การทดสอบพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของกองทุนรวม

นาย อัครนันท์ คิดสม

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต
ภาควิชาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจและการจัดการ
บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2540

ISBN 974-639-225-5

ลิขสิทธิ์ของบัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

I15312111

TESTING MUTUAL FUND MANAGEMENT BEHAVIOR

Mr. Akaranant Kidsom

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Economics in Business Economics and Management

Graduate School

Chulalongkorn University

Academic Year 1997

ISBN 974-639-225-5

หัวข้อวิทยานิพนธ์ : การทดสอบพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของกองทุนรวม
(Testing Mutual Fund Management Behavior)

โดย : นายอัครนันท์ คิดลม

ภาควิชา : เศรษฐศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.โสภณ ขันติอาคม

บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

..... คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย
(ศาสตราจารย์ นายแพทย์ คุภวัฒน์ ชุติวงศ์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ รัตนา สายคณิต)

.....อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.โสภณ ขันติอาคม)

.....กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ คงศักดิ์ สันติพฤกษ์วงศ์)

.....กรรมการ
(อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภาษ์นันท์)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

พิมพ์ต้นฉบับบทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภายในกรอบสีเขียวนี้เพียงแผ่นเดียว

อัครนันท์ คิดสม : การทดสอบพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของกองทุนรวม (TESTING MUTUAL FUND MANAGEMENT BEHAVIOR) อ.ที่ปรึกษา : ผศ.ดร.โสภณ ขันติอาคม, 112 หน้า. ISBN 974-639-225-5

การทดสอบพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของกองทุนรวม มีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาถึงพฤติกรรมการบริหารกองทุนรวม ภายใต้ภาวะความไม่เท่าเทียมกันของสารสนเทศในการบริหารกองทุน ระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุน และผู้บริหารกองทุน ว่าพฤติกรรมดังกล่าวจะมีผลต่อความพึงพอใจ(Preference) ของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างไร โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้ Stochastic Dominance และ การประมวลผลลมการถดถอยแบบกำลังสองน้อยที่สุด เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความถี่ในการซื้อขายหุ้นของกองทุนรวมและอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนปิดที่เน้นลงทุนในหุ้นทุน ในช่วงเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2538 ถึง ธันวาคม พ.ศ.2539 ซึ่งให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกันกล่าวคือ ผู้วิจัยพบว่าพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของผู้จัดการกองทุนที่มีความถี่ในการซื้อขายหุ้นมากขึ้น ไม่สามารถทำให้อรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่มีทัศนะคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยงเพิ่มขึ้นได้ ในทางตรงกันข้ามความถี่ในการซื้อขายหุ้นในช่วงเวลานี้ กลับมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนในช่วงเวลาถัดไป อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 99% ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าการบริหารกองทุนรวม ภายใต้ภาวะการณ์ดังกล่าวมีประสิทธิภาพไม่ดีเท่าที่ควร เนื่องจากการซื้อขายหุ้นของผู้จัดการกองทุนที่เพิ่มความถี่มากขึ้น ไม่สามารถเพิ่มอรรถประโยชน์และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินให้แก่นักลงทุนได้

และจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าเฉลี่ย, ความแปรปรวน, และดัชนีวัดความสมมาตร ของอัตราผลตอบแทนรายไตรมาสของกองทุนปิดที่เน้นลงทุนในหุ้นทุน จำนวน 58 กองทุน ในช่วง พ.ศ. 2538 - 2539 พบว่าลักษณะการกระจายของอัตราผลตอบแทนของกองทุนดังกล่าว ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่านักลงทุนมีทัศนะคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 99% ดังนั้นจากลักษณะการกระจายของอัตราผลตอบแทนของกองทุนดังกล่าวนักลงทุนที่มีทัศนะคติหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจะไม่ลงทุนในกองทุนรวม อย่างไรก็ตามเราไม่สามารถสรุปได้ว่า นักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมในช่วงเวลา ดังกล่าวมีทัศนะคติชอบความเสี่ยง เนื่องจากต้องพิจารณาว่าในขณะที่นักลงทุนได้ตัดสินใจลงทุนใน กองทุนรวม บริษัทจัดการกองทุนและตัวแทนจำหน่ายกองทุน ได้แจ้งถึงความเสี่ยงในการลงทุนในกองทุนไว้อย่างเพียงพอหรือไม่

ภาควิชา เศรษฐศาสตร์ ลายมือชื่อนิสิต .....

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ธุรกิจและการจัดการ ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา .....

