุกต์ใช้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการบริหารเพื่อส่งเสริมสนับสนุนให้เกิดการลงทุนจากนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ

ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้นำปัจจัยที่น่าจะมีผลกระทบต่อมูลค่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งประกอบไปด้วยปัจจัยต่างๆ ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Frontend), อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในส่วนที่มากกว่าเกณฑ์ชี้วัด (Information Ratio), ผลตอบแทนรวม (Total Return) ในรอบระยะเวลา 1 เดือน, 3 เดือน, 6 เดือน, และ 12 เดือน, อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield), ระยะเวลาการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน (Settlement Day), ความผันผวนของกองทุน (Standard Deviation), การจัดอันดับผลประกอบการกองทุนโดย Morning Star, ปัจจัยด้านผู้บริหารกองทุนระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่มิใช่ ธนาคาร (Bank/Non-Bank), และผลของฤดูกาล (Seasonal)

วิธีการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) ที่แต่ละหน่วยสำรวจมีข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลา (Time Series Data) ซึ่งเรียกว่า ข้อมูลอนุกรมภาคตัดขวาง (Panel Data) โดยใช้ข้อมูลกองทุนรวมหุ้นทั่วไป (Equity) จำนวนรวมทั้งสิ้น 80 กองทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ 2558 (10 ปี)

จากการศึกษาครั้งนี้ พบว่าปัจจัยหลักที่ส่งผลสำคัญต่อการไหลของเงินทุน ผู้กองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยคือ อัตราผลตอบแทนรายเดือน (Total Return) ทั้งเดือนปัจจุบัน และเดือนก่อนหน้า ซึ่งมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ บ่งชี้ว่าเมื่อผลตอบแทนระยะสั้นมีการปรับตัว นักลงทุนมักจะตอบสนองในทิศทางตรงข้ามเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น และผลการจัดอันดับโดย Morning Star ก็เป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยเฉพาะกองทุนที่ได้รับจัดอันดับตั้งแต่ 4 ดาวขึ้นไปจะส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อเพิ่มขึ้น

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theories and Literature Review), วิธีการทางสถิติ (Statistical Methods), ผลการทดสอบ (Results), และสรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ



บทที่ 2

แนวคิดที่ใช้ศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ปัจจุบันนักลงทุนเริ่มหันมาสนใจการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นเพิ่มมากขึ้น ดังนั้น การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อกองทุนรวมหุ้นจึงเป็นเรื่องน่าสนใจและมีประโยชน์ต่อนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนสามารถนำข้อมูลต่างๆ เหล่านั้นมาใช้ประกอบการพิจารณาก่อนการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตาม จากงานศึกษาที่ผ่านมาในอดีตพบว่านักลงทุนให้ความสนใจกับข้อมูลทั้งเชิงบวกและลบ ผู้ศึกษาจึงขอรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพื่อศึกษาและนำเสนอปัจจัยที่สามารถอธิบายพฤติกรรมของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย โดยได้รวบรวมไว้มีรายละเอียดดังนี้

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

ปัจจุบันนักลงทุนเริ่มหันมาสนใจการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นเพิ่มมากขึ้น ดังนั้น การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อกองทุนรวมหุ้นจึงเป็นเรื่องน่าสนใจและมีประโยชน์ต่อนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนสามารถนำข้อมูลต่างๆ เหล่านั้นมาใช้ประกอบการพิจารณาก่อนการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตาม จากงานศึกษาที่ผ่านมาในอดีตพบว่านักลงทุนให้ความสนใจกับข้อมูลทั้งเชิงบวกและลบ ผู้ศึกษาจึงขอรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพื่อศึกษาและนำเสนอปัจจัยที่สามารถอธิบายพฤติกรรมของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย โดยได้รวบรวมไว้มีรายละเอียดดังนี้

การศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงในกองทุนรวมที่ลงทุนในประเทศ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบเอกสารที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

2.1.1 ผลตอบแทนจากการลงทุน

2.1.2 ความเสี่ยงในการลงทุน

2.1.3 ทฤษฎีการกระจายความเสี่ยง

2.1.1 ผลตอบแทนจากการลงทุน

Modigliani and Pogue (1974) กล่าวถึงการลงทุนใดๆ ก็ตาม ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในทรัพย์สินและกิจการ (Real Investment) หรือการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Investment) ผู้ลงทุนก็คาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนทางการลงทุนและต้องการผลตอบแทนมากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้

ผลตอบแทนจากการลงทุน หมายถึง ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับจากการลงทุนในกิจการ เช่นทรัพย์สิน หลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงิน ผลตอบแทนอาจจะเป็นตัวเงินหรือไม่เป็นตัวเงินผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน อยู่ในรูปของกำไร ดอกเบี้ย รวมถึงเงินปันผล และผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน เป็นความพึงพอใจของผู้ลงทุนหรือสิทธิประโยชน์อย่างอื่น ส่วนใหญ่ผู้ลงทุนจะใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยง วัตถุประสงค์หลักของผู้ลงทุน คือต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงสุดในระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ผลตอบแทนจึงเป็นแรงจูงใจที่สำคัญในกระบวนการลงทุน

แหล่งที่มาของผลตอบแทนจากการลงทุน ประกอบด้วยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในการลงทุนจากแหล่งต่าง ๆ ดังนี้

- กำไร (ขาดทุน) จากส่วนต่างของราคา (Capital Gain (Loss)) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price change) ของหลักทรัพย์
- รายได้จากเงินสดที่หลักทรัพย์จ่ายระหว่างกาล (Cash distribution) ผู้ออกหลักทรัพย์อาจจ่ายเงินสดให้แก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อตอบแทนแก่ผู้ลงทุนที่ได้นำเงินมาลงทุนในหลักทรัพย์นั้น และผู้ออกหลักทรัพย์สามารถนำเงินที่ได้จากการขายหลักทรัพย์ไปทำประโยชน์เงินสดที่หลักทรัพย์จ่ายเป็นผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนมี 2 รูปแบบ ขึ้นกับประเภทหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนเลือก ดังนี้

(ก) คูปอง (Coupon) ในกรณีที่ผู้ลงทุนลงทุนในตราสารหนี้ ซึ่งส่วนใหญ่ประกอบไปด้วยพันธบัตรและหุ้นกู้ ตราสารหนี้เหล่านี้จะเสนอคูปองเป็นเงินสด จ่ายตอบแทนแก่ผู้ลงทุนตามอัตราที่ตรา (face value) ของตราสารหนี้ อัตราคูปองนี้จะมีการระบุไว้ก่อนเป็นการล่วงหน้าว่าจะจ่ายให้ร้อยละเท่าใด และเมื่อใด ตลอดอายุของตราสาร อัตราที่ระบุจะเป็นร้อยละต่อปี แต่ตราสารอาจสัญญาจะจ่ายคูปองแก่ผู้ลงทุนมากกว่า 1 ครั้งในแต่ละปีก็ได้ ซึ่งส่วนใหญ่จะกำหนดเป็น 2 ครั้ง ในกรณีที่ตราสารกำหนดให้มีการจ่ายคูปองตั้งแต่ 2 ครั้งต่อปีขึ้นไป อัตราคูปองที่จ่ายแต่ละครั้งจะแบ่งจ่ายเป็นงวด งวดละเท่า ๆ กัน

(ข) เงินปันผล (Cash dividend) เป็นผลตอบแทนที่หุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินสด เพื่อเป็นการตอบแทนหรือแบ่งกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นในฐานะที่เป็นเจ้าของบริษัท ซึ่งได้ประกอบการในปีที่ผ่านมาด้วยความสำเร็จและมีกำไร ขึ้นลงตามภาวะเศรษฐกิจและความสามารถของบริษัท ตามปกติเงินปันผลจะประกาศในลักษณะเงินปันผลต่อหุ้น

- ผลตอบแทนจากการนำรายได้จากเงินสดที่หลักทรัพย์จ่ายระหว่างกาลไปลงทุนต่อ (Reinvestment return) ภายหลังจากที่ผู้ลงทุนรับรายได้เป็นเงินสดเข้ามาระหว่างกาลแล้วเนื่องจากระยะเวลาการลงทุนอาจยังไม่สิ้นสุด ผู้ลงทุนจำเป็นต้องนำรายได้จำนวนนั้นไปลงทุนต่อให้ได้ผลตอบแทนนอกเสีย เพราะการถือครองเงินสดโดยไม่มีรายได้ถือเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาส

- ผลตอบแทนในลักษณะอื่น ผลตอบแทนอาจมิได้จ่ายเป็นเงินสด แต่เป็นหลักทรัพย์เดิมหรือหลักทรัพย์ประเภทอื่น พบบ่อยในกรณีที่ผู้ลงทุนถือลงทุนในหุ้นสามัญ เช่น

(ก) บริษัทผู้ถือหุ้นสามัญอาจประกาศให้ สิทธิ (Right) แก่ผู้ถือหุ้นในการซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่ออกใหม่ได้ตามราคาที่กำหนดไว้ก่อนล่วงหน้า ซึ่งสิทธิที่บริษัทให้จะมีอายุจำกัด และราคาหุ้นสามัญตามสิทธิมักมีราคาต่ำกว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญฉบับนั้น

