

ข้อเท็จจริงของพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวของนักลงทุนในประเทศไทย The Facts of Investor Behavior in Long Term Equity Funds of Thailand Investors

สยาม ปัญญาพงศ์ชัย¹, ถนอมศักดิ์ สุวรรณน้อย²

Siam Panjanapongchai¹, Thanomsak Suwannoi²

วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์^{1,2}

Rattanakosin College of Innovation Management^{1,2}

siampanjanapongchai@gmail.com¹

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงข้อเท็จจริงของพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวของนักลงทุนในประเทศไทย โดยมุ่งเน้นกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์และไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ จำนวน 79 กองทุน ระหว่างปี พ.ศ. 2547 ถึง 2562 ทำการวิเคราะห์ด้วย Random-effects panel data model พบว่า (1) มีนักลงทุนส่วนน้อยที่ตัดสินใจอย่างมีเหตุผลตามเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิม (2) ปัจจัยจากความเป็นธนาคารพาณิชย์ จำนวนสาขาธนาคารพาณิชย์ และขนาดของกองทุนส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงของธนาคารพาณิชย์ (3) มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยและตัววัดผลการดำเนินงานส่งผลอย่างมีนัยสำคัญกับปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลง โดยแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีกลยุทธ์การลงทุนแบบ Contrarian (4) ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนที่ต่ำ และค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนที่สูงที่ให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นจะส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ (5) ปรากฏการณ์เดือนธันวาคมยังปรากฏในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว

คำสำคัญ: กองทุนรวมหุ้นระยะยาว, ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน, ปรากฏการณ์เดือนธันวาคม, กองทุนรวมที่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์, กองทุนรวมที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์

Abstract

The objective of this research is to present the facts of investment behavior in Long Term Equity Funds among investors in Thailand. The focus is on Long Term Equity Funds related to Bank and Non-Bank related Funds. Data of 79 funds between the year 2004 and 2019. Do analysis Random-effects panel data model found that (1) There are few investors who make rational decisions based on traditional economics. (2) Factors from being a commercial bank, Number of commercial bank branches and size of the fund significantly affect the changing trading volume of banks. (3) The net asset value per unit and the performance measure have a significant affect the changing trading volume. It shows that investors have a contrarian investment strategy. (4) Low fund management fees and high fund management fees that yield more returns will have a significant affect the changing trading volume. (5) The December Effect still appears in Long Term Equity Funds.

Keyword: Long Term Equity Fund, Total Expense Ratio, December Effect, Bank related Funds, Non-Bank related Funds

บทนำ

กองทุนรวมหุ้นระยะยาวหรือ LTF (Long Term Equity Fund) เป็นกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มสัดส่วนผู้ลงทุนสถาบัน และเพิ่มเสถียรภาพให้แก่ตลาดหุ้นไทย ซึ่งเหมาะกับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในระยะยาวและไม่มี ความชำนาญหรือไม่มีเวลาดูตามการลงทุน โดยผู้ซื้อกองทุนจะได้สิทธิประโยชน์ทางภาษี สามารถนำมาหักลดหย่อนภาษีได้ ตามที่จ่ายจริง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) ซึ่งทำให้นักลงทุนมีวัตถุประสงค์หลักในการซื้อ LTF เพื่อสิทธิ ประโยชน์ทางภาษี จาก 10 อันดับอัตราผลตอบแทน LTF ที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำที่สุด อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 3 ปี มี ผลตอบแทนที่ -1.77% และ 5 ปี มีผลตอบแทนที่ -2.57% (Morningstar, 2019) เมื่อนำมารวมกับสิทธิประโยชน์ทางภาษี จึง ยังไม่ขาดทุนจากการลงทุนใน LTF หากนักลงทุนมีความคิดในรูปแบบนี้เป็นส่วนใหญ่ คงไม่มีความจำเป็นในการคัดเลือก กองทุนรวมเพื่อลงทุน หากนักลงทุนมีความคาดหวังขั้นต่ำสุดคือการไม่ขาดทุน ซึ่งขัดแย้งกับความต้องการของตลาดหุ้นที่ ต้องการพัฒนาความรู้ ความเข้าใจในตลาดหุ้นของนักลงทุน ดังนั้นจึงต้องการพิสูจน์ถึงควมมีเหตุผลในการลงทุนว่านักลงทุน ไม่ได้เป็นไปตามเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิม (Traditional Economy) เสมอไป เนื่องจากนักลงทุนไม่ได้ตัดสินใจบนตัววัดผลการ ดำเนินงาน ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุน มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย และอัตราผลตอบแทนที่ให้อรรถประโยชน์สูงสุด เป็นต้น แต่ให้คุณค่ากับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ผลประโยชน์ที่ได้รับ และละเอียดการตัดสินใจในด้านอื่น ๆ

ดังนั้นการเงินเชิงพฤติกรรมจึงมีความจำเป็นในการอธิบายสิ่งที่เกิดขึ้น เพราะพฤติกรรมที่ตามมาในสังคม คือการซื้อ LTF ในช่วงปลายปีโดยไม่ได้สนใจมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยที่สูงกว่าปกติ โดยส่งผลถึงอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับนั้นลดลง (ชัยพร, 2561) นำไปสู่การซื้อขายที่ผิดปกติในเดือนธันวาคม (December Effect) ในทางการเงินเชิงพฤติกรรมเรียกว่าการตัดสินใจอย่างง่าย (Heuristic) เพื่อลดความซับซ้อนและประหยัดเวลาในการซื้อกองทุนรวม ซึ่งหากเป็นไปตามเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิมนักลงทุนจะซื้อ ด้วยวิธีการถัวเฉลี่ยต้นทุน (Dollar-Cost Average: DCA) เพราะเป็นวิธีการที่ดีที่สุดที่ทำให้ได้อรรถประโยชน์สูงสุด ยกเว้นในกรณีที่เกิดวิกฤตในตลาดหุ้นในช่วงปลายปี จึงต้องมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับเดือนธันวาคมเข้ามาร่วมพิจารณา

