

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ
ประเภทหุ้นในประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ด้วยความอนุเคราะห์ของท่านอาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช, และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร์ โคติกา ที่ได้เสียสละเวลาให้คำชี้แนะอันเป็นประโยชน์ ที่ทำให้สารนิพนธ์นี้สมบูรณ์ ตลอดจนอาจารย์ทุกท่านในวิทยาลัยการจัดการมหาวิทยาลัยมหิดล ที่ได้ถ่ายทอดความรู้ที่สามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการวิเคราะห์หาแนวทางในการบริหาร, วิเคราะห์, และจัดการปัญหาต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และขอกราบขอบพระคุณประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นริรัตน์ เตชพิรุณทอง ที่ให้คำชี้แนะในการปรับปรุงให้สารนิพนธ์นี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอกล่าวขอบคุณทุกท่านที่ให้การสนับสนุนและเป็นแรงผลักดันให้ข้าพเจ้าประสบผลสำเร็จ ทั้งครอบครัว เพื่อนร่วมรุ่น FN18A, หัวหน้า, และเพื่อนร่วมงานที่คอยช่วยเหลือเกื้อกูลให้ความรู้ ที่เป็นแนวทางให้สามารถนำมาต่อยอดพัฒนาความรู้ในการวิเคราะห์ข้อมูลให้ได้เข้าใจอย่างถ่องแท้ สุดท้ายนี้ผู้เขียนหวังเป็นอย่างยิ่งว่า สารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจ

อภิญญา ชิตานุกวัตร

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น
ในประเทศไทย

A Study of Factors Affecting on Flow of Thai Equity Retirement Mutual Funds

อภิญญา ชิตานูวัตร 5850083

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รอง
ศาสตราจารย์ชาติร์ จันทรโคติกา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ธีรรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้วิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมเพื่อการ
เลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF) จำนวนรวมทั้งสิ้น 12 กองทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน
ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ 2558 (10 ปี)

จากการศึกษาครั้งนี้ พบว่าปัจจัยหลักที่ส่งผลสำคัญต่อการไหลของเงินทุนสู่กองทุน
รวมหุ้นในประเทศไทยคือ อัตราผลตอบแทนรายเดือน (Total Return) ทั้งเดือนปัจจุบัน และเดือน
ก่อนหน้า ซึ่งมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ บ่งชี้ว่าเมื่อ
ผลตอบแทนระยะสั้นมีการปรับตัว นักลงทุนมักจะตอบสนองในทิศทางตรงข้ามเพื่อเก็งกำไรใน
ระยะสั้น และผลการจัดอันดับ โดย Morning Star ก็เป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของนัก
ลงทุน โดยเฉพาะกองทุนที่ได้รับการจัดอันดับที่ 4 ดาวจะส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ ในการศึกษาพบว่ากองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น อัตราการ
ไหลของเงินทุนจะขึ้นอยู่กับผลของฤดูกาลมากที่สุด โดยในเดือนมกราคมจะมีนักลงทุนเข้าซื้อ
กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้นเพื่อออมเงินในระยะยาว และจะมีการนำ Information
Ratio ของกองทุนมาพิจารณาประกอบในการเลือกกองทุน และยังพบว่านักลงทุนที่เลือกลงทุนใน
กองทุนประเภทนี้ มักจะหลีกเลี่ยงกองทุนที่ผลตอบแทนมีความผันผวนสูง (Risk Averse)

คำสำคัญ : อัตราการไหลของเงินสู่กองทุน/ fund flow/ ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการไหลของเงิน

สารบัญ

		หน้า
	กิตติกรรมประกาศ	ข
	บทคัดย่อ	ค
	สารบัญตาราง	ฉ
	สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1.1 ผลตอบแทนจากการลงทุน	5
	2.1.2 ความเสี่ยงในการลงทุน	7
	2.1.3 ทฤษฎีการกระจายความเสี่ยง	8
	2.1.4 ทฤษฎีลูกนกในกำมือ	9
	2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	10
บทที่ 3	ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	12
	3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	12
	3.2 ตัวแปร	13
	3.2.1 ตัวแปรตาม	13
	3.2.2 ตัวแปรอธิบาย	14
	3.3 วิธีการทางสถิติ	20
บทที่ 4	ผลการทดสอบ	25
	4.1 Panel Data Analysis	25
	4.1.1 ด้านค่าใช้จ่าย	29
	4.1.2 ด้านผลตอบแทน	29
	4.1.3 ด้านความเสี่ยง	30
	4.1.4 ด้านลักษณะเฉพาะตัว	30
	4.2 ผลการวิเคราะห์ด้วย Dynamic Panel Data Model	31

สารบัญ (ต่อ)

บทที่ 5	สรุปผลการศึกษา	32
	บรรณานุกรม	33
	ภาคผนวก	35
	ประวัติผู้วิจัย	41



สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	รายชื่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการและจำนวนกองทุน	12
2	จำนวนการจัดอันดับกองทุน โดย Morning Star ของแต่ละกองทุน	18
3	สมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยในการกำหนดปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยและการลงทุนในกองทุนรวม	22
4	ผลทางสถิติของตัวแปรอธิบาย ณ ช่วงเวลาเดียวกัน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random Effect Model แบบ Clustered-Robust Standard Error	25
5	แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของตัวแปรอธิบายจากช่วงเวลาก่อนที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random Effect Model แบบ Clustered-Robust Standard Error	27
6	แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของกลุ่มผลตอบแทน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย	29

สารบัญรูปภาพ

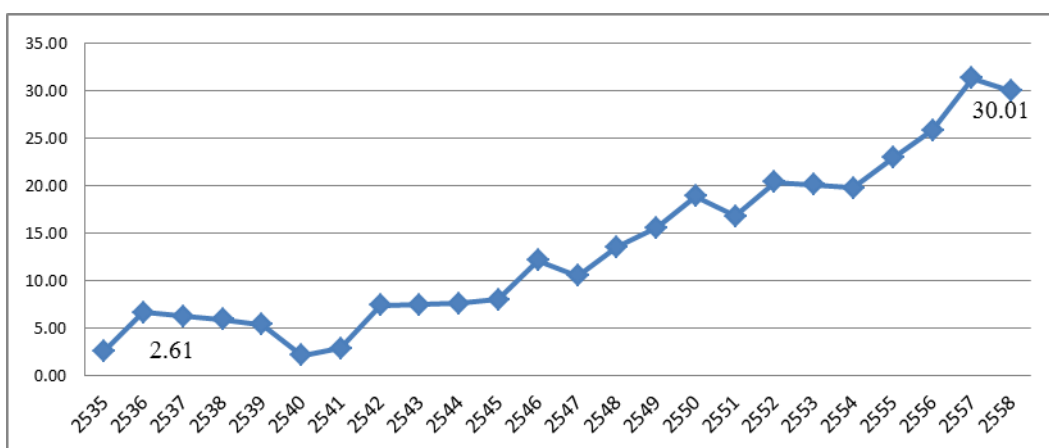
รูปภาพ		หน้า
1	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวมเทียบ GDP ปี 2535 – 2558 ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน	2
2	จำนวนกองทุนใน ปี 2535 – 2558 ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน	2
3	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุน ที่มา : สมาคม บริษัทจัดการลงทุน (AIMC)	3