(ข) บริษัทอาจประกาศจ่าย หุ้นปันผล (Stock dividend) ให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท หุ้นปันผลเป็นหุ้นสามัญซึ่งให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเหมือนกับหุ้นสามัญที่ผู้ลงทุนถือครองอยู่เดิมทุกประการ

2.1.2 ความเสี่ยงในการลงทุน

ความเสี่ยงในการลงทุน (Investment risk) คือ การที่ผลตอบแทนจริง (Actual return) ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนมีโอกาสที่จะเบี่ยงเบนไปจากผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นคาดหวังไว้ (Expected return) (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2548:206-207)

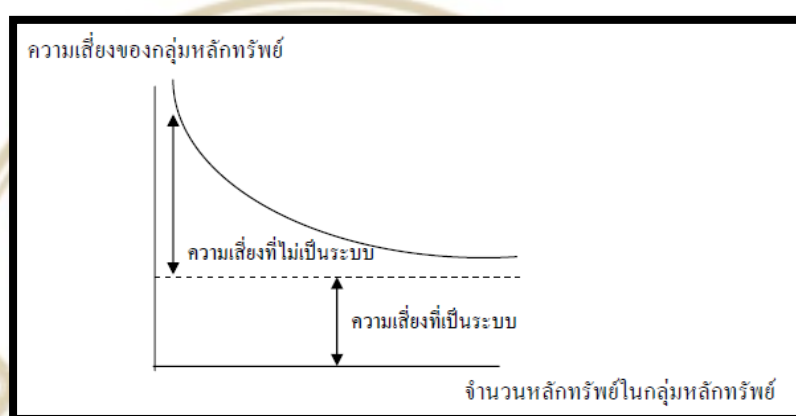
2.1.2.1 ประเภทของความเสี่ยงในการลงทุน

ความเสี่ยงในการลงทุนแบ่งเป็น 2 ประเภท ดังนี้

- ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เกิดจากลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์นั้น ๆ เช่นลักษณะของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งไม่มีผลต่อหลักทรัพย์ของธุรกิจอื่น สามารถลดหรือทำให้หมดไปจากการลงทุนได้ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบอาจแบ่งออกเป็น

(ก) ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business risk) เป็นความผันแปรที่เกิดจากการดำเนินงานของธุรกิจ เช่น นโยบายการดำเนินงานของบริษัท โครงสร้างการผลิตสินค้าของบริษัท เป็นต้น

(ข) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความผันแปรในกำไรของบริษัท ซึ่งผลมาจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ นักลงทุนสามารถที่จะทำให้ต่ำลงได้ โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลาย ๆ หลักทรัพย์หรือลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) และหากหลักทรัพย์ที่นักลงทุนเลือกลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยงมีความเหมาะสมและเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพก็จะสามารถตัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้ออกไปจากการลงทุนได้ โดยจะเหลือเพียงความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือ Systematic Risk อยู่เท่านั้น จากภาพที่ 4 หากนักลงทุนสามารถกระจายการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพแล้ว ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุนจะคงเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เท่านั้น



ภาพที่ 2.1 : ผลการกระจายการลงทุนที่มีต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์
ที่มา : สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548:213)

2.1.2.2 ความเสี่ยงที่เป็นระบบ คือความเสี่ยงที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไป ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนในทุก ๆ หลักทรัพย์ในตลาด เป็นความเสี่ยงที่บริษัทสามารถควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบเกิดจาก

(ก) การเปลี่ยนแปลงทัศนคติของผู้ลงทุนโดยรวมต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

(ข) การเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ย ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้าม หากอัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง

(ค) การเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าซึ่งเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราเงินเฟ้อ ส่งผลต่ออำนาจซื้อของเงินทุนที่นักลงทุนมีอยู่

(ง) การเปลี่ยนแปลงของภาวะตลาดหลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงซบเซาหรือช่วงร้อนแรง

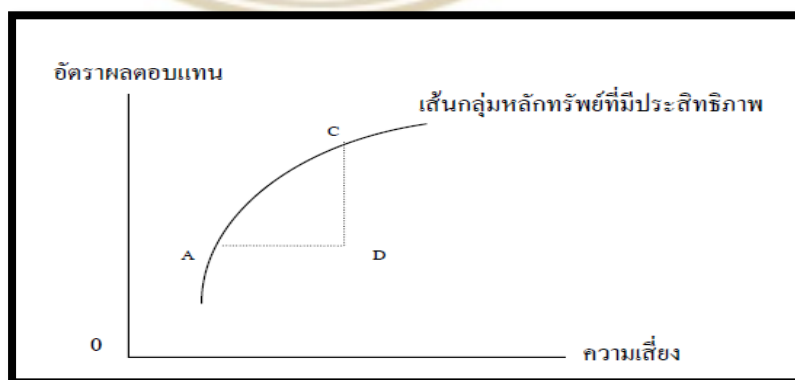
(จ) การเกิดขึ้นของเหตุการณ์ที่นักลงทุนไม่ได้คาดคิดมาก่อน เช่น การก่อวินาศกรรม การเกิดสงคราม เป็นต้น

2.1.3 ทฤษฎีการกระจายความเสี่ยง

2.1.3.1 ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์มาร์โควิตซ์ (Markowitz Portfolio Theory)

Marling and Emanuelsson (2012) ตามทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz เป็นแนวคิดที่เริ่มโดยการวางรากฐานว่า การกระจายการลงทุนจะช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะในกรณีที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุนไม่ได้มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันอย่างสมบูรณ์ (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต้องต่ำกว่า 1.0) จึงจะสามารถลดค่าส่วนเบนเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ และการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกันอย่างสมบูรณ์ (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 1.0) จะไม่สามารถลดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ลงได้

Markowitz (1952) เสนอแนวความคิดในการเลือกลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์อย่างมีหลักเกณฑ์ ซึ่งจะช่วยให้การลงทุนนั้นมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ในด้านความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ซึ่งแนวคิด Markowitz ได้สมมติว่านักลงทุนทุกคนเป็นนักลงทุนประเภทหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse) ดังนั้น นักลงทุนจึงพยายามที่จะลดความเสี่ยงโดยกระจายการลงทุนไปยังหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันเพื่อให้เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันย่อมถูกกระทบกระเทือนจากภาวะเศรษฐกิจในระยะเวลาเดียวกันเหมือนกัน และหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์จะมีประสิทธิภาพได้ก็ต่อเมื่อกลุ่มหลักทรัพย์นั้นมีผลตอบแทนสูงกว่าอีกกลุ่มหลักทรัพย์ ณ ระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน หรือในระดับความเสี่ยงที่ต่ำกว่า ณ ระดับผลตอบแทนที่เท่ากัน แสดงภาพที่ 5



ภาพที่ 2.2 : ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์
ที่มา : สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548:213)

2.1.3.2) ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in the Hand Theory)

Gordon (1959) กล่าวว่านักลงทุนยินดีที่จะได้รับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่าการรอกำไรที่ได้จากการที่ราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้นในอนาคต เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะมีความเสี่ยงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนจากกำไรที่จะได้รับจากการที่คาดว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้นในอนาคต ดังนั้นนักลงทุนจึงชอบบริษัทที่จ่ายเงินปันผลสูงๆ

นโยบายการจ่ายปันผลจะมีผลต่อต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นคือต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นจะลดลงหากอัตราการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนจะมีความเชื่อมั่นจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากเงินปันผลมากกว่าผลตอบแทนที่จะได้รับจากส่วนต่างของราคา Capital Gain ในการซื้อขายหุ้นสามัญ

2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

Nitibhon (2004) ได้วิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ความสม่ำเสมอ และปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกของกองทุนรวมประเภทหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลกองทุนหุ้นทั้งหมด 30 กองทุน ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2000 ถึงไตรมาสที่ 2 ปี 2004 งานวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยใช้ Jensen's Alpha

ผลการศึกษาพบว่า โดยเฉลี่ยแล้ว กองทุนหุ้นไม่ได้สร้างผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ แม้ว่าจะมีอัตราส่วนของ Sharp ที่สูงกว่าตลาดก็ตาม จากกลุ่มตัวอย่างของกองทุนหุ้นพบว่ามีกองทุนให้ผลตอบแทนสุทธิร้อยละ 19.63 ต่อปี โดยร้อยละ 6 มาจากความสามารถในการเลือกจังหวะการลงทุน และร้อยละ 0.79 เป็นผลมาจากความสามารถในการเลือกหุ้นของผู้จัดการกองทุน นอกจากนี้ยังพบว่าผลตอบแทนในปีที่ผ่านมาของกองทุน ไม่ได้เป็นปัจจัยชี้วัดผลตอบแทนในปีถัดไป กองทุนหุ้นที่ให้ผลตอบแทนอันดับหนึ่งในปีนี้อาจเป็นกองทุนหุ้นที่ให้ผลตอบแทนน้อยที่สุดในปีถัดไป

การวิเคราะห์ปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกของกองทุนพบว่า นักลงทุนไม่สามารถแยกแยะระหว่างผู้จัดการกองทุนที่มีความสามารถ กับผู้จัดการกองทุนที่ไม่มีความสามารถได้ นอกจากนี้ปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกของกองทุนยังไม่ได้ขึ้นกับผลตอบแทนในอดีตอีกด้วย และกองทุนที่มีปริมาณเงินไหลเข้ามากก็ไม่ได้ให้ผลตอบแทนที่สูงสุด ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ว่านักลงทุนอาจไม่ได้ลงทุนด้วยข้อมูลที่มากเพียงพอมาใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