อีกส่วนหนึ่งที่เป็นปัญหากับนักลงทุนอยู่เสมอ คือการตัดสินใจไม่ถูกว่าควรซื้อกองทุนรวมอะไร นักลงทุนจึงมีการ ตั้งเกณฑ์หรือมีพฤติกรรมในการตัดสินใจอย่างง่าย (Heuristic) ที่ช่วยในการเลือกซื้อกองทุนในปีนั้น ๆ โดยนักลงทุนจะให้ความสำคัญกับช่องทางจัดจำหน่าย ซึ่งสามารถซื้อผ่านสาขาธนาคารพาณิชย์ได้ (บุญณชนก และ ธนโชติ, 2559) เป็นส่วนที่ทำให้กองทุนที่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ (Bank related Funds) มีสัดส่วนตลาด LTF ถึง 93.5% ในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2562 แม้ว่าในปัจจุบันจะมีบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) มาเป็นอีกช่องทางหนึ่งในการเข้าถึงกองทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank related Funds) แต่ไม่ได้มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนครบทุกแห่งในการซื้อขาย LTF ดังนั้นนักลงทุนยังมี ช่องทางหลักในการเข้าถึงและคาดว่าส่งผลคือสาขาธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเสมือนตัดโอกาสในการรับรู้อัตราผลตอบแทนของ Non-Bank related Funds ทำให้นักลงทุนอาจจะไม่ได้ผลประโยชน์สูงสุด รวมทั้งอาจเป็นไปได้ว่าความเป็นธนาคารพาณิชย์จะช่วยให้ นักลงทุนซื้อกองทุนเพิ่มมากขึ้น จึงจะเป็นต้องนำไปสู่การทดสอบตัวแปรหุ้นธนาคารพาณิชย์

นอกจากด้านอัตราผลตอบแทนแล้ว นักลงทุนยังให้ความสนใจกับค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุน (Total Expenses Ratio) เพราะมีความเกี่ยวข้องกับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ที่เป็นภาระทางอ้อมของผู้ลงทุน ซึ่งมีการเรียกเก็บ ค่าใช้จ่ายเฉลี่ยทุกวัน ทำให้ยากที่จะเห็นถึงผลกระทบที่ทำให้อัตราผลตอบแทนลดลงเมื่อมีค่าใช้จ่ายมากขึ้น ซึ่งค่าใช้จ่ายขึ้นกับ นโยบายของแต่ละกองทุนและการจัดการภายใน ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้อัตราผลตอบแทน มากขึ้นหรือลดลง ซึ่งส่งผลกระทบต่อการลงทุนในระยะยาว หากตัดสินใจด้วยเหตุผลข้างต้นโดยทำการซื้อกองทุนรวมที่ ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนต่ำจึงดูเป็นเรื่องที่สมเหตุสมผล แต่ไม่เสมอไปเนื่องด้วยหากอัตราผลตอบแทนต่ำลงตามการ ลดลงของค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนจะไม่สามารถบอกได้ว่าเป็นการลงทุนที่ประสบความสำเร็จ

ดังนั้นการตัดสินใจลงทุนในการลงทุนระยะยาวที่มีเหตุผล สมควรที่จะตัดสินใจผ่านหลายปัจจัยด้วยกันถึงจะนับว่าตัดสินใจอย่างมีเหตุผล จากทั้งหมดที่ได้กล่าวมาข้างต้นนำไปสู่ประเด็นของความไม่มีเหตุผลในการตัดสินใจลงทุนใน LTF ที่มีสิทธิประโยชน์ทางภาษีเข้ามาเปลี่ยนแปลงการตัดสินใจแบบเศรษฐศาสตร์ดั้งเดิมไปสู่การตัดสินใจที่ไม่มีเหตุผล แต่สามารถอธิบายความไม่มีเหตุผลได้ด้วยการเงินเชิงพฤติกรรม โดยเกี่ยวข้องกับภาระการตัดสินใจอย่างง่ายและพฤติกรรมในการซื้อของนักลงทุน ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุน เพื่อนำไปพัฒนาตลาดทุนผ่านการใช้พฤติกรรมที่สังเกตได้ให้เกิดประโยชน์ในอนาคต

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความมีเหตุผลของนักลงทุนใน LTF แตกต่างไปจากเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิม
2. เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อ LTF ระหว่างกองทุนที่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์และกองทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ของนักลงทุน
3. เพื่อศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงานของกองทุนต่อการลงทุนใน LTF ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน
4. เพื่อศึกษาค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนส่งผลต่อพฤติกรรมการซื้อ LTF ของนักลงทุน
5. เพื่อศึกษา December Effect ของ LTF

การทบทวนวรรณกรรม

ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (Asset Management Company) สมมติฐานของแบบจำลองการตัดสินใจอย่างมีเหตุผล (Assumptions of the Rational Decision-Making Model) และแนวคิดการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) มีรายละเอียดดังนี้

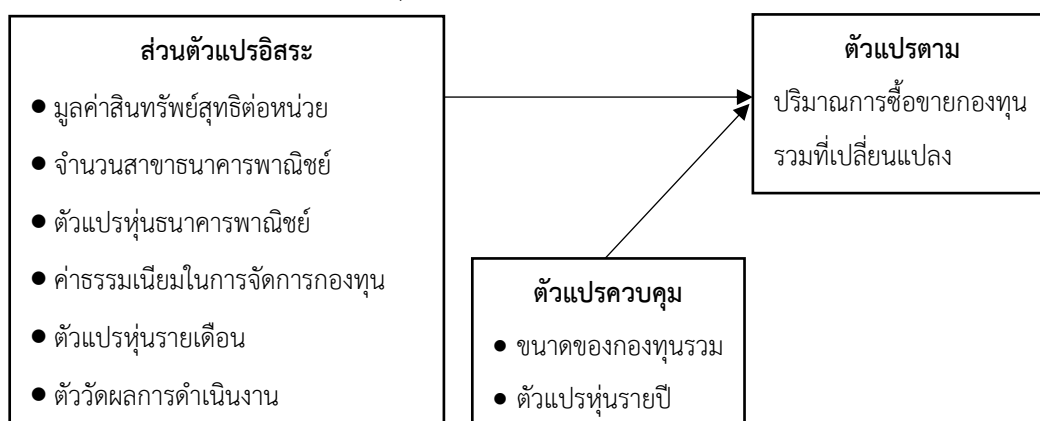
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนหรือบลจ. (Asset Management Company) คือ บริษัทที่ได้รับใบอนุญาต การจัดการกองทุนรวม (ประเภทบริษัทหลักทรัพย์) จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยมีบลจ. ที่อยู่ภายใต้การดูแลของธนาคารพาณิชย์ (Bank related fund) จะได้รับการกำกับดูแลและให้การช่วยเหลือจากธนาคารพาณิชย์ เช่น พนักงาน ข้อมูล ช่องทางจัดจำหน่ายผ่านสาขาธนาคารพาณิชย์ รวมถึงชื่อเสียงจากความเป็นธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น แตกต่างจากบลจ.ที่ไม่อยู่ภายใต้การดูแลของธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank related fund) ที่ไม่มีบริษัทอื่นให้การช่วยเหลือ (ปรีชา มานพ, 2559; Wattanatorn, 2015)