บทที่ 1

บทนำ

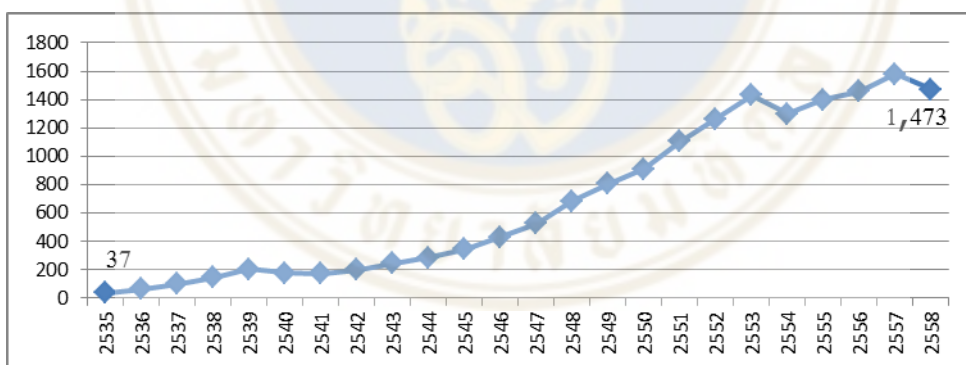
การออมเงินและการลงทุนของประชาชนในปัจจุบัน เริ่มมีการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์และพัฒนาเพิ่มขึ้นจากอดีตที่ส่วนใหญ่จะเป็นการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ แต่ในปัจจุบันเริ่มมีความสนใจการลงทุนในเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ เช่น การลงทุนในทองคำ หรือการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล นอกจากนี้สถาบันการเงินต่างๆ ได้เสนอผลิตภัณฑ์ทางการเงินหลากหลายรูปแบบ เพื่อตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น การออกกองทุนรวมประเภทต่างๆ ทำให้นักลงทุนประเภทบุคคลธรรมดาสามารถเลือกลงทุนผ่านกองทุนเหล่านั้นได้ ปัจจุบันการลงทุนเพื่อการออมผ่านกองทุนรวมเป็นที่รู้จักกันมากขึ้น เนื่องจากประชาชนเริ่มเข้าใจถึงประโยชน์ของการลงทุนผ่านตัวแทนที่เป็นมืออาชีพ ซึ่งจะลดความเสี่ยงจากการลงทุนด้วยตนเอง กองทุนรวมจึงเป็นเครื่องมือในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน เนื่องจากนักลงทุนต้องการเคลื่อนย้ายแหล่งลงทุนหนึ่งที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่า 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 เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับ ปี 2535 ที่ร้อยละ 27.49 ต่อ GDP (ภาพที่ 1)



ภาพที่ 1 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิกองทุนรวมเทียบกับ GDP ปี 2535 – 2558

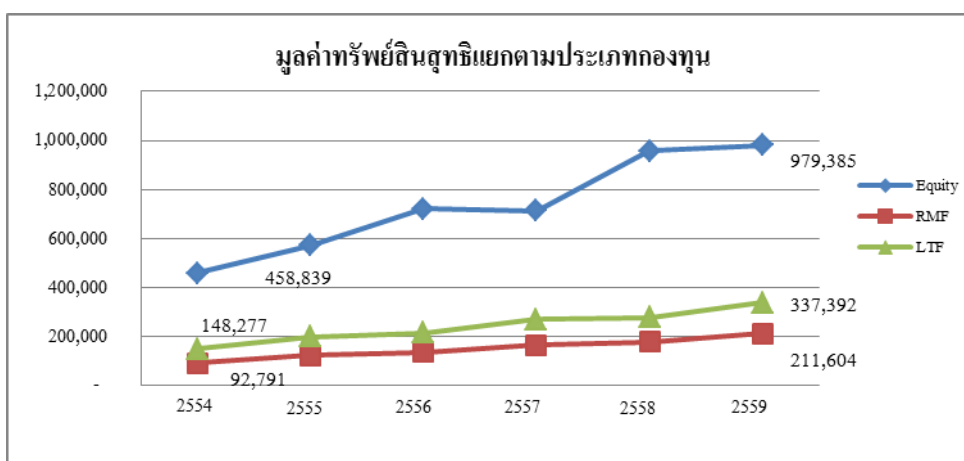
ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

ขณะเดียวกัน ความหลากหลายของกองทุนรวมก็เพิ่มขึ้นทั้งประเภทและจำนวนของกองทุน โดยในปี 2558 กองทุนรวมมีจำนวน 1,473 กองทุน เพิ่มขึ้นจาก 37 กองทุนในปี 2535 (ภาพที่ 2) และเมื่อพิจารณามูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุนรวมหุ้นประเทศไทย (Equity) กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF) ในระหว่างปี 2554 - 2559 พบว่าปรับเพิ่มขึ้นจากปีฐาน 43%, 46% และ 46% ตามลำดับ (ภาพที่ 3)



ภาพที่ 2 จำนวนกองทุนในปี 2535 – 2558

ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน



ภาพที่ 3 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุน

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) โดยใช้ข้อมูลกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF) จำนวนรวมทั้งสิ้น 12 กองทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ 2558 (10 ปี)

จากการศึกษาครั้งนี้ พบว่าปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยคือ อัตราผลตอบแทนรายเดือน (Total Return) ทั้งเดือนปัจจุบัน และเดือนก่อนหน้า ซึ่งมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ บ่งชี้ว่าเมื่อ

ผลตอบแทนระยะสั้นมีการปรับตัว นักลงทุนมักจะตอบสนองในทิศทางตรงข้ามเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น และผลการจัดอันดับโดย Morning Star ก็เป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน โดยเฉพาะกองทุนที่ได้รับการจัดอันดับที่ 4 ดาวจะส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ ในการศึกษายังพบว่ากองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น อัตราการไหลของเงินทุนจะขึ้นอยู่กับผลของฤดูกาลมากที่สุด โดยในเดือนมกราคมจะมีนักลงทุนเข้าซื้อกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้นเพื่อออมเงินในระยะยาว และจะมีการนำ Information Ratio ของกองทุนมาพิจารณาประกอบในการเลือกกองทุน และยังพบว่านักลงทุนที่เลือกลงทุนในกองทุนประเภทนี้ มักจะหลีกเลี่ยงกองทุนที่ผลตอบแทนมีความผันผวนสูง (Risk Averse)

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



บทที่ 2

ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

(Theories and Literature Review)

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

ปัจจุบันนักลงทุนเริ่มหันมาสนใจการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นเพิ่มมากขึ้น ดังนั้น การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อกองทุนรวมหุ้นจึงเป็นเรื่องน่าสนใจและมีประโยชน์ต่อนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนสามารถนำข้อมูลต่างๆ เหล่านี้มาใช้ประกอบการพิจารณาก่อนการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตาม จากงานศึกษาที่ผ่านมาในอดีตพบว่านักลงทุนให้ความสนใจกับข้อมูลทั้งเชิงบวกและลบ ผู้ศึกษาจึงขอรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพื่อศึกษาและนำเสนอปัจจัยที่สามารถอธิบายพฤติกรรมของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทย โดยได้รวบรวมไว้มีรายละเอียดดังนี้

การศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงในกองทุนรวมที่ลงทุนในประเทศ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบเอกสารที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

1. ผลตอบแทนจากการลงทุน
2. ความเสี่ยงในการลงทุน
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 คือ

ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงสุดในระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ผลตอบแทนจึงเป็นแรงจูงใจที่สำคัญในกระบวนการลงทุน

แหล่งที่มาของผลตอบแทนจากการลงทุน ประกอบด้วยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในการลงทุนจากแหล่งต่าง ๆ ดังนี้

1.1 กำไร (ขาดทุน) จากส่วนต่างของราคา (Capital Gain (Loss)) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price change) ของหลักทรัพย์

1.2 รายได้จากเงินสดที่หลักทรัพย์จ่ายระหว่างกาล (Cash distribution) ผู้ออกหลักทรัพย์อาจจ่ายเงินสดให้แก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อตอบแทนแก่ผู้ลงทุนที่ได้นำเงินมาลงทุนในหลักทรัพย์นั้น และผู้ออกหลักทรัพย์สามารถนำเงินที่ได้จากการขายหลักทรัพย์ไปทำประโยชน์เงินสดที่หลักทรัพย์จ่ายเป็นผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนมี 2 รูปแบบ ขึ้นกับประเภทหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนเลือก ดังนี้

(ก) kupong (Coupon) ในกรณีที่ผู้ลงทุนลงทุนในตราสารหนี้ ซึ่งส่วนใหญ่ประกอบไปด้วยพันธบัตรและหุ้นกู้ ตราสารหนี้เหล่านี้จะเสนอ kupong เป็นเงินสด จ่ายตอบแทนแก่ผู้ลงทุนตามอัตราที่ตรา (face value) ของตราสารหนี้ อัตราkupong นี้จะมีการระบุไว้ก่อนเป็นการล่วงหน้าว่าจะจ่ายให้ร้อยละเท่าใด และเมื่อใด ตลอดอายุของตราสาร อัตราที่ระบุจะเป็นร้อยละต่อปี แต่ตราสารอาจสัญญาจะจ่ายkupong แก่ผู้ลงทุนมากกว่า 1 ครั้งในแต่ละปีก็ได้ ซึ่งส่วนใหญ่จะกำหนดเป็น 2 ครั้ง ในกรณีที่ตราสารกำหนดให้มีการจ่ายkupong ตั้งแต่ 2 ครั้งต่อปีขึ้นไป อัตราkupong ที่จ่ายแต่ละครั้งจะแบ่งจ่ายเป็นงวด งวดละเท่า ๆ กัน