บุษยพรรณ (2546) ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกระแสเงินลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุน รวมถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน ในช่วงเดือน มกราคม 2542 ถึง ธันวาคม 2544 โดยศึกษาเฉพาะกองทุนเปิด (Open-End Fund) ประเภทตราสารทุน จำนวน 62 กองทุน ข้อมูลที่ใช้ศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือน อยู่ในลักษณะ Panel Data และอาศัยการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effect และ Cross-sectional Regression

ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยของกองทุน ขนาดของกองทุนและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนของกองทุนโดยมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในทางบวก ในขณะที่ขนาดของกองทุนและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในทางลบ นอกจากนี้ การทดสอบถึงความสม่ำเสมอของผลตอบแทน พบว่ากองทุนรวมที่เคยมีผลตอบแทนที่ดีในอดีต กลับมีผลตอบแทนที่ไม่ดีในช่วงเวลาปัจจุบัน และกองทุนที่คิดค่าธรรมเนียมการจัดการที่สูงกว่า ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่ากองทุนที่คิดค่าธรรมเนียมต่ำกว่าได้ ซึ่งเหล่านี้สอดคล้องกับทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด

สิริ (2544) ศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยทางคุณลักษณะบางด้านของกองทุน เช่น ขนาดของกองทุน, ชนิดของกองทุน, มูลค่าการซื้อขายหุ้นของกองทุน เป็นต้น ต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงเดือน มกราคม 2541 ถึง ธันวาคม 2543 การศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาทั้งกองทุนแบบปิด (Close-End Fund) กองทุนที่เปลี่ยนประเภทจากประเภทปิดเป็นเปิดในช่วงที่ทำการศึกษา และกองทุนแบบเปิด (Open-End Fund) จำนวน 77 กองทุน ซึ่งเป็นกองทุนที่เปิดดำเนินงานตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ข้อมูลที่ใช้จะอยู่ในลักษณะ panel data การประมาณค่าแบบจำลองจะใช้วิธี Fixed Effect

ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนตลาด, ขนาดของกองทุน และมูลค่าการซื้อขายหุ้นของกองทุนรวม มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกองทุน แต่ประเภทของกองทุน และมูลค่าการซื้อขายหน่วยลงทุนของนักลงทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน ผลตอบแทนของกองทุนรวมจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนตลาด และกองทุนขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนที่มากกว่ากองทุนที่มีขนาดใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องมาจากกองทุนรวมขนาดใหญ่จะมีต้นทุนในการซื้อขายหุ้นมากกว่ากองทุนขนาดเล็ก การศึกษายังพบว่ามูลค่าการซื้อขายหุ้นจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนของกองทุน ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าบริษัทจัดการกองทุนรวมควรที่จะเปิดกองทุนที่มีขนาดเล็กและซื้อขายหุ้นน้อยลง เพราะมีแนวโน้มที่จะทำให้ผลประกอบการของกองทุนดีขึ้น

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

ประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้คือ กองทุนเปิด (Open-Ended Fund) ในประเทศไทย ที่ได้จัดเก็บกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ที่มีอายุไม่ต่ำกว่า 10 ปี โดยเลือกช่วงข้อมูลรายเดือนระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ 2558 โดยเป็นกองทุนรวมหุ้น 80 กองทุน ดังมีรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 3.1 แสดงรายชื่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการและจำนวนกองทุน

ประเภท	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ	จำนวนกองทุน
กองทุนรวมหุ้น	ABERDEEN ASSET MANAGEMENT CO LTD	3
	ASSET PLUS FUND MANAGEMENT CO LTD	1
	BBL ASSET MANAGEMENT CO LTD	8
	CIMB PRINCIPAL ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	KASIKORN ASSET MANAGEMENT CO LTD	9
	KRUNG THAI ASSET MANAGEMENT PCL	2
	KRUNGSRI ASSET MANAGEMENT CO LTD	4
	MFC ASSET MANAGEMENT PCL	20
	ONE ASSET MANAGEMENT LTD	8
	SCB ASSET MANAGEMENT CO LTD	11
	THANACHART FUND MANAGEMENT CO LTD	6
	TISCO ASSET MANAGEMENT CO LTD	4
TMB ASSET MANAGEMENT CO LTD	3	

สำหรับข้อมูลการศึกษาที่เกี่ยวกับกองทุนรวมได้เลือกใช้ข้อมูลจาก 5 แหล่งด้วยกัน คือ

- 1) ข้อมูลมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรบนำมาจากเว็บไซต์ www.thaimutualfund.com หรือ www.aimc.or.th ขอบเขตข้อมูลตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2549 - ธันวาคม พ.ศ. 2558 รวมกองทุนหุ้นทั้งหมด 80 กองทุน
- 2) ข้อมูล Standard Deviation, Total Return 1 เดือน, 3 เดือน, 6 เดือน, 12 เดือน และ Information Ratio ได้มาจากการคำนวณบนฐานข้อมูล Total Return Index รายวันจาก Datastream ระยะเวลาย้อนหลัง 10 ปี ตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2549 - ธันวาคม พ.ศ. 2558
- 3) ข้อมูลผลการจัดอันดับผลประกอบการกองทุน (Morningstar Rating) นำมาจาก เว็บไซต์ <http://www.morningstarthailand.com/th/>
- 4) ข้อมูลระยะเวลาการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน, ค่าธรรมเนียมการซื้อ นำมาจาก Fund Fact Sheet ของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน (บลจ.)



บทที่ 4

ตัวแปร (Variables)

4.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

อัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวม (Net Fund Flows)

ตัวย่อในสมการ : *Fundflow*

หน่วย : %

ปัจจัยที่เราสนใจในการศึกษาครั้งนี้ คืออัตราการไหลเข้า หรือออกจากกองทุนรวมอันเนื่องมาจากปัจจัยต่างๆ โดย Dieu (2014) ได้ศึกษาไว้ว่าเราสามารถคำนวณหาปริมาณเงินที่ไหลเข้าหรือออกจากกองทุนรวมได้จากสมการ

$$\text{Net Fund Flows} = \left[\frac{(TNA_t - TNA_{t-1})}{TNA_{t-1}} - \%NAV \text{ Changes} \right] \times 100$$

Net Fund Flows คือ อัตราการไหลเข้าหรือออกของเงินแต่ละกองทุนรวม

TNA_t คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมงวดที่ t โดยสามารถหาได้จาก www.thaimutualfund.com หรือคำนวณได้จาก

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ = มูลค่าหน่วยลงทุน x จำนวนหน่วยลงทุนที่ชำระแล้ว

TNA_{t-1} คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมงวดที่ $t-1$

$\%NAV \text{ Changes}$ คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวม หาได้จากสมการ

$$\%NAV \text{ Changes} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}$$

4.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

ประกอบด้วยกลุ่มตัวแปร 5 กลุ่ม คือ ค่าใช้จ่าย, ผลตอบแทน, ความเสี่ยง, ลักษณะเฉพาะตัว, และผลของช่วงเวลา

กลุ่มที่ 1 : กลุ่มค่าใช้จ่าย

1.1) ค่าธรรมเนียมการซื้อ (Front-end Fee) : ค่าความสัมพันธ์ทิศทาง (-)

ตัวย่อในสมการ : *Frontend*

หน่วย : %

ค่าธรรมเนียมที่กองทุนจะมีการเรียกเก็บจากนักลงทุน เป็นอัตราต่อมูลค่าการซื้อในแต่ละครั้ง ซึ่งจะระบุอยู่ในหนังสือชี้ชวนส่วนสรุปของแต่ละกองทุน (Fund Fact Sheet) มีหน่วยเป็น % โดยคาดว่าอัตราค่าธรรมเนียมจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราค่าไหลเข้าของเงินสู่กองทุน กล่าวคือ ยิ่งกองทุนคิดค่าธรรมเนียมการซื้อสูง ความน่าสนใจของนักลงทุนก็จะน้อยลง

ทั้งนี้ ในการศึกษาครั้งนี้ได้นำค่าธรรมเนียมการขาย (Back-end fee) มาใช้ในการอธิบายอัตราค่าไหลของเงินทุน เนื่องจากกองทุนรวมส่วนใหญ่ได้มีการยกเว้นค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุนให้กับนักลงทุน

กลุ่มที่ 2 : ผลตอบแทน

2.1) อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในส่วนที่มากกว่าเกณฑ์ชี้วัด (Information Ratio) : ค่าความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : *Inforatio*

