

โครงการวิจัย

เรื่อง “ไขปริศนากองทุนรวม : ความหวังและความจริง”

เสนอ

สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย

**เรื่องที่ 1 “ภาพรวมตลาดกองทุนรวม ความสำคัญ
และข้อปริศนาในการพัฒนา”**

รองศาสตราจารย์ ดร.พรเพ็ญ วรสีทา

ไขปริศนากองทุนรวม : ความหวังและความจริง

1. ความสำคัญและที่มา

กองทุนรวมถือเป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนที่ภาครัฐเห็นความสำคัญและให้การสนับสนุนด้วยดีมาตลอด ในแผนพัฒนาตลาดทุนไทยฉบับล่าสุด รัฐบาลก็ประกาศชัดเจนว่า ต้องการจะเพิ่มบัญชีผู้ซื้อขายหุ้นและจำนวนบัญชีหน่วยลงทุนในกองทุนรวมขึ้นเป็นร้อยละ 5 ของประชากรทั้งประเทศ ให้ได้ภายในปี พ.ศ. 2556 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทที่สำคัญของธุรกิจกองทุนรวมที่มีต่อเศรษฐกิจไทยได้เป็นอย่างดี

ธุรกิจกองทุนรวม ในประเทศไทยมีการเติบโตขึ้นทั้งจำนวนบัญชีหน่วยลงทุนและจำนวนเงินลงทุน โดยจำนวนบัญชีของกองทุนรวมได้เพิ่มขึ้นจาก 7.95 แสนบัญชีในปี 2539 เป็น 2.90 ล้านบัญชีในปี 2554 และมีจำนวนสินทรัพย์สุทธิเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 5.36 ของ GDP ในปี 2539 เป็นร้อยละ 19.76 ของ GDP ในปี 2554 ตัวเลขการเติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาประมาณ 16 ปี ที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่า มีประชาชนหันมาใช้กองทุนรวมเป็นทางเลือกหนึ่งของการออมมากขึ้นตามลำดับ นอกจากนั้นยังเป็นอุตสาหกรรมที่ภาครัฐใช้เป็นเครื่องมือในการส่งเสริมการออมของบุคคลธรรมดาและส่งเสริมตลาดทุนของไทย ด้วยการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนหุ้นระยะยาว (LTF) จึงเป็นที่คาดการณ์ว่าธุรกิจกองทุนรวมน่าจะขยายตัวต่อไปได้อีกมาก นอกจากนั้น ในรายงานการสำรวจของเชรลลี แอสโซซิเอทส์ บริษัทที่ปรึกษาและวิจัยทางการเงินชั้นนำของโลก ได้มีรายงานแนวโน้มอุตสาหกรรมกองทุนรวมของกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ หรือ

อาเซียน ผ่านสำนักข่าวรอยเตอร์เมื่อ 22 มิ.ย.2554 ว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมในมาเลเซียและไทยมีแนวโน้มจะแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน

ถึงแม้ว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมจะเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ถ้าพิจารณาจากโครงสร้างของอุตสาหกรรมแล้วจะพบว่า เป็นการเติบโตที่เป็นไปอย่างไม่น่าคง เพราะส่วนหนึ่งของการเติบโตนี้เกิดจากนโยบายด้านการลดหย่อนภาษี มิได้เกิดจากความต้องการออมส่วนบุคคล การลงทุนในหน่วยลงทุนส่วนใหญ่กระจุกตัวในกองทุนรวมตราสารหนี้ที่สูงถึงร้อยละ 64.48 ของสินทรัพย์ทั้งหมด (AUM) และยังมีข้อจำกัดด้านบุคคลกร โดยไทยมีผู้จัดการกองทุนเพียง 200 คนที่ต้องดูแลสินทรัพย์สุทธิกว่า 2 ล้านล้านบาท ทำให้โครงสร้างของตลาดกองทุนรวมเป็นการแข่งขันที่ไม่สมบูรณ์ ปัญหาดังกล่าวข้างต้นย่อมเป็นอุปสรรคต่อการใช้กองทุนรวมให้เป็นเครื่องมือหนึ่งในการเพิ่มเงินออมโดยสมัครใจของชาติ

เนื่องจากผลประโยชน์ของกองทุนรวมมีผลต่อประชาชนผู้ซื้อหน่วยลงทุนในวงกว้าง ความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่อุตสาหกรรมกองทุนรวมย่อมมีผลไม่เฉพาะผู้ลงทุน แต่ยังส่งผลกระทบต่อการพัฒนาตลาดทุนของไทยด้วย ในช่วงเวลาที่ผ่านมา ประชาชนมักได้รับทราบข้อมูลด้านการลงทุนจากบริษัทหลักทรัพย์ที่จัดการด้านกองทุนเท่านั้น ทำให้ได้ข้อมูลที่มีลักษณะอสมมาตร(asymmetric information) คือได้รับข้อมูลที่เน้นด้านผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ส่งผลให้ผู้มีเงินออมส่วนใหญ่ยังไม่ไว้วางใจในการลงทุนในกองทุนรวม หากปล่อยให้สถานการณ์ดังกล่าวดำเนินต่อไปโดยไม่แก้ไข อาจเป็นสาเหตุให้เกิดความล้มเหลวของตลาดได้ การศึกษาบทบาทของกองทุนไทย และวิเคราะห์ถึงปัญหาและอุปสรรคในการพัฒนากองทุนรวมเพื่อให้ได้รับความไว้วางใจจากผู้ลงทุนย่อมเป็น

ประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนของประเทศให้เติบโตอย่างมีเสถียรภาพ

รายงานการศึกษาเล่มนี้เป็นรายงานการวิจัยที่จัดทำโดยคณาจารย์ของคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ วัตถุประสงค์หลักของการทำวิจัยครั้งนี้ก็เพื่อนำผลของการวิจัยไปจัดงานสัมมนาเรื่อง “ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง” ซึ่งได้ดำเนินการเป็นที่เรียบร้อยแล้วเมื่อวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2556 ที่ห้องประชุมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาสถานการณ์การดำเนินงานของกองทุนรวมในไทย และวิเคราะห์ปัญหาการพัฒนากองทุนรวมของไทยในมุมมองของนักวิชาการ และนำผลการศึกษามานำเสนอต่อสาธารณะชน พร้อมแลกเปลี่ยนข้อคิดเห็นกับฝ่ายกำกับดูแลและผู้จัดการหลักทรัพย์กองทุนรวมไทย เพื่อให้ได้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับแนวทางแก้ไขอันเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาให้ธุรกิจกองทุนรวมมีความแข็งแกร่งและมีความเป็นธรรมสำหรับผู้ลงทุน อันเป็นวิธีหนึ่งของการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว

3. ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้จะศึกษาเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุน โดยได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 5 หัวข้อ ดังนี้

- 1) ภาพรวมตลาดกองทุนรวม ความสำคัญและข้อปริศนาในการพัฒนา
- 2) แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและตลาดกองทุนรวมไทย
- 3) บทบาทของกองทุนรวมต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

- 4) ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย (ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม: เก่งหรือเฮง")
- 5) ความหวังและความจริงด้านธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม

1. ภาพรวมตลาดกองทุนรวม ความสำคัญและข้อปริศนาในการพัฒนา

ความน่า

ประเทศไทยกำลังก้าวเข้าสู่สังคมของผู้สูงอายุ¹ โดยคาดการณ์กันว่าในอีกไม่ถึง 100 ปีข้างหน้า ประชากรวัยสูงอายุของไทยจะเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 29.8 ในปี 2643 ในขณะที่ประชากรวัยทำงานจะปรับลดลงอย่างต่อเนื่องเหลือเพียงร้อยละ 53.7 ซึ่งจะส่งผลให้อัตราพึ่งพิงของผู้สูงอายุต่อประชากรวัยทำงาน (Elderly dependency ratio)² เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเป็นร้อยละ 55.49³ มาตรา 84 (4) ของรัฐธรรมนูญ 2550 ได้ระบุไว้ชัดเจนว่า รัฐจะต้องดำเนินการจัดให้มีการออมเพื่อการดำรงชีพในยามชราแก่ประชาชนและเจ้าหน้าที่รัฐอย่างทั่วถึง ดังนั้นรัฐจึงควรถือเป็นเรื่องเร่งด่วนที่ต้องดำเนินการเร่งให้ประชากรรู้จักออมเงินด้วยตัวเองด้วยบางส่วน หากปล่อยให้เนิ่นนานออกไป รัฐต้องแบกรับภาระการดูแล และช่วยเหลือประชากรสูงอายุปีละ

¹ คำนิยามขององค์การสหประชาชาติ สังคมผู้สูงอายุ หมายถึง สังคมที่มีประชากรวัย 60 ปีขึ้นไปเกินร้อยละ 10

² อัตราการพึ่งพิงผู้สูงอายุ หมายถึง สัดส่วนของจำนวนประชากรผู้สูงอายุต่อประชากรวัยแรงงาน

³ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

หลายหมื่นล้านบาท ส่งผลให้รัฐบาลจำเป็นต้องใช้งบประมาณขาดดุล และอาจมีผลข้างเคียงทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อหนักในระบบเศรษฐกิจได้

กองทุนรวมจัดเป็นเครื่องมือทางการเงินสำคัญที่กลต. มีนโยบายให้เป็นแหล่งลงทุนสำหรับคนที่อยู่ในวัยทำงานปัจจุบันสามารถสร้างผลตอบแทนระยะยาวเพื่อรองรับการเกษียณอายุในอนาคต ด้วยการให้การสนับสนุนด้านการผลิตสินค้าที่ตอบสนองความต้องการของผู้มีเงินออมอย่างหลากหลาย พร้อมกับผลักดันการสร้างความรู้ด้านการเงินพื้นฐาน เพื่อให้ประชาชนเห็นความจำเป็นของการออมและการลงทุนและรู้จักช่องทางในการลงทุนที่เหมาะสมกับความต้องการของตน นอกจากนี้ภาครัฐยังใช้เป็นเครื่องมือในการส่งเสริมการออมของบุคคลธรรมดาและส่งเสริมตลาดทุนของไทยด้วยการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนหุ้นระยะยาว (LTF) จึงเป็นที่คาดหวังว่าธุรกิจกองทุนรวมน่าจะขยายตัวต่อไปได้อีกมากในอนาคต

ถึงแม้ว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมจะเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ถ้าพิจารณาจากโครงสร้างของอุตสาหกรรมแล้วจะพบว่า เป็นการเติบโตที่เป็นไปอย่างไม่มั่นคง เพราะส่วนหนึ่งของการเติบโตนี้เกิดจากนโยบายด้านการลดหย่อนภาษี มิได้เกิดจากความต้องการออมส่วนบุคคล การลงทุนในหน่วยลงทุนส่วนใหญ่กระจุกตัวในกองทุนรวมตราสารหนี้ที่สูงถึงร้อยละ 64.48 ของสินทรัพย์ทั้งหมด (AUM) ซึ่งเป็นตราสารที่ให้ผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนน้อย และยังมีข้อจำกัดด้านบุคคลกร โดยไทยมีผู้จัดการกองทุนเพียง 200 คนที่ต้องดูแลสินทรัพย์สุทธิกว่า 2 ล้านล้านบาท ทำให้ตลาดการแข่งขันในธุรกิจกองทุนรวมเป็นไปอย่างไม่สมบูรณ์ ปัญหาดังกล่าวข้างต้นย่อมเป็นอุปสรรคต่อการใช้กองทุนรวมให้เป็นเครื่องมือหนึ่งของการเพิ่มเงินออมโดยสมัครใจของชาติ

งานวิจัยนี้มีจึงมีวัตถุประสงค์เพื่อสืบค้นว่าปัญหาการดำเนินงานของธุรกิจกองทุนรวมในไทยมีประเด็นสำคัญใดบ้างที่ควรแก้ไข เพื่อให้อุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยสามารถเติบโตได้อย่างมั่นคงและยั่งยืน และเพื่อให้เป็นแหล่งลงทุนที่นักลงทุนรายย่อยสามารถให้ความไว้วางใจในการนำเงินออมของตนมาให้กองทุนรวมบริหารจัดการเพื่อเพิ่มเงินออมระยะยาว

รายงานการศึกษานี้จะแบ่งออกเป็น 5 ส่วน โดยส่วนแรกจะเป็นการนำเสนอประวัติความเป็นมาของกองทุนรวม เพื่อใช้พัฒนากกรอบแนวคิดในการพิจารณาประเด็นปัญหาของอุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทย ส่วนที่สองเป็นกรอบแนวคิดที่จะนำมาใช้วิเคราะห์สภาพปัญหาของงานวิจัยนี้ ส่วนที่สามเป็นการนำเสนอบทบาทของกองทุนรวมในการระดมเงินออมทั้งในระดับโลก ระดับภูมิภาคเอเชีย และของไทย เพื่อให้เห็นถึงความสำคัญของกองทุนรวมที่มีความสำคัญเพิ่มขึ้นในตลาดการเงินโลก ส่วนที่สี่เป็นการนำเสนอสภาพปัญหาของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย และในส่วนสุดท้ายเป็นการสรุปข้อปริศนาในกองทุนรวมและข้อเสนอแนะ เพื่อจะได้ทราบว่า อุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยมีการขยายตัวที่ไม่มั่นคงในด้านใดบ้าง มีปัญหาและอุปสรรคใดที่ควรแก้ไข

1.1 ประวัติความเป็นมาของกองทุนรวม

กองทุนรวมเกิดขึ้นครั้งแรกที่เนเธอร์แลนด์ เมื่อปี ค.ศ. 1822 ในประวัติศาสตร์ระบุว่า การจัดตั้งกองทุนรวมเป็นแนวคิดของชาวดัตช์ชื่อ Adriaan van Ketwisch เมื่อ 1774 ⁴ โดย Ketwisch เป็นผู้นำเสนอแนวคิดในการลงทุนว่าการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยเพียงเล็กน้อยเมื่อนำมารวมกันเข้าย่อมเป็นลงทุนที่ทรงพลังได้ ประเทศเนเธอร์แลนด์

⁴ Rouwenhorst, K. Geert, "The Origins of Mutual Funds," *Yale ICF Working Paper No. 04-48* (December 12, 2004), p. 5

เรียกกองทุนที่มีลักษณะนี้ว่า *Eendragt Maakt Magt* ซึ่งแปลว่า “Unity Creates Strength” แนวคิดการลงทุนแบบกระจายความเสี่ยงด้วยการนำเงินลงทุนจากรายย่อยมารวมกันได้กลายเป็นรากฐานทางความคิดที่สำคัญในการก่อตั้งกองทุนรวมที่แพร่กระจายไปทั่วยุโรป และสหรัฐในระยะต่อมา

กองทุนรวมในระยะเริ่มต้นเป็นกองทุนรวมแบบปิดและมีจำนวนในจำนวนจำกัด และมีการพัฒนาต่อมาเป็นกองทุนรวมแบบเปิด และสามารถซื้อขายได้อย่างต่อเนื่อง รูปแบบของกองทุนรวมลักษณะนี้ได้พัฒนามาจาก Massachusetts Investors Trust ซึ่งจัดจำหน่ายในปี ค.ศ. 1924 ที่สหรัฐฯ และปรากฏผลว่ามูลค่าของกองทุนได้เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากจาก 50,000 เหรียญสหรัฐเป็น 392,000 เหรียญสหรัฐ โดยใช้เวลาเพียงปีเดียว ทำให้รูปแบบกองทุนรวมลักษณะนี้ได้รับความนิยมอย่างกว้างขวางจนจนทุกวันนี้⁵ ด้วยแนวคิดของการลงทุนโดยรวบรวมเงินจากรายย่อย ทำให้นักลงทุนรายย่อยมีโอกาสร่วมลงทุนเสมือนนักลงทุนรายใหญ่ ทำให้นักลงทุนในประเทศต่างๆ ทั่วโลกมีความเห็นว่า กองทุนรวมเหมาะแก่การลงทุนของรายย่อยทั้งเพื่อหวังผลตอบแทนในการลงทุนและเพื่อการออมไว้ใช้หลังเกษียณอายุ

สำหรับประเทศไทย บริษัทจัดการกองทุนรวมแห่งแรกชื่อ “บริษัท กองทุนรวม จำกัด”⁶ วัตถุประสงค์ในการจัดตั้งก็เพื่อเป็นสถาบันการเงินที่มีส่วนร่วมในการระดมเงินออมจากประชาชนทั่วไปเพื่อพัฒนาตลาดทุนของประเทศ ทั้งนี้ เป็นการร่วมมือระหว่างรัฐบาลไทยและบรรษัทการเงินระหว่างประเทศ (International Finance Corporation หรือ IFC) และได้รับอนุญาตจากกระทรวงการคลังให้

⁵ A Brief History Of The Mutual Fund Posted: Sep 7, James E. McWhinney2009 |

⁶ ต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็น “บริษัทหลักทรัพย์กองทุนรวม จำกัด”

ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภท “กิจการจัดการลงทุน” เมื่อวันที่ 29 ธันวาคม 2518 บริษัทกองทุนรวม จำกัด เป็นบริษัทจัดการกองทุนเพียงแห่งเดียวของประเทศมาจนถึงปี 2535 และในช่วงปลายปี 2536 ก็ได้ร่วมกันก่อตั้ง “สมาคมบริษัทจัดการลงทุน” ซึ่งได้จดทะเบียนและได้รับใบอนุญาตจาก กสท. เมื่อวันที่ 10 พฤษภาคม พ.ศ. 2537 มีสถานะเป็นองค์กรที่ไม่แสวงหากำไร ได้รับการสนับสนุนค่าใช้จ่ายจากบริษัทสมาชิกซึ่งเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) ที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจจัดการลงทุน

1.2 กรอบแนวคิด และขอบเขตการศึกษา

ในทฤษฎีทางการเงิน กองทุนรวมจัดเป็นตัวกลางทางการเงินประเภทหนึ่งที่ทำหน้าที่ระดมเงินออมจากผู้ต้องการลงทุนรายย่อยไปลงทุนซื้อตราสารทางการเงินในตลาดเงินและตลาดทุน การลงทุนในกองทุนรวมมีข้อได้เปรียบกว่าการลงทุนด้วยตนเอง เพราะได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด คือ กองทุนรวมจะเสียค่าธรรมเนียมการซื้อขายตราสารทางการเงินในตลาดได้ถูกกว่ารายย่อย เพราะซื้อเป็นจำนวนมาก นอกจากนั้น ผู้ทำหน้าที่บริหารกองทุนรวมก็ต้องเป็นผู้มีความรู้และความชำนาญในการลงทุนทางการเงินมากพอที่จะคุ้มครองเงินออมของรายย่อยมิให้เกิดความเสียหาย ด้วยกรอบแนวคิดข้างต้น ทำให้กองทุนรวมเหมาะแก่การลงทุนของรายย่อยทั้งเพื่อหวังผลตอบแทนในการลงทุนและเพื่อการออมไว้ใช้หลังเกษียณอายุ