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

1.3 ผลตอบแทนจากการนำรายได้จากเงินสดที่หลักทรัพย์จ่ายระหว่างกาลไปลงทุนต่อ (Reinvestment return) ภายหลังจากที่ผู้ลงทุนรับรายได้เป็นเงินสดเข้ามาระหว่างกาลแล้วเนื่องจากระยะเวลาการลงทุนอาจยังไม่สิ้นสุด ผู้ลงทุนจำเป็นต้องนำรายได้จำนวนนั้นไปลงทุนต่อให้ได้ผลตอบแทนนอกเสีย เพราะการถือครองเงินสด โดยไม่มีรายได้ถือเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาส

1.4 ผลตอบแทนในลักษณะอื่น ผลตอบแทนอาจมิได้จ่ายเป็นเงินสด แต่เป็นหลักทรัพย์เดิมหรือหลักทรัพย์ประเภทอื่น พบบ่อยในกรณีที่ผู้ลงทุนเลือกลงทุนในหุ้นสามัญ เช่น

(ก) บริษัทผู้ออกหุ้นสามัญอาจประกาศให้ 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

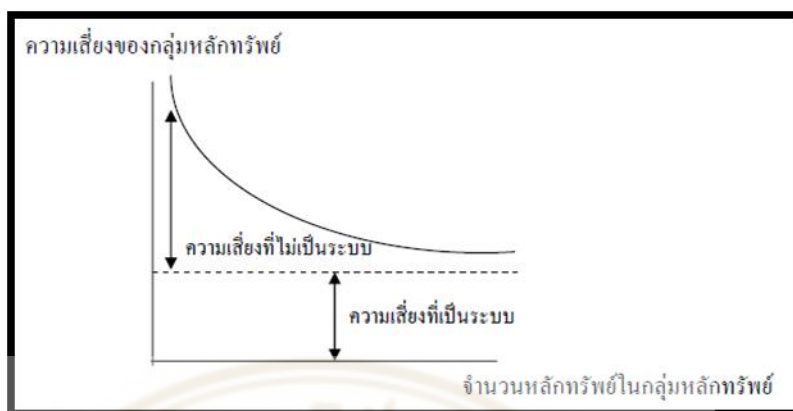
ความเสี่ยงในการลงทุนแบ่งเป็น 2 ประเภท ดังนี้

- ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เกิดจากลักษณะเฉพาะของหลักทรัพย์นั้น ๆ เช่นลักษณะของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งไม่มีผลต่อหลักทรัพย์ของธุรกิจอื่นสามารถลดหรือทำให้หมดไปจากการลงทุนได้ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบอาจแบ่งออกเป็น

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

(ข) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความผันแปรในกำไรของบริษัท ซึ่งผลมาจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัท ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ นักลงทุนสามารถที่จะทำได้ โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลาย ๆ หลักทรัพย์หรือลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) และหากหลักทรัพย์ที่นักลงทุนเลือกลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยงมีความเหมาะสมและเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพก็จะสามารถตัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้ออกไปจากการลงทุนได้ โดยจะเหลือเพียงความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือ Systematic Risk อยู่เท่านั้น จากภาพที่ 4 หากนักลงทุนสามารถกระจายการลงทุนได้อย่างมี

ประสิทธิภาพแล้ว ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุนจะคงเหลือแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เท่านั้น



ภาพที่ 4 ผลการกระจายการลงทุนที่มีต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์

ที่มา : สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548:213)

- ความเสี่ยงที่เป็นระบบ คือความเสี่ยงที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไป ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนในทุก ๆ หลักทรัพย์ในตลาด เป็นความเสี่ยงที่บริษัทสามารถควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบเกิดจาก

(ก) การเปลี่ยนแปลงทัศนคติของผู้ลงทุน โดยรวมต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

(ข) การเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ย ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้าม หากอัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง

(ค) การเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าซึ่งเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราเงินเฟ้อ ส่งผลต่ออำนาจซื้อของเงินทุนที่นักลงทุนมีอยู่

(ง) การเปลี่ยนแปลงของภาวะตลาดหลักทรัพย์ เช่น ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงซบเซาหรือช่วงร้อนแรง

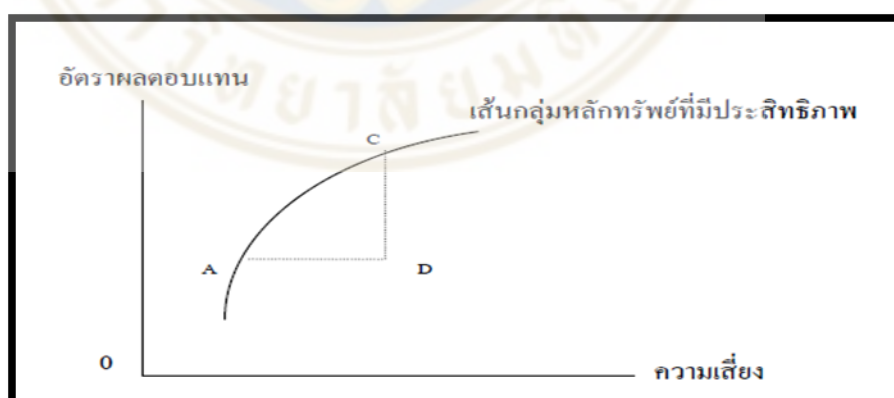
(จ) การเกิดขึ้นของเหตุการณ์ที่นักลงทุนไม่ได้คาดคิดมาก่อน เช่น การก่อวินาศกรรม การเกิดสงคราม เป็นต้น

2.1.3 ทฤษฎีการกระจายความเสี่ยง

ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์มาร์โควิช (Markowitz Portfolio Theory)

Marling and Emanuelsson (2012) ตามทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz เป็นแนวคิดที่เริ่มโดยการวางรากฐานว่า การกระจายการลงทุนจะช่วยลดความเสี่ยง เฉพาะในกรณีที่กลุ่มหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุน ไม่ได้มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันอย่างสมบูรณ์ (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต้องต่ำกว่า 1.0) จึงจะสามารถลดค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์ได้ 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 5 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์
ที่มา : สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548:213)

2.1.4 ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in the Hand Theory)

Gordon (1959) กล่าวว่านักลงทุนยินดีที่จะได้รับเงินปันผลในปัจจุบัน มากกว่าการรอค่าอะไรที่ได้จากการที่ราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้นในอนาคต เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะมีความเสี่ยงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนจากค่าอะไรที่จะได้รับจากการที่คาดว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้นในอนาคต ดังนั้นนักลงทุนจึงชอบบริษัทที่จ่ายเงินปันผลสูงๆ

นโยบายการจ่ายปันผลจะมีผลต่อต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น คือต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นจะลดลงหากอัตราการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น 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 มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนของกองทุน โดยมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในทางบวก ในขณะที่ขนาดของกองทุนและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในทางลบ นอกจากนี้ การทดสอบถึงความสม่ำเสมอของผลตอบแทน พบว่ากองทุนรวมที่เคยมีผลตอบแทนที่ดีในอดีต กลับมีผลตอบแทนที่ไม่ดีในช่วงเวลาปัจจุบัน และกองทุนที่คิดค่าธรรมเนียมการจัดการที่สูงกว่า ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่ากองทุนที่คิดค่าธรรมเนียมต่ำกว่าได้ ซึ่งเหล่านี้สอดคล้องกับทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด

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

ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนตลาด, ขนาดของกองทุน และมูลค่าการซื้อขายหุ้นของกองทุนรวม มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกองทุน แต่ประเภทของกองทุน และมูลค่าการซื้อขายหน่วยลงทุนของนักลงทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน ผลตอบแทนของกองทุนรวมจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนตลาด และกองทุนขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนที่มากกว่ากองทุนที่มีขนาดใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องมาจากกองทุนรวมขนาดใหญ่จะมีต้นทุนในการซื้อขายหุ้นมากกว่ากองทุนขนาดเล็ก การศึกษาจึงพบว่ามูลค่าการซื้อขายหุ้นจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทนของกองทุน ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าบริหารจัดการกองทุนรวมควรที่จะเปิดกองทุนที่มีขนาดเล็กและซื้อขายหุ้นน้อยลง เพราะมีแนวโน้มที่จะทำให้ผลตอบแทนของกองทุนดีขึ้น

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Methodology)