หน่วย : -

มาตรวัดแบบ Information Ratio หรือ Appraisal Ratio คือ การวัดอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในส่วนที่มากกว่าเกณฑ์ชี้วัด (Benchmark) โดยนำมาเปรียบเทียบกับค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่เกิดขึ้น Information Ratio ต้องการจะวัดความสามารถของผู้จัดการกองทุน ในการบริหารจัดการผลตอบแทน ว่ามีผลการดำเนินงานของกองทุนที่ดีกว่าตลาดหรือไม่ โดยคาดว่าจะมีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับอัตราค่าไหลของเงินทุนในกองทุนรวม เนื่องจาก Information Ratio ที่สูงบ่งบอกถึงผลตอบแทนส่วนเพิ่ม ที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนผ่านกองทุนรวม แทนการลงทุนโดยตรงในหุ้นที่อยู่นัดนี้อ้างอิง โดย Thammasombat (2009) ได้มีการคำนวณ Information Ratio โดยใช้สมการดังนี้

$$\text{Information ratio}_p = \frac{(R_p - R_b)}{\sigma_{ER}}$$

$$R_p = \text{อัตราผลตอบแทนรายเดือนจากการลงทุนในกองทุนรวม ช่วงเวลาปี 2549 - 2558}$$

$$R_b = \text{อัตราผลตอบแทนรายเดือนของดัชนีชี้วัด โดยในที่นี้คือ SETTRI ช่วงเวลาปี 2549 - 2558}$$

$$\sigma_{ER} = \text{ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือน (R_p - R_b) อ้างอิงช่วงเวลารายเดือนตั้งแต่ปี 2549 - 2558}$$

2.2) ผลตอบแทนสุทธิ (Total Return) : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : *Totalreturn, TRQuarter, TRHalf, TRYear*

หน่วย : %

กำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้นหรือต่ำกว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ ในกรณีผู้ลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย (Long Position) ผลตอบแทนส่วนนี้คือ ผลต่างระหว่างราคาขายกับราคาซื้อ (Capital Gain/Loss) อย่างไรก็ตามในปัจจุบันมีกองทุนจำนวนมากที่มีการคืนผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล ดังนั้น ในการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานจึงควรใช้ Total Return แทนการใช้แต่เพียง Capital Gain/Loss โดยในการศึกษา คาดว่าผลตอบแทนสุทธิจะมีความสัมพันธ์กับอัตราการไหลของเงินลงทุนในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากผลตอบแทนที่สูงขึ้น จะดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาซื้อกองทุนที่ทำให้ผลตอบแทนที่ดี โดยผลตอบแทนสุทธิสามารถคำนวณได้จาก

$$\text{ผลตอบแทนสุทธิ} = \text{เงินปันผลหรือดอกเบี๋ย} + \text{กำไร (ขาดทุน) ส่วนเกิน}$$

โดยในที่นี้ เนื่องจากเรามีข้อมูล Total Return Index ซึ่งได้จาก Datastream แล้ว Total Return ของกองทุนจึงสามารถคำนวณได้จากสูตรดังนี้

$$\text{Total Return} = \text{Ln} \left(\frac{\text{TRI}_1}{\text{TRI}_0} \right) * 100$$

TRI = ดัชนีผลตอบแทนรายเดือน โดยช่วงข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือเดือนมกราคม พ.ศ. 2549 – เดือนธันวาคม พ.ศ. 2558

โดยในการศึกษารั้งนี้ ผู้วิจัยจะทำการเปรียบเทียบว่าแบบจำลองที่ใช้ตัวแปรผลตอบแทนในช่วงใด ที่จะสามารถอธิบายอัตราการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมได้ดีที่สุด ระหว่างช่วง 1 เดือน (Totalreturn), 3 เดือน (TRQuarter), 6 เดือน (TRHalf), และ 1 ปี (TRYear), รวมถึงการขยับช่วงเวลาของดัชนีผลตอบแทนทั้งหมดย้อนหลังไป 1 เดือน เพื่อนำมาใช้ในการอภิปรายผลการวิจัย

2.3) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) : คาดความสัมพัทธ์ทิศทาง(+)

ตัวย่อในสมการ : Yield

หน่วย : %

ดังที่ผู้วิจัยได้กล่าวเอาไว้ในหัวข้อ Total Return แล้วว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนสามารถเกิดขึ้นได้ผ่านทางทั้งส่วนต่างจากราคาหน่วยลงทุน, และเงินปันผล เพื่อเป็นการวิเคราะห์พฤติกรรมของนักลงทุนที่มีต่อเงินปันผล ผู้วิจัยจึงได้นำอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมาร่วมในการพิจารณา โดย Bhattacharya (1979) ได้กล่าวไว้ว่า มีนักลงทุนบางส่วนที่ต้องการให้บริษัท หรือกองทุนจ่ายผลตอบแทนคืนจากนักลงทุนในรูปของเงินปันผลมากกว่าที่จะรอคอยผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหน่วยลงทุนในอนาคตซึ่งมีความไม่แน่นอน ตามทฤษฎี Bird-in-the-Hands ดังนั้น จึงคาดว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จะมีทิศทางความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับอัตราการไหลของเงินลงทุนสู่กองทุน โดยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสามารถคำนวณได้จาก Blume (1980)

$$DY = \frac{\sum_{t=1}^{12} DIV_t}{P}$$

DIV = ปันผลจ่าย (บาท)

P = ราคาหน่วยลงทุน (บาท)

t = ช่วงเวลา (เดือน)

กลุ่มที่ 3 : ความเสี่ยง

3.1) ความผันผวนของดัชนีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวัน (Standard Deviation) :

คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (-)

ตัวย่อในสมการ : $SDMonth$

หน่วย : หน่วย/วัน

Sirri and Tufano (1998) ได้มีการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่การไหลเข้า-ออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศอเมริกา ในช่วงปี 2007 – 2014 ไว้ และได้พบว่ากองทุนที่มีความเสี่ยงสูงจะส่งผลให้เงินไหลเข้ากองทุนรวมหุ้นลดลง แสดงให้เห็นได้ว่านักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนหุ้น จะหลีกเลี่ยงลงทุนในกองทุนที่มีความเสี่ยงสูง และอาจจะหันไปลงทุนในสินทรัพย์ทางเลือกอื่นที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า เพื่อรักษามูลค่าของเงินลงทุนไม่ให้ขาดทุน (Capital protection)

$$S_t = \frac{\sqrt{(x - \bar{X}_t)^2}}{n_t}$$

X = ดัชนีอัตราผลตอบแทน (Total Return Index) รายวันของกองทุน

\bar{X} = ค่าเฉลี่ยของดัชนีอัตราผลตอบแทนรายวันในแต่ละเดือน ช่วงเวลาที่ใช้ศึกษาคือเดือนมกราคม พ.ศ. 2549 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

t = ช่วงเวลา (เดือน)

n = จำนวนวันทำการจริงในแต่ละเดือน ในช่วงระยะเวลาเดือน มกราคม พ.ศ. 2549 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

3.2) ระยะเวลาการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน (Settlement Day) :

คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (-)

ตัวย่อในสมการ : $Settlement$

หน่วย : วัน

ระยเวลานับตั้งแต่ส่งคำสั่งขายกองทุน ไปจนกระทั่งถึงวันที่ได้รับเงินค่าขายหน่วยลงทุนคืน โดยมีการระบุอยู่ในหนังสือชี้ชวนส่วนสรุป (Fund Fact Sheet) ซึ่งโดยมากจะระบุอยู่ในรูปของ “T+x” โดย x คือจำนวนวันที่นักลงทุนจะได้รับเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน บ่งบอกถึงสภาพคล่องของกองทุนรวม หากกองทุนใดที่มีระยะเวลาในการชำระฯ นาน ทำให้นักลงทุนได้รับเงินคืนล่าช้า จึงคาดมีผลกระทบในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุน

3.3) การจัดอันดับผลประกอบการกองทุนโดย Morning Star (Morning Star Rating)

:ภาคความสัมพัทธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : MStar1, MStar2, MStar3, MStar4, MStar5

หน่วย : -

เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการจัดอันดับผลการดำเนินงานของกองทุนโดย Morning Star แต่ละระดับ ต่ออัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวม โดยในแต่ละตัวแปรจะถูกแทนค่าเท่ากับ 1 สำหรับกองทุนที่มีอันดับของ Morning Star ตรงตามตัวแปรนั้นๆ เช่น อันดับ Morning Star 5 ก็จะถูกแทนค่าเท่ากับ 1 ในตัวแปร MStar5 และแทนค่าเท่ากับ 0 ในตัวแปร MStar1 – MStar4 ของกองทุนนั้นๆ อย่างไรก็ตาม ในการทดสอบความสัมพันธ์ทางสถิติ จะต้องมีการตัดตัวแปรหุ่นออกไป 1 ตัวแปรเพื่อให้สามารถวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายของตัวแปรอื่นๆ ได้ ในการวิจัยนี้จึงเลือกเฉพาะ MStar2 – Mstar5 มาใช้ในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ และตัดตัวแปร MStar1 ที่คาดว่าจะมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนน้อยที่สุดออกไป ยกเว้นการวิเคราะห์ในกลุ่มกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ ที่จะต้องตัดตัวแปร MStar2 ออกไปด้วย เนื่องจากกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่นำมาใช้ศึกษาในครั้งนี้ ไม่มีกองทุนที่ได้รับการจัดอันดับอยู่ในระดับ 1 ดาวเลย โดยจากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นถึงการจัดอันดับกองทุนโดย Morning Star ของแต่ละประเภทกองทุนที่ทางผู้วิจัยได้นำมาศึกษา

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนการจัดอันดับกองทุน โดย Morning Star ของแต่ละประเภทกองทุน

Morning Star Rating	Mstar1	Mstar2	Mstar3	Mstar4	Mstar5
กองทุนรวมหุ้น (Equity Funds)	6	18	27	22	7