สมมติฐานของแบบจำลองการตัดสินใจอย่างมีเหตุผล (Assumptions of the Rational Decision-Making Model) คือ รูปแบบการตัดสินใจอย่างมีเหตุผลโดยถือว่าผู้คนจะตัดสินใจเลือกสิ่งทีก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดและลดค่าใช้จ่ายให้ต่ำที่สุด ซึ่งพบเห็นได้ในทฤษฎีเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิม โดยสมมติฐานถือว่าทุกคนมีข้อมูลครบถ้วน มีเกณฑ์ในการวัดและวิเคราะห์ข้อมูล และทุกคนมีความสามารถในการรับรู้ เวลา ทรัพยากรเทียบเท่ากับผู้อื่น (Lumencandela, 2020) ดังนั้นในการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนจึงต้องพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทน ค่าธรรมเนียมต่างๆ สิทธิประโยชน์ทางภาษี และผลประโยชน์อื่นๆที่ได้รับคุ้มค่าต่อการลงทุนหรือไม่ (ลงทุนศาสตร์, 2560)

แนวคิดเกี่ยวกับการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) แตกต่างจากทฤษฎีเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิมโดยมุ่งเน้นที่พฤติกรรมที่แท้จริงที่เกิดขึ้นในตลาดมากกว่าทฤษฎี โดยสังเกตแต่ละบุคคลตัดสินใจลงทุนด้วยวิธีการและผลลัพธ์ที่ต่างหากัน ซึ่งอาจดูไร้เหตุผลในเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิม ดังนั้นการเงินเชิงพฤติกรรมช่วยอธิบายสิ่งที่เกิดขึ้นในตลาด (University Herald, 2020) เช่น ทำไมนักลงทุนถึงชอบซื้อ LTF ในช่วงปลายปี เป็นต้น รวมทั้งใช้ทฤษฎีการตัดสินใจอย่างง่าย (Heuristic) ที่เป็นทางลัดในการตัดสินใจภายใต้เงื่อนไขที่ไม่แน่นอน โดยทำให้กระบวนการตัดสินใจที่ยากเป็นคำถามที่ง่ายขึ้นในการตัดสินใจ (Kahneman, D, 2003) ช่วยในการอธิบาย

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมนำมาประยุกต์ใช้กับกรอบงานวิจัยเพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) รายเดือนของ LTF ในประเทศไทยตั้งแต่เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2547 ถึง เมษายน พ.ศ. 2562 ซึ่งตั้งแต่มีการประกาศใช้กองทุนรวมหุ้นระยะยาวลดหย่อนภาษี มีจำนวนกองทุนรวมหุ้นระยะยาวทั้งหมด 91 กองทุน แต่สามารถวิเคราะห์ได้เพียง 79 กองทุน โดยรวบรวมข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมบริษัทจัดการลงทุน และ Morningstar

ขอบเขตการวิจัย

ทำการวิเคราะห์ LTF ทั้งหมด 79 กองทุน โดยแบ่งเป็นกองทุนที่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ (Bank related Funds: Bank) 56 กองทุน และ กองทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ (Non-Bank related Funds: Non-Bank) 23 กองทุน โดยแบ่งตามงานวิจัยของ ปรีชา มานพ (2559) และ Wattanatom (2015) โดยทำการจับคู่ระหว่างบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกับธนาคารพาณิชย์ จากนั้นจึงทำการเตรียมข้อมูลตัวแปรก่อนการวิเคราะห์ โดยมีรายละเอียดตัวแปร ดังนี้

1. ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลง (Changing Trading Volume: Vol) คือ ปริมาณการซื้อขายที่เปลี่ยนแปลงไปจากเดือนก่อนหน้า สะท้อนถึงการตัดสินใจของนักลงทุนเมื่อตัวแปรอิสระมีการเปลี่ยนแปลง และแสดงถึงพฤติกรรมตลาดตัดสินใจซื้อขายที่เกิดขึ้นของนักลงทุนในทางอ้อม คำนวณจากผลต่างของปริมาณการซื้อขายที่เปลี่ยนแปลงในแต่ละเดือนดังสมการที่ (1)

$$Vol_{k,t} = \ln \left[\frac{NAV_{k,t}}{NAVPU_{k,t}} \right] - \ln \left[\frac{NAV_{k,t-1}}{NAVPU_{k,t-1}} \right] \quad \text{----- (1)}$$

2. มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย (Net Asset Value per Unit: NAVPU) คือ ราคาปิดในแต่ละเดือนที่ใช้ซื้อขาย

3. ตัวแปรหุ่นธนาคารพาณิชย์ (Bank Dummy: BD) คือ ตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบความเกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์และไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ โดยกำหนดให้ Bank มีค่าเป็น 1 และกำหนดให้ Non-Bank มีค่าเป็น 0

4. ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุน (Total Expense Ratio: TER) คือตัวแปรที่แสดงถึงค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกองทุนรวม ทำการแปลงข้อมูลให้อยู่ในรูปคออร์โวลต์ จากนั้นแยกออกมาในรูปของตัวแปรหุ่นในแต่ละคออร์โวลต์ เพื่อใช้ในการทดสอบคออร์โวลต์ที่ 1 และ 4 โดยคออร์โวลต์ที่ 1 แสดงถึงการตัดสินใจซื้อกองทุนภายใต้ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนที่ต่ำ ส่วนคออร์โวลต์ที่ 4 แสดงถึงการตัดสินใจซื้อกองทุนภายใต้ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนที่สูง โดยกำหนดให้คออร์โวลต์ที่สนใจ (คออร์โวลต์ 1 หรือ คออร์โวลต์ 4) มีค่าเป็น 1 และกำหนดให้คออร์โวลต์ที่ไม่สนใจมีค่าเป็น 0

5. ตัวแปรหุ่นรายเดือน (Month Dummy: MD) เพื่อใช้ในการทดสอบปรากฏการณ์เดือนธันวาคม (December Effect) และปรากฏการณ์เดือนมกราคม (January Effect) โดยกำหนดให้ตัวแปรที่สนใจ (ธันวาคม หรือ มกราคม) มีค่าเป็น 1 และกำหนดให้เดือนอื่น ๆ มีค่าเป็น 0