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ กองทุนเปิด (Open-Ended Fund) ในประเทศไทย ที่ได้จดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่มีอายุไม่ต่ำกว่า 10 ปี โดยเลือกช่วงข้อมูลรายเดือนระยะเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ 2558, และเป็นกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ ที่เน้นลงทุนในตราสารทุนของประเทศไทย (Equity RMF) 12 กองทุน ดังมีรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการและจำนวนกองทุน

ประเภท	บริษัทหลักทรัพย์จัดการ	จำนวนกองทุน
กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น	ABERDEEN ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	ASSET PLUS FUND MANAGEMENT CO LTD	1
	BBL ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	KRUNGSRI ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	ONE ASSET MANAGEMENT LTD	1
	PHATRA ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	SCB ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	THAI ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	THANACHART FUND MANAGEMENT CO LTD	1
	TISCO ASSET MANAGEMENT CO LTD	1
	TMB ASSET MANAGEMENT CO LTD	2

สำหรับข้อมูลการศึกษาที่เกี่ยวกับกองทุนรวมได้เลือกใช้ข้อมูลจาก 4 แหล่งด้วยกัน คือ

1) ข้อมูลมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมนำมาจากเว็บไซต์ www.thaimutualfund.com หรือ www.aimc.or.th ขอบเขตข้อมูลตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2549 - ธันวาคม พ.ศ. 2558 รวมกองทุนหุ้นทั้งหมด 116 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) ข้อมูลระยะเวลาการชำระราคาขายคืนหน่วยลงทุน, ค่าธรรมเนียมการซื้อ นำมาจาก Fund Fact Sheet ของแต่ละบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน (บลจ.)

3.2 ตัวแปร (Variable)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

อัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวม (Net Fund Flows)

ตัวย่อในสมการ : *Fundflow*

หน่วย : %

ปัจจัยที่เราสนใจในการศึกษาครั้งนี้ คืออัตราการไหลเข้า หรือออกจากกองทุนรวมอันเนื่องมาจากปัจจัยต่างๆ โดย Dieu (2014) ได้ศึกษาไว้ว่าเราสามารถคำนวณหาปริมาณเงินที่ไหลเข้า หรือออกจากกองทุนรวมได้จากสมการ

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

Net Fund Flows คือ อัตราการไหลเข้าหรือออกของเงินแต่ละกองทุนรวม

TNA_t คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมงวดที่ t โดยสามารถหาได้จาก www.thaimutualfund.com หรือคำนวณได้จาก

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ _{t} = มูลค่าหน่วยลงทุน x จำนวนหน่วยลงทุนที่ชำระแล้ว

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

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

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

3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

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

กลุ่มที่ 1 กลุ่มค่าใช้จ่าย

ค่าธรรมเนียมการซื้อ (Front-end Fee) : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง

(-)

ตัวย่อในสมการ : *Frontend*

หน่วย : %

ค่าธรรมเนียมที่กองทุนจะมีการเรียกเก็บจากนักลงทุน เป็นอัตราต่อมูลค่าการซื้อในแต่ละครั้ง ซึ่งจะมีระบุอยู่ในหนังสือชี้ชวนส่วนสรุปของแต่ละกองทุน (Fund Fact Sheet) มีหน่วยเป็น % โดยคาดว่าอัตราค่าธรรมเนียมจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราการไหลเข้าของเงินสู่กองทุน กล่าวคือ ยิ่งกองทุนคิดค่าธรรมเนียมการซื้อสูง ความน่าสนใจของนักลงทุนก็จะน้อยลง

ทั้งนี้ ในการศึกษาครั้งนี้มิได้นำค่าธรรมเนียมการขาย (Back-end fee) มาใช้ในการอธิบายอัตราการไหลของเงินทุน เนื่องจากกองทุนรวมส่วนใหญ่ได้มีการยกเว้นค่าธรรมเนียมในการขายหน่วยลงทุนให้กับนักลงทุน

กลุ่มที่ 2 ผลตอบแทน

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในส่วนที่มากกว่าเกณฑ์ชี้วัด

(Information Ratio) : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : *Inforatio*

หน่วย : -

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

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

R_p = อัตราผลตอบแทนรายเดือนจากการลงทุนในกองทุนรวม
ช่วงเวลาที่ปี 2549 - 2558

R_b = อัตราผลตอบแทนรายเดือนของดัชนีชี้วัด โดยในที่นี้คือ SETTRI
ช่วงเวลาที่ปี 2549 - 2558

σ_{ER} = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือน
($R_p - R_b$) อ้างอิงช่วงเวลารายเดือนตั้งแต่ปี 2549 - 2558

ผลตอบแทนสุทธิ (Total Return) : คำนวณความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

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 จะดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาซื้อกองทุนที่ให้ผลตอบแทนที่ดี โดยผลตอบแทนสุทธิสามารถคำนวณได้จาก

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

โดยในที่นี้ เนื่องจากเรามีข้อมูล Total Return Index ซึ่งได้จาก Datastream แล้ว Total Return ของกองทุนจึงสามารถคำนวณได้จากสูตรดังนี้

$$\text{Total Return} = \text{Ln} \left(\frac{TRI_1}{TRI_0} \right) * 100$$

TRI = ดัชนีผลตอบแทนรายเดือน โดยช่วงข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือ

เดือนมกราคม พ.ศ. 2549 – เดือนธันวาคม พ.ศ. 2558

โดยในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจะทำการเปรียบเทียบว่าแบบจำลองที่ใช้ตัวแปรผลตอบแทนในช่วงใด ที่จะสามารถอธิบายอัตราการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมได้ดีที่สุดระหว่างช่วง 1 เดือน (Totalreturn), 3 เดือน (TRQuarter), 6 เดือน (TRHalf), และ 1 ปี (TRYear),

รวมถึงการขยับช่วงเวลาของดัชนีผลตอบแทนทั้งหมดย้อนหลังไป 1 เดือน เพื่อนำมาใช้ในการอภิปรายผลการวิจัย

อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) : คาด

ความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : *Yield*

หน่วย : %

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

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

DIV = ปันผลจ่าย (บาท)

P = ราคาหน่วยลงทุน (บาท)

t = ช่วงเวลา (เดือน)

กลุ่มที่ 3 ความเสี่ยง

ความผันผวนของดัชนีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวัน (Standard

Deviation) : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (-)

ตัวย่อในสมการ : *SDMonth*

หน่วย : หน่วย/วัน

Sirri and Tufano (1998) ได้มีการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศอเมริกา ในช่วงปี 2007 – 2014 ไว้ และได้พบว่ากองทุนที่มีความเสี่ยงสูง จะส่งผลให้เงินไหลเข้ากองทุนรวมหุ้นลดลง 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 ในช่วงระยะเวลาเดือนมกราคม พ.ศ. 2549 – ธันวาคม พ.ศ. 2558

ระยะเวลาการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน (Settlement Day) :

คาดความสัมพันธทิศทาง (-)

ตัวย่อในสมการ : *Settlement*

หน่วย : วัน

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

การจัดอันดับผลประกอบการกองทุน โดย Morning Star (Morning Star Rating) :คาดความสัมพันธทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : *MStar1, MStar2, MStar3, MStar4, MStar5*

หน่วย : -

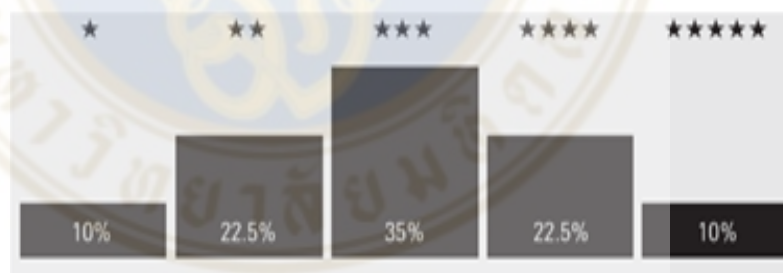
เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการจัดอันดับผลการดำเนินงานของกองทุน โดย Morning Star แต่ละระดับ ต่ออัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวม โดยในแต่ละตัวแปรจะถูกแทนค่าเท่ากับ 1 สำหรับกองทุนที่มีอันดับของ Morning Star ตรงตามตัวแปรนั้นๆ เช่น อันดับ Morning Star 5 ก็จะถูกแทนค่าเท่ากับ 1 ในตัวแปร MStar5 และแทนค่าเท่ากับ 0 ในตัวแปร MStar1 – MStar4 ของกองทุนนั้นๆ อย่างไรก็ตาม ในการ