ปีการศึกษา 2540 ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม .....

พิมพ์ต้นฉบับบทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภายในกรอบสีเขียวนี้เพียงแผ่นเดียว

#3972443929 : MAJORECONOMICS
KEY WORD: MUTUAL FUND / FUND MANAGEMENT BEHAVIOR
AKARANANT KIDSOM : TESTING MUTUAL FUND MANAGEMENT BEHAVIOR. THESIS ADVISOR : ASSIST.PROF. SOPHON KHANTI-AKOM, Ph.D. 112pp.
ISBN 974-639-225-5

The purpose of this study was to test the relationship of the mutual fund management's trading behavior and the unit trust holders' preference, under the circumstance of asymmetric information between unit trust holders and the fund management team. The study chose stochastic dominance and ordinary least square in testing the relationship between number of portfolio turnover and the excess return of equity closed-end funds in the period of July 1995 - December 1996. The results conclude that high number of portfolio turnover cannot increase the utility among risk averse investors. In other words, by using 99% statistical significant level, increasing portfolio turnover at this period tends to decrease mutual fund's excess return in the following period. This study draws a conclusion that those mutual funds using high portfolio turnover technique at the current period does not provide efficiency to the funds because it decreases the excess return, thus lower investors' utility.

The study of the relationship of the distribution moments(mean, variance and skewness of mutual fund return) at 99% statistical significant level, using quarterly returns during 1995-1996 from 58 equity closed-end funds, proves that the distribution of these mutual funds' returns are inconsistent with the preference of the risk averse investors hypothesis. Logically, the risk averse investors do not prefer to invest in these mutual funds. However, the study cannot conclude that the mutual funds investors in that period are all risk lovers because they might or might not receive adequate information on their risk exposure from mutual fund companies or unit trust sellers prior to their investment.

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา เศรษฐศาสตร์ ลายมือชื่อนิสิต

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ธุรกิจและการจัดการ ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา

ปีการศึกษา 2540 ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ ด้วยความช่วยเหลือและคำแนะนำอันเป็นประโยชน์ยิ่งของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.โสภณ ขันติอาคม อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ตลอดจนท่านประธาน และคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ทุก ๆ ท่าน ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดาของผู้วิจัยที่ได้ให้การเลี้ยงดู อบรม สั่งสอน และสนับสนุนด้านการศึกษาแก่ผู้วิจัยมาโดยตลอด ขอขอบพระคุณสมาคมบริษัทจัดการลงทุน ที่ได้กรุณามอบเอกสารและข้อมูลให้แก่ผู้วิจัยเป็นจำนวนมากโดยไม่คิดมูลค่าใด ๆ และขอขอบพระคุณเจ้าหน้าที่ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ทุก ๆ ท่าน ที่กรุณาช่วยดำเนินการอนุมัติให้ผู้วิจัยสามารถได้ใช้ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของกองทุนรวม ซึ่งนับเป็นการเปิดเผยครั้งแรกของสำนักงาน ฯ

ผู้วิจัยขอขอบคุณ เพื่อนๆของผู้วิจัยทุกคนที่ช่วยให้คำปรึกษาทั้งด้านเนื้อหาและภาษาอังกฤษ ตลอดจนช่วยสะสางงานประจำของผู้วิจัย เพื่อให้ผู้วิจัยได้มีโอกาสศึกษาในระดับปริญญามหาบัณฑิต และเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้สะดวกยิ่งขึ้น และขอขอบพระคุณอดีตผู้บริหารของ บงล.ตะวันออกฟายแน้นซ์ (1991) จำกัด (มหาชน) ทุกท่านที่มีส่วนสนับสนุนให้ข้าพเจ้าได้ทำงานวิจัยทางด้านกองทุนรวม และอนุญาตให้ข้าพเจ้าสามารถเผยแพร่ผลงานดังกล่าวได้ ตลอดช่วงเวลากว่า 3 ปีที่ข้าพเจ้าได้ปฏิบัติหน้าที่เจ้าหน้าที่วิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทฯ ซึ่งมีส่วนอย่างมากที่ทำให้ข้าพเจ้าได้เข้าใจถึงปัญหาของธุรกิจนี้มากยิ่งขึ้น

ท้ายสุดนี้ข้าพเจ้าขอขอบคุณ เจ้าหน้าที่บัณฑิตศึกษาของคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ทุกท่าน ที่อำนวยความสะดวก และกรุณาให้คำแนะนำถึงขั้นตอนการดำเนินงานด้านเอกสารทั้งหมด จนกระทั่งวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

		หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย		ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ		จ
กิตติกรรมประกาศ		ฉ
สารบัญ		ช
สารบัญตาราง		ฌ
สารบัญแผนภาพ		ฌ
บทที่		
1	บทนำ	1
	1.1 ปัญหาและความสำคัญ	1
	1.2 วัตถุประสงค์ของการทำวิจัย	2
	1.3 ขอบเขตของการศึกษา	4
	1.4 ข้อจำกัดของงานวิจัย	4
	1.5 นิยามที่ใช้ในงานวิจัย	4
	1.6 วิธีการดำเนินงานวิจัย	7
	1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	8
2	ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์	9
	2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย	9
	2.2 วรรณกรรมปริทัศน์	18
3	กองทุนรวมและอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย	27
	3.1 กองทุนรวมและหน่วยลงทุน	27
	3.2 ประเภทของกองทุนรวม	27
	3.3 วัตถุประสงค์และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในการจัดตั้งธุรกิจกองทุนรวม	30
	3.4 พัฒนาการอุตสาหกรรมกองทุนรวมในประเทศไทย	31
	3.5 อุตสาหกรรมกองทุนรวมในปัจจุบัน	37
	3.6 กฎระเบียบในการควบคุมธุรกิจกองทุนรวม	43

สารบัญ (ต่อ)

บทที่			หน้า
4	**วิธีการดำเนินงานวิจัย**	.....	50
	4.1 ข้อมูลและการเก็บรวบรวม	.....	50
	4.2 เครื่องมือและการวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัย	.....	51
5	**ผลการศึกษา**	.....	59
	5.1 ผลการศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นของผู้จัดการกองทุน สามารถทำให้อรรถประโยชน์ของนักลงทุนที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงเพิ่มขึ้นได้หรือไม่	.....	59
	5.2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของความถี่ในการซื้อขายหุ้นกับผลตอบแทนของกองทุนรวม	.....	64
	5.3 ผลการศึกษาความสอดคล้องระหว่าง ลักษณะของการกระจายของผลตอบแทนกองทุนรวมกับสมมติฐานที่ว่านักลงทุนมีทัศนะคติที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง	.....	69
6	**บทสรุปและเสนอแนะ**	.....	77
	6.1 สรุปผลการวิจัยและข้อจำกัด	.....	77
	6.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย	.....	80
	6.3 ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป	.....	85
รายการอ้างอิง		.....	87
ภาคผนวก		.....	89
	ภาคผนวก ก	.....	89
	ภาคผนวก ข	.....	108
ประวัติผู้วิจัย		.....	112

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่

3.1 กองทุนรวมสินภิญโญ 1 - 3 33

4.1 ตัวอย่างการคำนวณพื้นที่ใต้โค้งความถี่สะสม 54

5.1.1 อัตราผลตอบแทนและอัตราการหมุนเวียนของพอร์ตกองทุน 60

5.1.2 อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนในกลุ่ม High และ Low 61

5.1.3 ตารางแสดงความน่าจะเป็นสะสมที่จะได้รับอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในระดับต่าง ๆ และพื้นที่ใต้โค้งความน่าจะเป็นสะสม 62

5.3.1 อันดับผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุน และโมเมนท์ในลำดับที่ 2 และ 3 71

สารบัญแผนภาพ

หน้า

แผนภาพที่

1.1 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในหุ้นทุน พ.ศ.2537 - 2540 2

2.1 Frist Degree Stochastic Dominance 16

3.1 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมในประเทศไทย 34

3.2 มูลค่าจดทะเบียนกองทุนใหม่ พ.ศ.2536 ถึง 2540 35

3.3 สัดส่วนกองทุนเปิดและกองทุนปิดในประเทศไทย 2535 - ครึ่งแรก 2540 36

3.4 สัดส่วนกองทุนรวมประเภทต่าง ๆ ณ สิ้นปี พ.ศ.2540 38

4.1 Stochastic Dominance อันดับที่ 1 แสดงแผนภาพที่นักลงทุน พอใจกลุ่ม Low มากกว่า High 52

4.2 Stochastic Dominance อันดับที่ 1 แสดงแผนภาพที่นักลงทุน พอใจกลุ่ม High มากกว่า Low 52

4.3 ตัวอย่างการหาพื้นที่ใต้โค้งความถี่สะสม 54

5.1.1 Stochastic Dominance ในอันดับที่ 1 และ 2 63

5.1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุน อัตราผลตอบแทนของตลาด และอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน 65

5.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยและความแปรปรวนของกองทุนรวม .. 73