กองทุนที่จะได้รับการจัดอันดับโดย Morning Star จะต้องมีผลการดำเนินงานต่อเนื่องอย่างน้อย 36 เดือน และกองทุนที่มีคะแนนสูงสุดจะได้ดาว (Star) มากที่สุด โดยจะมีแบ่งกลุ่ม (Rating Level) โดยอ้างอิงการกระจายตัวแบบระฆังคว่ำ (Bell Curve) ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ กองทุนทุกกองได้ถูกจัดอันดับ Morning Star ไว้แล้วทั้งหมด



ภาพที่ 3.1 : แสดงการจัดอันดับกองทุน (Morningstar Rating)

(ที่มา : Morningstar Research (Thailand) November 2009)

จากวิธีการดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่าการจัดอันดับกองทุน (Morningstar Rating) ของบริษัทได้นำเสนอวิธีการที่จะช่วยนักลงทุนตัดสินใจเลือกการลงทุนในกองทุนต่างๆ โดยวิธีการดังกล่าวได้คำนึงถึงทั้งผลตอบแทนและความเสี่ยงมาประกอบกันในการจัดอันดับ ขณะเดียวกันทาง Morningstar ได้นำเสนอการจัดอันดับในรูปแบบที่เข้าใจง่าย โดยใช้สัญลักษณ์รูปดวงดาว (★) เพื่อเป็นการสื่อสารให้กับนักลงทุนให้ทราบถึงอันดับของกองทุนนั้นๆ

จากคุณสมบัติข้างต้น จึงคาดว่าอันดับของ Morningstar จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการไหลเข้าของเงินทุนสู่กองทุน โดยกองทุนที่ได้คะแนน morning star สูง หมายความว่า เป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนที่ดี เหมาะสมกับความเสี่ยง

กลุ่มที่ 4 : ลักษณะเฉพาะตัว

4.1) ปัจจัยด้านผู้บริหารกองทุนระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่ไม่ใช่ธนาคาร:

คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : Bank

หน่วย : -

เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เพื่อพิจารณาปัจจัยด้านผู้บริหารกองทุน โดยแบ่งเป็นกลุ่มที่บริหารโดยธนาคาร (Bank = 1) และกลุ่มบจ. อื่นๆ ที่ไม่ใช่ธนาคาร (Bank = 0) โดยในการศึกษาคาดว่ากลุ่มกองทุนที่บริหารโดยธนาคารจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการไหลเข้าของเงินทุน โดย Nathaphan and Chunhachinda (2012) ได้เคยศึกษาไว้ว่า กองทุนรวมในประเทศไทยที่บริหารจัดการโดยกลุ่มธนาคาร จะสามารถเข้าถึงกลุ่มนักลงทุนได้ง่าย และหลากหลายช่องทางมากกว่ากลุ่ม บจ. อื่นๆ ที่ไม่ใช่ธนาคาร

กลุ่มที่ 5 : ผลของฤดูกาล

5.1) เดือนธันวาคม : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ด้วยชื่อในสมการ : *Dec*

หน่วย : -

เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เพื่อศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในช่วงเดือนธันวาคม ๒๕๕๘ ได้สรุปผลการศึกษาไว้ว่า ในเดือนธันวาคมเป็นช่วงที่มีการลงทุนเข้ามาในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพมากที่สุด เนื่องจากเป็นเดือนสุดท้ายในปีปฏิทินที่จะได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากการซื้อกองทุน แต่ในงานวิจัยดังกล่าวได้ศึกษาไว้เฉพาะกลุ่มกองทุน LTF และ RMF เท่านั้น ในการศึกษาครั้งนี้จึงมีการรวบรวมกองทุนรวมหุ้นทั้งหมดมาร่วมวิเคราะห์ด้วย

5.2) เดือนมกราคม : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (-)

ด้วยชื่อในสมการ : *Jan*

หน่วย : -

เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)s เพื่อศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในช่วงเดือนมกราคม โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุน เนื่องจากคาดว่ากองทุนบางส่วนจะถูกนักลงทุนขายออก โดยเฉพาะกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) เนื่องจากถือครองมานานครบกำหนดอายุที่กรมสรรพากรกำหนดเพื่อรับผลประโยชน์ทางภาษีแล้ว

บทที่ 5

วิธีการทางสถิติและแบบจำลอง (Model and Estimation Method)

5.1 วิธีการทางสถิติ (Statistical Methods)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ จะมีลักษณะเป็น Panel data ที่มีจำนวนข้อมูลในแต่ละช่วงเวลาเท่าๆ กัน (Balanced Panel Data) โดยเป็นข้อมูลอัตราการไหลของเงินทุน และตัวแปรอธิบายรายเดือนที่ครอบคลุมช่วงเวลาเดือนมกราคม พ.ศ. 2549 – ธันวาคม พ.ศ. 2558 คิดเป็นจำนวนช่วงเวลา 120 เดือน และใช้วิธีการทางสถิติแบบ Panel Estimation Method และ Dynamic Panel Data Analysis ในขั้นตอนการศึกษา

5.1.1 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการไหลของเงินผู้กองทุนทั้งกองทุนหุ้นด้วย Panel Estimation Method

ส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยโดยรวมที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการไหลของเงินทุนผู้กองทุนรวมหุ้นทั้งหมด รวมถึงพฤติกรรมของนักลงทุนในการตัดสินใจซื้อกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย ซึ่งปัจจัยที่จะนำมาพิจารณาจะประกอบด้วย P-Value (F-test), R-Square, P-Value (T-Test) และค่า Coefficient ของแต่ละตัวแปร โดยสมการที่จะใช้ในการอธิบายอัตราการไหลของเงินผู้กองทุนจะมี 2 รูปแบบดังนี้

การศึกษาปัจจัย ณ ช่วงเวลาเดียวกัน

$$\begin{aligned} Net\ Fund\ Flows_{it} = & \beta_0 + \beta_r Frontend_{it} + \beta_2 Inforatio_{it} + \beta_3 Totalreturn_{it} + \beta_4 Yield_{it} + \\ & \beta_5 SDMonth_{it} + \beta_6 Settlement_{it} + \beta_7 MStar2_{it} + \beta_8 MStar3_{it} + \\ & \beta_9 MStar4_{it} + \beta_{10} MStar5_{it} + \beta_{11} Bank5_{it} + \beta_{12} Jan_{it} + \beta_{13} Dec_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

การศึกษาปัจจัยจากช่วงเวลาก่อน

$$\begin{aligned} Net\ Fund\ Flows_{it} = & \beta_0 + \beta_r Frontend_{i(t-1)} + \beta_2 Inforatio_{i(t-1)} + \beta_3 Totalreturn_{i(t-1)} + \beta_4 Yield_{i(t-1)} \\ & + \beta_5 SDMonth_{i(t-1)} + \beta_6 Settlement_{i(t-1)} + \beta_7 MStar2_{i(t-1)} + \beta_8 MStar3_{i(t-1)} + \\ & \beta_9 MStar4_{i(t-1)} + \beta_{10} MStar5_{i(t-1)} + \beta_{11} Bank5_{i(t-1)} + \beta_{12} Jan_{it} + \beta_{13} Dec_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Net Fund Flows	= อัตราการไหลเข้าหรือออกของเงินแต่ละกองทุนรวม
i	= ชื่อกองทุนที่นำมาใช้ศึกษา จำนวนทั้งหมด 80 กองทุน
t	= ข้อมูล ณ ช่วงเวลาที่ t (เดือน) จำนวนทั้งหมด 120 เดือน (มกราคม 2549 – เดือนธันวาคม 2558)

สำหรับตัวแปร อัตราผลตอบแทนในช่วงเวลา 3 เดือน (TRQuarter), 6 เดือน (TRHalf), และ 1 ปี (TRYear) จะถูกนำไปใส่แทนตัวแปร Totalreturn ในสมการข้างต้น เพื่อแยกวิเคราะห์ในการพิจารณาว่า ผลตอบแทนในช่วงเวลาใดจะสามารถอธิบายอัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวมได้ดีที่สุด ทั้งนี้ในการอภิปรายผล ผู้วิจัยจะทำการทดสอบแบบจำลองด้วย Hausman Test เพื่อพิจารณาว่ามี Fixed Effect อยู่ในแบบจำลองหรือไม่ และเพื่อพิจารณาว่าควรใช้แบบจำลอง Fixed Effect หรือ Random Effect ในการอธิบายอัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวม

5.1.2 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการไหลของเงินสู่กองทุนทั้งกองทุนหุ้นในประเทศไทยด้วย Dynamic Panel Data Analysis