6. ตัววัดผลการดำเนินงาน

6.1 Jensen Alpha (JA) ใช้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนโดยเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานที่ควรจะเป็น เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นหรือค่าอัลฟา (α) ของกองทุนรวม แสดงถึงการบริหารจัดการกองทุนของผู้จัดการกองทุนที่ทำผลงานได้ดีกว่าตลาด ($\alpha > 0$) ต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ 1 หน่วย ก่อนทำการคำนวณ Jensen Alpha ($JA_{k,t}$) ในสมการที่ (4) ต้องคำนวณหาอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (Return Market: $R_{m,t}$) และอัตราผลตอบแทนกองทุนรวม (Return : $R_{k,t}$) ในสมการที่ (2) และ สมการที่ (3) โดยอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แสดงถึงผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในเดือนนั้นๆ และอัตราผลตอบแทนกองทุนรวมแสดงถึงผลตอบแทนของกองทุนรวมในเดือนนั้นๆ

$$R_{m,t} = \ln \left[\frac{SET_t}{SET_{t-1}} \right] \text{ ----- (2)}$$

$$R_{k,t} = \ln \left[\frac{NAV_{k,t}}{NAV_{k,t-1}} \right] \text{ ----- (3)}$$

$$JA_{k,t} = R_{k,t} - (R_{f,t} + (R_{m,t} - R_{f,t})\beta_{k,t}) \text{ ----- (4)}$$

6.2 Sharpe Ratio (SR) ใช้ในการวัดผลตอบแทนของกองทุนรวมที่มากกว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสียงปรับด้วยค่าความเสี่ยงของกองทุนรวม เป็นการมองผลตอบแทนต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง

$$SR_{k,t} = \frac{R_{k,t} - R_{f,t}}{\sigma_{k,t}} \text{ ----- (5)}$$

7. ตัวแปรหุ่นรายปี (Year Dummy: YD) กำหนดให้ข้อมูล พ.ศ. 2547 เป็นปีฐาน แล้วกำหนดปีทีสนใจมีค่าเป็น 1 และกำหนดให้ปีอื่น ๆ มีค่าเป็น 0

การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยในครั้งนี้มีลักษณะข้อมูลเป็น Panel data จึงทำการวิเคราะห์ด้วย Random Effect Model เนื่องจากข้อมูลภายในมีความแตกต่างกันในแต่ละกองทุนรวม ได้แก่ สาขานาการพาณิชย์ นโยบาย กลยุทธ์การลงทุน ค่าธรรมเนียมการขาย ค่าธรรมเนียมการรับซื้อคืน เป็นต้น ทำให้ค่า Effect size ของแต่ละกองทุนมีความแตกต่างกัน ดังนั้น Fixed Effect Model จึงไม่เหมาะสมในการวิเคราะห์ เนื่องจากช่วงความเชื่อมั่นมีความผิดพลาดมาจากความไม่แน่นอนของข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เท่านั้น ทำให้มีค่า Effect size เพียงค่าเดียวแล้วใช้ร่วมกันในการวิเคราะห์ทุกกองทุนรวม (Borenstein, M., Hedges, L., & Rothstein, H., 2007) การวิเคราะห์ด้วย Random Effect Model จึงมีความเหมาะสมที่สุด แสดงในสมการที่ (6)

$$Vol_{k,t} = \beta_{k0} + \beta_1 NAVPU_{k,t} + \beta_2 BB_{k,t} + \beta_3 BD_{1t} + \beta_4 (JA_{k,t} \text{ or } SR_{k,t}) + \beta_5 TERQ1_{k,t} \text{ ----- (6)} \\ + \beta_6 TERQ4_{k,t} + \beta_7 MD_{Jan} + \beta_8 MD_{Dec} + \beta_9 Size_{k,t} + \beta_{10} YD_{k,t} + \epsilon_{k,t}$$

$Vol_{k,t}$ = ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลง ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

$NAVPU_{k,t}$ = มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

$BB_{k,t}$ = จำนวนสาขานาการพาณิชย์ ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

BD_{1t} = ตัวแปรหุ่นธนาคารพาณิชย์ กำหนดให้ Bank มีค่าเป็น 1 ณ เวลา t

$JA_{k,t}$ = ตัววัดผลการดำเนินงาน Jensen Alpha ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

$SR_{k,t}$ = ตัววัดผลการดำเนินงาน Sharpe Ratio ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

$TERQ1_{k,t}$ = ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนในควอร์ไทล์ที่ 1 กำหนดให้ควอร์ไทล์ที่ 1 มีค่าเป็น 1 ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

$TERQ4_{k,t}$ = ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนในควอร์ไทล์ที่ 4 กำหนดให้ควอร์ไทล์ที่ 4 มีค่าเป็น 1 ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

MD_m = ตัวแปรหุ่นรายเดือน โดย m คือเดือนมกราคม (Jan) และธันวาคม (Dec)

$Size_{k,t}$ = ขนาดของกองทุนรวม k ณ เวลา t

$YD_{k,t}$ = ตัวแปรหุ่นรายปี ของกองทุนรวม k ณ เวลา t

ผลการวิจัย

ข้อมูลเชิงพรรณนาที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ 1 แสดงรายละเอียดจำนวนกองทุน อัตราผลตอบแทน และ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของ LTF ที่มีผู้ดูแลแตกต่างกัน

จำนวน กองทุน	Mean	SD	Median	Min	Max	NAV (ล้านบาท)	
	(% ต่อเดือน)						
All fund	79	0.4976	5.0694	0.9127	-36.7999	17.9714	394,853.38
Bank	56	0.5031	5.0538	0.9641	-36.7999	17.9714	369,065.42
Non-Bank	23	0.4825	5.1124	0.7890	-34.7777	15.8791	25,787.96

จากการสรุปข้อมูลเชิงพรรณนาของ LTF ในตารางที่ 1 พบว่ามูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) ณ เดือนมีนาคม 2562 ของ Bank มีมูลค่ามากกว่า Non-Bank อย่างมากถึง 14 เท่า หรือคิดเป็น 93.47% ของทั้งตลาด LTF นอกจากนี้ยังพบว่า Bank มีค่า Mean, Median และ Max มากกว่า Non-Bank และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่า แสดงว่าโดยเฉลี่ยแล้ว Bank มีความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่า Non-Bank แต่ Bank ก็มีโอกาสในการสร้างผลการดำเนินงานได้ต่ำกว่าเนื่องจากมีค่า Min ที่ -36.79% ต่ำกว่า Non-Bank ที่มีค่า -34.77%