ทดสอบความสัมพัทธ์ทางสถิติ จะต้องมีการตัดตัวแปรหุ่นออกไป 1 ตัวแปรเพื่อให้สามารถวิเคราะห์ความสามารถในการอธิบายของตัวแปรอื่นๆ ได้ ประกอบกับข้อมูลกองทุนที่นำมาใช้ศึกษาในครั้งนี้ ไม่มีกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้นที่ได้รับการจัดอันดับ 1 ดาวอยู่เลย ทำให้ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้มีข้อมูลแค่เพียง MStar2 – Mstar5 ในการวิจัยนี้จึงเลือกตัดตัวแปร MStar2 ที่คาดว่าจะมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนน้อยที่สุดออกไป โดยจากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นถึงการจัดอันดับกองทุนโดย Morning Star ที่ทางผู้วิจัยได้นำมาศึกษา

ตารางที่ 2 จำนวนการจัดอันดับกองทุนโดย Morning Star ของแต่ละกองทุน

Morning Star Rating	Mstar1	Mstar2	Mstar3	Mstar4	Mstar5
กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF)	0	5	3	2	2

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



ภาพที่ 6 แสดงการจัดอันดับกองทุน (Morningstar Rating)

(ที่มา : Morningstar Research (Thailand) November 2009)

จากวิธีการดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่า การจัดอันดับกองทุน (Morningstar Rating) ของบริษัทได้นำเสนอวิธีการที่จะช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจเลือกการลงทุนในกองทุนต่างๆ โดยวิธีการดังกล่าวได้คำนึงถึงทั้งผลตอบแทนและความเสี่ยงมาประกอบกันในการจัดอันดับ ขณะเดียวกันทาง Morningstar ได้นำเสนอการจัดอันดับในรูปแบบที่เข้าใจง่าย โดยใช้สัญลักษณ์รูปดวงดาว (★) เพื่อเป็นการสื่อสารให้กับนักลงทุนให้ทราบถึงอันดับของกองทุนนั้นๆ

จากคุณ สมบัติข้างต้น จึงคาดว่าอันดับของ Morningstar จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการไหลเข้าของเงินทุนสู่กองทุน โดยกองทุนที่ได้คะแนน morning star สูง หมายความว่า เป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนที่ดี เหมาะสมกับความเสี่ยง

กลุ่มที่ 4 ลักษณะเฉพาะตัว

ปัจจัยด้านผู้บริหารกองทุนระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่ไม่ใช่

ธนาคาร: คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : *Bank*

หน่วย : -

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

กลุ่มที่ 5 ผลของฤดูกาล

เดือนธันวาคม : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (+)

ตัวย่อในสมการ : *Dec*

หน่วย : -

เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) เพื่อศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในช่วงเดือนธันวาคม ๒๕๕๘ ได้สรุปผลการศึกษาไว้ว่า ในเดือนธันวาคมเป็นช่วงที่มีการลงทุนเข้ามาในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพมากที่สุด เนื่องจากเป็นเดือนสุดท้ายในปีปฏิทินที่จะได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากการซื้อกองทุน

เดือนมกราคม : คาดความสัมพันธ์ทิศทาง (-)

ตัวย่อในสมการ : *Jan*

หน่วย : -

เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) เพื่อศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในช่วงเดือนมกราคม โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นในทิศตรงกันข้ามกับอัตราการไหลของเงินทุน เนื่องจากคาดว่ากองทุนบางส่วนจะถูกนักลงทุนขายออก เนื่องจากถือครองมาจนครบกำหนดอายุที่กรมสรรพากรกำหนดเพื่อรับผลประโยชน์ทางภาษีแล้ว

3.3 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

3.3.1 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการไหลของเงินผู้ลงทุนทั้งกองทุนหุ้น, กองทุน LTF, และกองทุน RMF ด้วย Panel Estimation Method

ส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยโดยรวมที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการไหลของเงินผู้ลงทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น ซึ่งปัจจัยที่จะนำมาพิจารณาจะประกอบด้วย P-Value (F-test), R-Square, P-Value (T-Test) และค่า Coefficient ของแต่ละตัวแปร รวมถึงการแยกวิเคราะห์พฤติกรรมการลงทุนที่อาจมีความแตกต่างกันระหว่างกองทุนหุ้น, กองทุนรวมหุ้นระยะยาว, และกองทุนเพื่อการเลี้ยงชีพ โดยสมการที่จะใช้ในการอธิบายอัตราการไหลของเงินผู้ลงทุนจะมี 2 รูปแบบดังนี้

การศึกษาปัจจัย ณ ช่วงเวลาเดียวกัน

$$\begin{aligned} \text{Net Fund Flows}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Frontend}_{it} + \beta_2 \text{Inforatio}_{it} + \beta_3 \text{Totalreturn}_{it} + \beta_4 \text{Yield}_{it} + \\ & \beta_5 \text{SDMonth}_{it} + \beta_6 \text{Settlement}_{it} + \beta_7 \text{MStar2}_{it} + \beta_8 \text{MStar3}_{it} + \\ & \beta_9 \text{MStar4}_{it} + \beta_{10} \text{MStar5}_{it} + \beta_{11} \text{Bank5}_{it} + \beta_{12} \text{Jan}_{it} + \beta_{13} \text{Dec}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

การศึกษาปัจจัยจากช่วงเวลาก่อน

$$\begin{aligned} \text{Net Fund Flows}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Frontend}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{Inforatio}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{Totalreturn}_{i(t-1)} + \\ & \beta_4 \text{Yield}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{SDMonth}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{Settlement}_{i(t-1)} + \beta_7 \text{MStar2}_{i(t-1)} \\ & + \beta_8 \text{MStar3}_{i(t-1)} + \beta_9 \text{MStar4}_{i(t-1)} + \beta_{10} \text{MStar5}_{i(t-1)} + \beta_{11} \text{Bank5}_{i(t-1)} \\ & + \beta_{12} \text{Jan}_{it} + \beta_{13} \text{Dec}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Net Fund Flows = อัตราการไหลเข้าหรือออกของเงินแต่ละกองทุนรวม

i = ชื่อกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่นำมาใช้ศึกษา จำนวนทั้งหมด 12 กองทุน

t = ข้อมูล ณ ช่วงเวลาที่ t (เดือน) จำนวนทั้งหมด 120 เดือน (มกราคม 2549 – เดือน ธันวาคม 2558)

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

3.3.2 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการไหลของเงินผู้ลงทุนทั้งกองทุนหุ้น, กองทุน LTF, และกองทุน RMF ด้วย Dynamic Panel Data Analysis

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

$$\begin{aligned} \text{Net Fund Flows}_{it} = & \beta_0 + \beta_r \text{Frontend}_{it} + \beta_2 \text{Inforatio}_{it} + \beta_3 \text{Totalreturn}_{it} + \\ & \beta_4 \text{Yield}_{it} + \beta_5 \text{SDMonth}_{it} + \beta_6 \text{Settlement}_{it} + \beta_7 \text{MStar2}_{it} + \\ & \beta_8 \text{MStar3}_{it} + \beta_9 \text{MStar4}_{it} + \beta_{10} \text{MStar5}_{it} + \beta_{11} \text{Bank5}_{it} + \\ & \beta_{12} \text{Jan}_{it} + \beta_{13} \text{Dec}_{it} + \beta_{14} \text{Net Fund Flows}_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Net Fund Flows	=	อัตราการไหลเข้าหรือออกของเงินแต่ละกองทุนรวม
i	=	ชื่อกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่นำมาใช้ศึกษา จำนวนทั้งหมด 12 กองทุน
t	=	ข้อมูล ณ ช่วงเวลาที่ t (เดือน) จำนวนทั้งหมด 120 เดือน (มกราคม 2549 – เดือนธันวาคม 2558)

ตารางที่ 3 สมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยในการกำหนดปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยและการลงทุนในกองทุนรวม

ลักษณะปัจจัย	กลุ่มตัวแปร	ตัวย่อ	ทิศทาง ความสัมพันธ์	คำอธิบายตัวแปร	งานอ้างอิง
Expense	1. ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย	Frontend	(-)	อัตราค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนลดลง และทำให้เกิดต้นทุนส่วนเพิ่มแก่นักลงทุน ส่งผลกระทบในทางลบแก่ปริมาณเงินที่ไหลเข้ากองทุน	ชลธิชา (2549). ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนสุทธิของกองทุนรวมในประเทศไทย, เศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. ปรินญาโท.
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 3 สมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยในการกำหนดปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยและการลงทุนในกองทุนรวม (ต่อ)