ส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยโดยรวมที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการไหลของเงินสู่กองทุนทั้งหมด โดยมีการนำตัวแปรตามในช่วงเวลาก่อนมาใช้เป็นตัวแปรอธิบายเพิ่มอีก 1 ตัวแปร จึงไม่สามารถใช้ Panel Estimation Method มาใช้ในการศึกษาได้ เนื่องจากการที่แบบจำลองมีการนำตัวแปรตามในช่วงก่อนมาใช้เป็นตัวแปรอธิบายด้วยนั้น จะทำให้เกิด error term ซ้ำขึ้นมาในแบบจำลอง จนทำให้การพยากรณ์ประมาณค่าออกมาไม่ถูกต้อง จึงต้องใช้วิธีการศึกษาแบบ Dynamic Panel Data Model (Arellano (2009)) ดังแสดงด้วยสมการดังนี้

$$\begin{aligned}
 Net\ Fund\ Flows_{it} = & \beta_0 + \beta_r Frontend_{it} + \beta_2 Inforatio_{it} + \beta_3 Totalreturn_{it} + \beta_4 Yield_{it} + \\
 & \beta_5 SDMonth_{it} + \beta_6 Settlement_{it} + \beta_7 MStar2_{it} + \beta_8 MStar3_{it} + \\
 & \beta_9 MStar4_{it} + \beta_{10} MStar5_{it} + \beta_{11} Bank5_{it} + \beta_{12} Jan_{it} + \beta_{13} Dec_{it} + \\
 & \beta_{14} Net\ Fund\ Flows_{i(t-1)} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Net Fund Flows	= อัตราการไหลเข้าหรือออกของเงินแต่ละกองทุนรวม
i	= ชื่อกองทุนที่นำมาใช้ศึกษา จำนวนทั้งหมด 80 กองทุน
t	= ข้อมูล ณ ช่วงเวลาที่ t (เดือน) จำนวนทั้งหมด 120 เดือน (มกราคม 2549 – เดือนธันวาคม 2558)

ตารางที่ 5.1 แสดงสมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยในการกำหนดปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยและการลงทุนในกองทุนรวม

ลักษณะปัจจัย	กลุ่มตัวแปร	ตัวย่อ	ทิศทางความสัมพันธ์	คำอธิบายตัวแปร	งานอ้างอิง
Expense	1. ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย	Frontend	(-)	อัตราค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนลดลง และทำให้เกิดต้นทุนส่วนเพิ่มแก่นักลงทุน ส่งผลกระทบในทางลบแก่ปริมาณเงินที่ไหลเข้ากองทุน	ชลธิชา (2549). ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนสุทธิของกองทุนรวมในประเทศไทย, เศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, ปริญญาโท.
Return	2. อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในส่วนที่มากกว่าเกณฑ์ชี้วัด	Inforatio	(+)	ผู้จัดการกองทุนทุกคนต่างก็พยายามรักษาผลการดำเนินงานของกองทุนที่ตนรับผิดชอบอยู่ให้มีผลการดำเนินงานที่ดี เพราะผลการดำเนินงานของกองทุนส่งผลต่อการประเมินผลงานของผู้จัดการกองทุนแต่ละคน ดังนั้น กองทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าเกณฑ์ชี้วัด ก็จะสามารถดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้น	Thammasombat, T. (2009). Performance Persistence: Evidence from Thai Mutual Funds, Kasetsart University. Master of Business Administration, 50.
	3. ผลตอบแทนรวม	Totalreturn TRQuarter TRHalf TRYear	(+)	กองทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูง จะสามารถดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนได้มาก ส่งผลให้ปริมาณเงินไหลเข้าเพิ่มขึ้น โดยผลตอบแทนย้อนหลังที่นำมาวิเคราะห์จะแบ่งเป็น 1 เดือน, 3 เดือน, 6 เดือน, และ 12 เดือน	ตัวแปรใหม่ (ปรับปรุงจาก literature อื่น ที่มักใช้ Capital Gain ในการชี้วัดผลตอบแทน)

ตารางที่ 5.1(ต่อ)แสดงสมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยในการกำหนดปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยและการลงทุนในกองทุนรวม

ลักษณะปัจจัย	กลุ่มตัวแปร	ตัวย่อ	ทิศทางความสัมพันธ์	คำอธิบายตัวแปร	งานอ้างอิง
Return	4. อัตราผลตอบแทนจากปันผล	Yield	(+)	นักลงทุนบางส่วนที่ต้องการให้บริษัท หรือกองทุนจ่ายผลตอบแทนคืนจากนักลงทุนในรูปแบบของเงินปันผลมากกว่าที่จะรอคอยผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหน่วยลงทุนในอนาคตซึ่งมีความไม่แน่นอน	Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy, Bell Journal of Economics, 10(1), 259-329.
Risk	5. ความผันผวนของกองทุน	Sdmonth	(-)	นักลงทุนจะหลีกเลี่ยงลงทุนในกองทุนที่มีความผันผวนสูง และอาจจะหันไปลงทุนในสินทรัพย์ทางเลือกอื่นที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า เพื่อรักษามูลค่าของเงินลงทุนไม่ให้ขาดทุน	Sirri, E. R., and Tufano, P. (1998) Costly Search and Mutual Fund Flows. The Journal of Finance, 53(5), 1589-1622.
	6. ระยะเวลาการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน	Settlement	(-)	หากระยะเวลาการชำระเงินคืนนักลงทุนนาน หมายถึงสภาพคล่องของกองทุนต่ำ จึงส่งผลเชิงลบต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า	ตัวแปรใหม่
	7. การการจัดอันดับผลประกอบการกองทุนโดย Morning star	MStar2 MStar3 MStar4 MStar5	(+)	กองทุนที่ได้อันดับ Morning Star สูง แสดงถึงผลตอบแทนที่ดี และความเสี่ยงต่ำกว่ากองทุนอื่นๆ จึงมีผลในเชิงบวกต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้ากองทุน	ตัวแปรใหม่ (สรุปวิธีการจัดอันดับกองทุนรวมโดย Morning Star Research Thailand)

ตารางที่ 5.1(ต่อ) แสดงสมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยในการกำหนดปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยและการลงทุนในกองทุนรวม

ลักษณะปัจจัย	กลุ่มตัวแปร	ตัวย่อ	ทิศทางความสัมพันธ์	คำอธิบายตัวแปร	งานอ้างอิง
Fund's Individual	8. ปัจจัยด้านผู้บริหารกองทุนระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่มีใช้ธนาคาร	Bank	(+)	กองทุนที่บริหารจัดการโดยธนาคาร จะสามารถเข้าถึงกลุ่มนักลงทุนได้ง่ายกว่า ทำให้ส่งผลกระทบต่ออัตราการไหลเข้าของเงินทุน	Nathaphan, S. & Chunhachinda, P. (2012). Determinants of Growth for Thai Mutual Fund Industry, International Research Journal of Finance and Economics, (86), 120-132.
Seasonal	9. เดือนธันวาคม	Dec	(+)	นักลงทุนจะเข้าซื้อเพิ่มขึ้น เนื่องจากเป็นเดือนสุดท้ายของปีปฏิทินเพื่อรับสิทธิประโยชน์ทางภาษี	สร้อยญา ป. (2558), ปัจจัยที่มีผลต่อความต้องการซื้อหน่วยลงทุนกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ RMF
	10. เดือนมกราคม	Jan	(-)	หน่วยลงทุนจะถูกนักลงทุนขายออก โดยเฉพาะในกลุ่มกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ที่มีการถือครองจนครบกำหนดอายุที่สรรพากรกำหนดแล้ว	สร้อยญา ป. (2558), ปัจจัยที่มีผลต่อความต้องการซื้อหน่วยลงทุนกองทุนรวมหุ้นระยะยาว LTF และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ RMF

บทที่ 6

ผลการทดสอบ

6.1 Panel Data Analysis

ตารางที่ 6.1 แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของตัวแปรอธิบาย ณ ช่วงเวลาเดียวกัน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random Effect Model แบบ Clustered-Robust Standard Error

นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**), และ 1% (***)

Fund Flow	เครื่องหมายที่คาดหวัง	EQUITY	
		FE	RE
Frontend	-	0 (omitted)	-0.124 (0.188)
Inforatio	+	0.095 (0.157)	0.104 (0.161)
Totalreturn	+	-0.579 *** (0.064)	-0.575 *** (0.063)
Yield	+	0.068 ** (0.025)	0.062 *** (0.023)
Sdmonth	-	-0.109 (0.076)	-0.065 (0.055)
Settlement	-	0 (omitted)	-0.042 (0.276)
Bank	+	0 (omitted)	0.45 (0.508)
MStar2	+	0 (omitted)	0.881 ** (0.371)
MStar3	+	0 (omitted)	1.302 *** (0.325)

หมายเหตุ : 1. ค่าในวงเล็บคือ adjusted standard error ด้วยวิธีการ clustered-robust
2. Standard error ใน fixed effect model แสดงค่าเป็น omitted เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวเป็นค่าคงที่

ตารางที่ 6.1 (ต่อ) แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของตัวแปรอธิบาย ณ ช่วงเวลาเดียวกัน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random Effect Model แบบ

Clustered-Robust Standard Error

นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**), และ 1% (***)

Fund Flow	เครื่องหมาย ทิศทาง	EQUITY	
		FE	RE
MStar4	+	0 (omitted)	1.016 *** (0.412)
MStar5	+	0 (omitted)	1.721 *** (0.363)
Jan	-	-1.958 *** (0.415)	-1.979 (0.423)
Dec	+	-0.107 (0.228)	-0.117 (0.228)
_cons		0.313 (0.469)	-0.892 (1.199)
N		9600	9600
Number of funds		80	80
F/Waldchi2		45.79 ***	15401.6 ***
R2-overall		0.191	0.195
Sigma_u		1.15105	0.50594
Sigma_e		7.46146	7.46146
corr(u_i,Xb)		-0.043	0
Chi2 Hausman		7.15	
Chibar2 Specific effect			53.54 ***

หมายเหตุ :

1. ค่าในวงเล็บคือ adjusted standard error ด้วยวิธีการ clustered-robust
2. Standard error ใน fixed effect model แสดงค่าเป็น omitted เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวเป็นค่าคงที่

