

บทที่ 3

สมมติฐาน (Hypothesis Development)

ในบทนี้จะกล่าวถึงการคาดการณ์สมมติฐานเบื้องต้น ซึ่งการคาดการณ์จะอ้างอิงตามผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต และจะลำดับสมมติฐานต่างๆตามหัวข้อวัตถุประสงค์ของการศึกษา

3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวม กับ ผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีตของกองทุน

ในส่วนนี้จะเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมกับผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีตของกองทุน การศึกษาในอดีตพบว่านักลงทุนจะตัดสินใจเลือกซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนโดยมีปัจจัยที่ใช้ในการพิจารณาต่างๆ อาทิเช่น ผลประกอบการในอดีต ค่าธรรมเนียม และความเสี่ยงของกองทุนรวม เป็นต้น ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีโดยเปรียบเทียบจะมีเงินทุนไหลเข้าสู่กองทุนรวม ขณะที่หากกองทุนรวมมีผลประกอบการไม่ดีโดยเปรียบเทียบแล้วจะส่งผลให้นักลงทุนขายคืนหน่วยลงทุนนั้น ทั้งนี้การศึกษาที่วัดผลประกอบการของกองทุนรวมทั้งแบบผลตอบแทนที่ปรับและไม่ปรับความเสี่ยง แล้วเปรียบเทียบผลประกอบการระหว่างกองทุนรวมด้วยกันเอง ซึ่งไม่ว่าจะวัดผลประกอบการด้วยตัวแปรใดก็พบว่านักลงทุนตอบสนองต่อผลประกอบการโดยเปรียบเทียบที่ดีในเชิงบวก กล่าวคือจะมีกระแสเงินสดไหลเข้าในกองทุนเหล่านี้ และตอบสนองเชิงลบต่อกองทุนที่มีผลประกอบการไม่ดีโดยเปรียบเทียบ ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H1: ผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอดีตมีผลในเชิง "บวก" ต่อการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวม

3.2 ความแตกต่างของระดับการไหลของเงินทุนสู่กองทุนรวมที่มีผลตอบแทนดีโดยเปรียบเทียบ และกองทุนรวมที่มีผลตอบแทนไม่ดีโดยเปรียบเทียบ

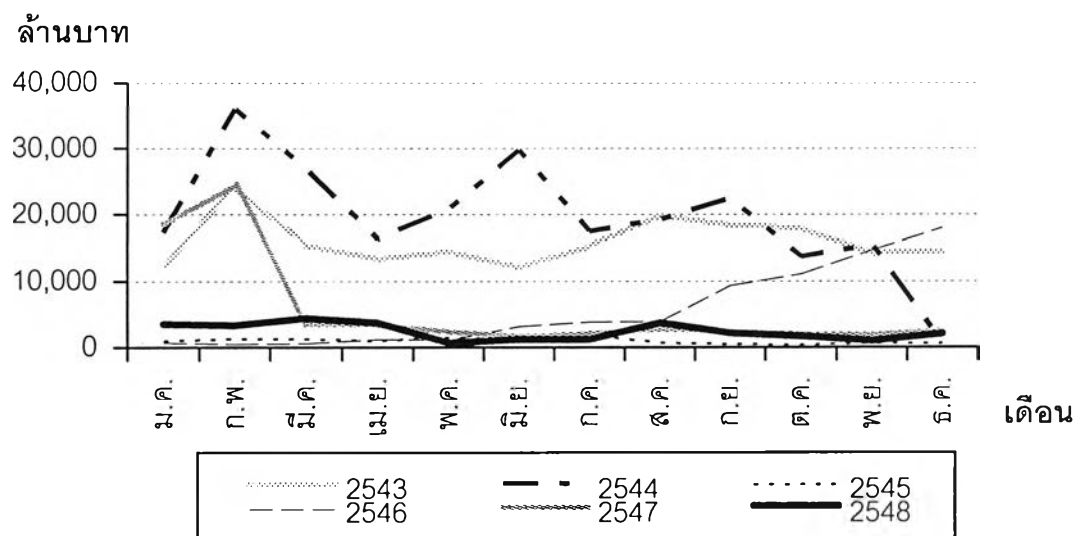
การตัดสินใจเลือกซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมใดนั้นทำให้นักลงทุนต้องเปรียบเทียบปัจจัยต่างๆระหว่างกองทุนรวมประเภทเดียวกันและที่มีนโยบายการลงทุนแบบเดียวกัน โดยมีผลการศึกษาจำนวนมากที่พบว่าความสัมพันธ์ของการไหลของเงินทุนกับผลประกอบการของกองทุนรวมที่ลักษณะที่ไม่สมมาตร กล่าวคือกองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีโดยเปรียบเทียบจะมีการตอบสนองจากนักลงทุนในสัดส่วนที่มากกว่ากองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ไม่ดีโดยเปรียบเทียบ ซึ่งมีการพยายามหาทฤษฎีสำหรับอธิบายความไม่สมมาตร