ลักษณะปัจจัย	กลุ่มตัวแปร	ตัวย่อ	ทิศทางความสัมพันธ์	คำอธิบายตัวแปร	งานอ้างอิง
Return	4. อัตราผลตอบแทนจากปันผล	Yield	(+)	นักลงทุนบางส่วนที่ต้องการให้บริษัท หรือกองทุนจ่ายผลตอบแทนคืนจากนักลงทุนในรูปของเงินปันผล มากกว่าที่จะรอคอยผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหน่วยลงทุนในอนาคตซึ่งมีความไม่แน่นอน	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 และความเสถียรต่ำกว่ากองทุนอื่นๆ จึงมีผลในเชิงบวกต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้ากองทุน	ตัวแปรใหม่ (สรุปวิธีการจัดอันดับกองทุนรวมโดย Morning Star Research Thailand)

ตารางที่ 3 สมมติฐานของแบบจำลองปัจจัยในการกำหนดปริมาณเงินที่ไหลเข้าออกกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยและการลงทุนในกองทุนรวม (ต่อ)

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 เนื่องจากเป็นเดือนสุดท้ายของปี ปฏิทินเพื่อรับสิทธิประโยชน์ทางภาษี	สร้อยญา ป. (2558), ปัจจัยที่มีผลต่อความต้องการซื้อหน่วยลงทุนกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF)
	10. เดือนมกราคม	Jan	(-)	หน่วยลงทุนจะถูกนักลงทุนขายออกเนื่องจากการถือครองจนครบกำหนดอายุที่สรรพากรกำหนดแล้ว	สร้อยญา ป. (2558), ปัจจัยที่มีผลต่อความต้องการซื้อหน่วยลงทุนกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF)

บทที่ 4

ผลการทดสอบ (Results)

4.1 Panel Data Analysis

ตารางที่ 4 ผลทางสถิติของตัวแปรอธิบาย ณ ช่วงเวลาเดียวกัน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหล
เข้า-ออกกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random
Effect Model แบบ Clustered-Robust Standard Error
นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**), และ 1% (***)

Fund Flow	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	RMF	
		FE	RE
Frontend	-	0 (omitted)	1.526 (0.744)
Inforatio	+	0.189 ** (0.073)	0.184 ** (0.074)
Totalreturn	+	-0.894 *** (0.036)	-0.893 *** (0.036)
Yield	+	0 (omitted)	0 (omitted)
Sdmonth	-	-0.102 ** (0.037)	-0.094 ** (0.037)
Settlement	-	0 (omitted)	-0.324 (0.240)
Bank	+	0 (omitted)	0.678 (0.604)
MStar2	+	-	-
MStar3	+	0 (omitted)	0.610 (0.442)
MStar4	+	0 (omitted)	1.661 ** (0.744)
MStar5	+	0 (omitted)	0.806 (0.663)
Jan	-	1.421 * (0.746)	1.416 * (0.747)
Dec	+	0.551 (0.723)	0.549 (0.725)
_cons		2.067 *** (0.252)	2.336 ** (1.067)

หมายเหตุ 1. ค่าในวงเล็บคือ adjusted standard error ด้วยวิธีการ clustered-robust

ตารางที่ 4 ผลทางสถิติของตัวแปรอธิบาย ณ ช่วงเวลาเดียวกัน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random Effect Model แบบ Clustered-Robust Standard Error (ต่อ)

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

Fund Flow	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	RMF	
		FE	RE
N		1440	1440
Number of funds		12	12
F/Waldchi2		1666.73 ***	13989.6 ***
R2-overall		0.532	0.535
Sigma_u		0.65	0.742
Sigma_e		5.139	5.139
corr(u_i,Xb)		-0.0311	0
Chi2 Hausman		1.31	
Chibar2 Specific effect			11.87 ***

ตารางที่ 5 แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของตัวแปรอธิบายจากช่วงเวลาก่อน ที่มีผลต่อปริมาณ
เงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย โดยใช้ Random Effect Model แบบ
Clustered-Robust Standard Error

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

Fund Flow	เครื่องหมาย	RMF
L1Frontend	-	2.111 (0.704)
L1Inforatio	+	-0.088 (0.197)
L1Totalreturn	+	0.008 (0.026)
L1Yield	+	0.000 (omitted)
L1Sdmonth	-	0.304 *** (0.047)
L1Settlement	-	-0.461 ** (0.189)
L1Bank	+	0.486 (0.606)
L1MStar2	+	-
L1MStar3	+	0.136 (0.768)
L1MStar4	+	-0.192 (0.717)
L1MStar5	+	0.456 (0.509)
Jan	-	1.794 *** (0.637)
Dec	+	2.561 *** (0.656)
_cons		-0.014 (0.811)
N		1428
Number of funds		12
F/Waldchi2		430.990 ***
R-2 overall		0.044
Sigma_u		0.441
Sigma_e		7.331
corr(u_i,Xb)		469.020

หมายเหตุ ค่าในวงเล็บคือ adjusted standard error ด้วยวิธีการ clustered-robust

ในการอธิบายผลการวิจัย ผู้วิจัยจะทำการทดสอบว่ามีปัจจัยคงที่ หรือลักษณะเฉพาะบางอย่างซึ่งแตกต่างกันไปในแต่ละกองทุน (α_i) ว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบายหรือไม่ โดยการทดสอบข้างต้นจะใช้ Hausman test ซึ่งมีสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ว่าลักษณะเฉพาะของแต่ละกองทุนไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบาย ซึ่งจากผลการทดสอบ ทุกกลุ่มกองทุนให้ค่า P-Chi2 ของ Hausman test ที่มากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้ และการประมาณค่าด้วย Random Effect Model มีความเหมาะสมมากกว่า Fixed Effect Model ซึ่งในการอธิบายจะใช้ค่า Wald Chi2 เป็นค่าสถิติที่ทดสอบว่าตัวแปรอธิบายในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตาม หรืออัตราการไหลของเงินทุนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ (ตารางที่ 4)

หลังจากนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบ Specific Effect เพื่อตรวจสอบว่า ชุดข้อมูลที่นำมาใช้ศึกษา ควรใช้แบบจำลอง Pooled Ordinary Least Square หรือ Panel Estimation Method ในการอธิบายโดยใช้วิธีการ Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier Test เป็นการทดสอบว่า กลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีลักษณะเฉพาะตัวหรือไม่ (ตาราง A-3) ซึ่งในที่นี้ก็คือ กองทุนแต่ละกอง โดยสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ของการทดสอบนี้คือ กองทุนแต่ละกองทุนไม่มีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกัน ($\text{Var}(u) = 0$) ซึ่งผลการทดสอบให้ค่า P-Chibar < 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และควรใช้ Panel Estimation Method ในการอธิบายตัวแปรตาม

ทั้งนี้ ผู้วิจัยจะทำการแก้ปัญหา Heteroskedasticity ใน Panel Data หรือปัญหาที่ความแปรปรวนของ standard error มีค่าไม่คงที่ ($E(u_i^2) = \sigma_i^2$) โดยการให้แบบจำลองเปลี่ยนวิธีการคำนวณ standard error ใหม่ โดยใช้การคำนวณแบบ Clustered-robust Standard Error ซึ่งจะมีการแบ่งกลุ่มคำนวณตามลักษณะเฉพาะตามบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ที่เป็นผู้บริหารจัดการกองทุนนั้นๆ

การอภิปรายผลการทดสอบทางสถิติ

ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการแยกวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนตามระยะเวลาต่างๆ คือ ผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน, 3 เดือน, 6 เดือน, 1 ปี, รวมถึงการขยับช่วงเวลาของตัวแปรอธิบายทั้งหมดย้อนหลังไป 1 เดือน เพื่อพิจารณาว่าแบบจำลองที่ช่วงผลตอบแทนใดจะสามารถใช้อธิบายอัตราการไหลของเงินทุนได้ดีที่สุด แม้ว่าแบบจำลองทุกแบบจะมีนัยสำคัญทางสถิติ (P-Value ของ Chi2 < 0.05) แต่เมื่อวิเคราะห์จากค่า R-Square ที่สูงที่สุดแล้ว พบว่าอัตราผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน (Totalreturn) ณ ช่วงเดือนเดียวกันกับอัตราการไหลของเงินทุนสามารถอธิบายอัตราการไหลของเงินได้ดีที่สุด (ตารางที่ 6) ผู้วิจัยจึงเลือกแบบจำลองที่ใช้อัตราผลตอบแทนช่วง 1 เดือน ณ ช่วงเวลาเดียวกันเป็นแบบจำลองหลักในการอภิปราย