ตารางที่ 6.2 แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของตัวแปรอธิบายจากช่วงเวลาก่อน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random Effect Model แบบ

Clustered-Robust Standard Error

นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**), และ 1% (***)

Fund Flow	เครื่องหมาย	EQUITY
L1Frontend	-	-0.149 (0.123)
L1Inforatio	+	0.519 *** (0.092)
L1Totalreturn	+	-0.054 *** (0.033)
L1Yield	+	0.058 *** (0.016)
L1Sdmonth	-	0.346 *** (0.037)
L1Settlement	-	-0.312 * (0.272)
L1Bank	+	-0.261 (0.435)
L1MStar2	+	0.089 (0.331)
L1MStar3	+	0.061 (0.421)
L1MStar4	+	0.066 (0.444)
L1MStar5	+	0.582 (0.867)
Jan	-	-1.634 *** (0.416)
Dec	+	0.780 ** (0.286)
_cons		-0.456 (1.165)
N		952
Number of funds		80
F/Waldchi2		15637.240 ***
R-2 overall		0.038
Sigma_u		0.351
Sigma_e		8.109
corr(u_i,Xb)		0.000

หมายเหตุ : ค่าในวงเล็บคือ adjusted standard error ด้วยวิธีการ clustered-robust

ในการอธิบายผลการวิจัย ผู้วิจัยจะทำการทดสอบว่ามีปัจจัยคงที่ หรือลักษณะเฉพาะ บางอย่างซึ่งแตกต่างกันไปในแต่ละกองทุน (α_i) ว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบายหรือไม่ โดยการทดสอบข้างต้นจะใช้ Hausman test ซึ่งมีสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ว่าลักษณะเฉพาะ ของแต่ละกองทุนไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบาย ซึ่งจากผลการทดสอบ ทุกกลุ่มกองทุนให้ค่า P-Chi2 ของ Hausman test ที่มากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ และการประมาณค่า ด้วย Random Effect Model มีความเหมาะสมมากกว่า Fixed Effect Model ซึ่งในการอธิบายจะใช้ค่า Wald Chi2 เป็นค่าสถิติที่ทดสอบว่าตัวแปรอธิบายในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตาม หรือ อัตราการไหลของเงินทุนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ (ตารางที่ 4)

หลังจากนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบ Specific Effect เพื่อตรวจสอบว่า ชุดข้อมูลที่ นำมาใช้ศึกษา ควรใช้แบบจำลอง Pooled Ordinary Least Square หรือ Panel Estimation Method ในการอธิบายโดยใช้วิธีการ Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier Test เป็นการทดสอบว่า กลุ่ม ตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีลักษณะเฉพาะตัวหรือไม่ (ตาราง A-3) ซึ่งในที่นี้ก็คือ กองทุน แต่ละกอง โดยสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ของการทดสอบนี้คือ กองทุนแต่ละกองทุนไม่มี ลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกัน ($\text{Var}(u) = 0$) ซึ่งผลการทดสอบให้ค่า P-Chibar < 0.05 จึงปฏิเสธ สมมติฐานหลัก และควรใช้ Panel Estimation Method ในการอธิบายตัวแปรตาม

ทั้งนี้ ผู้วิจัยจะทำการแก้ปัญหา Heteroskedasticity ใน Panel Data หรือปัญหาที่ความ แปรปรวนของ standard error มีค่าไม่คงที่ ($E(u_i^2) = \sigma_i^2$) โดยการให้แบบจำลองเปลี่ยนวิธีการคำนวณ standard error ใหม่ โดยใช้การคำนวณแบบ Clustered-robust Standard Error ซึ่งจะมีการแบ่งกลุ่ม คำนวณตามลักษณะเฉพาะตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ที่เป็นผู้บริหารจัดการ กองทุนนั้นๆ

6.2 การอภิปรายผลการทดสอบทางสถิติ

ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการแยกวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนตามระยะเวลา ต่างๆ คือ ผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน, 3 เดือน, 6 เดือน, 1 ปี, รวมถึงการขยับช่วงเวลาของตัวแปร อธิบายทั้งหมดย้อนหลังไป 1 เดือน เพื่อพิจารณาว่าแบบจำลองที่ช่วงผลตอบแทนใดจะสามารถใช้ อธิบายอัตราการไหลของเงินทุนได้ดีที่สุด แม้ว่าแบบจำลองทุกแบบจะมีนัยสำคัญทางสถิติ (P-Value ของ Chi2 < 0.05) แต่เมื่อวิเคราะห์จากค่า R-Square ที่สูงที่สุดแล้ว พบว่าอัตราผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน (Totalreturn) ณ ช่วงเดือนเดียวกันกับอัตราการไหลของเงินทุนสามารถอธิบายอัตราการไหล

ของเงินได้ดีที่สุด (ตารางที่ 6) ผู้วิจัยจึงเลือกแบบจำลองที่ใช้อัตราผลตอบแทนช่วง 1 เดือน ณ ช่วงเวลาเดียวกันเป็นแบบจำลองหลักในการอภิปราย

ตารางที่ 6.3 แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของกลุ่มผลตอบแทน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย

กลุ่มผลตอบแทน	Equity	
	R-square	P-Chi2
อัตราผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน(Totalreturn)	19.51%	0.000
อัตราผลตอบแทนในช่วง 3 เดือน (TRQuarter)	11.48%	0.000
อัตราผลตอบแทนในช่วง 6 เดือน(TRHalf)	4.42%	0.000
อัตราผลตอบแทนในช่วง 12 เดือน(TRYear)	2.65%	0.000

อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 1 เดือน (Totalreturn) หน่วย % : พบว่าให้ผลที่สอดคล้องกัน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% หากผลตอบแทนในช่วง 1 เดือนมีการปรับเพิ่มขึ้น 1% จะมีผลทำให้ปริมาณเงินไหลออกจากกองทุนรวมหุ้นประเทศไทยเท่ากับ 0.575 ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานของผู้วิจัย ที่ว่าอัตราผลตอบแทนควรจะทำให้กองทุนสามารถดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนได้มากขึ้น และจากผลวิจัยครั้งนี้อาจอธิบายได้ว่า การที่อัตราผลตอบแทนในระยะสั้นมีการปรับตัวขึ้น เป็นโอกาสที่นักลงทุนจะขายหน่วยลงทุนออกเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น และเมื่อผลตอบแทนมีการปรับตัวลดลง ก็จะเป็นโอกาสในการเข้าซื้อของนักลงทุน เนื่องจากจะสามารถซื้อหน่วยลงทุนที่ต้องการได้ในราคาที่ถูกลง

ทั้งนี้ทางผู้วิจัยได้มีการทดสอบอัตราผลตอบแทนในช่วง 3 เดือน, 6เดือน และ 12 เดือน ซึ่งผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% สอดคล้องกับผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน (ตารางที่ A-5) รวมถึงผลทดสอบทางสถิติจากช่วงเวลาก่อน ให้ผลเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก็มีทิศทางความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุนเช่นกัน (ตารางที่ 5)

อัตราผลตอบแทนจากการจ่ายปันผล (Yield) หน่วย % : กลุ่มกองทุนรวมหุ้นทั่วไป (Equity) ให้ผลว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการไหลของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% โดยกองทุนใดที่มีอัตราผลตอบแทนจากการจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลทำให้ปริมาณเงินไหลเข้ากองทุนรวมหุ้นเพิ่มขึ้น 0.062% ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของผู้วิจัย ว่านักลงทุนต้องการได้รับผลตอบแทนในรูปของการจ่ายเงินปันผล มากกว่าการรอรับผลตอบแทนในรูปแบบของส่วนต่างราคาในอนาคต ซึ่งมีความไม่แน่นอน

ระยะเวลาการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน (Settlement Day) หน่วย วัน : มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการไหลของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่กองทุนรวมหุ้นทั่วไป (Equity) ซึ่งยังไม่เพียงพอในการสรุปว่าเป็นปัจจัยสำคัญต่ออัตราการไหลของเงินทุน

ปัจจัยด้านผู้บริหารกองทุนระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่มีใช้ธนาคาร (Bank) หน่วย - : ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยังไม่สามารถระบุได้ว่า ปัจจัยด้านช่องทางการเข้าถึงกลุ่มนักลงทุนที่ต่างกันระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่มีใช้ธนาคารเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการไหลของเงินทุน

การจัดอันดับกองทุนรวมโดย Morning Star (MStar) หน่วย - : พบว่าทุกอันดับมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการไหลของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับกลุ่มกองทุนรวมหุ้นทั่วไป (Equity) และมีค่าสัมประสิทธิ์ที่เพิ่มสูงขึ้นตามอันดับที่สูงขึ้น โดยกองทุนรวมหุ้นทั่วไป (Equity) ที่ได้รับการจัดอันดับอยู่ที่ 5 ดาว จะส่งผลให้มีอัตราการไหลของเงินสู่กองทุนเพิ่มขึ้นถึง 1.721% สอดคล้องตามสมมติฐานที่คาดหวัง

เดือนมกราคม (Jan) : ผลของเดือนมกราคมไม่มีผลต่ออัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวมหุ้นทั่วไป (Equity) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และนักลงทุนอาจให้ความสำคัญต่อประเด็นอื่นๆ มากกว่า