ตารางที่ 2 ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนในควอร์ไทล์ที่ 1 และ 4 ของ LTF ที่มีผู้ดูแลแตกต่างกัน

TER	Obs.	Mean	SD	Min	Max
All Fund	9,051	1.7888	0.5926	0.46	5.57
Bank	6,615	1.7606	0.4999	0.49	2.9
Bank Q1	1,667	1.0595	0.2227	0.49	1.37
Bank Q4	1,609	2.3268	0.1921	2.13	2.90
Non-Bank	2,436	1.8655	0.7863	0.46	5.57
Non-Bank Q1	618	1.1664	0.2475	0.46	1.45
Non-Bank Q4	591	2.7257	1.0877	2.01	5.57

ตารางที่ 2 แสดงค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนรวมของผู้ดูแลแตกต่างกันในแต่ละควอร์ไทล์ที่แตกต่างกัน หากพิจารณาในภาพรวม Bank จะมีค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนอยู่ในช่วง 0.49% ถึง 2.90% โดยควอร์ไทล์ที่ 1 มีค่า 0.49%-1.37% และ ควอร์ไทล์ที่ 4 มีค่า 2.13%-2.90% และ Non-Bank มีค่าอยู่ในช่วง 0.46% ถึง 5.57% โดยควอร์ไทล์ที่ 1 มีค่า 0.46%-1.45% และ ควอร์ไทล์ที่ 4 มีค่า 2.01%-5.57% โดยที่ Bank จะมีค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนเฉลี่ยอยู่ที่ 1.76% ซึ่งต่ำกว่า Non-Bank ที่มีค่า 1.87%

ผลการวิเคราะห์ Random Effect Model

ตารางที่ 3 ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงด้วยตัววัดผลการดำเนินงาน Jensen Alpha

	All Fund			Bank			Non-Bank		
	Beta	T-stat	P-value	Beta	T-stat	P-value	Beta	T-stat	P-value
Constant	0.3634	(18.48)	0.000	0.3848	(15.65)	0.000	0.2911	(8.66)	0.000
Size	0.0000	(-2.07)	0.038	0.0000	(-2.38)	0.017	0.0000	(-0.33)	0.744
Bank Dummy	0.0070	(1.94)	0.053						
Branch Bank				0.0000	(2.09)	0.036			
NAVPU	-0.0006	(-2.96)	0.003	-0.0008	(-3.40)	0.001	-0.0003	(-0.68)	0.495
Jensen Alpha	3.1862	(4.08)	0.000	3.0778	(3.44)	0.001	3.9066	(2.15)	0.032
TER All Q1	0.0089	(2.69)	0.007						
TER All Q4	0.0035	(1.03)	0.302						
Positive TER All Q4	-0.0019	(-0.48)	0.630						
Negative TER All Q4	0.011	(2.58)	0.010						
TER B Q1				0.0098	(2.56)	0.010			
TER B Q4				-0.0005	(-0.14)	0.891			
Positive TER B Q4				-0.0094	(-2.09)	0.037			
Negative TER B Q4				0.0120	(2.30)	0.021			
TER NB Q1							0.0138	(2.45)	0.014
TER NB Q4							0.0171	(3.19)	0.001
Positive TER NB Q4							0.0206	(3.71)	0.000
Negative TER NB Q4							0.0110	(1.83)	0.068
January Dummy	-0.0047	(-1.16)	0.246	-0.0043	(-0.82)	0.411	-0.0088	(-1.28)	0.200
December Dummy	0.1555	(38.33)	0.000	0.1606	(31.85)	0.000	0.1411	(20.99)	0.000
Year Dummy 2005-2009	+			+			+		
N	8970			6382			2413		
r2_w	0.2246			0.2173			0.2422		
P	0.0000			0.0000			0.0000		
rho	0.0066			0.0023			0.0079		
sigma_u	0.0085			0.0053			0.0082		
sigma_e	0.1046			0.1101			0.0914		

หมายเหตุ : + คือ Years Dummy ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง 2562 ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญทั้งหมด

จากการวิเคราะห์ข้อมูลด้วย Jensen Alpha ในตารางที่ 3 พบว่า Bank จะส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลง โดยสามารถยืนยันได้จาก Bank Dummy, Branch Bank และ Size ที่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงของ Bank ยังได้รับอิทธิพลจาก NAVPU และ Jensen Alpha โดยเมื่อ NAVPU เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงลดลงใน Bank เนื่องด้วยอัตราผลตอบแทนที่ลดลงจากราคาซื้อที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับตัววัดผลการดำเนินงาน Jensen Alpha ที่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางบวก แสดงว่าการที่กองทุนรวมสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Excess return) ได้เหนือกว่าตลาด ส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงมากขึ้น ยกเว้นในกรณีของ Non-Bank ที่ Jensen Alpha ส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลง แต่ NAVPU ไม่ส่งผล

อย่างมีนัยสำคัญ อาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนที่ซื้อกองทุนใน Non-Bank ไม่ได้ตัดสินใจซื้อขายตามราคา แต่ให้คุณค่ากับผลการดำเนินงานสูงกว่า Bank ส่วนการทดสอบการซื้อขายที่ผิดปกติ ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม แต่พบปรากฏการณ์เดือนธันวาคม (December Dummy) ที่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางบวก

ในส่วนของค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนในควอเตอร์ที่ 1 ของ Bank และ Non-Bank ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ อาจเป็นไปได้ว่าค่าธรรมเนียมจะถูกทำให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นและเป็นปัจจัยที่ง่ายต่อการตัดสินใจซื้อของตัวนักลงทุนเอง แต่ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนในควอเตอร์ที่ 4 ของ Bank และ Non-Bank ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นเรื่องที่แตกต่างกันจากแนวคิดที่คาดไว้ เพราะการที่ค่าธรรมเนียมสูงขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนลดลงแต่นักลงทุนยังมีการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการแยกตัวแปรค่าธรรมเนียมควอเตอร์ที่ 4 ออกมาเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ การขึ้นค่าธรรมเนียมโดยที่มีผลตอบแทนเพิ่มขึ้น (Positive) กับการขึ้นค่าธรรมเนียมโดยที่มีผลตอบแทนลดลง (Negative) จากผลการวิจัยเพิ่มเติม ในตารางที่ 3 พบว่าการที่ Bank มีค่าธรรมเนียมสูงและอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้น (Positive TER B Q4) อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบจะทำให้ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงลดลง และการที่ค่าธรรมเนียมสูงและอัตราผลตอบแทนลดลง (Negative TER B Q4) อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางบวกจะทำให้ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น อาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนใน Bank ไม่ได้สนใจในอัตราผลตอบแทนในการลงทุนหรือค่าธรรมเนียมที่สูง จึงส่งผลให้ผลขัดแย้งกันเองและทำให้ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนในควอเตอร์ที่ 4 ไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ แต่ Non-Bank กลับให้ผลไปในทางที่สมเหตุสมผล โดยการที่ค่าธรรมเนียมสูงและอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้น (Positive TER NB Q4) อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางบวกจะทำให้ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการตัดสินใจอย่างมีเหตุผล