ตารางที่ 6 แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของกลุ่มผลตอบแทน ที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย

กลุ่มผลตอบแทน	R-square	P-Chi2
อัตราผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน(Totalreturn)	53.45%	0.000
อัตราผลตอบแทนในช่วง 3 เดือน (TRQuarter)	24.86%	0.000
อัตราผลตอบแทนในช่วง 6 เดือน(TRHalf)	17.38%	0.000
อัตราผลตอบแทนในช่วง 12 เดือน(TRYear)	8.08%	0.000

4.1.1 ด้านค่าใช้จ่าย

ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย (Frontend) หน่วย % : พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในกองทุนรวมหุ้นเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF)

4.1.2 ด้านผลตอบแทน

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในส่วนที่มากกว่าเกณฑ์ชี้วัด (Inforatio) หน่วย - : มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการไหลของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% สอดคล้องตามสมมุติฐานของผู้วิจัย เนื่องจาก Information Ratio จะเป็นปัจจัยที่ใช้ชี้วัดว่า กองทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าดัชนีเปรียบเทียบมากเท่าใด โดยพบว่าเมื่อ Information Ratio ของกองทุนเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะส่งผลให้มีเงินไหลเข้าสู่กองทุน 0.184% ซึ่งผลทางสถิติสอดคล้องกันทั้งที่ ณ ช่วงเวลาเดียวกัน และช่วงเวลาก่อน

อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 1 เดือน (Totalreturn) หน่วย % : มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% หากผลตอบแทนในช่วง 1 เดือนมีการปรับเพิ่มขึ้น 1% จะมีผลทำให้ปริมาณเงินไหลออกจากกองทุน 0.893% ซึ่งขัดแย้งกับสมมุติฐานของผู้วิจัย ที่ว่าอัตราผลตอบแทนควรจะทำให้กองทุนสามารถดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนได้มากขึ้น และจากผลวิจัยครั้งนี้พออธิบายได้ว่า การที่อัตราผลตอบแทนในระยะสั้นมีการปรับตัวขึ้น เป็นโอกาสที่นักลงทุนจะขายหน่วยลงทุนออกเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้น และเมื่อผลตอบแทนมีการปรับตัวลดลง ก็จะเป็นโอกาสในการเข้าซื้อของนักลงทุน เนื่องจากจะสามารถซื้อหน่วยลงทุนที่ต้องการได้ในราคาที่ถูกลง

ทั้งนี้ทางผู้วิจัยได้มีการทดสอบอัตราผลตอบแทนในช่วง 3 เดือน, 6เดือน และ 12 เดือน ซึ่งผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% สอดคล้องกับผลตอบแทนในช่วง 1 เดือน (ตารางที่ A-5) รวมถึงผลทดสอบทางสถิติจากช่วงเวลาอื่น ให้ผลชี้ว่าอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 1 เดือนก็มีทิศทางความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยของเงินทุนเช่นกัน (ตารางที่ 5)

อัตราผลตอบแทนจากการจ่ายปันผล (Yield) หน่วย % : ข้อมูลที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ไม่มีกองทุนใดที่มีการจ่ายเงินปันผล จึงไม่สามารถวิเคราะห์ผลกระทบของอัตราผลตอบแทนจากการจ่ายปันผลต่ออัตราดอกเบี้ยของเงินทุนได้

4.1.3 ด้านความเสี่ยง

ความผันผวนของดัชนีอัตราผลตอบแทน (SDMonth) หน่วย/วัน : พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% กล่าวคือ ความผันผวนที่เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะมีผลทำให้ปริมาณเงินไหลออกกองทุนรวม 0.094% สอดคล้องตามสมมุติฐานของผู้วิจัย ซึ่งจากผลนี้สามารถสรุปได้ว่า นักลงทุนหลีกเลี่ยงลงทุนในกองทุนที่มีความเสี่ยงสูง และอาจจะหันไปลงทุนในสินทรัพย์ทางเลือกอื่นที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าเพื่อรักษามูลค่าของเงินลงทุนไม่ให้ขาดทุน (Capital protection) โดยจากผลการทดสอบพบว่านักลงทุนหลีกเลี่ยงการลงทุนในกองทุนรวม RMF ที่มีความเสี่ยงสูง

ระยะเวลาการชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุน (Settlement Day) หน่วย วัน : มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยของกองทุนรวมหุ้นในประเทศไทยอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

4.1.4 ด้านลักษณะเฉพาะตัว

ปัจจัยด้านผู้บริหารกองทุนระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่มิใช่ธนาคาร (Bank) หน่วย - : ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยังไม่สามารถระบุได้ว่า ปัจจัยด้านช่องทางการเข้าถึงกลุ่มนักลงทุนที่ต่างกันระหว่างกลุ่มธนาคาร และกลุ่มที่มิใช่ธนาคารเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยของเงินทุน

การจัดอันดับกองทุนรวมโดย Morning Star (MStar) หน่วย - : พบว่ามีเพียงกองทุนที่ได้รับ 4 ดาวเท่านั้นที่ให้ผลทดสอบมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 5% โดยจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของเงินเพิ่มขึ้น 1.661%

4.1.5 ผลของฤดูกาล

เดือนมกราคม (Jan) : พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 10% โดยเมื่อถึงเดือนมกราคมจะมีเงินไหลเข้าสู่กองทุนเพิ่มขึ้น 1.416% ชัดแย้งกับสมมติฐานที่ว่านักลงทุนจะมีการขายหน่วยลงทุนออก เนื่องจากมีการถือครองจนครบตามปีปฏิทินที่สรรพากรกำหนดแล้ว โดยผลทางสถิติที่ขัดแย้งกับสมมติฐานนี้อาจเนื่องมาจากข้อกำหนดในการขายคืนกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพในประเทศไทยนั้น กำหนดให้นักลงทุนจะต้องถือครองหน่วยลงทุนจนกระทั่งนักลงทุนมีอายุครบ 55 ปี จึงจะสามารถขายคืนและรับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการลงทุนอย่างเต็มที่ ประกอบกับการที่สรรพากรประเทศไทยเริ่มประกาศสิทธิประโยชน์ด้านภาษีในกองทุนดังกล่าวเมื่อเดือนธันวาคม 2551 จึงอาจทำให้มีนักลงทุนเพียงส่วนน้อยเท่านั้นที่สามารถขายหน่วยลงทุนออกมาได้ และจากอายุการถือครองที่ค่อนข้างยาว ทำให้มุมมองต่อกองทุนจากนักลงทุนอาจถูกมองว่าเป็นการออมเงินอีกวิธีหนึ่ง ทำให้เมื่อรับรู้รายได้จากช่วงสิ้นปี หรือเดือนธันวาคม เช่น โบนัสประจำปีของพนักงาน ก็ จะนำเงินส่วนที่ได้นั้นมาออมผ่านกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพในเดือนมกราคมปีถัดไป

เดือนธันวาคม (Dec) : ไม่มีผลต่ออัตราการไหลของเงินสู่กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และนักลงทุนอาจให้ความสำคัญต่อประเด็นอื่นๆ มากกว่า

4.2 ผลการวิเคราะห์ด้วย Dynamic Panel Data Model

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

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา

งานศึกษานี้วิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณเงินที่ไหลเข้า-ออกกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF) จำนวนรวมทั้งสิ้น 12 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 โดยเฉพาะกองทุนที่ได้รับการจัดอันดับที่ 4 ดาวจะส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ ในการศึกษายังพบว่ากองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น อัตราการไหลของเงินทุนจะขึ้นอยู่กับผลของฤดูกาลมากที่สุด โดยในเดือนมกราคมจะมีนักลงทุนเข้าซื้อกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้นเพื่อออมเงินในระยะยาว และจะมีการนำ Information Ratio ของกองทุนมาพิจารณาประกอบในการเลือกกองทุน และยังพบว่านักลงทุนที่เลือกลงทุนในกองทุนประเภทนี้ มักจะหลีกเลี่ยงกองทุนที่ผลตอบแทนมีความผันผวนสูง (Risk Averse)

อย่างไรก็ตามในการศึกษาครั้งนี้ ใช้ข้อมูลกองทุนหุ้นในประเทศไทยที่มีระยะเวลาดำเนินงานต่อเนื่องกันมากกว่า 10 ปี ทำให้มีกองทุนที่มีระยะดำเนินการต่ำกว่า 10 ปี ไม่ได้ถูกนำมาวิเคราะห์

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.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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.
- บุษยพรรณ วัชรราคา (2546). กระแสเงินทุนกองทุนรวม ความสม่ำเสมอของผลตอบแทนและผลกระทบของค่าธรรมเนียมกองทุน, วิทยานิพนธ์ คณะเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548). บทที่ 12 กองทุนรวมและหน่วยลงทุน, 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.
- สร้อยญา เป็ล่งฉวี (2558). ปัจจัยที่มีผลต่อความต้องการซื้อหน่วยลงทุนกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF), วิทยานิพนธ์ คณะเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพฯ.