ต่างนี้จำนวนมาก ได้แก่ ทฤษฎีต้นทุนการค้นหาข้อมูล ทฤษฎีด้านจิตวิทยา "Cognitive Dissonance" และทฤษฎีความแตกต่างกันของค่าใช้จ่ายของการซื้อและขายคืนหน่วยลงทุน เป็นต้น ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานดังนี้

H2: การตอบสนองของการไหลของเงินทุนต่อกองทุนรวมที่มีผลประกอบการดีโดยเปรียบเทียบมีความไว "มากกว่า" การไหลของเงินทุนต่อกองทุนรวมที่มีผลประกอบการไม่ดีโดยเปรียบเทียบ

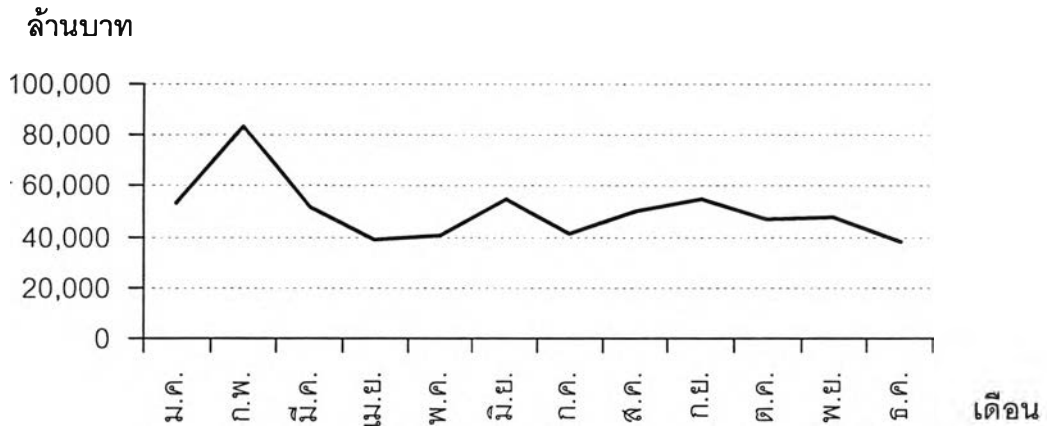
3.3. ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงกับอันดับผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบ ณ ตอนกลางปี

รูปภาพที่ 3.1¹² แสดงปริมาณเงินไหลเข้าและออกของกองทุนรวมตราสารทุนประเภททั่วไป (ไม่รวมกองทุนรวมตราสารทุนประเภทพิเศษ) แบบแยกรายปี ในช่วงปี พ.ศ. 2543 – 2548



¹² ในปี พ.ศ. 2546 เป็นปีที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีการเติบโตสูงมาก คิดเป็นประมาณร้อยละ 117 (มีแสดงรูปภาพดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 - 2548 ในบทที่ 4: รูปภาพที่ 4.1) ดังนั้นจึงส่งผลให้กองทุนรวมตราสารทุนได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้นตามไปด้วย จึงพบรูปแบบการไหลของปริมาณเงินเข้าและออกกองทุนรวมในปีดังกล่าวที่แตกต่างจากปีอื่นๆ กล่าวคือมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเข้าสู่สิ้นปี

รูปภาพที่ 3.2 แสดงผลรวมของปริมาณเงินไหลเข้าและออก ของกองทุนรวมตราสารทุนประเภททั่วไป (ไม่รวมกองทุนรวมตราสารทุนประเภทพิเศษ) ตั้งแต่ พ.ศ. 2543 – 2548



เนื่องจากสภาวะการแข่งขันของอุตสาหกรรมกองทุนรวม และความไม่สมมาตรในความสัมพันธ์ของผลประกอบการในอดีตและการไหลเข้า-ออกสุทธิของเงินลงทุนสู่กองทุนรวม รวมทั้งจากข้อมูลข้อมูลปริมาณเงินไหลของเงินทุนเข้าและออกอุตสาหกรรมกองทุนรวมในช่วงปี พ.ศ. 2543 – 2548 ซึ่งเป็นปีกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ตามตารางที่ 3.1 และ 3.2 พบรูปแบบของการไหลของเงินที่มักเกิดขึ้นในไตรมาสที่ 1 ของปีโดยเฉพาะเดือนกุมภาพันธ์¹³ สะท้อนว่านักลงทุนมักจะตัดสินใจเลือกซื้อหรือขายหน่วยลงทุนในช่วงไตรมาส 1 ทำให้ผู้จัดการกองทุนรวมต้องการที่จะให้กองทุนรวมของตนมีผลประกอบการที่ดีโดยเปรียบเทียบโดยเฉพาะผลประกอบการ ณ ตอนสิ้นปี ซึ่งสื่อต่างๆนิยมทำรายงานสรุปอันดับผลประกอบการของกองทุนรวม สาเหตุดังกล่าวนี้จึงไปสร้างแรงจูงใจที่แตกต่างกันต่อพฤติกรรมของผู้จัดการกองทุนรวมต่อการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงเมื่อเข้าใกล้สิ้นปี โดยผลการศึกษาในอดีตพบว่า กองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ดีโดยเปรียบเทียบหรือมีอันดับผลประกอบการเป็นผู้ชนะตอนกลางปีมีแนวโน้มที่จะลดความเสี่ยงเมื่อเข้าใกล้สิ้นปีเนื่องจากต้องการคงสถานะการเป็นผู้ชนะไว้ตอนสิ้นปี ตรงข้ามกับกองทุนรวมที่มีผลประกอบการที่ไม่ดีโดยเปรียบเทียบตอนกลางปีที่มีแนวโน้มที่จะเพิ่มความเสี่ยงเมื่อเข้าใกล้สิ้นปี ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานดังนี้