ตารางที่ 4 ปัจจัยที่ส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงด้วยตัววัดผลการดำเนินงาน Sharp Ratio

	All Fund			Bank			Non-Bank		
	Beta	T-stat	P-value	Beta	T-stat	P-value	Beta	T-stat	P-value
Constant	0.3637	(18.50)	0.000	0.3831	(15.58)	0.000	0.2885	(8.62)	0.000
Size	0.0000	(-2.16)	0.031	0.0000	(-2.51)	0.012	0.0000	(-0.34)	0.732
Bank Dummy	0.0071	(2.02)	0.043						
Branch Bank				0.0000	(2.26)	0.024			
NAVPU	-0.0006	(-2.84)	0.004	-0.0008	(-3.16)	0.002	-0.0003	(-0.65)	0.519
Sharpe Ratio	-0.0010	(-4.04)	0.000	-0.0012	(-3.98)	0.000	-0.0007	(-0.97)	0.331
TER All Q1	0.0086	(2.61)	0.009						
TER All Q4	0.0035	(1.07)	0.284						
Positive TER All Q4	0.0007	(0.07)	0.948						
Negative TER All Q4	0.0075	(1.84)	0.066						
TER Bank Q1				0.0095	(2.51)	0.012			
TER Bank Q4				-0.0002	(-0.05)	0.964			
Positive TER B Q4				-0.0064	(-1.55)	0.121			
Negative TER B Q4				0.0084	(1.74)	0.082			
TER Non-Bank Q1							0.0125	(2.50)	0.012
TER Non-Bank Q4							0.0187	(3.69)	0.000
Positive TER NB Q4							0.0249	(4.08)	0.000
Negative TER NB Q4							0.0102	(1.33)	0.182

	All Fund			Bank			Non-Bank		
	Beta	T-stat	P-value	Beta	T-stat	P-value	Beta	T-stat	P-value
January Dummy	-0.0052	(-1.30)	0.193	-0.0053	(-1.01)	0.311	-0.0094	(-1.36)	0.172
December Dummy	0.1556	(38.33)	0.000	0.1608	(31.88)	0.000	0.1411	(20.92)	0.000
Year Dummy 2005-2009	+			+			+		
N	8970			6382			2413		
r ² _w	0.2246			0.2177			0.2406		
P	0.0000			0.0000			0.0000		
rho	0.0056			0.0017			0.0000		
sigma _u	0.0079			0.0046			0.0000		
sigma _e	0.1045			0.1100			0.0913		

หมายเหตุ : + คือ Years Dummy ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง 2562 ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญทั้งหมด

จากผลการวิจัยในตารางที่ 4 เปลี่ยนตัววัดผลการดำเนินงานจาก Jensen Alpha เป็น Sharpe Ratio เนื่องจาก Sharpe Ratio มีความนิยมในการวิเคราะห์และใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุนเป็นส่วนใหญ่ ผลการวิเคราะห์พบว่าการใช้ Sharpe Ratio ให้ผลแตกต่างไปจาก Jensen Alpha เพียงบางส่วน โดยที่ Size, Bank Dummy, Branch Bank, December Dummy และ NAVPU ยังคงส่งผลอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดิม ในด้านของผลการดำเนินงาน Sharpe Ratio ได้ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบ แสดงว่าเมื่ออัตราผลตอบแทนต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจะทำให้ปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลงลดลง ในส่วนของการประเมินในการจัดการกองทุน ในตารางที่ 4 ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุน ควอลิตี้ไทม์ที่ 1 และควอลิตี้ไทม์ที่ 4 ยังเป็นไปในทิศทางเดียวกับตารางที่ 3 แต่เมื่อพิจารณาถึงค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนควอลิตี้ไทม์ที่ 4 ที่ได้ทำการแยกวิเคราะห์เพิ่มเติมแล้ว การที่ค่าธรรมเนียมสูงและอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้น (Positive TER NB Q4) ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางบวกเหมือนเดิม ยกเว้นตัวแปร Positive TER B Q4 กับ Negative TER B Q4 ที่ไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ

ทดสอบโรบัสเนส (Robustness Check)

ตารางที่ 5 Probit regression

Panel A: เปรียบเทียบค่า ATT กับ ATT bootstrap						
Variable		Treated	Controls	Difference	Std. Err.	T-stat
Vol	Unmatched	0.025809	0.019641	0.006168	0.002868	2.15
	ATT	0.025809	0.015429	0.010380 ^{a/}	0.008315	1.25
					0.003231 ^{d/}	3.21***
Jensen Alpha	Unmatched	0.000116	0.000092	0.000024	0.000034	0.71
	ATT	0.000116	0.000008	0.000108 ^{b/}	0.000110	0.98
					0.000102 ^{d/}	1.06
Sharpe Ratio	Unmatched	1.089858	1.003633	0.086225	0.117438	0.73
	ATT	1.089858	1.393909	-0.304051 ^{c/}	0.506791	0.6
					0.316272 ^{d/}	-0.96

Panel B: Probit control equation						
Bank Dummy	(Volume eq.) (a)		(Jensen Alpha eq.) (b)		(Sharpe Ratio eq.) (c)	
	Beta	P-value	Beta	P-value	Beta	P-value
Size	0.0001657	0.000	0.0001642	0.000	0.0001656	0.000
TER All Q4	0.5257706	0.000	0.5226111	0.000	0.5264291	0.000
Beta	0.0106184	0.098	0.0105338	0.100	0.0106346	0.097
Constant	0.2116835	0.000	0.2150149	0.000	0.2119181	0.000
N	8,970		9,043		8,973	
Log likelihood	-4667.188		-4711.897		-4668.165	
Pseudo R2	0.1064		0.1054		0.1064	
Prob > chi2	0		0		0	