เมื่อเปรียบเทียบวิธีการดำเนินงานของกองทุนรวมกับตัวกลางทางการเงินอื่นเช่น ธนาคารพาณิชย์ และธุรกิจประกันภัย จะพบว่ากองทุนรวมมีข้อได้เปรียบสถาบันการเงินทั้งสองประเภทหลายประการ เช่นกองทุนรวมไม่มีข้อผูกพันที่ต้องกันเงินสำรองไว้บริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการดำเนินงานด้านสินเชื่อหรือสินไหมทดแทนที่ธุรกิจประกันภัยต้องจ่ายในอนาคต กองทุนรวมไม่มีข้อผูกพันทางกฎหมายกับองค์กรใดๆรวมทั้งนักลงทุนรายย่อยว่าจะชดเชยความเสียหายที่เกิดจากการลงทุน ยกเว้นแต่จะกำหนดขึ้นเอง เช่นกองทุนรวมคุ้มครองเงินต้น

โดยเป็นที่ทราบกันดีว่านักลงทุนรายย่อยต้องแบกรับความเสี่ยงจากการดำเนินงานของกองทุนรวมไว้เพียงฝ่ายเดียว ไม่ว่าการลงทุนของกองทุนรวมจะได้ผลกำไรหรือขาดทุน กองทุนรวมจะได้ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุนตลอด ดังนั้น ในเมื่อไม่มีหลักประกันใดๆในการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย กองทุนรวมก็ควรมีปัจจัยบางประการที่นักลงทุนรายย่อยจะสามารถให้ความไว้วางใจที่จะนำเงินออมของตนไปให้บริหาร เช่น ผลการดำเนินงานน่าเชื่อถือ และเป็นธรรมต่อนักลงทุน มีความโปร่งใสในการดำเนินงานให้มากกว่าสถาบันการเงินอื่น

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรมกองทุนรวมเพื่อจะได้ทราบว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยมีการขยายตัวที่ไม่มั่นคงในด้านใดบ้าง มีปัญหาและอุปสรรคใดที่ควรแก้ไข งานวิจัยนี้จะพิจารณาจาก 4 ปัจจัยคือปัจจัยด้านอุปสงค์ ปัจจัยด้านอุปทาน สภาพแวดล้อมด้านการซื้อขายหลักทรัพย์ และการกำกับดูแล ปัจจัยที่กล่าวถึงข้างต้นนี้ ผู้เขียนนำมาจากรายงานการศึกษา Ajay Khorana, et.al. (2005) ซึ่งได้รวบรวมพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมแบบเปิดจาก 56 ประเทศ และให้ผลสรุปว่ามีอยู่ 4 ปัจจัยหลักที่เป็นตัวกำหนดความยั่งยืนของอุตสาหกรรมกองทุนรวม คือ ปัจจัยด้านอุปสงค์ ปัจจัยด้านอุปทาน สภาพแวดล้อมด้านการซื้อขายหลักทรัพย์ และ การกำกับดูแล

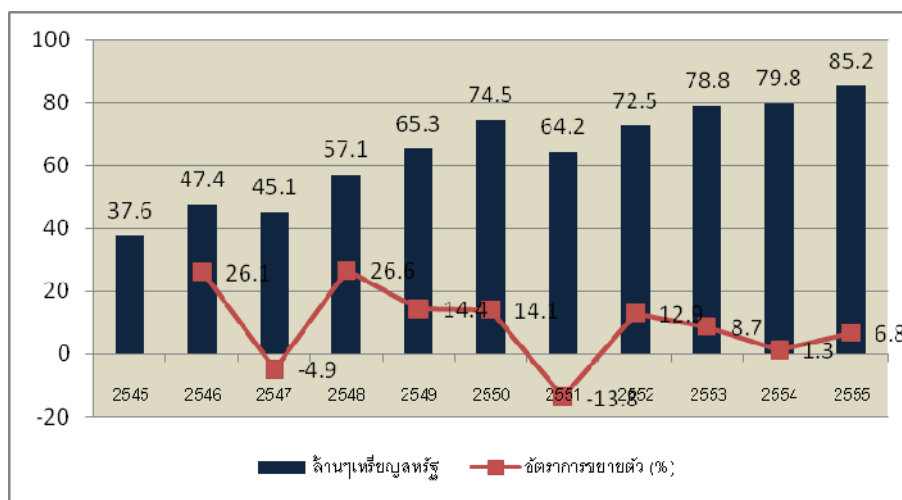
ข้อมูลที่ใช้ทั้งหมดเป็นข้อมูลทุติยภูมิ ซึ่งมาจากการวิจัยที่ผ่านมา เอกสารสิ่งพิมพ์และสื่ออิเล็กทรอนิกส์ การศึกษานี้เป็นการสำรวจประเด็นปัญหาของอุตสาหกรรมกองทุนรวมจากรายงานการศึกษาต่างๆ และจากรายงานข้อมูลเกี่ยวกับกองทุนรวมของหน่วยงานทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ และสรุปออกมาเป็นข้อปริศนาที่ไทยควรแก้ไขเพื่อให้อุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ และเป็นแหล่งบริหารเงินออมที่นักลงทุนรายย่อยสามารถให้ความไว้วางใจทั้งเพื่อการลงทุนให้ได้ผลตอบแทน และเพื่อสะสมไว้ใช้ยามเกษียณอายุ

1.3 ความสำคัญของกองทุนรวม

โดยปกติ เมื่อประชาชนมีเงินออม สถาบันการเงินก็จะรวบรวมเงินออมเหล่านั้นไปซื้อสินทรัพย์ต่างๆเพื่อให้ได้ผลตอบแทนทางการเงิน ถ้านับเฉพาะสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของสถาบันการเงิน

ต่างๆในโลก พบว่า สินทรัพย์เหล่านั้นมีมูลค่าสูงขึ้นทุกปีจาก 37.6 ล้านๆเหรียญสหรัฐเมื่อปี 2545 เป็น 79.8 ล้านๆเหรียญสหรัฐในปี 2554 และยังสามารถคะเนต่อไปว่าในปี 2555 มูลค่านี้จะเพิ่มสูงขึ้นเป็น 85.2 ล้านๆเหรียญสหรัฐ โดยตลอดช่วงระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมา เงินที่ลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน (AUM) ของโลกมีอัตราการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ด้วยอัตราการขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 9.21 ต่อปี ยกเว้นปีพ.ศ. 2547 ซึ่งเป็นปีที่สหรัฐฯ ซึ่งเป็นผู้ลงทุนในสินทรัพย์รายใหญ่ของโลกมีปัญหาเศรษฐกิจชะลอตัวและปี พ.ศ. 2551 เป็นปีที่ ปัญหาวิกฤติซับไพร์มลามไปยังกลุ่มประเทศในยุโรปดังแสดงในภาพที่ 1.1

ภาพที่ 1.1 ปริมาณเงินที่ลงทุนสินทรัพย์ทางการเงิน (AUM) ของโลกและอัตราการขยายตัว



ที่มา: TheCityUK, Financial Markets Series, Fund Management, November 2012, p. 1

หมายเหตุ: AUM เป็นคำย่อของ Asset under management

กองทุนต่างๆที่ทำหน้าที่บริหารสินทรัพย์ข้างต้นจำแนกออกได้เป็น 3 ประเภท คือ กองทุนบำเหน็จบำนาญ กองทุนที่ดำเนินการโดยธุรกิจประกันภัย และกองทุนรวม เมื่อปีพ.ศ. 2554 กองทุนทั้ง 3 มีสินทรัพย์ที่บริหารจัดการอยู่ 79.8 ล้านๆเหรียญสหรัฐ⁷ โดยร้อยละ 40 อยู่ภายใต้การบริหารของกองทุนบำเหน็จบำนาญ ที่เหลืออีกร้อยละ 60 อยู่ภายใต้การบริหารของธุรกิจประกันภัยและกองทุนรวมในมูลที่ใกล้เคียงกัน คือประมาณร้อยละ 30 ดังแสดงในตารางที่ 1.1

ตารางที่ 1.1 มูลค่าของสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารของกองทุนต่างๆทั่วโลก

ประเภท กองทุน	ล้านๆเหรียญ สหรัฐ	ร้อยละ
กองทุนบำเหน็จ บำนาญ	31.6	39.60
กองทุนประกัน	24.4	30.58
กองทุนรวม	23.8	29.82
รวม	79.8	100.00

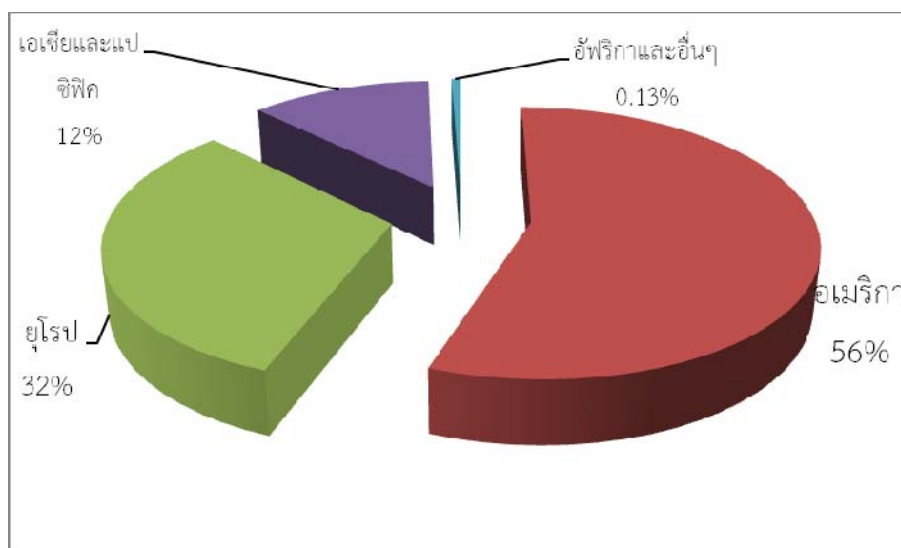
ที่มา: TheCityUK, Financial Markets Series, Fund Management, November 2012, p. 1

หมายเหตุ: สินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการของกองทุนต่างๆทั่วโลก แบ่งออกได้เป็น Conventional funds และ Unconventional funds ตารางที่ 1 นำเสนอเฉพาะสินทรัพย์ในส่วนที่เป็น Conventional funds

⁷ กองทุนกลุ่มนี้จัดเป็นกองทุนปกติ (Conventional funds) ในความเป็นจริง ยังมีกองทุนย่อยอีกหลายประเภทที่บริหารสินทรัพย์ของโลก ได้แก่ Sovereign wealth funds, private equity, hedge funds, ETFs, และ Unconventional Private Wealth ซึ่งบริหารสินทรัพย์โลกอยู่ประมาณร้อยละ 30

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นว่า กองทุนรวมจัดว่าเป็นช่องทางหนึ่งที่สำคัญในการบริหารสินทรัพย์ของโลก โดยมีสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารของกองทุนรวมเฉลี่ยในช่วง 2552-2554 มากถึง 23.8 ล้านๆเหรียญสหรัฐ สินทรัพย์ส่วนใหญ่ของโลกมากกว่าร้อยละ 80 อยู่ภายใต้การบริหารของสหรัฐฯ และยุโรป (ภาพที่ 1.2) สำหรับซีกโลกของเอเชีย ถึงแม้ว่าสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของกองทุนรวมมีเพียงร้อยละ 12 ของมูลค่าสินทรัพย์โลก แต่ก็จัดว่าเป็นตลาดที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง เพราะกองทุนรวมเป็นช่องทางสำคัญช่องทางหนึ่งที่เปิดโอกาสให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าประเทศเกิดใหม่ในเอเชีย จากรายงานการศึกษาของ Graciela Kaminsky, et al (2001) พบว่า มีเงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศเกิดใหม่โดยผ่านช่องทางกองทุนรวมตราสารทุนอย่างรวดเร็วตั้งแต่ 1990s โดยประเทศเกิดใหม่ที่มีเงินทุนไหลเข้ามากได้แก่ประเทศในอาเซียน ลาตินอเมริกา ผลการศึกษาสอดคล้องกับรายงานการศึกษาเกี่ยวกับแนวโน้มอุตสาหกรรมกองทุนรวมของโลก เช่น Strategic Insight Global, PricewaterhouseCoopers ที่ได้มีการคาดการณ์ว่าในอนาคตอันใกล้อุตสาหกรรมกองทุนรวมจะย้ายฐานการเจริญเติบโตไปยังกลุ่มประเทศในเอเชียมากขึ้น

ภาพที่ 1.2 สัดส่วนของสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของประเทศต่างๆเฉลี่ย 2552-2554



ที่มา: Investment Company Institute, European Fund and Asset Management Association,
and other national mutual fund associations.

สำหรับประเทศไทย อุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทยจัดว่ามีขนาดเล็กในเวทีโลก เมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมกองทุนรวมของประเทศไทยกับประเทศอื่นๆ พบว่าการลงทุนในกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติของประเทศไทยจัดว่ายังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ แต่มีขนาดปานกลางเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศในอาเซียน โดยไทยมีสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อ GDP ที่เฉลี่ยร้อยละ 19.20 ในช่วง 2550-2554 เมื่อเปรียบเทียบมูลค่าสินทรัพย์สุทธิในกองทุนรวมของไทยกับประเทศที่มีตลาดการเงินใกล้เคียงกับไทยคือ สิงคโปร์ มาเลเซีย และ อินโดนีเซีย พบว่า ณ สิ้นเดือนสิงหาคม 2555 สิงคโปร์มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิสูงกว่าไทย 15 เท่า ในขณะที่ไทยขนาดมูลค่าสินทรัพย์สุทธิมากกว่ามาเลเซีย และอินโดนีเซียประมาณ 2 เท่า และ 3.7 เท่าตามลำดับ⁸ แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมกองทุนของไทย

⁸ Investment Company Institute, European Fund and Asset Management Association, and other national mutual fund associations.

ยังมีโอกาสเติบโตไปได้อีกมาก ถ้าผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนและตลาดทุนมีการพัฒนามากขึ้น

ผลการศึกษาข้างต้นนำมาซึ่งข้อปริศนาว่า กองทุนรวมไทยจะสามารถขยายตัวตามเศรษฐกิจของประเทศได้ทันการเติบโตในกองทุนรวมของภูมิภาคหรือไม่? และหากมีการขยายตัวได้จริง ไทยจะได้ประโยชน์จากการเจริญเติบโตของกองทุนรวมหรือไม่? -ข้อปริศนานี้จะนำไปอภิปรายในส่วนที่ 1.5 ของงานวิจัยนี้

1.4 สภาพปัญหาของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย

รายงานการศึกษาที่ผ่านมาของไทยได้มีการศึกษาถึงสภาพปัญหาของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยมาบ้าง เช่น งานวิจัยของสรายุทธ์ นาระพันธ์ (2553) ซึ่งในส่วนหนึ่งของรายงานได้มีการระบุว่า ปัญหาด้านอุปสงค์ของกองทุนรวมคือ การเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยมีลักษณะกระจุกตัวในกองทุนรวมตราสารหนี้ ส่วนกองทุนรวมตราสารทุนเป็นการเติบโตของกองทุนหุ้นระยะยาว LTF ซึ่งเป็นการลงทุนในประเทศเป็นสำคัญ สำหรับปัญหาด้านอุปทานนั้น รายงานการศึกษานี้พบว่าบลจ.ที่เป็นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินของธนาคารพาณิชย์มีส่วนแบ่งตลาดมากกว่าบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่ไม่อยู่ในกลุ่มของธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากมีความได้เปรียบในช่องทางการจัดจำหน่ายที่เข้าถึงลูกค้า ประกอบกับการให้บริการการเงินครบวงจร ในด้านสภาพแวดล้อมทางการเงินอื่น เช่น ผลตอบแทนในการลงทุนและค่าธรรมเนียม พบว่า เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจซื้อหน่วยลงทุนน้อยมาก

ถึงแม้ว่ารายงานการศึกษาดังกล่าวข้างต้นจะสามารถครอบคลุมสภาพปัญหาของกองทุนรวมไทยได้ตามปัจจัยหรือตัวบ่งชี้ต่างๆตามงานศึกษาของ Ajay Khorana, et.al. ตามที่ระบุไว้ในกรอบแนวคิด ยกเว้นเรื่องการกำกับดูแล งานวิจัยดังกล่าวศึกษาเฉพาะแต่กรณีของไทย โดยมีได้มีการเปรียบเทียบให้เห็นว่าสภาพปัญหาที่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทย เป็นสภาพปัญหาที่เกิดขึ้น

เฉพาะในประเทศไทย หรือ เป็นสภาพปัญหาที่เกิดขึ้นทั่วไปโดยเฉพาะในประเทศที่ตลาดการเงินยังอยู่ในระดับกำลังพัฒนา

สำหรับงานวิจัยนี้ ในการศึกษาถึงสภาพปัญหาของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย เพื่อนำไปใช้เป็นแนวทางการพัฒนากองทุนไทยให้เติบโตอย่างมั่นคง จะเป็นการศึกษาโดยใช้ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกองทุนรวม 4 ปัจจัย คือ ลักษณะด้านอุปทาน ลักษณะด้านอุปสงค์ สภาพแวดล้อมด้านการซื้อขายหลักทรัพย์ และการกำกับดูแลตามแนวทางที่ Ajay Khorana, et.al. (2005) รวบรวมมาได้จาก 56 ประเทศ โดยจะเปรียบเทียบแต่ละสภาพปัญหาของไทยกับอุตสาหกรรมกองทุนรวมของประเทศอื่นประกอบด้วย เพื่อช่วยให้การวิเคราะห์สภาพปัญหาในงานวิจัยนี้แม่นยำยิ่งขึ้น

1) ปัญหาด้านอุปสงค์กองทุนรวมไทยเมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ

1.1) ภาพรวมด้านอุปสงค์กองทุนรวมไทย

สมาคมบริษัทจัดการลงทุนได้จำแนกแหล่งลงทุนทางการเงินของครัวเรือนไทยเพื่อเป็นแหล่งเงินออมโดยสมัครใจเป็น 5 แหล่ง คือ กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล เงินฝากภาคครัวเรือน เงินสำรองประกันภัย และเงินสำรองเพื่อการเลี้ยงชีพ⁹ ข้อมูลดังกล่าวได้แสดงให้เห็นว่าจากอดีตที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน ภาคครัวเรือนของไทยส่วนใหญ่นิยมนำเงินออมของตนไปฝากไว้กับธนาคารรับฝากเงิน ดังจะเห็นได้ว่านับตั้งแต่ปี 2535 – 2554 เงินออมในรูปของเงินฝากก็ยังนับว่ามีสัดส่วนสูงที่สุดของเงินออมในระบบ ถึงแม้ว่าจะมีแนวโน้มลดลงจากร้อยละ 92.19 ในปี 2535 เป็นร้อยละ 54.45 ในปี 2554 จะเห็นได้ว่า เงินฝากในระบบที่หายไปส่วนใหญ่เป็นการโยกย้ายไปซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมและเงินสำรองเพื่อการเลี้ยงชีพ ดังแสดงในตารางที่ 1.2

⁹ รวม RMF

แสดงว่ากองทุนรวมเป็นอีกหนึ่งทางเลือกในการออมที่จะมีบทบาทเพิ่มขึ้นในระบบเศรษฐกิจไทย

ตารางที่ 1.2 แหล่งลงทุนทางการเงินของครัวเรือน

พ.ศ.	กองทุนส่วนบุคคล		เงินฝากของภาค	เงินสำรอง	เงินสำรองเพื่อการ	รวม
	กองทุนรวม	บุคคล	ครัวเรือน	ประกันภัย	เลี้ยงชีพรวม RMF	
2535	446	000	9219	335	000	100
2540	298	001	8585	389	734	100
2545	839	173	7177	544	1267	100
2550	1961	219	5358	805	1658	100
2551	1756	199	5549	866	1630	100
2552	1976	239	5116	931	1738	100
2553	1982	281	4873	989	1875	100
2554	2115	336	5445	na	2104	100

ที่มา: รวบรวมโดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุน

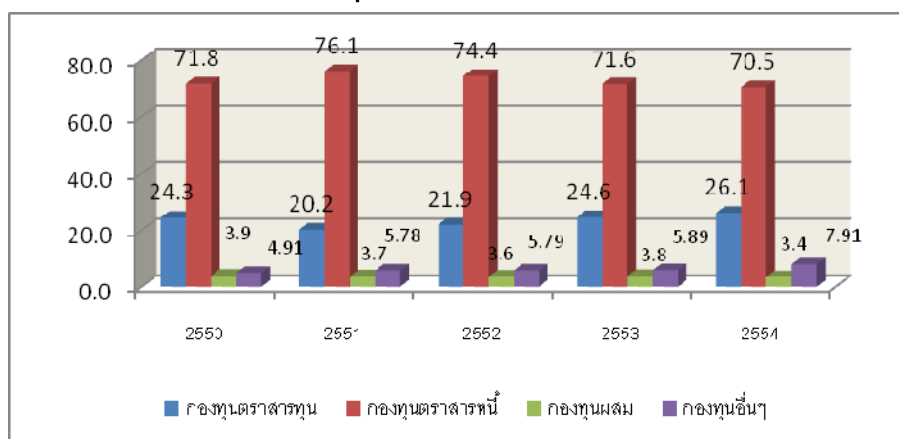
ในด้านอุปสงค์การลงทุนซื้อหน่วยลงทุน พบว่า จำนวนบัญชีหน่วยลงทุนและจำนวนเงินลงทุนของผู้ซื้อภาคครัวเรือนมีเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยจำนวนบัญชีของกองทุนรวมได้เพิ่มขึ้นจาก 7.95 แสนบัญชีในปี 2539 เป็น 2.90 ล้านบัญชีในปี 2554 และมีจำนวนสินทรัพย์สุทธิเพิ่มขึ้นจาก 247,160 ล้านบาทในปี 2539 เป็น 2.08 ล้านบาทในปี 2554 ตัวเลขการเติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลา 16 ปี ที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่า ประชาชนได้หันมาใช้กองทุนรวมเป็นทางเลือกหนึ่งของการออมมากขึ้นตามลำดับ นอกจากนั้นยังเป็นอุตสาหกรรมที่ภาครัฐใช้เป็นเครื่องมือในการส่งเสริมการออมของบุคคลธรรมดา และส่งเสริมตลาดทุนของไทยด้วยการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนหุ้นระยะยาว (LTF) จึงเป็นที่คาดหมายว่าธุรกิจกองทุนรวมน่าจะขยายตัวต่อไปได้อีกมากในอนาคต

1.2) พฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมของไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ

Ajay Khorana, et.al. (2005) มีความเห็นว่า อุปสงค์ของการซื้อกองทุนรวมจะเพิ่มขึ้นได้ง่ายในประเทศที่ประชาชนมีรายได้และระดับการศึกษาสูง เกี่ยวกับเรื่องนี้ ในรายงานการศึกษาของยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ (2556)¹⁰ ซึ่งได้คาดการณ์แนวโน้มของตลาดกองทุนรวมไทยในอนาคต พบว่า ระดับรายได้และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดการเติบโตของกองทุนรวมของไทยในเกือบทุกประเภท อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าอุปสงค์ในการซื้อกองทุนรวมของไทยจะสามารถขยายตัวได้ตามภาวะเศรษฐกิจและแรงจูงใจ แต่ก็เป็นการขยายตัวแบบไม่มั่นคง เนื่องจากพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมของคนไทยเป็นการเน้นที่การลงทุนในตราสารหนี้ในสัดส่วนที่สูงเกินไป โดยจากภาพที่ 1.3 จะเห็นว่า ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2554 เงินลงทุนที่คนไทยลงทุนในตราสารหนี้มีสัดส่วนเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 72.88 ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนมีสัดส่วนเฉลี่ยเพียงร้อยละ 23.42 การที่นักลงทุนเลือกลงทุนในตราสารหนี้มากเกินไปมิได้เป็นปัญหาเฉพาะตัวนักลงทุนที่ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนต่ำเท่านั้น แต่อาจส่งผลกระทบต่อระดับประเทศด้วย เพราะถ้านักลงทุนกลุ่มนี้มีขนาดใหญ่ ก็หมายความว่า คนไทยส่วนใหญ่หมดโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนที่เติบโตไปพร้อมกับภาวะเศรษฐกิจของไทยที่กำลังขยายตัว เหตุไฉนนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนจึงเป็นข้อปริศนาที่ 2 ที่ต้องการสืบค้นคำตอบในงานวิจัยนี้

¹⁰ รายงานการศึกษาอยู่ส่วนที่สองของงานวิจัยนี้

ภาพที่ 1.3 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมไทยจำแนกตามประเภทกองทุนในช่วง 2550-2554



หมายเหตุ: กองทุนอื่นๆรวมหมายถึงกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (กอง1) กองทุนรวมคุ้มครองเงินต้นและอื่นๆ

ข้อมูลอ้างอิง :สมาคมบริษัทจัดการลงทุน-มูลค่าทรัพย์สินสุทธิแยกตามประเภทกองทุน ปี 2543-2553

2) ปัญหาด้านอุปทานกองทุนรวมไทยเมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศ

2.1) ภาพรวมด้านอุปทานกองทุนรวม

ในปัจจุบัน ไทยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน 23 แห่ง มีกองทุนรวมที่จดทะเบียนและยังดำเนินการอยู่ ณ สิ้นเดือน ธันวาคม

2554¹¹ ประมาณ 1,300 กองทุน และมีสินทรัพย์ทางการเงินบริหารอยู่ 2.08 ล้านบาท เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นในอาเซียนดังแสดงในตารางที่ 1.4 กองทุนรวมไทยมีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิน้อยกว่าสิงคโปร์ ประมาณ 15 เท่า แต่มากกว่ามาเลเซียและอินโดนีเซีย ถ้าพิจารณาจากจำนวนบลจ. และจำนวนกองทุน จะเห็นว่าไทยมีจำนวนบลจ. และจำนวนกองทุนค่อนข้างมาก ทำให้บลจ. แต่ละแห่งต้องรับผิดชอบจำนวนกองทุนมากถึง 56 กองในปี 2554 ส่งผลให้แต่ละกองทุนมีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น และมีการแข่งขันกันสูงระหว่างกัน

ตารางที่ 1.4 การเปรียบเทียบจำนวนและมูลค่าสินทรัพย์กองทุนรวมไทยกับต่างประเทศ (2554)

¹¹ ณ สิ้นเดือนกันยายน 2555 จำนวน 1,239 กองทุน มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ 2.15 ล้านบาท

ประเทศ	จำนวนบริษัท หลักทรัพย์จัดการ กองทุน	จำนวน กองทุนรวม	มูลค่าสินทรัพย์ สุทธิ (ล้านล้านบาท)	จำนวน กองทุน/บริษัท	NAV/กองทุน
สิงคโปร์	19	856	31.55	45.05	36,852.58
ไทย	23	1300	208	56.52	1,600.00
มาเลเซีย	13	200	1.05	15.38	5,250.00
อินโดนีเซีย	38	110	0.56	2.89	5,000.91

ที่มา: ICI Investment Company Institute, 2012 Investment Company Fact Book, 52nd Edition

2.2) สภาพปัญหาด้านอุปทาน

ปัญหาด้านอุปทานกองทุนรวมของไทย พบว่า ผู้จำหน่ายกองทุนรวมไทยมีลักษณะกระจุกตัว โดยกลุ่มธุรกิจการเงินของธนาคารพาณิชย์เป็นกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดทั้งในรูปของสินทรัพย์และจำนวนกองทุนสูงกว่าบริษัทจัดการกองทุนรวมที่ไม่ใช่ธนาคาร ในสัดส่วนร้อยละ 74.1 และ 87.0 ตามลำดับ ดังแสดงในตาราง 1.5

การที่อุตสาหกรรมกองทุนรวมมีช่องทางการจำหน่ายกระจุกตัวที่ธนาคารพาณิชย์เช่นนี้จะเป็นปัญหาต่อการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวมให้มั่นคงหรือไม่ จึงเป็นข้อปริศนาที่ 3 ที่ต้องการหาคำตอบในงานวิจัยนี้

ตารางที่ 1.5 การเปรียบเทียบกองทุนรวมระหว่างบลจ.ธนาคารและบลจ.ที่ไม่ใช่ธนาคาร

	จำนวนกองทุน *		สินทรัพย์สุทธิ กันยายน 28, 2555	
	จำนวน	%	(ล้านบาท)	(%)
รวมบลจ. ธนาคาร	956	74.11	1.98	87.00
รวมบลจ. ไม่ใช่ธนาคาร	334	25.89	0.29	13.00
รวม	1,290	100	2.27	100

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

หมายเหตุ: * ไม่รวมกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน

3) สภาพแวดล้อมด้านการซื้อขายหลักทรัพย์

3.1) ภาพรวม

สภาพแวดล้อมด้านการซื้อขายหลักทรัพย์จัดว่าเป็นปัจจัยสำคัญต่อการขยายตัวของอุตสาหกรรมกองทุนรวม ปัจจัยด้านสภาพแวดล้อมการซื้อขายหลักทรัพย์ในที่นี่จะพิจารณาจาก 2 ด้านคือ มาตรการจูงใจด้านภาษี และค่าธรรมเนียมการซื้อขาย

ก. มาตรการจูงใจด้านภาษี

จากรายงานการศึกษาของ Benjamin N. Alpert, et al (2011) ซึ่งรู้จักกันในนามว่า Morningstar ได้ทำการสำรวจตลาดกองทุนรวมจากประเทศต่างๆ 22 ประเทศ พบว่า รัฐบาลของประเทศตัวอย่างเกือบทุกประเทศรวมทั้งไทย ได้ใช้มาตรการลดหย่อนภาษีเพื่อจูงใจให้ประชาชนของตนซื้อหน่วยลงทุนเพื่อการออมระยะยาว ยกเว้นสาธารณรัฐประชาชนจีนที่ไม่มีการใช้มาตรการดังกล่าว

ในการเปรียบเทียบว่าประเทศใดให้แรงจูงใจด้านภาษีมากกว่ากันโดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากประเทศสมาชิกของ Morningstar 22 ประเทศ Morningstar ได้ตั้งข้อสมมุติว่ามีคู่สมรสที่ซื้อหน่วยลงทุนด้วยเงิน 100,000 เหรียญสหรัฐ แบ่งเป็น ตราสารหนี้ร้อยละ 40 และ ตราสารทุนร้อยละ 60 โดยกำหนดให้ถือหน่วยลงทุนดังกล่าวไว้ 5 ปี ผลการศึกษาพบว่าประเทศที่มีการยกเว้นภาษีจากเงินที่ลงทุนในกองทุนรวมคือ ฮอลแลนด์ และสิงคโปร์ ในขณะที่ไทยเป็นประเทศเดียวที่มีมาตรการลดหย่อนภาษีให้แก่ผู้ลงทุนในกองทุนรวม RMF และ LTF

ด้วย ทำให้รัฐต้องสูญเสียรายได้ที่ควรได้จากการจัดเก็บภาษีไปร้อยละ 6 ดังแสดงในตารางที่ 1.6

ตารางที่ 1.6 การเปรียบเทียบอัตราภาษีที่ประเทศต่างๆจัดเก็บจากการลงทุนในกองทุน

	ไทย	ฮ่องกง	สิงคโปร์	จีน	ไต้หวัน	สหรัฐฯ	ญี่ปุ่น	อินเดีย	แอฟริกาใต้
อัตราภาษีที่แท้จริง	-6%	0%	0%	2%	7%	20%	15%	17%	10%
Effective rate									

ที่มา: Benjamin N. Alpert and John Rekenthaler (2011) “Global Fund Investor Experience 2011”

March 2011 (Morningstar)

จากการที่รัฐบาลไทยได้ให้การสนับสนุนแก่ภาคครัวเรือนในการออมระยะยาวโดยผ่านกองทุนรวมมากที่สุดใน 22 ประเทศที่เป็นสมาชิกของ Morningstar ประเด็นปัญหาที่ตามมาคือ กองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษีกระตุ้นการออมระยะยาวได้จริงหรือไม่?

ข. ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุน

รายงานการศึกษา Ajay Khorana, et.al. (2005) พบว่าประเทศที่มีพัฒนาการด้านเทคโนโลยี จนทำให้ต้นทุนด้านธุรกรรมการซื้อขายหน่วยลงทุนถูกลงมีส่วนทำให้กองทุนรวมขยายตัวได้เร็ว ในการเปรียบเทียบอัตราค่าธรรมเนียมการซื้อขายกองทุนรวมทั้งตารางหนี้และตารางทุนของประเทศต่างๆ ซึ่งรวบรวมโดย Morningstar เมื่อปี 2554 ดังแสดงในตารางที่ 1.7 พบว่า ไทยเป็นประเทศที่จัดเก็บค่าธรรมเนียมการซื้อขายกองทุนรวมตารางหนี้เฉลี่ยเพียงร้อยละ 0.6 ซึ่งนับว่าต่ำสุดในจำนวน 22 ประเทศ ในส่วนของค่าใช้จ่ายเฉลี่ยของ

กองทุนรวมตราสารทุน พบว่าอยู่ในช่วงร้อยละ 1.25 – 1.74 ซึ่งจัดอยู่ในระดับปานกลาง

ถึงแม้ว่ากองทุนรวมไทยจะมีการจัดเก็บค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหน่วยลงทุนค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ซึ่งอาจเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้แต่ละบลจ.ต้องจัดทำกองทุนรวมจำนวนมากเพื่อความอยู่รอด ส่งผลให้เกิดสภาวะการแข่งขันระหว่างกันภายในประเทศที่รุนแรง ทำให้รูปแบบการจำหน่ายหน่วยลงทุนไม่ได้แข่งขันกันด้วยผลการดำเนินงาน แต่เป็นการแข่งขันโดยใช้หลักการตลาดแบบลดแลกแจกแถมและโฆษณาชวนเชื่อ ส่งผลให้ไทยได้เกรด D จาก Morningstar เมื่อปี 2555 ดังนั้น พฤติกรรมการแข่งขันที่ไม่เป็นผลบวกต่ออุตสาหกรรมกองทุนรวม ควรมีการแก้ไขหรือไม่และอย่างไรคือข้อปริศนาในส่วนนี้

ตารางที่ 1.7 การเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายในการซื้อกองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมตราสารทุนของประเทศสมาชิก Morningstar

ค่าธรรมเนียมการซื้อขายกองทุนรวมตราสารหนี้	
เบลเยียม นอร์เวย์ สวิสฯ ใต้หวัน และ ไทย	0.60%
ออสเตรเลีย ฝรั่งเศส เยอรมัน อินเดีย เนเธอร์แลนด์ นิวซีแลนด์ สิงคโปร์ สวีเดน และ สหรัฐฯ	0.6-0.85%
จีน อิตาลี ญี่ปุ่น และแอฟริกาใต้	0.85-0.99%
สเปนและอังกฤษ	1-1.14%
แคนาดา และฮ่องกง	> 1.14%
ค่าใช้จ่ายเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุน	
สหรัฐฯ	< 1.0%
ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์	1.0 - 1.24%
ไทย จีน	1.25-1.74
เยอรมัน ฮ่องกง อิตาลี ญี่ปุ่น สิงคโปร์	1.75-1.99%

อังกฤษ ฯลฯ	
คานาดา และ อินเดีย	> 2%

ที่มา: Benjamin N. Alpert and John Rekenthaler (2011) "Global Fund Investor Experience 2011" March 2011 (Morningstars)

4) ปัญหาด้านการกำกับดูแล

กองทุนรวมเป็นธุรกิจที่ให้บริการด้านการลงทุนแก่ผู้ออมเงินของประเทศ จึงเป็นอุตสาหกรรมที่รัฐบาลทุกประเทศมักมีการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด เพื่อคุ้มครองนักลงทุนจากการถูกฝ่ายจัดการกองทุนรวมเอาเปรียบ โดยองค์กรผู้รับผิดชอบทุกฝ่ายต้องมีกลไกที่แสดงให้เห็นว่าการดำเนินงานของอุตสาหกรรมกองทุนรวมเป็นไปอย่างโปร่งใส มีธรรมาภิบาล และยึดถือผลประโยชน์ของนักลงทุนมากกว่าผลประโยชน์สูงสุดของฝ่ายจัดการกองทุนรวม ทั้งนี้เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีเงินออมที่จะนำเงินของตนไปซื้อหน่วยลงทุน หากผู้มีเงินออมไม่มีความมั่นใจในกลไกการลงทุนของอุตสาหกรรมกองทุนรวมว่าจะสามารถรักษาเป้าหมายการออมและการลงทุนของตนได้ ธุรกิจกองทุนรวมจะขยายตัวได้ไม่ต่อเนื่อง¹² ประเด็นปัญหาในส่วนนี้คือ บลจ. ของไทยได้มีการบริหารสินทรัพย์ในกองทุนรวมอย่างมีธรรมาภิบาลหรือไม่ ดังนั้นการศึกษาเพื่อให้ได้ข้อเท็จจริงว่า อุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยได้มีการดำเนินงานไปในทิศทางที่ทุกฝ่ายยอมรับได้ อุตสาหกรรมนี้ย่อมมีบทบาทสำคัญในการเป็นที่พึ่งด้านการออมทรัพย์ของประชาชนได้อย่างยั่งยืน

1.5 สรุปข้อปริศนาในกองทุนรวมและข้อเสนอแนะ

จากการสำรวจสภาพปัญหาของอุตสาหกรรมกองทุนรวมในช่วงที่ผ่านมา ดังที่ได้นำเสนอในหัวข้อที่ 1.4 และ 1.5 ของบทความนี้

¹² <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/foreign-mutual-funds.asp#ixzz2DJNssT1M>

ทำให้ได้ประเด็นปัญหาที่แฝงอยู่ภายในอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยที่ภาครัฐและผู้เกี่ยวข้องควรร่วมมือกันแก้ไข เพื่อให้อุตสาหกรรมกองทุนรวมของไทยเติบโตได้อย่างมีเสถียรภาพ และเป็นแหล่งออมเงินที่ นักลงทุนรายย่อยสามารถให้ความไว้วางใจในการช่วยสร้างผลตอบแทน และมีเงินออมสำหรับใช้ยามเกษียณอายุ ข้อปริศนาที่รวบรวมได้จากการสำรวจในงานวิจัยมี 6 ข้อดังนี้

- (1) กองทุนรวมไทยจะขยายตัวตามเศรษฐกิจของประเทศและตามภูมิภาคหรือไม่ และไทยจะได้ประโยชน์จากการเจริญเติบโตของกองทุนรวมหรือไม่ ?
- (2) เหตุใดนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน ?
- (3) กองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษีกระตุ้นการออมระยะยาวได้จริงหรือไม่?
- (4) รัฐบาลควรยึดมาตรการด้านลดหย่อนภาษีใน LTF ต่อไปหรือไม่?
- (5) การที่ธพ.เน้นจำหน่ายตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนควรแก้ไขอย่างไร?
- (6) ปัญหาการลดแลกแจกแถมควรแก้ไขหรือไม่ และอย่างไร?

