

พฤติกรรมกรปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมในประเทศไทย



นางสาวนันทวัน ชฎาวัดมณี

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-14-3769-2

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

RISK SHIFTING BEHAVIOR OF THAI MUTUAL FUNDS



Ms. Nantavan Chadavadh

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science Program in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2005

ISBN 974-14-3769-2

หัวข้อวิทยานิพนธ์

พฤติกรรม การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมในประเทศไทย

โดย

นันทวัน ชฎาวัฒน์

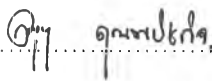
ภาควิชา

การธนาคารและการเงิน

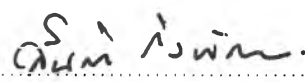
อาจารย์ที่ปรึกษา

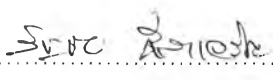
อาจารย์ ดร. รัฐชัย ศีลาเจริญ

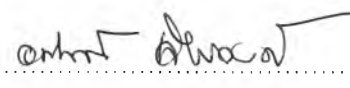
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัย
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

.......... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.......... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. สันติ อธิพัฒน์)

.......... อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. รัฐชัย ศีลาเจริญ)

.......... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. อนันต์ เจียรวงศ์)

นันทวัน ชฎาวัดน์ : พฤติกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมในประเทศไทย.
(RISK SHIFTING BEHAVIOR OF THAI MUTUAL FUNDS) อ. ที่ปรึกษา: อ. ดร. รัฐชัย
ศิลาเจริญ, 77 หน้า. ISBN 974-14-3769-2.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีจุดมุ่งหมายในการศึกษาความสัมพันธ์ของผลประกอบการกับการไหล
ของเงินทุนสู่กองทุนรวมและพฤติกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวม โดยใช้
ข้อมูลกองทุนเปิดประเภทตราสารทุนในประเทศไทยจำนวน 99 กองทุน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.
2543 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548

การประมาณการความสัมพันธ์ของผลประกอบการของกองทุนรวมกับการไหลของเงินทุน
ในขนาดด้วยวิธีการแบบภาคตัดขวาง พบความสัมพันธ์ที่เป็น "บวก" ระหว่างเงินทุนสุทธิที่ไหล
เข้า-ออกกองทุนรวมกับผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีต ที่น่าสนใจก็คือการพบว่านักลงทุนมี
แนวโน้มที่จะตอบสนองต่อผลประกอบการที่วัดโดยผลตอบแทนรวมแต่ไม่มีการตอบสนองต่อผล
ประกอบการที่วัดโดยผลตอบแทนที่ปรับความเสี่ยงอย่าง Sharpe ratio สะท้อนว่านักลงทุนอาจจะ
ละเลยความเสี่ยงของกองทุนรวม นอกจากนี้ ไม่พบผลการศึกษานักลงทุนมีแนวโน้มให้การ
ตอบสนองต่อผลประกอบการดีโดยเปรียบเทียบ "ในสัดส่วนที่สูงกว่า" ผลประกอบการไม่ดีโดย
เปรียบเทียบดังเช่นการศึกษาของประเทศที่พัฒนาแล้ว

การทดสอบความเป็นอิสระระหว่างผลประกอบการ ณ ตอนกลางปี กับพฤติกรรมการ
ปรับเปลี่ยนความเสี่ยงโดยวิธี 2x2 Contingency Table พบว่ากองทุนรวมที่ถูกจัดเป็นผู้แพ้
ตอนกลางปีจะมีการปรับเพิ่มความเสี่ยงของกองทุนรวมในสัดส่วนที่มากกว่ากองทุนรวมที่เป็นผู้ชนะ
ตอนกลางปี อย่างไรก็ตามไม่พบว่าอายุและขนาดของกองทุนรวมมีผลต่อพฤติกรรมการปรับเปลี่ยน
ความเสี่ยงของกองทุนรวม

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
สาขาวิชา การเงิน
ปีการศึกษา 2548

ลายมือชื่อผู้ผลิต..... นันทวัน ชฎาวัดน์.....
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... อ.ดร. รัฐชัย.....

4582263826: MAJOR FINANCE

KEYWORD: MUTUAL FUND / RISK SHIFTING / THAILAND

NANTAVAN CHADAVADH: RISK SHIFTING BEHAVIOR OF THAI MUTUAL FUNDS. THESIS ADVISOR: RATTACHAI SRILACHAROEN, PH.D. 77 pp. ISBN 974-14-3769-2.