หมายเหตุ : *** หมายถึง แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 99%, a/ คือ Probit control equation (a), b/ คือ Probit control equation (b), c/ คือ Probit control equation (c), d/ คือ Bootstrap Standard Error

จากตารางที่ 5 ทดสอบ Robustness Check ด้วยวิธี Average Treatment Effect on the Treated (ATT) เพื่อทดสอบความเป็น Bank หรือ Non-Bank ที่ส่งผลต่อ Vol, Jensen Alpha และ Sharpe Ratio หรือไม่ จากการทดสอบ ATT โดยใช้ตัวแปร Beta, Size และ TER All Q4 ในการควบคุม ผลปรากฏว่า Vol, Jensen Alpha และ Sharpe Ratio ไม่ส่งผลต่อความเป็น Bank หรือ Non-Bank จึงทำการทดสอบต่อด้วยวิธี Bootstrap เพื่อสับเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่างใหม่ ทำให้ค่า Std. Err. ของ Vol, Jensen Alpha และ Sharpe Ratio ลดลง พบว่า Bank และ Non-Bank ส่งผลต่อ Vol แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 99% แต่ตัววัดผลการดำเนินงานไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยมีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงข้อเท็จจริงของพฤติกรรมการลงทุนใน LTF ของนักลงทุนในประเทศไทย โดยมุ่งเน้นใช้ข้อมูลทุติยภูมิในการอธิบายถึงพฤติกรรมของนักลงทุนที่เกิดขึ้น ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลตั้งแต่เดือน ตุลาคม พ.ศ. 2547 ถึง เมษายน พ.ศ. 2562 จากจำนวน LTF ทั้งหมด 79 กองทุนที่มีข้อมูลครบถ้วน พบว่า Bank มีสัดส่วนตลาด LTF ที่ใหญ่กว่า Non-Bank เนื่องจากการที่นักลงทุนมีเงินฝากอยู่กับธนาคารพาณิชย์ จึงเป็นเรื่องง่ายต่อการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินแก่นักลงทุน รวมทั้งการที่มีสาขาธนาคารเป็นจำนวนมากเป็นช่องทางสำคัญในการเข้าถึง LTF ของนักลงทุน อาจเป็นสิ่งที่ทำให้นักลงทุนเลือกใช้การตัดสินใจอย่างง่ายทดแทนการพยายามหากองทุนที่ดี แตกต่างจาก Non-Bank ที่ไม่มีช่องทางช่วยเหลือในการซื้อขาย สอดคล้องกับผลการวิจัยของ (บุญชนก และ ธนโชติ, 2559) ที่ได้กล่าวถึงข้อเสียเปรียบของบริษัทหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ถือหุ้นใหญ่ในธนาคารพาณิชย์ รวมทั้งการที่กองทุนรวมนั้นมีขนาดเล็กนั้นยังส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุน ทำให้โดยเฉลี่ยแล้ว Non-Bank มีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่า แตกต่างจาก Bank ที่ได้รับประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) และการประหยัดต่อขอบเขต (Economies of scope) โดยมีธนาคารพาณิชย์สนับสนุนทางข้อมูลและทรัพยากรต่าง ๆ ในการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ ทำให้ไม่ใช้ต้นทุนที่สูงในการประชาสัมพันธ์ รวมทั้งทำให้ค่าธรรมเนียมในการจัดการต่อปีโดยเฉลี่ยต่ำกว่า Non-Bank ซึ่งการที่ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนรวมต่ำเป็นปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุน LTF เพราะมีความเกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับของนักลงทุน ซึ่งพฤติกรรมของนักลงทุนที่ซื้อ LTF ในคอลโกลท์ที่ 1 สอดคล้องกับ (Gottesman และ Morey, 2007) ที่พบว่าในตลาดเกิดใหม่ค่าใช้จ่ายที่ลดลงในกองทุนรวมทำนายผลการดำเนินงานที่มากขึ้นในอนาคต อาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนยังมีการตัดสินใจโดยมุ่งหวังอัตราผลตอบแทนที่มากขึ้น ยกเว้นในกรณีของ Non-Bank ที่เก็บค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนรวมสูงแล้วให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มมากขึ้น ซึ่งอาจเป็นการตัดสินใจอย่างมีเหตุผลภายใต้บรรทัดฐานความเสี่ยง

ที่มากขึ้น ผลตอบแทนที่ตามมาของ Bank จึงมีค่ามากกว่า Non-Bank เพียงเล็กน้อย สอดคล้องกับ(ปริชา มานพ, 2559) ที่พบว่า การลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนเชิงรุกของ Bank มีผลการดำเนินงานที่ดีและให้ผลตอบแทนมากกว่า Non-Bank ยกเว้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ (Hao and Yan, 2012) ที่พบว่าการลงทุนใน Bank มีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าและให้ผลตอบแทนส่วนเกินน้อยกว่า เนื่องจากผู้จัดการกองทุนเลือกลงทุนไม่เหมาะสม โดยถือหุ้นของลูกค้านักวิชาการพาณิชย์ในสัดส่วนที่มากเกินไป และยังใช้การลงทุนแบบประนีประนอม

ส่วนในด้านราคาต่อหน่วยกับผลการดำเนินงานให้ผลสอดคล้องกันทั้ง Jensen Alpha และ Sharpe Ratio ที่ส่งผลต่อปริมาณการซื้อขายกองทุนรวมที่เปลี่ยนแปลง อาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนมีการใช้กลยุทธ์ Contrarian ในการซื้อขาย ซึ่งทำให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นภายใต้ความเชื่อมั่นว่าตลาดได้ขึ้นมาสูงที่สุดหรือต่ำที่สุดแล้ว ยกเว้น Non-Bank ที่ราคาต่อหน่วย และ Sharpe Ratio ไม่ได้ส่งผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน อาจเป็นไปได้ว่ามีเพียงนักลงทุนส่วนน้อยที่รับรู้ถึง Non-Bank และมีการตัดสินใจอย่างมีเหตุผล โดยไม่ได้สนใจปัจจัยในข้างต้นแต่อาจตัดสินใจจากตัวแปรอื่น ๆ มากกว่า เช่น ค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุนกับอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ (Frye, 2001) ที่พบว่า Bank ไม่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า Non-Bank เนื่องจากผู้จัดการของ Bank จะใช้กลยุทธ์แบบระมัดระวัง (Conservative) และมุ่งเน้นขายให้แก่บุคคลรายย่อยมากกว่ากองทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ที่มุ่งเน้นขายให้รายใหญ่