ข้อปริศนาที่ 1: กองทุนรวมไทยจะขยายตัวตามเศรษฐกิจของประเทศได้ทันภูมิภาคหรือไม่ และ ไทยจะได้ ประโยชน์จากการเจริญเติบโตของกองทุนรวมหรือไม่ ?

เนื่องจากได้มีการคาดการณ์ไว้จากนักการเงินหลายแหล่งของโลกว่า สินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของกองทุนรวมใน

เอเชียมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้น กองทุนรวมไทยจะสามารถขยายตัวตามเศรษฐกิจของประเทศได้ทันการเติบโตในกองทุนรวมของภูมิภาคหรือไม่? และหากมีการขยายตัวได้จริง ไทยจะได้ประโยชน์จากการเจริญเติบโตของกองทุนรวมหรือไม่? คำตอบของคำถามทั้งสองข้อนี้จะอยู่ในรายงานการวิจัยนี้ เรื่อง “แนวโน้มตลาดกองทุนรวมไทย” ซึ่งดำเนินการวิจัยโดย ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ และ “บทบาทของกองทุนรวมต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ” ซึ่งดำเนินการวิจัยโดย วิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข และ สันติ ชัยศรีสวัสดิ์สุข ตามลำดับ ซึ่งพอสรุปได้ดังนี้

ก. จากการประมาณการของยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ โดยใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ พบว่า กองทุนรวมไทยน่าจะขยายตัวได้ทันภูมิภาคเอเชีย โดยคาดว่า แนวโน้มของกองทุนรวมไทยใน 1-2 ปีข้างหน้าจะเติบโตในอัตราประมาณร้อยละ 11.3 – 14.3 ซึ่งสูงกว่าอัตราการขยายตัวของของรายได้ประชาชาติ ณ ราคาปีปัจจุบัน ที่ประมาณร้อยละ 8 (อัตราการขยายตัวของรายได้ประชาชาติที่แท้จริงร้อยละ 5 บวกอัตราเงินเฟ้อร้อยละ 3) ดังนั้นหากกองทุนรวมไทยเติบโตในอัตราร้อยละ 12.8 (ตามค่าเฉลี่ยของอัตราการเติบโตทางคาดการณ์ในปี 2556-2557) อย่างต่อเนื่อง จะทำให้อัตราส่วนของตลาดกองทุนรวมไทยต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ จะเพิ่มจากประมาณร้อยละ 21 ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ในปี 2555 เป็นร้อยละ 38 (เท่ากับสัดส่วนในประเทศเกาหลีปัจจุบัน) ในประมาณปี 2567-2570

ข. จากรายงานการวิจัยของ วิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข และ สันติ ชัยศรีสวัสดิ์สุข พอสรุปได้ว่า กองทุนรวมนอกจากจะเป็นแหล่งบริหารเงินออมให้นักลงทุนรายย่อยแล้ว กองทุนรวมยังมีส่วนช่วยให้เศรษฐกิจไทยขยายตัว โดยผ่านมาทางการบริโภคและการลงทุน โดยการขยายตัวของกองทุนรวมร้อยละ 1 จะทำให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวร้อยละ 0.21

กล่าวคือ ถ้ากองทุนขยายตัว 200,000 ล้านบาทจะทำให้เกิดการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศได้ประมาณ 210,000 ล้านบาท) ซึ่งนับว่าน้อยกว่าประเทศที่นำมาศึกษาเปรียบเทียบ (เกาหลีใต้และสหราชอาณาจักร) ซึ่งมีการขยายตัวร้อยละ 0.25 และ 3.0 ตามลำดับ

ข้อปริศนาที่ 2: เหตุใดนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน ?

จากการสำรวจงานวิจัยที่ผ่านมาและการสัมภาษณ์เจาะลึกผู้จำหน่ายกองทุนรวมหลายแห่ง เพื่อตอบปริศนาข้อที่ 2 ของงานวิจัยนี้ว่า “เหตุใดนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน” นั้นพอจะได้ข้อสรุป 3 ประการ คือ (1) เกิดจากพฤติกรรมของนักลงทุน (2) เกิดจากความไม่ไว้วางใจด้านการบริหารความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวม และ (3) เกิดจากความไม่ไว้วางใจด้านธรรมาภิบาลในการลงทุนของกองทุนรวม

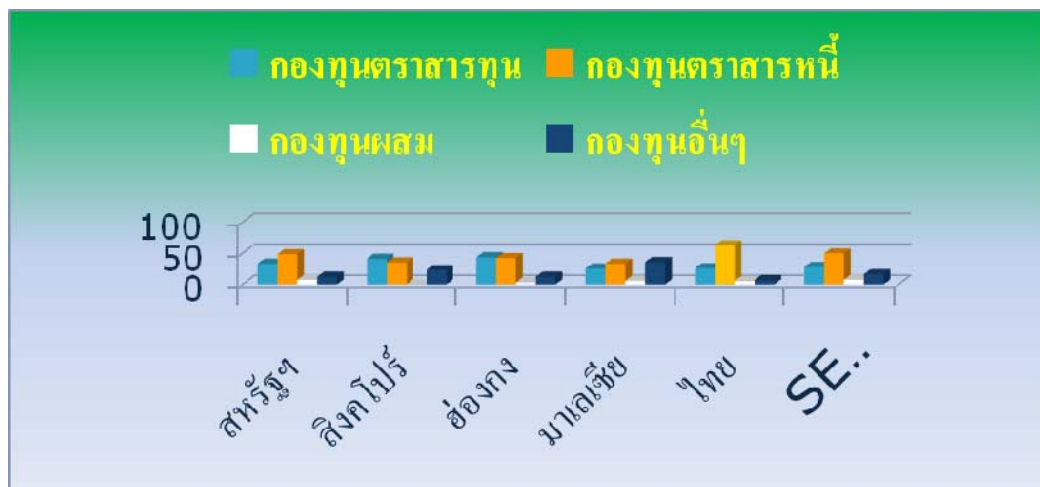
(1) เกิดจากพฤติกรรมของนักลงทุน

งานวิจัยส่วนใหญ่และจากสื่อสิ่งพิมพ์ต่างๆ มักให้เหตุผลของการที่นักลงทุนไทยนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนว่า เกิดจากความเคยชินต่อการได้ผลตอบแทนที่คงที่ นักลงทุนไทยไม่ชอบมีความเสี่ยงทางการเงิน และคนไทยยังขาดความรู้ในการลงทุนทางการเงิน (financial literacy)

ในการสำรวจพฤติกรรมของนักลงทุนในกองทุนรวม เพื่อให้ได้คำตอบว่า พฤติกรรมการลงทุนของคนไทยเป็นไปตามความเชื่อข้างต้นหรือไม่ โดยวิเคราะห์จากโครงสร้างการออมของไทย ซึ่งพบว่าคนไทยส่วนใหญ่นิยมออมในรูปเงินฝากจริง จึงมีเหตุผลพอเชื่อได้ว่า ผู้ออมเหล่านั้นยังคุ้นเคยต่อการได้ผลตอบแทนที่คงที่ ดังนั้นเมื่อมีการโยกย้ายเงินฝากไปยังแหล่งลงทุนอื่น จึงไม่เป็นการแปลกที่นัก

ลงทุนส่วนใหญ่จะนิยมลงทุนในกองทุนรวมตราสารเงินและตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน (ตารางที่ 2) อย่างไรก็ตาม เมื่อเปรียบเทียบพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมของประเทศอื่น เช่น สหรัฐฯ สิงคโปร์ ฮองกง มาเลเซีย และกลุ่มประเทศในเอเชียตะวันออก ดังแสดงในภาพที่ 1.4 พบว่า พฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมของไทยที่เน้นตราสารหนี้ในสัดส่วนที่สูงนั้น นับว่ามากเกินไปเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ทั้งๆ ที่ผลตอบแทนการลงทุนในตราสารทุนสูงกว่าตราสารหนี้

ภาพที่ 1.4 การเปรียบเทียบพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมของไทยกับประเทศต่างๆ



ที่มา: Ingo Walter and Elif Sisli (2006) The Asset Management Industry in Asia: Dynamics of Growth, Structure and Performance, JEL Classification: G23, O16 และ Investment Company Institute, European Fund and Asset Management Association, and other national mutual fund associations

เพื่อให้ได้ข้อเท็จจริงว่าการที่นักลงทุนชาวไทยนิยมลงทุนในตราสารหนี้นั้นเกิดจากการไม่ชอบความเสี่ยงทางการเงิน หรือเพราะขาดความรู้ในการลงทุนทางการเงิน ในที่นี้จะขอใช้ข้อมูลปฐมภูมิที่จัดเก็บโดยกนกรัตน์ เทศนาคติธรรม ที่ศึกษาว่า“เหตุใดนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน” โดยประชากรที่ศึกษา คือ ผู้ลงทุนในกองทุนรวม ที่เป็นลูกค้าธนาคารพาณิชย์หลายแห่ง

ในกรุงเทพฯที่มีอายุตั้งแต่ 22 ปีขึ้นไป ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลปฐมภูมิจากกลุ่มตัวอย่าง ใน 10 เขต จาก 50 เขตในกรุงเทพฯ เขตละ 40 คน รวมเป็นจำนวนทั้งหมด 400 คน โดยระยะเวลาที่ศึกษา คือ เดือนธันวาคม 2555 ซึ่งผลการศึกษาพอสรุปได้ว่า การนักลงทุนไทยนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนนั้นไม่ใช่เพราะกลัวความเสี่ยงจากการลงทุน แต่ในความเป็นจริงแล้ว มีมากถึงร้อยละ 75.75 ที่สามารถรับความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินต้นได้บ้าง โดยมีผู้ตอบแบบสอบถามมากถึงร้อยละ 83.42 ที่ไม่กล้าซื้อหน่วยลงทุนตราสารทุนเนื่องจากไม่เคยลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนมาก่อน อีกทั้งไม่มีผู้ให้คำแนะนำที่น่าเชื่อถือ และบางตัวอย่างไม่มีความรู้เรื่องตลาดทุน ดังแสดงในตารางที่ 1.8

ตารางที่ 1.8 สาเหตุที่นักลงทุนไทยไม่ซื้อกองทุนรวมตราสารทุน

สาเหตุที่ไม่ซื้อกองทุนรวมตราสารทุน		ร้อยละ ของกลุ่ม ตัวอย่าง
ระดับความเสี่ยง	สามารถทนต่อการขาดทุนเงินต้นได้เล็กน้อย เพื่อมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นบ้าง	73.75
ความต้องการรับ ความรู้และคำแนะนำ	ต้องการรับความรู้หรือคำแนะนำบ้าง	57
	ต้องการรับความรู้หรือคำแนะนำมากที่สุด	30.5
เหตุที่ไม่ซื้อกองทุนรวมตราสารทุน	ขาดประสบการณ์/ ไม่มีผู้แนะนำ/ ไม่มีความรู้เรื่องตลาดทุน	83.42

ผลการสำรวจข้างต้นนำมาซึ่งผลสรุปว่า นักลงทุนไทยมีความพร้อมที่จะหันมาลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน เพราะสามารถแบกรับความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินต้นได้บางส่วน และพร้อมที่จะรับคำแนะนำการลงทุนด้านการเงินโดยเฉพาะด้านการลงทุนในตลาดหุ้น จึงเป็นหน้าที่ที่ผู้เกี่ยวข้อง เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมโดยเฉพาะที่มีช่องทางการจำหน่ายผ่านธนาคารพาณิชย์ควรพิจารณาปรับกลยุทธ์ส่งเสริมการขายกองทุนรวมตราสารทุนให้จริงจังมากขึ้น

(2) เกิดจากความไม่ไว้วางใจด้านการบริหารความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวม

รายงานการศึกษาด้านกองทุน เช่น Sarayut

Nathaphan and Pornchai Chunhachinda (2553), ยุทธนา (2555) ต่างยืนยันว่านักลงทุนรายย่อยให้ความสำคัญกับผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมเป็นอันดับต้นๆ โดยยุทธนา (2555) พบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้ของไทยมีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับโดยผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้กองทุนรวมตราสารหนี้ขยายตัวร้อยละ 5.3 ส่วนกองทุนตราสารทุนก็มีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนน้อยกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ คือขยายตัวเพียงร้อยละ 0.4 การที่นักลงทุนรายย่อยของไทยไม่นิยมลงทุนในตราสารทุน ทั้งๆที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารทุนสูงกว่าตราสารหนี้ นั้น อาจมาจากสาเหตุของความผันผวนในผลตอบแทน เมื่อพิจารณาตารางที่ 1.9 ซึ่งได้แสดงการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทต่างๆ จะเห็นได้ว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้และตราสารตลาดเงินถึงแม้ว่าจะต่ำแต่ก็ให้ความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนได้สูงว่าจะได้ผลตอบแทนเป็นบวก ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนซึ่งมีอยู่ 347 กองทุน ให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างผันผวน จากกองทุนที่ผลประกอบการดีที่สุดในปี 2554 ให้ผลตอบแทนได้ถึงร้อยละ 16.90 ในขณะที่กองทุนรวมที่ผลประกอบการแย่ที่สุดให้ผลตอบแทนลดลงร้อยละ 14.47 ผลการดำเนินการของกองทุนรวมที่แตกต่างกัน

เช่นนี้คงเป็นการยากที่จะสร้างความไม่ไว้วางใจด้านการบริหารความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนได้

ตารางที่ 1.9 การเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทต่างๆ

2554	เฉลี่ย	ดีที่สุด	แย่ที่สุด
กองตราสารตลาดเงิน	2.35%	2.56%	2.08%
กองตราสารหนี้ระยะสั้น	2.27%	2.91%	0.90%
กองตราสารหนี้กลาง-ยาว	2.72%	3.10%	0.02%
กองทุนหุ้น	-0.43%	16.90%	-14.47%
กองทุนผสม	-1.28%	7.80%	-15.78%

ที่มา: Morningstar 2554

เพื่อเป็นการยืนยันว่าสาเหตุสำคัญประการหนึ่งที่นักลงทุนรายย่อยไทยไม่ลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนนั้นน่าจะเกิดจากความไม่สม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุน งานวิจัยนี้ได้ดำเนินการวิจัยเรื่อง “การศึกษาถึงความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย” โดยสุรศาสตร์ สุขเจริญสิน และ ปรีดา สุขเจริญสิน โดยผลการวิจัยสรุปได้ว่า ในช่วงเวลาที่ศึกษา คือ 2546-2555 ไทยมีกองทุนรวมตราสารทุนเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติเมื่อเทียบกับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษานี้ได้นอกจากนี้ การศึกษายังพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนส่วนหนึ่งสามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีให้มีความสม่ำเสมอในระยะสั้นได้ แต่ก็มีกองทุนรวมตราสารทุนอีกส่วนหนึ่งที่คงผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่อง ผลการวิจัยข้างต้นนำมาซึ่งข้อสรุปว่า การที่นักลงทุนรายย่อยของไทยไม่นิยมลงทุนในตราสารทุนนั้น ส่วนหนึ่งเกิดจากความไม่ไว้วางใจในผลประกอบการของกองทุนรวมเป็นสำคัญ

(3) เกิดจากความไม่ไว้วางใจด้านธรรมาภิบาลในการลงทุน ของกองทุนรวม

ถึงแม้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนนั้นส่วนหนึ่งจะเกิดจากความผันผวนในภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งมักเป็นการยากที่ผู้จัดการกองทุนรวมใดจะสามารถเอาชนะตลาดได้ ดังจะเห็นได้ว่า ในปีที่ภาวะเศรษฐกิจโลก หรือ เศรษฐกิจของประเทศประสบวิกฤตการณ์ ผลประกอบการของกองทุนรวมส่วนใหญ่ที่ลงทุนในประเทศเหล่านั้นย่อมจะแย่ไปด้วย แต่ก็สามารถฟื้นตัวได้เร็ว เมื่อภาวะเศรษฐกิจดีขึ้น ถ้ากองทุนรวมมีผลประกอบการที่ย่ำแย่ค่อนข้างต่อเนื่องในเกือบทุกภาวะเศรษฐกิจ นักลงทุนก็ย่อมต้องเข้าใจว่าเป็นปัญหาของการใช้หลักธรรมาภิบาลในการบริหารกองทุน ทั้งนี้ภายใต้ข้อสมมุติว่า ผู้จัดการกองทุนรวมทุกคนต้องมีความรู้และประสบการณ์ในการลงทุนทางการเงินเป็นอย่างดี

ดังนั้น ในการศึกษาเพื่อหาสาเหตุว่า “ทำไมนักลงทุนชาวไทยจึงไม่นิยมลงทุนในตราสารทุน” งานศึกษานี้จึงได้ดำเนินการวิจัยในหัวเรื่อง “ธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย” โดย ธนดา จันทรสม โดยการศึกษานี้ได้ชี้ให้เห็นว่าประเทศไทยยังมีความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาจากความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยเฉพาะปัญหาจริยธรรมและภาวะภัยทางศีลธรรมของตัวแทน (Moral Hazard) โดยมีรูปแบบพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุนรวมจากกรณีตัวอย่างที่เกิดขึ้นมาในอดีตที่ผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนบางแห่งขาดความระมัดระวังในการลงทุน และใช้กองทุนรวมเอื้อประโยชน์แก่ตนเองและพวกพ้องมากกว่าที่จะคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นหลัก การศึกษานี้มีข้อเสนอแนะที่จะต้องให้ความสำคัญกับหลักธรรมาภิบาลในการบริหารกองทุนรวมเพิ่มมากขึ้น เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ นักลงทุน

ข้อปริศนาที่ 3: กองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษีกระตุ้นการออมระยะยาวได้จริงหรือ?