This thesis investigates performance-flow relationship and risk-shifting behavior of Thai fund managers. The study employs data from 99 Thai open-end funds that classified as equity funds covering the period from January 2000 – December 2005.

First, I perform cross sectional regression between the fund performances and future flows. I find positive relationship between net flow of money in and out of managed funds and the funds' recent relative past performance. Interestingly, fund investors appear to react only to performance measured by total return, but are insensitive to performance measured by risk-adjusted return, like Sharpe ratio. This implies that risk is ignored by the investors. Furthermore, there is no evidence that investors response more to good performance than to bad performance. This is inconsistent with the evidence found in developed countries.

Second, using 2x2 Contingency Table to test for independence between mid-year performance and risk-shifting behavior, I find evidence that funds classified as mid-year losers tend to increase portfolio risk to a greater degree than do mid-year winners. However, the results do not indicate that age and size of fund are related to the risk-shifting behavior.

Department Banking and Finance
Field of study Finance
Academic year 2005

Student's signature.....*Nantavan C.*.....
Advisor's signature.....*R. Seeljaroen*.....

กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอใคร่ขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร. รัฐชัย ศีลาเจริญ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้เสียสละเวลาให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นต่างๆ ตลอดจนได้กรุณาแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งรองศาสตราจารย์ ดร. สันติ ภิรพัฒน์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และอาจารย์ ดร. อนันต์ เจียรวงศ์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาให้ข้อคิดเห็นและคำชี้แนะต่างๆที่เป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอขอบพระคุณเจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติทางการเงิน เจ้าหน้าที่หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน และเพื่อนๆทุกคนที่ได้ให้ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ท้ายสุดนี้ ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ และพี่สาวที่ได้ให้การสนับสนุน ความรัก ความห่วงใย และกำลังใจแก่ผู้เขียนเสมอมา คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนขอมอบแก่คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้เขียน หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดผู้เขียนขอน้อมรับไว้เพียงผู้เดียว

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญรูปภาพ.....	ฉ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.4 ข้อสมมติเบื้องต้น.....	4
1.5 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	4
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	5
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
1.8 วิธีดำเนินการวิจัย.....	6
1.9 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	7
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
2.1 การวัดผลประกอบการของกองทุนรวม.....	8
2.2 พฤติกรรมของนักลงทุนในกองทุนรวม.....	9
2.3 พฤติกรรมของผู้จัดการกองทุนรวม.....	13
บทที่ 3 สมมติฐาน.....	17
บทที่ 4 วิธีดำเนินการวิจัย.....	22
4.1 ตัวแปร.....	22
4.2 แบบจำลอง.....	24
4.3 การทดสอบสมมติฐาน.....	29
4.4 Robustness Test.....	32
บทที่ 5 ข้อมูล.....	35
5.1 กลุ่มตัวอย่าง.....	35

5.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น.....	37
บทที่ 6 ผลการวิเคราะห์.....	41
6.1 ผลการวิเคราะห์พฤติกรรมนักลงทุนในกองทุนรวม.....	41
6.2 ผลการวิเคราะห์พฤติกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวม.....	47
6.3 ผลการวิเคราะห์ Robustness Test	64
บทที่ 7 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	69
7.1 สรุปผลการวิจัย.....	69
7.2 ข้อเสนอแนะ.....	71
รายการอ้างอิง.....	72
ภาคผนวก.....	75
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	77