ภาคผนวก

ตารางที่ A-1 แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานของตัวแปรของกองทุนรวมหุ้น, กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF), กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ(RMF)

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 และสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์หัตถการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมต่อได้

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

ตาราง A-4 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Correlation Matrix)

	Fundflow	Frontend	Inforatio	Totalreturn	Yield	Sdmonth	Settlement	Bank	MStar2	MStar3	MStar4	MStar5	Jan	Dec
Fundflow	1.000													
Frontend	-0.021	1.000												
Inforatio	0.005	-0.002	1.000											
Totalreturn	-0.427	-0.002	0.027	1.000										
Yield	0.101	-0.030	-0.020	-0.061	1.000									
Sdmonth	0.055	0.020	0.048	-0.142	0.095	1.000								
Settlement	-0.002	0.152	0.055	0.012	0.174	0.012	1.000							
Bank	0.021	-0.223	-0.031	-0.007	-0.031	0.122	-0.641	1.000						
MStar2	-0.001	-0.032	-0.034	-0.010	-0.039	0.033	-0.155	0.379	1.000					
MStar3	0.021	0.091	-0.007	-0.001	0.076	0.135	-0.023	-0.011	-0.385	1.000				
MStar4	-0.014	0.088	0.048	0.011	0.058	-0.098	0.233	-0.411	-0.332	-0.440	1.000			
MStar5	0.017	-0.130	0.035	0.009	-0.051	0.022	0.142	-0.018	-0.167	-0.221	-0.191	1.000		
Jan	-0.073	0.000	-0.060	0.014	0.004	0.037	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	
Dec	0.036	0.000	0.086	-0.079	0.001	0.021	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.091	1.000

ตาราง A-5 แสดงการเปรียบเทียบผลทางสถิติของกลุ่มผลตอบแทนที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้า-ออกกองทุนหุ้นในประเทศไทย

Totalreturn			TRQuarter			TRHalf			TRYear		
Frontend	-0.124 (0.099)		Frontend	-0.137 (0.174)		Frontend	-0.136 (0.160)		Frontend	-0.128 (0.159)	
Inforatio	0.104 (0.077)		Inforatio	-0.094 (0.283)		Inforatio	-0.065 (0.333)		Inforatio	-0.036 (0.365)	
Totalreturn	-0.575 *** (0.013)		TRQuarter	-0.275 *** (0.036)		TRHalf	-0.079 *** (0.016)		TRYear	-0.028 *** (0.009)	
Yield	0.062 *** (0.008)		Yield	0.061 *** (0.024)		Yield	0.072 *** (0.024)		Yield	0.084 *** (0.025)	
Sdmonth	-0.065 *** (0.024)		Sdmonth	0.023 (0.048)		Sdmonth	0.107 *** (0.039)		Sdmonth	0.123 *** (0.036)	
Settlement	-0.042 (0.166)		Settlement	-0.071 (0.270)		Settlement	-0.170 (0.267)		Settlement	-0.228 (0.266)	
Bank	0.450 (0.291)		Bank	0.324 (0.506)		Bank	0.126 (0.497)		Bank	0.048 (0.492)	
MStar2	0.881 ** (0.418)		MStar2	0.758 ** (0.364)		MStar2	0.582 * (0.352)		MStar2	0.525 (0.353)	
MStar3	1.302 *** (0.403)		MStar3	1.115 *** (0.341)		MStar3	0.810 ** (0.362)		MStar3	0.696 * (0.375)	
MStar4	1.016 (0.422)		MStar4	0.920 ** (0.410)		MStar4	0.672 (0.415)		MStar4	0.555 (0.424)	
MStar5	1.721 *** (0.497)		MStar5	1.583 *** (0.448)		MStar5	1.349 ** (0.557)		MStar5	1.278 ** (0.579)	
Jan	-1.979 *** (0.278)		Jan	-2.666 *** (0.494)		Jan	-2.475 *** (0.490)		Jan	-2.137 *** (0.440)	
Dec	-0.117 (0.279)		Dec	0.153 (0.256)		Dec	0.589 * (0.302)		Dec	0.866 *** (0.331)	
_cons	-0.892 (0.805)		_cons	-0.892 (1.175)		_cons	-0.738 (1.140)		_cons	-0.613 (1.120)	
R-square overall = 19.51%			R-square overall = 11.48%			R-square overall = 4.42%			R-square overall = 2.65%		

ตารางที่ A-6 ผลการทดสอบ Dynamic Panel Estimation ในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น
(Equity RMF)

```
. xtabond fundflow Inforatio Totalreturn Sdmonth Jan Dec

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs   =   1416
Group variable: id                           Number of groups =    12
Time variable: month3

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

Number of instruments =   1.4e+03             Wald chi2(6)     =   2068.83
                                                Prob > chi2      =    0.0000

One-step results
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----
      fundflow |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----
      fundflow |
      L1. |      .0140732   .016341     0.86   0.389    -0.0179546   .0461009
      |
      Inforatio |      .1845204   .1229042    1.50   0.133    -0.0563675   .4254083
      Totalreturn |     -0.8906303   .0201126   -44.28  0.000    -0.9300502   .8512104
      Sdmonth |     -0.111862   .0293144    -3.82  0.000    -0.1693171   .0544069
      Jan |      1.539814   .4609416    3.34   0.001     .6363854   2.443243
      Dec |      .5183923   .4382954    1.18   0.237    -0.3406509   1.377436
      _cons |      2.12656    .2336461    9.10   0.000     1.668622   2.584498
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----

Instruments for differenced equation
      GMM-type: L(2/.)fundflow
      Standard: D.Inforatio D.Totalreturn D.Sdmonth D.Jan D.Dec
Instruments for level equation
      Standard: _cons
. estat sargan
Sargan test of overidentifying restrictions
      H0: overidentifying restrictions are valid

      chi2(1349) = 1726.921
      Prob > chi2 = 0.0000
```

ตารางที่ A-7 รายชื่อกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพประเภทหุ้น (Equity RMF)

Items	Name of Funds	Fundcode	Fund Management Company
1	ASSET PLUS EQUITY RMF	ASP-ERF	ASSET PLUS FUND MANAGEMENT CO LTD
2	BUALUANG EQUITY RMF	BERMF	BBL ASSET MANAGEMENT CO LTD
3	JUMBO 25 RMF	JB25RMF	TMB ASSET MANAGEMENT CO LTD
4	KRUNGSRI SET100 RMF	KFS100RMF	KRUNGSRI ASSET MANAGEMENT CO LTD
5	SCB EQUITY RMF	SCBRM4	SCB ASSET MANAGEMENT CO LTD
6	TISCO EQUITY GROWTH RMF A	TEGRMF-A	TISCO ASSET MANAGEMENT CO LTD
7	TMB SET50 RMF	TMB50RMF	TMB ASSET MANAGEMENT CO LTD
8	VALUED STOCK RMF	M-VALUE	ONE ASSET MANAGEMENT LTD
9	ABERDEEN SMART CAPITAL RETIREMENT MUTUAL	ABSCRMF	ABERDEEN ASSET MANAGEMENT CO LTD
10	EQUITY RETIREMENT MUTUAL	ERMF	THAI ASSET MANAGEMENT CO LTD
11	PHATRA EQUITY RETIREMENT MUTUAL	PHATRA EQRMF	PHATRA ASSET MANAGEMENT CO LTD
12	THANACHART EQUITY RETIREMENT MUTUAL	T-NERMF	THANACHART FUND MANAGEMENT CO LTD