เพื่อประโยชน์ในการวิเคราะห์ งานวิจัยนี้ได้แบ่งกองทุนรวมออกตามวัตถุประสงค์หลักของการซื้อหน่วยลงทุนออกเป็น 3 ประเภท คือ กองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน กองทุนรวมเพื่อการลงทุน และ กองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา โดยจะศึกษาเฉพาะกองทุนรวม 2 ประเภทหลังเท่านั้น เพราะกองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงินเป็นกองทุนที่จำหน่ายให้เฉพาะนักลงทุนสถาบัน ซึ่งงานวิจัยนี้เน้นศึกษาเฉพาะกองทุนรวมที่รายย่อยมีโอกาสเข้าถึงเท่านั้น

กองทุนรวมเพื่อการลงทุน

กองทุนรวมเพื่อการลงทุน หมายถึงกองทุนรวมทั่วไป ที่ผู้ซื้อหน่วยลงทุนซื้อเพราะหวังผลตอบแทนจากการลงทุน เมื่อปี 2554 กองทุนรวมเพื่อการลงทุน มีอยู่ 1,146 กองทุน มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ 1.74 ล้านล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 80.89 ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมทั้งหมด ดังแสดงในตารางที่ 1.10

กองทุนรวมเพื่อสิทธิประโยชน์ทางภาษี

เพื่อเป็นการส่งเสริมอุตสาหกรรมกองทุนรวมให้ขยายตัวได้ยั่งยืน และเพื่อเป็นการสนับสนุนให้คนไทยรู้จักการออมระยะยาวโดยผ่านกองทุนรวม รัฐบาลจึงได้มีมาตรการลดหย่อนภาษีสำหรับผู้ซื้อหน่วยลงทุนจาก “กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund: LTF)” และ “กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) ดังนี้

กองทุนรวม RMF (Retirement Mutual Fund) หรือ กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพเป็นกองทุนรวมที่สนับสนุนและส่งเสริมให้ผู้คนออมเงินในระยะยาว เพื่อไว้ใช้ในช่วงวัยเกษียณอายุคล้ายกับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Provident Fund) ของภาคเอกชน และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) ในส่วนของราชการ สิ่งที่ดีถือว่าเป็นที่น่าสนใจสำหรับกองทุนรวม RMF ก็คือ ได้รับการสนับสนุนจากทางการเรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษี เพื่อจูงใจให้ผู้สนใจลงทุนมีการเก็บออมในระยะยาวสำหรับชีวิตหลังเกษียณ โดยมีมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 แล้วแต่ทั้งนี้ทั้งนั้น ผู้ลงทุนก็ต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขการลงทุนคือ ต้องลงทุนอย่างต่อเนื่อง หรือปีเว้นปี จนอายุครบ 55 ปี และลงทุนมาแล้วไม่น้อยกว่า 5 ปีโดยไม่ขายหน่วยลงทุนออกไปก่อนจึงจะได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีนั่น

กองทุนรวมหุ้นระยะยาว Long Term Equity Fund หรือ LTF เกิดขึ้นมาด้วยแผนพัฒนาตลาดทุนไทย มีเป้าหมายเพื่อเพิ่มสัดส่วนการลงทุนระยะยาวของกองทุนรวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้มากขึ้น คณะรัฐมนตรีมีมติให้จัดตั้งกองทุนรวมหุ้นระยะยาวขึ้นเมื่อวันที่ 27 เมษายน 2547 โดยมอบสิทธิประโยชน์ทางภาษีให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเพื่อจูงใจให้มีการลงทุนในกองทุนรวม LTF ซึ่งมีระยะเวลาในการลงทุนที่จะสามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้ทั้งสิ้น 12 ปี โดยปี พ.ศ.2559 จะเป็นปีสุดท้ายที่ผู้ลงทุนในกองทุนรวมประเภทนี้จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีกองทุนรวม LTF นี้ เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการลงทุนระยะยาวในหุ้น แต่อาจไม่มีเวลาติดตามหรือยังไม่มีความรู้เชี่ยวชาญเรื่องหุ้น พร้อมกันนั้นก็สามารที่จะเข้าใจความเสี่ยงและยอมรับข้อกำหนดต่างๆ เกี่ยวกับระยะเวลาการลงทุนได้ นั่นคือ ต้องลงทุนและถือหน่วยลงทุนไว้ไม่น้อยกว่า 5 ปีปฏิทินจึงจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี และแม้ว่า LTF จะเป็นกองทุนรวมหุ้นแต่บริษัทจัดการก็มีการกำหนดนโยบายการลงทุนในหุ้นหลากหลายรูปแบบ ผู้ลงทุนควรพิจารณาเลือกให้เหมาะสมกับความสามารถในการยอมรับความเสี่ยงของตนเองด้วย

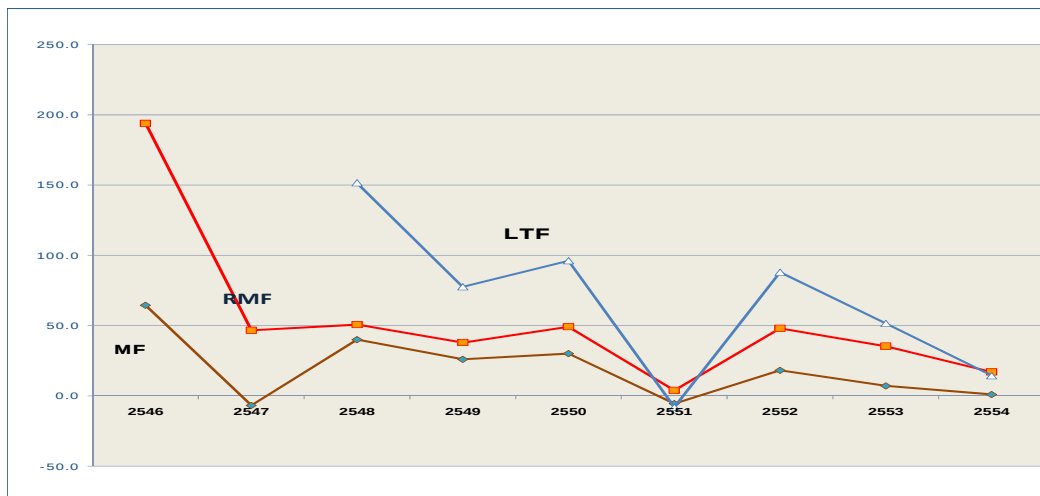
ตารางที่ 1.10 ได้แสดงให้เห็นว่า วัตถุประสงค์ในการซื้อหน่วยลงทุนในช่วง 2551-2554 ส่วนใหญ่คือมากกว่าร้อยละ 80 เป็นการซื้อเพื่อการลงทุน ในขณะที่กองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษีเงินได้มีส่วนแบ่งตลาดเพียงร้อยละ 11.57 ในปี 2554 ถึงแม้ว่าการซื้อหน่วยลงทุนในส่วนนี้จะยังเป็นสัดส่วนที่น้อย แต่ก็ได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องด้วยอัตราร้อยละ 5 ในปี พ.ศ. 2551 เป็นร้อยละ 12 ในปี พ.ศ. 2554 โดยถ้าเปรียบเทียบอัตราการขยายตัวของกองทุน 3 ประเภท คือ กองทุนรวมเพื่อการลงทุน กองทุน RMF และกองทุน LTF จะพบว่า กองทุนเพื่อลดหย่อนภาษีมีอัตราการขยายตัวมากกว่ากองทุนรวมเพื่อการลงทุน และกองทุน LTF ซึ่งไม่ได้ส่งเสริมการออมเพื่อเกษียณอายุ กลับมีอัตราการขยายตัวมากกว่า RMF ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่รัฐบาลมีมาตรการสนับสนุนเพื่อส่งเสริมการออมระยะยาวสำหรับวัยเกษียณอายุ ดังแสดงในภาพที่ 1.5 แสดงว่ากองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษีเงินได้มีส่วนในการกระตุ้นการออมระยะยาวได้ค่อนข้างน้อย

ตารางที่ 1.10 วัตถุประสงค์ของการลงทุนในกองทุนรวม

ประเภทกองทุนรวม	มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (ร้อยละ)*		
	2554	2553	2551
กองทุนรวมเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน	7.54	7.63	11.08
รวมกองทุนรวมเพื่อการลงทุน	80.89	82.1	83.38
รวมกองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษี	11.57	10.28	5.54
--- กองทุนรวม RMF	4.46	3.9	2.58
--- กองทุนรวม LTF	7.12	6.38	2.96
รวมมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (ล้านบาท)	2,082,755	2,032,385	1,533,570

ที่มา: สมาคมหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม

ภาพที่ 1.5 อัตราการขยายตัวของกองทุนรวมเพื่อการลงทุนและ
กองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษี



ที่มา: สมาคมหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม

ข้อปรีศนาที่ 4: รัฐบาลควรยึดมาตรการด้านลดหย่อนภาษีใน LTF หลังปี พ.ศ. 2559 ออกไปอีกหรือไม่?

ข้อคิดเห็นในประเด็นนี้มีทั้งสนับสนุนและคัดค้าน โดยฝ่ายสนับสนุนมีความเห็นว่า การใช้มาตรการลดหย่อนด้านภาษีเงินได้โดยผ่านกองทุน LTF น่าจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดตราสารทุน โดยให้เป็น

เป็นตัวช่วยพยุงไม่ให้ดัชนีหลักทรัพย์ผันผวนตามแรงซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศ และนักลงทุนรายย่อยมากจนเกินไปทำให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีเสถียรภาพมากขึ้น ในมุมมองของสมาคมหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมมีข้อคิดเห็นว่าการใช้มาตรการลดหย่อนภาษีสำหรับผู้ถือหน่วยลงทุน LTF น่าจะเป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนที่ไม่คุ้นเคยกับตลาดหุ้นหันมาลงทุนในตราสารทุนได้มากขึ้น การที่นักลงทุนไทยลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน ทำให้ชนชั้นกลางมีความมั่งคั่งช้า ส่งผลให้ระดับรายได้ของประเทศเพิ่มขึ้นได้ยาก ประเทศไทยเพิ่งได้รับการปรับสถานะรายได้ของประเทศเป็นกลุ่ม upper middle income¹³ จากธนาคารโลกเมื่อเดือนกรกฎาคม 2554 หากระดับรายได้ของประเทศเพิ่มขึ้นถึงจุดหนึ่งแต่ไม่สามารถยกระดับขึ้นเป็น High Income ได้ภายใน 10 ปี ไทยจะได้ชื่อว่าติดกับดักรายได้

สำหรับข้อคิดเห็นด้านลบที่มีต่อการต่ออายุกองทุนรวม LTF คือ LTF ไม่ได้ส่งเสริมการออมเพื่อเกษียณอายุ เพราะกำหนดให้ผู้

¹³ ประเทศในกลุ่มนี้ต้องมี GDP per capita อยู่ระหว่างร้อยละ 20 และร้อยละ 49 ของสหรัฐ โดยตัดประเทศที่ World Bank จัดให้เป็น High Income ออกไป; ประเทศที่เสี่ยงต่อการติด ‘Middle Income Trap’ ในที่นี้ กำหนดให้เป็นประเทศที่ถกจัดเป็น Upper-Middle Income มาแล้วเกิน 10 ปี และ GDP per capita ยังไม่สามารถยืนสูงกว่าร้อยละ 49 ของสหรัฐ ได้

ลงทุนถือหน่วยลงทุนไว้ไม่น้อยกว่า 5 ปีปฏิทินในการขอรับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ซึ่งไม่มีประเทศใดในโลกที่ให้การสนับสนุนตลาดทุนมากขนาดนี้ นอกจากนั้น ถึงแม้ว่ากองทุนรวม LTF จะช่วยสนับสนุนตลาดทุนให้มีปริมาณการซื้อขายมากขึ้น แต่ก็มีส่วนทำให้กองทุนรวมเพื่อการลงทุน และกองทุนรวม RMF ขยายตัวได้ช้าลง เพราะการซื้อหน่วยลงทุนจากกองทุนรวม LTF ให้แรงจูงใจมากกว่า นอกจากนั้น ภาครัฐยังต้องสูญเสียรายได้จากเงินภาษีจากการลดหย่อนภาษีให้แก่ผู้ซื้อกองทุนรวม LTF โดย มีส่วนช่วยพัฒนาการออมระยะยาวได้น้อยมาก

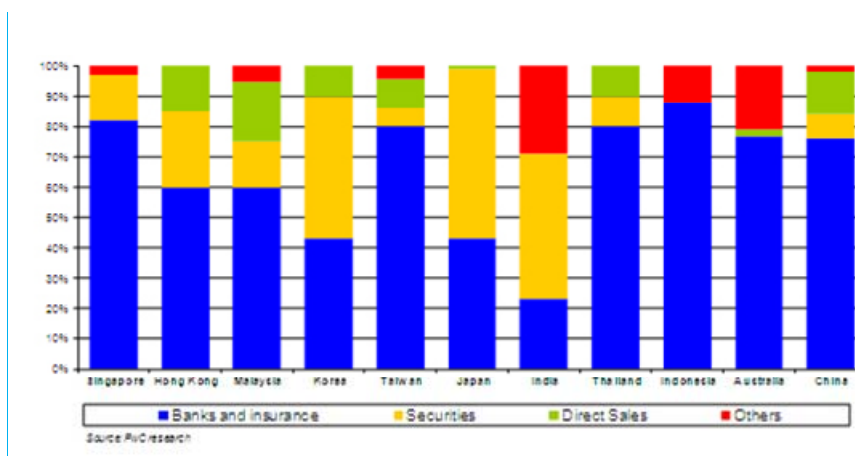
จากทั้งข้อดีและข้อเสียที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยมีความเห็นว่าเป็นประเด็นที่ก.ล.ต. ควรต้องมีการวิจัยเพิ่มเติม

ข้อปริศนาที่ 5: การมีช่องทางการจำหน่ายกระจุกตัวที่ธนาคารพาณิชย์เป็นปัญหาหรือไม่

ในการเปรียบเทียบช่องทางการจำหน่ายกองทุนรวมของประเทศต่างๆ ในเอเชีย ดังแดงในภาพที่ 1.6 พบว่า ช่องทางการจำหน่ายหน่วยลงทุนส่วนใหญ่ของเอเชียรวมทั้งไทยเป็นการผ่านธนาคารพาณิชย์ ยกเว้น เกาหลี ญี่ปุ่น อินเดีย ดังนั้น การมีบลจ. ที่เป็นธนาคารมากจึงไม่ใช่ปัญหา เพราะเป็นลักษณะเฉพาะของประเทศในเอเชีย การที่ประเทศในซีกโลกเอเชียนิยมใช้ช่องทางการจำหน่ายผ่านธนาคารพาณิชย์มากกว่าซื้อ จากบลจ.อื่นนั้นเนื่องจาก ในตอนเริ่มต้นลงทุนในกองทุนรวมในเอเชียเมื่อปี 1995 นักลงทุนส่วนใหญ่เป็นชาวฮ่องกง ไต้หวัน และสิงคโปร์ ผู้ขายหน่วยลงทุนในยุคนั้นได้แก่ที่ปรึกษาทางการเงิน private bank และนายหน้าค้าหลักทรัพย์จากสหรัฐฯ ช่องทางการจำหน่ายหลักทรัพย์ได้เปลี่ยนไปอยู่ในกลุ่มธนาคารมากขึ้นในภายหลัง เมื่อธนาคารได้เห็นโอกาสการขยายธุรกิจโดยการขายหน่วยลงทุนที่ธนาคารเป็นผู้จัดจำหน่ายเองให้แก่ลูกค้าที่มี

ฐานะร่ำรวย¹⁴ แนวคิดนี้ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลหลายประเทศ เช่น ในฮ่องกง สิงคโปร์ ถึงขั้นออกกฎระเบียบรองรับ ทำให้ธนาคารพาณิชย์ในเอเชียส่วนใหญ่กลายเป็นผู้จัดจำหน่ายหน่วยลงทุนรายใหญ่ของอุตสาหกรรมกองทุนรวมตราบจนทุกวันนี้ ยกเว้น เกาหลีใต้ ญี่ปุ่น และอินเดีย นอกจากนี้ จากรายงานการศึกษาของนรพัชร์ อัสวาลลภ (2555) ยังพบว่า ช่องทางการจำหน่ายของกองทุนในหลายประเทศทั่วโลกก็ทำผ่าน ธพ. เป็นหลักเช่นกัน ทั้งใน ยุโรป และละตินอเมริกา ยกเว้น ประเทศออสเตรเลีย อินเดีย นิวซีแลนด์ อังกฤษ และอเมริกา และมีหลายประเทศที่ประสบปัญหาเกี่ยวกับช่องทางการจำหน่ายแบบปิดคล้ายไทย เช่น เยอรมัน ฝรั่งเศส สเปน เม็กซิโก และบราซิล

ภาพที่ 1.6 การเปรียบเทียบช่องทางการจำหน่ายกองทุนรวมของประเทศในเอเชีย 2555



¹⁴ Stewart Aldcroft (1995). The Asian mutual fund story, Asia Asset Management, The Journal of Investment & Pensions

ที่มา Justin Ong (2012) Distributing funds in Asia's growth market, PwC (Luxembourg)

ถึงแม้ว่าการที่ไทยจะมีช่องทางการจำหน่ายกองทุนรวม กระจุกตัวที่ธนาคารพาณิชย์จะไม่ใช่ปัญหาต่ออุตสาหกรรมกองทุนรวม แต่การที่ธพ.เน้นจำหน่ายตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนควรมีการแก้ไข เพราะจะเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้คนไทยได้ผลตอบแทนจากการลงทุนน้อยกว่าประเทศอื่น เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาประเทศ และหากผู้ออมไม่สามารถเพิ่มรายได้ได้มากพอใช้จ่ายในวัยเกษียณอายุ คนกลุ่มที่เคยเป็นชนชั้นกลางของประเทศอาจกลายเป็นภาระทางการคลังได้ การให้ฝ่ายอุปทานหรือบลจ. เพิ่มคุณภาพการให้คำปรึกษาน่าจะเป็นกลยุทธ์ที่ดีในการช่วยให้ผู้ซื้อหน่วยลงทุนหันมาลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนมากขึ้น

ข้อปริศนาที่ 6: การลดแลกแจกแถมของกองทุนรวมเป็นปัญหาหรือไม่?