เดือนธันวาคม (Dec) : ผลของเดือนธันวาคมไม่มีผลต่ออัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวมหุ้นทั่วไป (Equity) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และนักลงทุนอาจให้ความสำคัญต่อประเด็นอื่นๆ มากกว่า

6.3 ผลการวิเคราะห์ด้วย Dynamic Panel Data Model

ในการศึกษาครั้งนี้ พบว่าสมการ Dynamic Panel Data ที่ใช้ในการอธิบายอัตราการไหลของเงินทุนไม่สามารถนำมาใช้งานได้ เนื่องจากผลการทดสอบความถูกต้องของสมการด้วยวิธีการทดสอบแบบ Sargan พบว่าไม่สามารถนำข้อมูลมาใช้วิเคราะห์ต่อได้ ดังแสดงอยู่ในผลการทดสอบ Dynamic Panel Estimation ในกองทุนรวมหุ้นประเทศไทย (ตาราง A-6)

บทที่ 7

สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมหุ้น (Equity Funds) จำนวนรวมทั้งสิ้น 80 กองทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2558 (10 ปี)

จากการศึกษาครั้งนี้ พบว่าปัจจัยหลักที่ส่งผลสำคัญต่อการไหลของเงินทุน ผู้กองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยคือ อัตราผลตอบแทนรายเดือน (Total Return) ทั้งเดือนปัจจุบัน และเดือนก่อนหน้า ซึ่งมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ บ่งชี้ว่าเมื่อผลตอบแทนระยะสั้นมีการปรับตัว นักลงทุนมักจะตอบสนองในทิศทางตรงข้ามเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น และผลการจัดอันดับโดย Morning Star ก็เป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยเฉพาะกองทุนที่ได้รับจัดอันดับตั้งแต่ 4 ดาวขึ้นไปจะส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อเพิ่มขึ้นในกองทุนรวมหุ้นทุกๆ ประเภท

7.1 ข้อจำกัดทางการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลกองทุนหุ้นในประเทศไทยที่มีระยะเวลาดำเนินงานต่อเนื่องกันมากกว่า 10 ปี ทำให้มีกองทุนที่มีระยะดำเนินการต่ำกว่า 10 ปี ไม่ได้ถูกนำมาวิเคราะห์

7.2 แนวทางการทำวิจัยต่อไป

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป ผู้วิจัยอาจศึกษาผลกระทบอันเนื่องมาจากการที่กรมสรรพากรมีการเปลี่ยนระยะเวลาในการถือครองกองทุนรวมหุ้นระยะยาว จากเดิม 5 ปี มาเป็น 7 ปี ปฏิทิน ซึ่งอาจส่งผลให้อัตราการไหลของเงินทุนมีการเปลี่ยนแปลงไปได้

บรรณานุกรม

- Arellano, M. (2003). Panel Data Econometrics, Oxford University Press, Oxford.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy, *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-329.
- Blume, M. E. (1980). Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence, *The Review of Economics and Statistics*, 62(4), 567-577.
- Dieu, L. T. (2014). A Comparison of Bank and Non-bank Funds in the French Market. *Journal of Finance Services Research*, 47(3), 273-294.
- Gabriel, T. F., Nicolescu, L., & Lupu, R. (2015). Evolution of Mutual Funds in Romania: Performance and Risks. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 18(4), 180-198.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Price. *The MIT Press*, 41(2), 99-105.
- Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Marling, Hannes and Sara Emanuelsson (2012). The Markowitz Portfolio Theory, November 25.
- Modigliani, F., & Poque, G. A. (1974). An Introduction to Risk and Return Concepts and Evidence. *Financial Analysis Journal*, 30(3), 69-86.
- Nathaphan, S. & Chunhachinda, P. (2012). Determinants of Growth for Thai Mutual Fund Industry, *International Research Journal of Finance and Economics*, (86), 120-132.
- Nitibhon, C. (2004). An Analysis of Performance, Persistence and Flows of Thai Equity Funds, Chulalongkorn University, Master of Science Program in Finance, 65.
- Morningstar Research (2009). Summary of the Morningstar Rating.
- Sirri, E. R., and Tufano, P. (1998) Costly Search and Mutual Fund Flows. *The Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.
- Thammasombat, T. (2009). Performance Persistence: Evidence from Thai Mutual Funds, Kasetsart University, Master of Business Administration, 50.

- ชลธิชา มั่งคั่ง (2549). ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนสุทธิของกองทุนรวมในประเทศไทย, วิทยานิพนธ์ คณะเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, เชียงใหม่.
- บุญยพรรณ วัชรราคา (2546). กระแสเงินทุนกองทุนรวม ความสม่ำเสมอของผลตอบแทนและ ผลกระทบของค่าธรรมเนียมกองทุน, วิทยานิพนธ์ คณะเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์ มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548). บทที่ 12 กองทุนรวมและ หน่วยลงทุน, 120.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2558). ประเภทของกองทุนรวม. www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content02.pdf, The Stock Exchange of Thailand, 12.
- สิริ ประสมศักดิ์ (2544). ปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน, วิทยานิพนธ์ คณะเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- สรัญญา เปล่งจวี (2558). ปัจจัยที่มีผลต่อความต้องการซื้อหน่วยลงทุนกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF), วิทยานิพนธ์ คณะเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพฯ.

ภาคผนวก

ตารางที่ A-1 แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรของกองทุนรวมหุ้น

ตัวแปร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
Frontend	13920	0.613	0.911	0.000	8.000
Inforatio	13920	-0.059	1.004	-6.243	6.746
Totalreturn	13920	0.858	6.153	-27.682	19.226
Settlement	13920	4.138	0.787	3.000	5.000
Bank	13920	0.603	0.489	0.000	1.000
Sdmonth	13920	4.161	3.617	0.194	52.213
Yield	13920	4.415	9.040	0.000	93.333
MStar1	13920	0.069	0.253	0.000	1.000
MStar2	13920	0.276	0.447	0.000	1.000
MStar3	13920	0.319	0.466	0.000	1.000
MStar4	13920	0.233	0.423	0.000	1.000
MStar5	13920	0.103	0.305	0.000	1.000
Jan	13920	0.083	0.276	0.000	1.000
Dec	13920	0.083	0.276	0.000	1.000

ตาราง A-2 แสดงผลการทดสอบ Unit Root ณ ระดับของข้อมูล “At Level”

วิธี Im-Pesaran-Shin unit-root test

Variable	Statistic	Critical Values			P-Value	ผลการทดสอบ
		1%	5%	10%		
Fundflow	-69.026	-1.73	-1.67	-1.64	0.000	Stationary
Inforatio	-63.680	-1.73	-1.67	-1.64	0.000	Stationary
Totalreturn	-59.191	-1.73	-1.67	-1.64	0.000	Stationary
TRQuarter	-38.516	-1.73	-1.67	-1.64	0.000	Stationary
TRHalf	-15.570	-1.73	-1.67	-1.64	0.000	Stationary
TRYear	-4.935	-1.73	-1.67	-1.64	0.000	Stationary
Sdmonth	-44.644	-1.73	-1.67	-1.64	0.000	Stationary

จากผลการทดสอบ พบว่าตัวแปรทุกตัวไม่พบปัญหา unit root และสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์ห้อตราการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมต่อได้

ตารางที่ A-3 ผลการทดสอบ Specific Effect ด้วยวิธีการ Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test

	Var	sd=sqrt(Var)
Fundflow	69.849	8.358
e	55.673	7.461
u	0.256	0.506
P-Value		0.000

ตารางที่ A-6 ผลการทดสอบ Dynamic Panel Estimation ในกองทุนรวมหุ้นทั่วไปในประเทศไทย
(Equity funds)

```
. xtabond fundflow Inforatio Totalreturn Sdmonth Yield Jan Dec

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs       =       9440
Group variable: id                             Number of groups     =         80
Time variable: month3

                                         Obs per group:   min =       118
                                                         avg =       118
                                                         max =       118

Number of instruments = 6.3e+03                Wald chi2(7)         = 2944.32
                                                         Prob > chi2          = 0.0000

One-step results
-----
-
fundflow |      Coef.   Std. Err.   z     P>|z|   [95% Conf.Interval]
-----+-----
-
fundflow |L1.|   .1806657   .0090507   19.96  0.000   .1629266 .1984047
Inforatio |      .0084012   .0742115    0.11  0.910   -.1370508 .1538531
Totalreturn |     -.6429436   .0123787  -51.94  0.000   -.6672053 .6186819
Sdmonth   |     -.1775226   .0275716   -6.44  0.000   -.231562 .1234832
Yield     |     .0676925   .0099131    6.83  0.000   .0482633 .0871218
Jan       |     -1.765856   .2755693   -6.41  0.000   -2.305962 1.22575
Dec       |     -.0786523   .2629342   -0.30  0.765   -.5939939 .4366894
_cons    |     .7218574   .1434077    5.03  0.000   .4407835 1.002931
-----
-

Instruments for differenced equation
      GMM-type: L(2/.)fundflow
      Standard: D.Inforatio D.Totalreturn D.Sdmonth D.Yield D.Jan D.Dec
Instruments for level equation
      Standard: _cons

. estat sargan
Sargan test of overidentifying restrictions
      H0: overidentifying restrictions are valid

      chi2(6279)   = 8969.732
      Prob > chi2   = 0.0000
```