นอกจากนี้ยังพบปรากฏการณ์เดือนธันวาคม อาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนใช้การตัดสินใจอย่างง่ายในการซื้อ เพราะสิทธิประโยชน์ทางภาษีและการคำนวณจำนวนเงินที่ต้องซื้อ LTF เพื่อใช้ลดหย่อนในปลายปีเป็นเรื่องง่ายและเป็นช่วงสุดท้ายก่อนปิดปีภาษี ทำให้นักลงทุนจำเป็นต้องซื้อในช่วงปลายปี ช่วยยืนยันถึงพฤติกรรมกรรมการซื้อกองทุนรวมแบบล่าช้าของนักลงทุน แต่ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคม ซึ่งแสดงว่าไม่มีการซื้อหรือขายที่ผิดปกติ เนื่องจากราคาของ LTF ที่ลดลงในช่วงต้นปี ลดลงจากการขาย LTF ที่ถือครบปีปฏิทิน สอดคล้องกับงานวิจัยของ(ภูธร สุขวณิช, 2558) ที่พบว่านักลงทุนมีพฤติกรรมกรรมการซื้อกองทุน LTF เพื่อประหยัดภาษีในเดือน ตุลาคม - ธันวาคม และ (Patel, 2015) ที่สนับสนุนว่ามีปรากฏการณ์เดือนธันวาคม แต่ไม่พบปรากฏการณ์เดือนมกราคมในตลาด Emerging Market

สุดท้ายนี้ใน LTF มีผู้ที่ตัดสินใจตามเศรษฐศาสตร์แบบดั้งเดิมเป็นส่วนน้อยในกลุ่มที่ซื้อ LTF ใน Non-Bank ซึ่งสามารถยืนยันได้จากการที่นักลงทุนตัดสินใจซื้อกองทุนรวมที่มีค่าธรรมเนียมสูงร่วมกับอัตราผลตอบแทนสูง แต่ไม่พบใน Bank อาจเป็นไปได้ว่าผู้ที่ลงทุนใน Bank มีส่วนน้อยที่ตัดสินใจบนอรรถประโยชน์สูงสุด จึงทำให้ไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญ

เอกสารอ้างอิง

- ชัยพร น้อมพิทักษ์เจริญ. (2561). *พฤติกรรมของคนลดหย่อนภาษี*. สืบค้นเมื่อ 20 ธันวาคม 2562, จาก <http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/645804>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *LTFคืออะไร*. สืบค้นเมื่อ 20 ธันวาคม 2562, จาก http://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content08.pdf.
- บุญชนก เดชเพชร และ ธนโชติ บุญวรโชติ. (2559). การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นที่บริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ถือหุ้นใหญ่และไม่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์. *วารสารวิจัยเพื่อพัฒนาชุมชน (มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์)*. 9(2): 106-144.
- ปริชา มานพ. (2559). *กองทุนรวมในประเทศไทย: หลักฐานใหม่*. วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภูธร สุขวณิช. (2558). *กระแสเงินทุนและพฤติกรรมกรรมการจัดสรรสินทรัพย์ของนักลงทุนกองทุนรวม*. วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ลงทุนศาสตร์. (2560). *10 ขั้นตอนการเลือกกองทุนอย่างมืออาชีพ*. สืบค้นเมื่อ 27 สิงหาคม 2562, จาก <https://aomoney.com/stories/aomoney-guru-column/10-ขั้นตอนการเลือกกองทุนอย่างมืออาชีพ/18800#kexhsij> 74.

- Borenstein, M., Hedges, L., & Rothstein, H. (2007). *Meta-Analysis Fixed effect vs. random effects*. Retrieved August 26, 2020, from www.meta-analysis.com/downloads/M-a_f_e_v_r_e_sv.pdf.
- Frye, M. B. (2001). The performance of bank-managed mutual funds. *Journal of Financial Research*, 24(3): 419–442. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2001.tb00778.x>
- Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2007). Predicting Emerging Market Mutual Fund Performance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.897184>
- Hao, Q., & Yan, X. (2012). The performance of investment bank-affiliated mutual funds: Conflicts of interest or informational advantage?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3): 537–565.
- Kahneman, D. (2003). Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics. *The American Economic Review*, 93: 1449-1475.
- Lumencandela. (2020). *Rational and Nonrational Decision Making*. Retrieved August 26, 2020, from <https://courses.lumenlearning.com/boundless-management/chapter/rational-and-nonrational-decision-making/>.
- Momingstar. (2019). Retrieved August 13, 2019, from <http://tools.morningstarthailand.com/th/fundquickrank/default.aspx?Site=th&LanguageId=th-TH>.
- Patel, J. B. (2015). The January Effect Anomaly Reexamined in Stock Returns. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(1): 317-324.
- University Herald. (2020). *The Difference Between Traditional Finance and Behavioral Finance*. Retrieved August 26, 2020, from <https://www.universityherald.com/articles/77186/20200203/the-difference-between-traditional-finance-and-behavioral-finance.htm>.
- Wattanatom, W., Padungsaksawasdi, C., Chunhachinda, P., & Nathaphan, S. (2015). *Liquidity Timing in the Higher Moment Framework: Evidence from Bank Affiliated Fund*. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssm.2826362>.

Translated Thai References

- Detpech, Bunachanok. and Boonvorachote, Tanachote. (2016). Equity Fund Performance Comparison between Bank Affiliate and Non-Bank Affiliate Subsidiary Mutual Funds. *Journal of Community Development Research (Humanities and Social Sciences)*, 9(2): 106-144. (in Thai)
- Investment science. (2017). *10 steps to choose a professional fund*. Retrieved December 27, 2019, from <https://aom.money.com/stories/aommoney-guru-column/10ขั้นตอนการเลือกกองทุนอย่างมืออาชีพ/18800#kegxhsij74>. (in Thai)
- Manop, Preecha. (2016). *Mutual Fund in Thailand: New Evidence*. (Master of Science, Thammasat University). (in Thai)
- Nomphitakcharoen, Chaiyaporn. (2018). *Behavior of tax deduction person*. Retrieved December 20, 2019, from <http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/645804>. (in Thai)
- Sukwanitch, Bhutom. (2015). *Fund Flows and Asset Allocation Behavior of Mutual Fund Investors*. (Master of Science, Chulalongkorn University). (in Thai)
- The Stock Exchange of Thailand. (2015). *What is LTF?*. Retrieved December 20, 2019, from http://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content08.pdf. (in Thai)