เนื่องจากกองทุนรวมจัดเป็นธุรกิจที่ควรแข่งขันกันในด้านคุณภาพของการบริหารจัดการกองทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดต่อผู้ลงทุน มิใช่แข่งขันในเชิงปริมาณ แต่ด้วยการกำกับดูแลด้านการกำหนดราคามีปัญหา ทำให้จากค่าธรรมเนียมการบริหารกองทุนรวมไทยค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ส่งผลให้บลจ.ต่างๆต้องจัดตั้งกองทุนรวมไทยขึ้นจำนวนมากถึง 1,300 กองทุนในปี 2554 ซึ่งมากกว่าหลายประเทศที่ทำการศึกษาเปรียบเทียบ เช่น สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย ดังแสดงในตารางที่ 1.4 โดยแต่ละกองทุนมีมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการโดยเฉลี่ยน้อย พฤติกรรมการแข่งขันในการจำหน่ายหน่วยลงทุนในหลายปีที่ผ่านมา นับเป็นพฤติกรรมที่ไม่เป็นผลบวกต่ออุตสาหกรรมกองทุนรวม ซึ่งภาครัฐควรเพิ่มการกำกับ

ดูแลให้เข้มงวดกว่านี้ ทั้งนี้อาจดูตัวอย่างจากประเทศสิงคโปร์ ซึ่ง Morningstar ได้จัดอันดับคุณภาพกองทุนรวมด้านการจัดจำหน่ายและการสื่อสารให้สิงคโปร์ได้อันดับหนึ่งจากทั้งหมด 22 ตลาดทั่วโลก โดยสิงคโปร์ไม่ยอมรับหรือเปิดทางให้แข่งขันกันจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์กองทุนรวม อีกทั้งการนำเสนอสิ่งจูงใจเกี่ยวกับการลงทุนของกองทุนมีจำกัด และสิงคโปร์เป็นหนึ่งในสองตลาดจากการสำรวจของมอร์นิ่งสตาร์ ที่มีกองทุนกว่าร้อยละ 80% ในตลาดเสนอขายผลิตภัณฑ์แบบครอบคลุมมีความหลากหลายให้ภาคครัวเรือน

ดังนั้น การปรับค่าธรรมเนียมซื้อขายให้เหมาะสมกับผลการดำเนินงาน โดยปล่อยให้กลไกราคาทำงาน และไปเพิ่มการกำกับดูแลด้านธรรมาภิบาลน่าจะเป็นวิธีที่ช่วยแก้ปัญหาการแข่งขันโดยเน้นด้านคุณภาพของการลงทุนมากขึ้น

1.6 สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

กองทุนรวมได้พัฒนามาจากแนวคิดที่ว่า การรวบรวมเงินจากรายย่อยมาลงทุนจำนวนมาก จะทำให้นักลงทุนรายย่อยมีโอกาสในการลงทุนเสมือนนักลงทุนรายใหญ่ ทำให้นักลงทุนในประเทศต่างๆทั่วโลกมีความเห็นว่า กองทุนรวมเหมาะแก่การลงทุนของรายย่อยทั้งเพื่อหวังผลตอบแทนในการลงทุนและเพื่อการออมไว้ใช้หลังเกษียณอายุ อุตสาหกรรมกองทุนรวมโลกได้ทวีความสำคัญมากขึ้นทุกปี แต่กองทุนรวมของไทยมีสัดส่วนของมูลค่าสินทรัพย์เพียงร้อยละ 20 ของ GDP ซึ่งนับว่าน้อยมากเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศต้นแบบกองทุนรวมอย่างสหรัฐฯ ซึ่งมีสัดส่วนร้อยละ 152 ของ GDP

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรมกองทุนเพื่อจะได้ทราบว่า อุตสาหกรรมกองทุนรวมไทยมีการขยายตัวที่ไม่มั่นคงในด้านใดบ้าง มีปัญหาและอุปสรรคใดที่ควรแก้ไข งานวิจัยนี้ได้พิจารณาจาก 4 ปัจจัย

คือปัจจัยด้านอุปสงค์ ปัจจัยด้านอุปทาน สภาพแวดล้อมด้านการซื้อขาย
หลักทรัพย์ และการกำกับดูแล ทำให้ได้ข้อปริศนาที่ควรแก้ไข 6
ประเด็น ดังนี้:-

**ปริศนาข้อที่ 1: กองทุนรวมไทยจะขยายตัวตามเศรษฐกิจของ
ประเทศและตามภูมิภาคหรือไม่
และ ไทยจะได้ประโยชน์จากการเจริญเติบโตของ
กองทุนรวมหรือไม่ ?**

ผลการศึกษาของยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ เรื่อง “แนวโน้ม
ตลาดกองทุนรวมไทย” และของวิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข และ สันติ ชัยศรี
สวัสดิ์สุข เรื่อง “บทบาทของกองทุนรวมต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของ
ประเทศ” สรุปได้ว่ากองทุนรวมไทยน่าจะขยายตัวได้ทันภูมิภาคเอเชีย
และกองทุนรวมยังมีส่วนช่วยให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวโดยผ่านมา
ทางการบริโภคและการลงทุน แต่กองทุนรวมไทยมีการเติบโตที่ไม่มั่นคง
อันจะส่งผลให้เกิดปัญหาในระยะยาว ซึ่งในรายงานการวิจัยทั้งสองได้
ให้วิเคราะห์และข้อเสนอแนะไว้

**ข้อปริศนาที่ 2: เหตุใดนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้
มากกว่าตราสารทุน ?**

งานวิจัยนี้ได้สรุปสาเหตุหลักที่นักลงทุนไทยนิยมลงทุนใน
กองทุนรวมตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน” ไว้ 3 ประการ คือ (1) เกิด
จากพฤติกรรมของนักลงทุน (2) เกิดจากความไม่ไว้วางใจด้านการ
บริหารความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวม และ (3) เกิดจาก
ความไม่ไว้วางใจด้านธรรมาภิบาลในการลงทุนของกองทุนรวม ดังนี้

ด้านพฤติกรรมของนักลงทุน

ผลการศึกษาที่ผ่านมาก็มีข้อสรุปว่าการที่นักลงทุนไทยนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนน่าจะเกิดจากความเคยชินต่อการได้ผลตอบแทนที่คงที่ นักลงทุนไทยไม่ชอบมีความเสี่ยงทางการเงิน และคนไทยยังขาดความรู้ในการลงทุนทางการเงิน (financial literacy) แต่ผลจากการวิจัยนี้มีข้อคิดเห็นเพิ่มเติมว่า นักลงทุนไทยมีความพร้อมที่จะหันมาลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน เพราะสามารถแบกรับความเสี่ยงจากการสูญเสียเงินต้นได้บางส่วน และพร้อมที่จะรับคำแนะนำการลงทุนด้านการเงินโดยเฉพาะด้านการลงทุนในตลาดหุ้น จึงเป็นหน้าที่ที่ผู้เกี่ยวข้อง เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมโดยเฉพาะที่มีช่องทางการจำหน่ายผ่านธนาคารพาณิชย์ ควรพิจารณาปรับกลยุทธ์ส่งเสริมการขายกองทุนรวมตราสารทุนให้จริงจังมากขึ้น

ด้านการบริหารความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวม

ด้วยมีรายงานการศึกษาจากหลายแหล่งยืนยันว่า นักลงทุนรายย่อยให้ความสำคัญกับผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมเป็นอันดับต้นๆ แต่ในช่วงที่ผ่านมา ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนให้ความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนรายย่อยได้น้อยมาก โดยผลการศึกษาของสรศาสตร์ สุขเจริญสิน และ ปรียดา สุขเจริญสิน เรื่อง “การศึกษาถึงความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย” พบว่า ในช่วงเวลาที่ศึกษา คือ 2546-2555 ไทยมีกองทุนรวมตราสารทุนเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติเมื่อเทียบกับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ ผลการวิจัยข้างต้นนำมาซึ่งข้อสรุปว่า การที่นักลงทุนรายย่อยของไทยไม่นิยมลงทุนในตราสารทุนนั้น ส่วนหนึ่งน่าจะเกิดจากความไม่ไว้วางใจในผลประกอบการของกองทุนรวมเป็นสำคัญ

ด้านธรรมาภิบาลในการลงทุนของกองทุนรวม

ในงานวิจัยของณดา จันทรืสม เรื่อง “ธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย” ได้แสดงให้เห็นว่ามีกรณีตัวอย่างที่สะท้อนว่ากองทุนรวมไทยยังมีข้อจำกัดในการใช้หลักธรรมาภิบาลบริหารจัดการกองทุนรวมเพื่อประโยชน์ของนักลงทุนรายย่อย การแสดงความโปร่งด้านการลงทุนให้มากขึ้นน่าจะเป็นอีกหนึ่งวิธีการที่จะช่วยให้นักลงทุนรายย่อยหันมาลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนเพิ่มขึ้น เพราะโอกาสของการเกิดภาวะภัยทางศีลธรรมของตัวแทน (Moral Hazard) มักจะเกิดขึ้นในกองทุนตราสารทุนได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้

ข้อปริศนาที่ 3 และ 4 : กองทุนรวมเพื่อการลดหย่อนภาษีกระตุ้นการออมระยะยาวได้จริงหรือไม่

และรัฐบาลควรยึดมาตรการด้านลดหย่อนภาษีใน LTF ต่อไปหรือไม่?

ไทยเป็นประเทศที่ให้แรงจูงใจในการซื้อกองทุนรวมโดยใช้มาตรการลดหย่อนภาษีสูงมากเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น แต่มาตรการดังกล่าวช่วยกระตุ้นการออมระยะยาวได้น้อย เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่นิยมลงทุนในกองทุนรวม LTF ซึ่งส่งเสริมการออมระยะสั้นมากกว่า การยกเลิกมาตรการลดหย่อนภาษีให้กองทุนรวม LTF น่าจะเป็นผลบวกต่อการส่งเสริมการออมระยะยาวโดยผ่านกองทุนรวม RMF แต่ทั้งนี้ควรมีการศึกษาในแนวลึก และดำเนินการแบบค่อยเป็นค่อยไป

ข้อปริศนาที่ 5: การมีช่องทางการจำหน่ายกระจุกตัวที่ธนาคารพาณิชย์เป็นปัญหาหรือไม่

ถึงแม้ว่าการที่ไทยจะมีช่องทางการจำหน่ายกองทุนรวมกระจุกตัวที่ธนาคารพาณิชย์จะไม่ใช่ปัญหาต่ออุตสาหกรรมกองทุนรวม แต่การที่ธพ.เน้นจำหน่ายตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนควรมีการแก้ไข เพราะจะเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้คนไทยได้ผลตอบแทนจากการลงทุนน้อยกว่าประเทศอื่น เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาประเทศ และหากผู้ออมไม่สามารถเพิ่มรายได้ได้มากพอใช้จ่ายในวัยเกษียณอายุ คนกลุ่มที่เคยเป็นชนชั้นกลางของประเทศอาจกลายเป็นภาระทางการคลังได้ การให้ฝ่ายอุปทานหรือบลจ. เพิ่มคุณภาพการให้คำปรึกษาน่าจะเป็นกลยุทธ์ที่ดีในการช่วยให้ผู้ซื้อหน่วยลงทุนหันมาลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนมากขึ้น

ข้อปริศนาที่ 6: การลดแลกแจกแถมของกองทุนรวมเป็นปัญหาหรือไม่?

กองทุนรวมจัดเป็นธุรกิจที่ควรแข่งขันกันในด้านคุณภาพของการบริหารจัดการกองทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดต่อผู้ลงทุน มิใช่แข่งขันในเชิงปริมาณ แต่ด้วยค่าธรรมเนียมการซื้อขายหน่วยลงทุนของไทยค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ส่งผลให้บลจ.ต่างๆ ต้องจัดตั้งกองทุนรวมไทยขึ้นจำนวนมาก และเกิดการแข่งขันถึงขั้นลดแลกแจกแถม ดังนั้น การปรับค่าธรรมเนียมซื้อขายให้เหมาะสมกับผลการดำเนินงาน โดยปล่อยให้กลไกราคาทำงาน และไปเพิ่มการกำกับดูแลด้านธรรมาภิบาลน่าจะเป็นวิธีที่ช่วยแก้ปัญหาการแข่งขันโดยเน้นด้านคุณภาพของการลงทุนมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- กนกรัตน์ เทศนาคติธรรม (2555) “เหตุใดนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน” ภาคนิพนธ์ปริญญาโท หลักสูตรเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- นรพัชร อัสวาลลภ (2555) เรื่อง “แนวทางการพัฒนาการจัดจำหน่ายกองทุนรวมของไทย” *Capital Market Research Forum* ครั้งที่ 3/255514 เมื่อวันที่ 14 มีนาคม 2555
- สรยุทธ์ นาระพันธ์ (2553) “พัฒนาการของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย : โอกาสและความท้าทายในทศวรรษหน้า” ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- Ajay Khorana,a Henri Servaes,b,c Peter Tufanod,e, (2005) Explaining the size of the mutual fund industry around the world, *Journal of Financial Economics* 00 (2005) 000-000
- Benjamin N. Alpert and John Rekenenthaler (2011) “*Global Fund Investor Experience 2011*” March 2011 (Morningstar)
- Ingo Walter and Elif Sisli (2006) The Asset Management Industry in Asia: Dynamics of Growth, Structure and Performance, JEL Classification: G23, O16 และ Investment Company Institute, European Fund and Asset Management Association, and other national mutual fund associations
- ICI Investment Company Institute, 2012 Investment Company Fact Book, 52nd Edition

Investment Company Institute, European Fund and Asset Management Association, and other national mutual fund associations.

James E. McWhinney 2009 *A Brief History Of The Mutual Fund* Posted: Sep 7,

Justin Ong (2012) *Distributing funds in Asia's growth market*, PwC (Luxembourg)

Kaminsky, Graciela; Lyons, Richard; Schmukler, Sergio. (2001) *"Mutual fund investment in emerging markets – overview"*, research working paper; no.WPS 2529

Mutual Fund Industry". Thammasat Business School, Thammasat University, Bangkok 10200, Thailand

Rouwenhorst, K. Geert, "The Origins of Mutual Funds," *Yale ICF Working Paper No. 04-48 (December 12, 2004)*, p. 5

Sarayut Nathaphan and Pornchai Chunchachinda (2010). Determinants of Growth for Thai

Stewart Aldcroft (1995). *The Asian mutual fund story*, Asia Asset Management, *The Journal of Investment & Pensions*

TheCityUK, *Financial Markets Series, Fund Management*, November 2012, p. 1

เรื่องที่ 2 “แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและ
ตลาดกองทุนรวมไทย”

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยุทธนา เศรษฐูปราโมทย์

แนวโน้มตลาดกองทุนรวมไทย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์
คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อมูลค่าตลาดของกองทุนรวมประเภทต่างๆ ในประเทศไทย และคาดการณ์แนวโน้มของตลาดกองทุนรวมไทยในอนาคต โดยผลการศึกษาพบว่าระดับรายได้และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดการเติบโตของกองทุนรวมในเกือบทุกประเภท โดยกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มการเติบโตสูงกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ (กองทุนรวมตราสารทุน, กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์, กองทุนรวมผสม และกองทุนรวมที่มีลักษณะเฉพาะอื่นๆ) อย่างเห็นได้ชัด ผลการประมาณการจากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์คาดว่าแนวโน้มของกองทุนรวมไทยใน 1-2 ปีข้างหน้าจะเติบโตในอัตราประมาณร้อยละ 11.3 – 14.3 ซึ่งสูงกว่าอัตราการขยายตัวของของรายได้ประชาชาติ ณ ราคาปัจจุบัน ที่ประมาณร้อยละ 8 (อัตราการขยายตัวของรายได้ประชาชาติที่แท้จริงร้อยละ 5 บวกอัตราเงินเฟ้อร้อยละ 3) ดังนั้นหากกองทุนรวมไทยเติบโตในอัตราร้อยละ 12.8 (ตามค่าเฉลี่ยของอัตราการเติบโตทางคาดการณ์ในปี 2556-2557) อย่างต่อเนื่อง จะทำให้อัตราส่วนของตลาดกองทุนรวมไทยต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ จะเพิ่มจากประมาณร้อยละ 21 ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ในปี 2555 เป็นร้อยละ 38 (เท่ากับสัดส่วนในประเทศเกาหลีปัจจุบัน) ในประมาณปี 2567-2570

1. บทนำ

ความสามารถในการเข้าถึงตลาดเงินและตลาดทุนของประชาชนมีความสำคัญเนื่องจากเป็นเครื่องมือในเก็บรักษาและเพิ่มผลตอบแทนของเงินออมนอกจากจะช่วยเพิ่มแรงจูงใจในการออมซึ่งเป็นปัจจัยที่มีบทบาทต่อการการลงทุนและการพัฒนาเศรษฐกิจในภาพรวมแล้ว ยังมีผลต่อการสะสมความมั่งคั่งของประชาชนในระบบเศรษฐกิจซึ่งมีผลต่อการใช้จ่ายและความมั่นคงในยามเกษียณอายุ