สารบัญญัตราสาร

	หน้า
ตารางที่ 5.1	แสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรวัดผลประกอบการโดยเปรียบเทียบของกองทุนรวม 37
ตารางที่ 5.2	แสดงข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมเปิดตราสารทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543-2548 จำนวน 99 กองทุน ซึ่งเป็นข้อมูลรายเดือนรวม 72 เดือน 38
ตารางที่ 5.3	แสดงผลการวิเคราะห์หัตถ์ตราผลตอบแทนและความผันผวนของผลตอบแทนเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมเปิดในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543-2548..... 39
ตารางที่ 5.4	แสดงผลข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมเปิดในประเทศไทย โดยแบ่งข้อมูลออกเป็นรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543-2548 จำนวน 99 กองทุน 40
ตารางที่ 6.1	แสดงผลการประมาณค่าสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการไหลเข้า-ออกสุทธิของเงินทุนกับอันดับผลประกอบการของกองทุนรวม (สมการที่1) 43
ตารางที่ 6.2	แสดงผลการประมาณค่าสมการแสดงความสัมพันธ์ของระดับการไหลเข้า-ออกสุทธิของเงินทุนสู่กองทุนรวมที่มีผลประกอบการดีในอดีตโดยเปรียบเทียบ (สมการที่ 2) 46
ตารางที่ 6.3	แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table แสดงการจัดอันดับผลประกอบการกองทุนแบบแบ่งแยกกองทุนที่เป็นผู้แพ้และผู้ชนะโดยใช้เกณฑ์ร้อยละ 50 และร้อยละ 25..... 49
ตารางที่ 6.4	แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table ใช้เกณฑ์ผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดแบ่งแยกระหว่างกองทุนรวมที่เป็นผู้ชนะและผู้แพ้..... 50
ตารางที่ 6.5	แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table สำหรับข้อมูลแบบ entire period (6ปี) และ sub-period (3ปี)..... 52
ตารางที่ 6.6	แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table จำแนกตามอายุของกองทุนรวม..... 55
ตารางที่ 6.7	แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table จำแนกตามขนาดสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม..... 58

<p>ตารางที่ 6.8</p>	<p>แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table มีกลุ่มตัวอย่างเฉพาะ กองทุนรวมที่มีสถานะเป็น "ผู้ชนะ" ตอนสิ้นปีปฏิทิน โดยคำนวณหาผู้ชนะจาก การจัดอันดับผลตอบแทนสะสมในหนึ่งปี ตั้งแต่เดือนมกราคมถึงเดือน ธันวาคม.....</p>	<p>60</p>
<p>ตารางที่ 6.9</p>	<p>แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table มีกลุ่มตัวอย่างเฉพาะ กองทุนรวมที่มีสถานะเป็น "ผู้แพ้" ตอนสิ้นปีปฏิทินปฏิทิน โดยคำนวณหาผู้แพ้ จากการจัดอันดับผลตอบแทนสะสมในหนึ่งปี ตั้งแต่เดือนมกราคมถึงเดือน ธันวาคม.....</p>	<p>61</p>
<p>ตารางที่ 6.10</p>	<p>แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table มีกลุ่มตัวอย่างเฉพาะ กองทุนรวมที่มีสถานะเป็น "ผู้ชนะ" ตอนสิ้นปีปฏิทิน โดยคำนวณหาผู้ชนะด้วย การจัดอันดับผลตอบแทนสะสม $R_{i,12-M}$ (เป็นอันดับผลตอบแทนสะสมตั้งแต่ เดือนที่ M จนถึงเดือนธันวาคม).....</p>	<p>63</p>
<p>ตารางที่ 6.11</p>	<p>แสดงผลการประมาณการ 2x2 Contingency Table ปี ของกองทุนจำลอง (simulated funds).....</p>	<p>65</p>
<p>ตารางที่ 6.12</p>	<p>แสดงผลการประมาณค่าแสดงความสัมพันธ์ของสถานะกองทุนรวมและการ ปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวม (สมการที่ 3.1).....</p>	<p>66</p>
<p>ตารางที่ 6.13</p>	<p>แสดงผลการประมาณค่าแสดงความสัมพันธ์ของสถานะกองทุนรวมและการ ปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมที่มีอายุน้อย (สมการที่ 3.2).....</p>	<p>67</p>
<p>ตารางที่ 6.14</p>	<p>แสดงผลการประมาณค่าแสดงความสัมพันธ์ของสถานะกองทุนรวมและการ ปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของกองทุนรวมที่มีขนาดเล็ก (สมการที่ 3.3).....</p>	<p>68</p>

สารบัญญรูปภาพ

ฉ

หน้า

รูปภาพที่ 3.1	แสดงปริมาณเงินไหลเข้าและออกของกองทุนรวมตราสารทุนประเภท ทั่วไปแบบแยกรายปี ในช่วงปี พ.ศ. 2543 – 2548.....	18
รูปภาพที่ 3.2	แสดงผลรวมของปริมาณเงินไหลเข้าและออกกองทุนรวมตราสารทุน ประเภททั่วไป ตั้งแต่ พ.ศ. 2543 – 2548.....	19
รูปภาพที่ 4.1	แสดงภาพดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ. 2543 - 2548.....	28