¹³ การพบรูปแบบการไหลเข้าและออกของเงินทุนจำนวนมากในเดือนกุมภาพันธ์คาดว่าเป็นผลมาจากการได้รับเงินโบนัสของประชาชนในช่วงเวลาดังกล่าว ประกอบกับได้รับผลกระทบจาก January Effect ที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มักจะเพิ่มขึ้นในเดือนมกราคมจึงอาจเรียกความสนใจให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนในเดือนถัดมา

H3: มีความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการโดยเปรียบเทียบ ณ ตอนกลางปี กับการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวม โดยกองทุนรวมที่มีผลประกอบการดีโดยเปรียบเทียบ ณ ตอนกลางปี จะปรับลดความเสี่ยงในครึ่งหลังของปี และกองทุนรวมที่มีผลประกอบการไม่ดีโดยเปรียบเทียบ ณ ตอนกลางปี จะปรับเพิ่มความเสี่ยงในช่วงครึ่งหลังของปี

ทั้งนี้คาดการณ์ว่าพฤติกรรมกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนเช่นนี้จะพบมากขึ้นในกรณีของกองทุนที่มีอายุน้อยและมีขนาดเล็ก เนื่องจากพิจารณาว่านักลงทุนจะมีข้อมูลผลประกอบการในอดีตของกองทุนที่มีอายุน้อยไม่มากนัก (young fund) เมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนที่อยู่มานานแล้ว (old fund) ดังนั้นลักษณะของการแข่งขันในอุตสาหกรรมกองทุนเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่จึงสร้างแรงจูงใจให้แก่กองทุนรวมที่มีอายุน้อยให้ทำการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงมากกว่ากองทุนที่จัดตั้งมาเป็นเวลานานแล้ว ประกอบกับผลการศึกษาของ Chevalier and Ellison (1997) พบการตอบสนองของนักลงทุนที่ไม่สมมาตรต่อผลประกอบการในอดีตของกองทุนใหม่ในสัดส่วนที่มากกว่ากองทุนที่จัดตั้งมานานแล้ว จึงคาดว่าเมื่อเปรียบเทียบระหว่างกองทุนที่มีอายุมากและอายุน้อย จะพบพฤติกรรมกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวมตามสมมติฐานที่ 3 ในกองทุนรวมที่มีอายุน้อยมากกว่ากองทุนรวมที่มีอายุมาก

ผลการศึกษาของ Chayangkasen (2002) พบว่ากองทุนรวมขนาดเล็กจะมีลักษณะของความสัมพันธ์แบบไม่สมมาตรระหว่างการไหลของเงินทุนกับผลประกอบการในอดีตที่ชัดเจนมากกว่ากองทุนรวมขนาดใหญ่ และการที่พิจารณาว่ากองทุนที่มีขนาดเล็กสามารถปรับเปลี่ยนความเสี่ยงหรือทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในครอบครองได้ง่ายกว่ากองทุนขนาดใหญ่ซึ่งมีฐานลูกค้าขนาดใหญ่และจำนวนมาก จึงคาดว่าเมื่อเปรียบเทียบระหว่างกองทุนที่มีขนาดเล็กและขนาดใหญ่ จะพบพฤติกรรมกรรมการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวมตามสมมติฐานที่ 3 ในกองทุนรวมที่มีขนาดเล็กมากกว่ากองทุนรวมที่มีขนาดใหญ่

3.4 ประสิทธิภาพของกลยุทธ์การปรับเปลี่ยนความเสี่ยงต่อผลประกอบการโดยเปรียบเทียบในอนาคต

จากการที่มีผลการศึกษาในอดีตพบความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการโดยเปรียบเทียบ ณ ตอนกลางปี กับการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนร่วมนั้น ทำให้คาดว่ากลยุทธ์ของผู้จัดการกองทุนรวมที่จะปรับเปลี่ยนความเสี่ยงเมื่อเข้าใกล้สิ้นปีสามารถทำให้กองทุนรวมมีผลประกอบการโดยเปรียบเทียบที่ดีขึ้นได้

H4: มีความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการโดยเปรียบเทียบของกองทุนรวม ณ ตอนสิ้นปี กับการปรับเปลี่ยนความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนรวม ตอนกลางปี และทำการปรับเพิ่มความเสี่ยงเมื่อเข้าใกล้สิ้นปี ทำให้มีผลประกอบการ ณ ตอนสิ้นปีโดยเปรียบเทียบที่ดี