ในปัจจุบัน ตลาดเงินตลาดทุนไทยมีพัฒนาการทั้งในด้านของขนาดและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ ซึ่งช่วยเพิ่มทางเลือกในการลงทุนทางการเงินแก่ประชาชนโดยทั่วไปที่มีเงินออม อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดสำคัญในการลงทุนของผู้มีเงินออมรายย่อยที่สำคัญคือการขาดความรู้และความชำนาญในการลงทุน รวมถึงข้อจำกัดด้านเวลาในการศึกษาติดตามข้อมูลการลงทุน และข้อจำกัดด้านจำนวนเงินลงทุนที่น้อยทำให้ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม ดังนั้น กองทุนรวมจึงเป็นเครื่องมือในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยที่มีข้อจำกัดในการลงทุนข้างต้นในการนำเงินมาลงทุน ที่ผ่านมามีตลาดกองทุนรวมไทยได้มีการพัฒนาครอบคลุมกองทุนประเภทต่างๆ ตามลักษณะของสินทรัพย์ที่ลงทุนประกอบด้วย กองทุนตราสารหนี้ กองทุนตราสารทุน กองทุนผสม กองทุนอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนที่มีลักษณะพิเศษอื่นๆ นอกจากนี้ ยังมีการแบ่งประเภทตามเงื่อนไขเฉพาะในการลงทุน เช่น กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) กองทุนเพื่อการเกษียณอายุ (RMF) และกองทุนรวมที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศ (FIF) ¹

¹ ดูรายละเอียดเกี่ยวกับประโยชน์ของกองทุนรวมและประเภทต่างๆ ของกองทุนได้ใน เว็บไซต์ของสถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน http://www.tsi-thailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=1833&Itemid=1566 และ ThaiMutualFund.com http://www.thaimutualfund.com/AIMC/aimc_about.jsp

ถึงแม้ว่ากองทุนรวมจะมีบทบาทเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการลงทุน แต่ที่ผ่านมาการศึกษาเกี่ยวกับตลาดเงินตลาดทุนโดยทั่วไปจะมุ่งเน้นที่ การวิเคราะห์พัฒนาการของตลาดโดยรวม ได้แก่ ปัจจัยที่กำหนด พัฒนาการและขนาดของตลาดหลักทรัพย์ เช่น Garcia and Liu (1999), Yartey (2008) หรือตลาดตราสารหนี้ เช่น Bhattacharyay (2011), Braun and Briones (2006) ในขณะที่การศึกษาเกี่ยวกับ ปัจจัยที่กำหนดขนาดและแนวโน้มของตลาดกองทุนรวมยังคงมีอยู่ใน วงจำกัด เช่น Klapper et al. (2004), Khorana et al. (2005), Ramos (2009) โดยการศึกษาเหล่านี้มุ่งเปรียบเทียบการเติบโตของตลาด กองทุนรวมในประเทศต่างๆ และวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตทั้ง ปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาคและปัจจัยเชิงกฎหมายซึ่งรวมถึงข้อจำกัดเชิง สถาบัน ส่วนการศึกษาที่เน้นวิเคราะห์การเติบโตในกรณีประเทศไทยยัง มีอยู่จำกัดมากโดยการศึกษาเกี่ยวกับกองทุนรวมในประเทศไทยที่ผ่าน มา มุ่งเน้นการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนมากกว่าวิเคราะห์ แนวโน้มการขยายตัวของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุน การศึกษาที่ วิเคราะห์การเติบโตของกองทุนรวมในไทย ได้แก่ Nathaphan and Chunhachinda (2012) ซึ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่มีบทบาทต่อการเติบโตของ ขนาดเงินลงทุนในกองทุนรวมของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ต่างๆ โดยเน้นปัจจัยเชิงจุลภาคเกี่ยวกับลักษณะเฉพาะของบลจ. ต่างๆ ที่ส่งผลต่อการเติบโตของมูลค่าสินทรัพย์ของบลจ.

แม้ว่าตลาดกองทุนรวมจะมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจมหภาคของ ประเทศ แต่การศึกษาในประเทศไทยเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดการเติบโต ของธุรกิจกองทุนในเชิงมหภาคและการวิเคราะห์แนวโน้มตลาดกองทุน รวมในภาพรวมยังมีอยู่น้อยมาก ดังนั้น การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ หนึ่ง วิเคราะห์ปัจจัยเชิงมหภาคที่ส่งผลต่อการเติบโตของตลาดกองทุน

รวมในประเภทต่างๆ โดยมุ่งเน้นวิเคราะห์เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกองทุน และ สอง ประเมินแนวโน้มการเติบโตตลาดกองทุนรวมไทยและขนาดของธุรกิจกองทุนรวมเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP)

2. ข้อมูลในการศึกษา

เนื่องจากการศึกษานี้มีจุดประสงค์เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการเติบโตของกองทุนรวมประเภทต่างๆ ในระดับมหภาค โดยแบ่งการศึกษาตามประเภทของกองทุนเพื่อเปรียบเทียบแนวโน้มการเติบโตของกองทุนประเภทต่างๆ และเปรียบเทียบการตอบสนองของมูลค่ากองทุนรวมในแต่ละประเภทต่อปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ดังนั้นข้อมูลที่ใช้จะประกอบด้วย ข้อมูลมูลค่าสุทธิกองทุน (Net Asset Value – NAV) ของกองทุนประเภทต่างๆ จากรายงานของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน² ซึ่งเผยแพร่ในเวปไซด์ของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน² เป็นตัวแปรตามในการศึกษานี้ ส่วนตัวแปรอธิบายซึ่งเป็นตัวแทนของปัจจัยที่กำหนดมูลค่าสุทธิกองทุนรวมจะประกอบด้วยระดับผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GDP) เป็นตัวแทนของระดับรายได้ซึ่งเป็นปัจจัยกำหนดระดับการออมและความต้องการลงทุนในกองทุนรวม ส่วนปัจจัยที่กำหนดการจัดสรรเงินในกองทุนประเภทต่างๆ จะประกอบด้วย ตัวแทน (Proxy) ของอัตราผลตอบแทนการลงทุนในกองทุนรวมประเภทนั้นๆ และตัวแทนของอัตราผลตอบแทนการลงทุนประเภทอื่นๆ โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลในลักษณะรายไตรมาสเพื่อให้สอดคล้องกับการเผยแพร่ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค โดยช่วงเวลาในการศึกษาจะเริ่มจากปี 2543 ถึงปี

²ดูรายละเอียดของข้อมูลที่มีการเผยแพร่โดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุนได้ใน

http://www.aimc.or.th/21_infostats_nav.php

2555 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่มีการเผยแพร่ของมูลค่าติดมูลค่าตลาดกองทุนรวมประเภทต่างๆ โดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุน โดยรายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสรุปได้ในตารางที่ 1 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 1 รายละเอียดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและแหล่งที่มาของข้อมูล

รหัสตัวแปร	ชื่อตัวแปร	ที่มา	ช่วงข้อมูล
ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค			
YN	Gross Domestic Product at current price	สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ	2001Q1 - 2012Q4
I_MLR	Minimum Loan Rate	ธนาคารแห่งประเทศไทย	2001Q1 - 2012Q4
R_TIME	Real Time Deposit Interest Rate	$R_TIME = I_TIME - INFH$	2005Q4 - 2012Q4
I_TIME	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน	ธนาคารแห่งประเทศไทย	2005Q4 - 2012Q4
FX	Foreign Exchange Rate	ธนาคารแห่งประเทศไทย	2001Q1 - 2012Q4
INFH	Headline Inflation	กระทรวงพาณิชย์	2005Q4 - 2012Q4
USFFR	Federal Fund Rate	Econstats	2003Q4 - 2012Q4
SET50	SET50 Index	ตลาดหลักทรัพย์ฯ	2001Q1 - 2012Q4
PW_GOLD	World Gold Price	World Gold Council http://www.gold.org/	2002Q3 - 2012Q4

PW_OIL	World Oil Price (Dubai)	IFS	2003Q4 - 2012Q4
ข้อมูลมูลค่าตลาดกองทุนรวมประเภทต่างๆ			
EQUITY	กองทุนรวมตราสารแห่งทุน	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2005Q2 - 2012Q4
EQUITY_LTF	กองทุนรวมตราสารแห่งทุน ไม่รวมกองทุนรวมหุ้นระยะ ยาว	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2005Q2 - 2012Q4
LTF	กองทุนรวมหุ้นระยะยาว	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2007Q1 - 2012Q4
FIX	กองทุนรวมตราสารแห่งหนี้	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2005Q4 - 2012Q4
MIX	กองทุนรวมผสม	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2001Q1 - 2012Q4
PROPERTY	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2001Q1 - 2012Q4
OTHERS	กองทุนรวมประเภทอื่นๆ	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2001Q1 - 2012Q4
RMF	กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยง ชีพ	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2005Q4 - 2012Q4
FIF	กองทุนรวมที่ลงทุนใน ต่างประเทศ	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2003Q4 - 2012Q4
MTOTAL	กองทุนรวมทุกประเภท	สมาคมบริษัทจัดการ ลงทุน	2001Q1 - 2012Q4

3. วิธีการศึกษา

การศึกษาเชิงประจักษ์ประกอบด้วยแบบจำลอง 2 ส่วนเพื่อตอบวัตถุประสงค์หลัก 2 ข้อ ของการศึกษานี้ ได้แก่ ส่วนที่หนึ่ง แบบจำลองเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมแต่ละประเภท การศึกษาในส่วนจะใช้การทดสอบ Cointegration เพื่อหาความสัมพันธ์ระยะยาว และใช้สมการ Error-Correction Model (ECM) เพื่อวิเคราะห์การปรับตัวระยะสั้น ต่อมา แบบจำลองส่วนที่สองจะวิเคราะห์แนวโน้มการเติบโตของมูลค่าสุทธิกองทุนรวมแต่ละประเภทในช่วงปี 2556 ถึง 2557 โดยใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ที่เพิ่มเติมสมการ ECM ที่ได้จากแบบจำลองในส่วนแรกเพื่อให้สามารถใช้พยากรณ์แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและตลาดกองทุนรวมของไทยได้พร้อมกัน และนำค่าพยากรณ์ที่ได้มาใช้ในการประมาณการขนาดของมูลค่าสุทธิกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ในระยะยาว โดยวิธีการศึกษาในแต่ละส่วนแสดงได้ดังนี้

3.1 การทดสอบ Cointegration และประมาณค่าสมการ Error-Correction Model (ECM)

การทดสอบ Cointegration เป็นวิธีการประมาณค่าความสัมพันธ์ระยะยาวในกรณีที่ข้อมูลที่ใช้มีคุณสมบัติ Non-stationary เพื่อป้องกันปัญหา Spurious regression (Granger and Newbold, 1973) โดยการศึกษานี้จะทดสอบ Cointegration โดยใช้วิธีการ Residual-based two-step approach ของ Engle and Granger (1987) เนื่องจาก

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะมีช่วงข้อมูลที่สั้นคือระหว่างปี 2543 ถึง 2555 และในข้อมูลกองทุนบางประเภทมีข้อมูลในช่วงที่สั้นกว่า เช่น กองทุน LTF มีข้อมูลในช่วงปี 2548 ถึงปี 2555 ทำให้การทดสอบ Cointegration ด้วยวิธีการของ Johansen (1995) ซึ่งอาศัยการประมาณค่าพารามิเตอร์จำนวนมากตามลักษณะของระบบสมการ Vector Autoregression (VAR) และ Vector Error-Correction Model (VECM) เกิดปัญหาจากข้อจำกัดของช่วงข้อมูลที่สั้น ดังนั้นวิธีการ Residual-based approach ซึ่งทดสอบ Cointegration ผ่านการประมาณค่าสมการเดียวที่มีตัวแปรมูลค่าสุทธิกองทุนรวมเป็นตัวแปรภายในมีความเหมาะสมกว่าสำหรับในการศึกษานี้³ โดยวิธีการทดสอบ Conintegration ในแบบ Residual-based approach ของ Engle and Granger (1987) สามารถแสดงได้ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 การประมาณค่าสมการซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ระยะยาว

ขั้นตอนนี้จะประมาณค่าสมการโดยตัวแปรที่ใช้มีคุณสมบัติ Non-stationary โดยตัวแปรที่ใช้จะไม่มีการปรับข้อมูลให้มีคุณสมบัติ Stationary ด้วยวิธีการ First Difference และไม่มีการใช้ตัวแปรล่าช้า (Lagged Terms) ในสมการ โดยการประมาณค่าสามารถใช้วิธีการ

³ดูรายละเอียดเกี่ยวกับปัญหา Spurious Regression ในข้อมูลที่มีคุณสมบัติ Non-stationary และวิธีการทดสอบ Cointegration ด้วย Residual-based approach ของ Engle and Granger (1987) ได้ใน Enders (2010)

ประมาณค่าด้วยวิธี Ordinary Least Squared ตามปกติ ดังสมการต่อไปนี้

$$Y = \alpha + \beta_1 X_{1,t} + \beta_2 X_{2,t} + \dots + \beta_k X_{k,t} + u_t \quad (1)$$

ขั้นตอนที่ 2 ทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาวด้วยการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของตัวแปร Residual Term ที่ได้จากการประมาณค่าสมการในขั้นตอนที่ 1

$$\hat{u}_t : \hat{u}_t = Y_t - \hat{Y}_t \quad (2)$$

โดยหากตัวแปร Residual Term มีคุณสมบัติ Stationary จะเป็นเครื่องยืนยันความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปรในขั้นตอนที่ 1 และในทางตรงข้ามหากตัวแปร Residual Term มีคุณสมบัติ Non-stationary จะแสดงว่าความสัมพันธ์ที่ได้มีลักษณะเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่จริงหรือ Spurious Regression

ต่อมาหลังจากทดสอบ Cointegration ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตัวแปรในระบบ จะทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระยะสั้นเพื่ออธิบายการเคลื่อนไหวของแนวโน้มธุรกิจกองทุนรวมในระยะ 1-2 ปีข้างหน้า โดยการวิเคราะห์แนวโน้มของตัวแปรในระยะสั้นจะต้องมีการพิจารณาปัจจัยที่ส่งผลการปรับตัวของกองทุนในระยะสั้น และความล่าช้าในตอบสนองต่อปัจจัยระยะยาวของกองทุนต่างๆ ซึ่งการวิเคราะห์สามารถใช้สมการ Error-Correction Model แสดงได้ดังต่อไปนี้

$$\Delta Y_t = \phi \hat{u}_{t-1} + \sum_{i=0}^{n-1} \delta_i \Delta X_{t-i} + \sum_{j=1}^{m-1} \eta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3)$$

โดยการประมาณค่าสมการ ECM จะใช้ค่าตัวแปรล่าช้าของ Residual terms ที่ได้จากการประมาณค่าสมการ Cointegration () เป็นตัวแทนของการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว และใช้ค่าตัวแปรอธิบายในรูป First Differences เป็นตัวแทนของปัจจัยที่ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวในระยะสั้น

3.2 แนวโน้มการเติบโตของมูลค่าสุทธิกองทุนรวมแต่ละประเภท และมูลค่าสุทธิกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ในระยะยาว

เนื่องจาก ปัจจัยที่กำหนดขนาดของกองทุนรวมในการศึกษานี้ เน้นบทบาทของปัจจัยมหภาคเป็นหลัก ทำให้การพยากรณ์การเติบโตของกองทุนรวมจะต้องวิเคราะห์ควบคู่กับแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจมหภาค ดังนั้น การศึกษาในส่วนนี้จะเริ่มจากการวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคของไทยด้วยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ซึ่งขยายตัวแบบให้ครอบคลุมสมการของมูลค่าสุทธิกองทุนรวมประเภทต่างๆ โดยใช้สมการ Error-Correction Model จากการศึกษาส่วนที่แล้ว เพื่อคำนวณแนวโน้มของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญและแนวโน้มของธุรกิจกองทุนรวม ในปี 2556-2557 โดยรายละเอียดของแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคฯ ประกอบด้วย สมการพฤติกรรมจำนวน 52 สมการ และสมการเอกลักษณ์จำนวน 24 สมการ ซึ่งประกอบด้วยองค์ประกอบหลัก 6 ส่วน

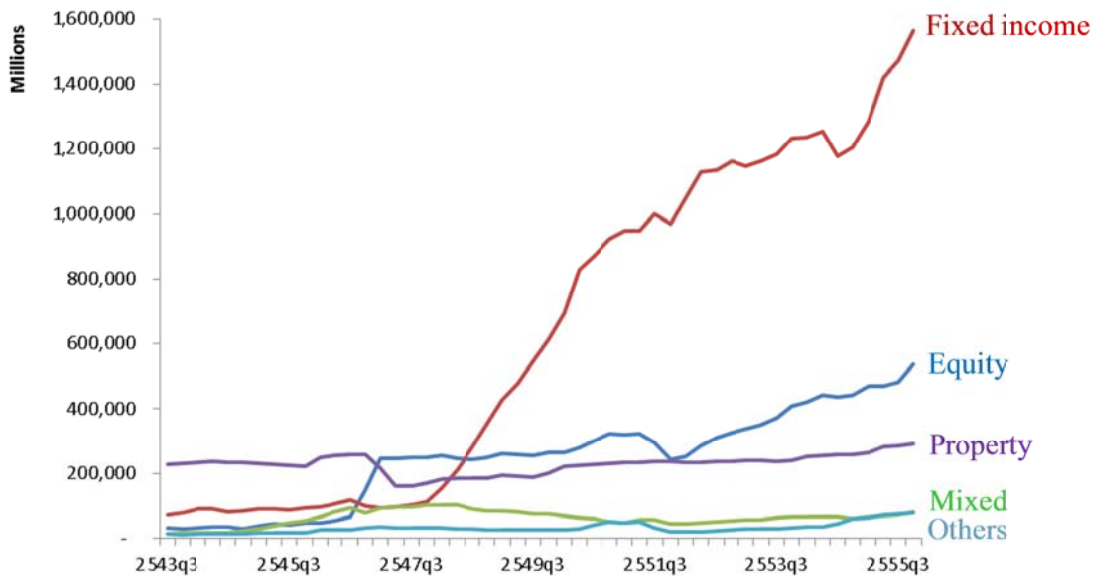
ได้แก่ i) การใช้จ่ายภายภาคเอกชนและรัฐบาล ii) ระดับราคาสินค้า iii) ตลาดการเงินภายในประเทศ และอัตราดอกเบี้ย iv) ตลาดการเงินระหว่างประเทศ v) การค้าระหว่างประเทศและดุลบัญชีเดินสะพัด และ vi) รายได้ประชาชาติและช่องว่างการผลิต และในการศึกษานี้จะเพิ่มเติมองค์ประกอบที่ 7 คือ ตลาดกองทุนรวมซึ่งประกอบด้วย 9 สมการพฤติกรรม และ 2 สมการเอกลักษณ์

จากนั้นข้อมูลแนวโน้มการขยายตัวของกองทุนรวมและผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติที่ได้จากแบบจำลองข้างต้น จะใช้ในการกำหนดข้อสมมุติเกี่ยวกับอัตราการขยายตัวระยะยาวของกองทุนรวมและ GDP เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มระยะยาวของสัดส่วนของมูลค่าสุทธิกองทุนรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) โดยจะใช้อัตราการขยายตัวนี้เพื่อการคำนวณแนวโน้มของตัวแปรทั้งสองนี้ต่อเนื่องจากค่าพยากรณ์ในปี 2557 ที่ได้จากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคฯ โดยจะพยากรณ์ค่าอัตราส่วนนี้ตั้งแต่ปี 2557 ถึง ปี 2570

4. ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ปัจจัยที่ส่งผลต่อขนาดของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมแต่ละประเภท

กองทุนรวมประเภทต่างๆ ของไทยมีพัฒนาการมาอย่างต่อเนื่อง เมื่อพิจารณาข้อมูลกองทุนรวมในช่วงปี 2543 ถึงปี 2555 ซึ่งเป็นตัวแทนของข้อมูลหลังวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียถึงปัจจุบัน แนวโน้มของการเติบโตของกองทุนรวมประเภทต่างๆ แสดงได้ในรูปที่ 1 ดังต่อไปนี้

รูปที่ 1 มูลค่าสุทธิ (NAV) ของกองทุนรวมประเภทต่างๆ ปี 2543 ถึง ปี 2555



ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

จากรูปที่ 1 พบว่ากองทุนรวมเกือบทุกประเภทมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องโดยกองทุนที่มีสัดส่วนมากที่สุดในตลาดกองทุนรวมไทยคือกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งมีแนวโน้มการขยายตัวที่สูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ มาก และมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะช่วงหลังปี 2548 ซึ่งรัฐบาลเริ่มมีนโยบายบายแก้กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสถาบันการเงิน ซึ่งนำไปสู่การจัดตั้งสถาบันคุ้มครองเงินฝาก และยกเลิกการรับประกันเงินฝากในกรณีที่ธนาคารพาณิชย์มีปัญหอย่างเต็มจำนวนเงินในทุกๆ ขนาดบัญชี⁴ ตามมาด้วยกองทุนรวมตราสารทุน โดยกองทุนสองประเภทนี้มีแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่องภายหลังปี 2543 โดย

⁴รพท. ได้เสนอแนวความคิดการบังคับใช้กฎหมายและจัดตั้งสถาบันคุ้มครองเงินฝากในกลางปี 2547 และร่างพระราชบัญญัติสถาบันคุ้มครองเงินฝากได้ผ่านการพิจารณาของสภานิติบัญญัติแห่งชาติ เมื่อวันที่ 19 ธันวาคม 2550 (ข้อมูลจากเว็บไซต์สถาบันคุ้มครองเงินฝาก <http://www.dpa.or.th>)

กองทุนรวมตราสารทุนมีการเติบโตอย่างก้าวกระโดดในปี 2546 ไตรมาสที่ 4 เนื่องจากการจัดตั้งกองทุนวายุภักษ์โดยกระทรวงการคลัง ทำให้มูลค่าตลาดของกองทุนรวมในการขยายตัวเพิ่มสูงในช่วงนั้น นอกจากกองทุนประเภทอื่นๆ ก็มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องเช่นกัน แต่เนื่องจากขนาดกองทุนที่เล็ก ทำให้สัดส่วนต่อมูลค่ากองทุนรวมทั้งหมดยังมีน้อย ส่วนกองทุนรวมแบบผสมมีแนวโน้มการขยายตัวที่ไม่สูงมาก และมีขนาดที่เล็กเช่นกัน สุดท้ายกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มหดตัวลงในช่วงระหว่างปี 2543 ถึงปี 2546 แต่มีแนวโน้มขยายตัวสูงขึ้นหลังปี 2547 แต่ขนาดของกองทุนและแนวโน้มของอัตราการเติบโตยังอยู่ในระดับที่น้อยกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมตราสารทุนมาก

4.1 การทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตามที่กล่าวถึงในบทที่แล้ว การประมาณค่าสมการเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระยะยาวของข้อมูลที่มีลักษณะอนุกรมเวลา (Time Series) นั้น จะต้องพิจารณา คุณสมบัติความเป็น Stationary ของข้อมูล ซึ่งจะมีผลต่อวิธีการศึกษาที่ใช้ เนื่องจากหากข้อมูลมีคุณสมบัติ Stationary การประมาณค่าสามารถทำได้โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติปกติ ได้แก่การประมาณค่าโดยวิธีการ Ordinary Least Squared และการทดสอบความสัมพันธ์ผ่าน t-test และ F-test แต่หากข้อมูลมีลักษณะ Nonstationary การทดสอบโดยวิธีการข้างต้นอาจก่อให้เกิดปัญหา Spurious regression ทำให้ไม่สามารถยืนยันความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในสมการได้จากการทดสอบ t-test และ F-test ตามปกติ ดังนั้น การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในกรณีที่ข้อมูลมี

ลักษณะ Nonstationary จะใช้การทดสอบ Cointegration ทำให้ขั้นตอนเบื้องต้นก่อนการวิเคราะห์ปัจจัยที่ผลต่อขนาดมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนในแต่ละประเภท จะต้องทำการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของตัวแปรแต่ละตัวที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งการทดสอบจะใช้วิธีทดสอบ Unit Root ด้วย Augmented Dickey Fuller Tests โดยผลการทดสอบแสดงได้ในตารางที่ 2 ดังต่อไปนี้

ผลการทดสอบจากตารางที่ 2 พบว่า เราไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักเกี่ยวกับความเป็น Unit Root ของตัวแปรต่างๆ ทุกตัวแปรได้ ยกเว้นตัวแปรอัตราเงินเฟ้อ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 1% หรือ 5% ในขณะที่เมื่อทำการ First Differences ข้อมูลแล้วพบว่าสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักเกี่ยวกับการเป็น Unit Root ได้ในทุกตัวแปร ณ ระดับนัยสำคัญที่ 1% หรือ 5% ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดมีลักษณะ Non-Stationary และเมื่อทำการปรับข้อมูลให้มีลักษณะอัตราการเปลี่ยนแปลงของข้อมูล (First Difference) จะทำให้ข้อมูลมีลักษณะ Stationary ดังนั้นเราจึงสรุปได้ว่าข้อมูลมีคุณสมบัติ Integrated Series at order 1 หรือ $I(1)$ ยกเว้นข้อมูลอัตราเงินเฟ้อที่มีคุณสมบัติ Stationary หรือ $I(0)$ ดังนั้น การหาความสัมพันธ์ระยะยาวจะใช้วิธีการทดสอบ Cointegration และ Error-Correction Model ซึ่งเหมาะสมกับการศึกษานี้ ส่วนตัวแปรอัตราเงินเฟ้อที่มีคุณสมบัติ Stationary จะใช้เฉพาะในการสร้างตัวแปรอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง แต่จะไม่ใช้เป็นตัวแปรอธิบายในสมการ Cointegration

ตารางที่ 2 การทดสอบคุณสมบัติUnit Rootของตัวแปรโดย
Augmented-Dickey Fuller Test

ตัวแปร	Level	First Difference
ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค		
YN	-0.935	-10.227***
I_MLR	-1.494	-4.613***
R_TIME	-1.134	-5.512***
I_TIME	-2.166	-3.671***
FX	-2.356	-8.829***
INFH	-4.718***	-7.438***
USFFR	-2.506	-6.523***
SET50	-0.738	-4.775***
PW_GOLD	-1.527	-6.054***
PW_OIL	-2.089	-8.574***
ตัวแปรกองทุนรวมประเภทต่างๆ		
EQUITY	-0.230	-4.090***
EQUITY_LTF	-1.768	-3.428**
LTF	-0.689	-3.045**
FIX	-0.535	-3.401**
MIX	-1.857	-5.125***
PROPERTY	-1.915	-4.865***
OTHERS	-0.596	-4.282***
RMF	1.019	-6.301***

FIF	-2.310	-4.358***
MTOTAL	-2.057	-4.264***

หมายเหตุ: *,**,*** แทนการปฏิเสธสมมุติฐานหลัก(unit root) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5%, and 1% ตามลำดับ

4.2 การทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างกองทุนรวมประเภทต่างๆ และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคด้วยวิธีการทดสอบ Cointegration

การศึกษาในส่วนนี้จะทดสอบ Cointegration เพื่อหาความสัมพันธ์ระยะยาวโดยข้อมูลที่ยังไม่ได้ทำ First Difference และการประมาณค่าสมการ Error-Correction Model (ECM) โดยใช้ข้อมูลที่ผ่านการ First Difference แล้วตามหลักการของ Residual-based two-step approach ของ Engle and Granger (1987) โดยการทดสอบ Cointegration จะแยกการทดสอบตามประเภทกองทุนต่างๆ ประกอบด้วย กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมผสม กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมประเภทอื่นๆ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ โดยกองทุนรวมตราสารทุนจะแบ่งการประมาณค่าออกเป็น 3 สมการประกอบด้วยกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงปี 2543 – 2548 กองทุนรวมตราสารทุนในช่วงปี 2549 – 2555 และกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงปี 2549 – 2555 ที่ไม่นับรวมกองทุนหุ้นระยะยาว เพื่อวิเคราะห์ผลของการจัดตั้งกองทุนหุ้นระยะยาวในปี 2547⁵ ต่อการเปลี่ยนแปลงความต้องการลงทุนในกองทุนตราสารทุน โดยผลการประมาณค่าสมการความสัมพันธ์ระยะยาว และ

⁵กองทุนรวมหุ้นระยะยาวเริ่มมีการจัดตั้งในไตรมาสที่ 4 ปี 2547 แต่ในช่วงแรกมูลค่าการลงทุนยังมีน้อยมาก ดังนั้นจึงเริ่มพิจารณาช่วงเวลาที่ยกเว้นกองทุนหุ้นระยะยาวจะส่งผลต่อความต้องการลงทุนในกองทุนตราสารทุนตั้งแต่ปี 2546 เป็นต้นไป

การทดสอบ Unit Root ของตัวแปร Error Term ที่ได้จากสมการ
ความสัมพันธ์ระยะยาวเพื่อยืนยันคุณสมบัติ Cointegration แสดงได้ใน
ตารางที่ 3 ถึง 5 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าสมการความสัมพันธ์ระยะยาว และการ
ทดสอบ Cointegration ในกองทุนรวมตราสารทุน

ตัวแปร	กองทุนรวมตราสาร ทุน (ช่วงเวลา 2000 - 2005)		กองทุนรวมตราสาร ทุน (ช่วงเวลา 2006 - 2012)		กองทุนรวมตราสารทุน ไม่รวมกองทุนหุ้นระยะ ยาว	
	Coeff	t-Stat	Coeff	t-Stat	Coeff	t-Stat
Constant	2.672	0.405	6.471	6.347	18.800	37.051
YN	1.402	2.593	1.216	15.289	0.346	8.966
I_MLR	-12.415	-1.896			1.839	3.047
SET50	0.522	1.457	0.353	9.971	0.365	21.340
Dummy	0.931	6.301				
Adjusted R ²	0.988		0.976		0.987	
N	2000Q3 - 2005Q4		2006Q1 - 2012Q4		2006Q1 - 2012Q4	
Cointegration Test	-4.665**		-3.858**		-4.086*	

หมายเหตุ: *, **, *** แทนการปฏิเสธสมมุติฐานหลัก(no cointegration) ณ ระดับ
นัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับโดยค่าวิกฤตที่ใช้อ้างอิงจาก
Table 2 ในMacKinnon (2010)

ตารางที่ 4 ผลการประมาณค่าสมการความสัมพันธ์ระยะยาว และการทดสอบ Cointegration ในกองทุนรวมผสม กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมประเภทอื่นๆ

ตัวแปร	กองทุนรวมผสม		กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์		กองทุนรวมประเภทอื่นๆ	
	Coeff	t-Stat	Coeff	t-Stat	Coeff	t-Stat
Constant	12.368	3.441	14.425	17.798	-14.819	-2.660
YN	0.856	3.444	0.803	14.466	2.490	6.728
R_TIME			1.037	1.997		
I_MLR					36.988	4.571
Adjusted R ²	0.181		0.860		0.667	
N	2000Q3 - 2012Q4		2004Q1 - 2012Q4		2005Q3 - 2012Q4	
Cointegration Test	-4.047***		-7.053***		-3.491*	

หมายเหตุ: *, **, *** แทนการปฏิเสธสมมุติฐานหลัก(no cointegration) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับโดยค่าวิกฤตที่ใช้อ้างอิงจาก Table 2 ใน MacKinnon (2010)

ตารางที่ 5 ผลการประมาณค่าสมการความสัมพันธ์ระยะยาว และการทดสอบ Cointegration ในกองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ

ตัวแปร	กองทุนรวมตราสารหนี้		กองทุนรวมหุ้นระยะยาว		กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ	
	Coeff	t-Stat	Coeff	t-Stat	Coeff	t-Stat
Constant	-37.133	-8.210	-57.379	-14.555	-39.195	-14.991
YN	4.692	13.076	5.681	21.697	4.348	24.376

R_TIME	4.661	2.129	2.626	2.376
SET50	-0.641	-2.835		
I_MLR		-16.786	-2.931	
Adjusted R ²	0.881	0.951	0.958	
N	2004Q4 - 2012Q2	2006Q1 - 2012Q4	2006Q1 - 2012Q4	
Cointegration Test	-3.990*	-3.639*	-4.213**	

หมายเหตุ: *, **, *** แทนการปฏิเสธสมมุติฐานหลัก(no cointegration) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 10%, 5%, และ 1% ตามลำดับโดยค่าวิกฤตที่ใช้อ้างอิงจาก Table 2 ใน MacKinnon (2010)

การพิจารณาความสัมพันธ์ระยะยาวจะเริ่มจาก ผลการทดสอบ Cointegration ผ่านการทดสอบ Unit Root ของตัวแปร Error terms ที่ได้ โดยค่าวิกฤตที่ใช้การตัดสินใจว่าจะสามารถปฏิเสธสมมุติฐานหลักว่าตัวแปรไม่มี Cointegration จะอ้างอิงจาก Table 2 ใน MacKinnon (2010) ซึ่งผลการทดสอบพบว่ากรณีของสมการ กองทุนรวมผสมและกองทุนอสังหาริมทรัพย์ สามารถปฏิเสธสมมุติฐานได้ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1% ในขณะที่สมการ กองทุนรวมตราสารทุนในช่วงปี 2543 – 2548 กองทุนรวมตราสารทุนในช่วงปี 2549 – 2555 และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ สามารถปฏิเสธสมมุติฐานได้ที่ระดับนัยสำคัญ 5% ส่วนกองทุนรวมตราสารทุนที่ไม่รวมกองทุนหุ้นระยะยาว กองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว สามารถปฏิเสธ สมมุติฐานได้ที่ระดับนัยสำคัญ 10% ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่อยู่ในแต่ละสมการซึ่งแสดงในตารางที่ 3 ถึงตารางที่ 5 สามารถอธิบายมูลค่าตลาดกองทุนรวมประเภทต่างๆ ในระยะยาวได้ในทุกสมการ โดยพบว่าตัวแปรที่ใช้อธิบายมูลค่าของกองทุนรวมประเทศต่างๆ

ประกอบด้วยระดับรายได้ และอัตราผลตอบแทนกองทุนแต่ละประเภทจะมีตัวแปรที่แตกต่างกันในการอธิบายมูลค่าสุทธิของกองทุน นอกจากนี้ขนาดของการตอบสนองต่อตัวแปรก็จะมี ความแตกต่างกันด้วย โดยประเด็นความเหมือนและความแตกต่างระหว่างกองทุนประเภทต่างๆ ที่สำคัญสามารถสรุปได้ดังนี้

เมื่อพิจารณาแนวโน้มการเติบโตของกองทุนรวมประเภทต่างๆ ตามการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) พบว่าระดับรายได้เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดการเติบโตของตลาดกองทุนรวมไทยในเกือบทุกประเภท โดยกองทุนรวมหุ้นระยะยาวมีขนาดการเพิ่มเมื่อรายได้เพิ่มขึ้นที่สูงที่สุด (ค่าความยืดหยุ่นต่อรายได้เท่ากับ 5.7) ตามด้วยกองทุนรวมตราสารหนี้ และ กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (ค่าความยืดหยุ่นต่อรายได้เท่ากับ 4.7 และ 4.3 ตามลำดับ) ส่วนกองทุนรวมตราสารทุนมีความยืดหยุ่นต่อระดับรายได้ประมาณ 1.2 – 1.4 ทั้งช่วงก่อนและหลังปี 2548 ซึ่งแสดงถึงการเติบโตในสัดส่วนที่สูงกว่าการขยายตัวของระดับรายได้ แต่ในช่วงหลังปี 2548 หากไม่รวมกองทุนรวมหุ้นระยะยาวแล้วจะพบว่าค่าความยืดหยุ่นต่อรายได้ค่าเพียง 0.3 ซึ่งแสดงว่าการขยายตัวของกองทุนรวมตราสารทุนมีการเบี่ยงเบนไปที่กองทุนรวมหุ้นระยะยาวมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนประเภทอื่นๆ อย่างชัดเจน ส่วนกองทุนรวมผสมและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีค่าความยืดหยุ่นต่อระดับรายได้ใกล้เคียงกันคือ 0.8 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 1 ซึ่งแสดงว่าอัตราการเติบโตจะต่ำกว่าอัตราการเติบโตของรายได้ในระยะยาว

ดังนั้น เพื่อพิจารณา ผลของการเติบโตของเศรษฐกิจแทนด้วยตัวแปร GDP พบว่าการเติบโตของกองทุนรวมประเภทต่างๆ กองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (กองทุนรวมหุ้นระยะยาว – LTF, กองทุนรวมเพื่อการเกษียณอายุ – RMF) มีแนวโน้มการเติบโตที่สูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างชัดเจนนอกจากนี้กองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีแนวโน้ม

การเติบโตสูง ก็มีการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีโดยเฉพาะกองทุนตราสารหนี้ที่มีระยะเวลา (Term Fund) โดยไม่มีการจ่ายภาษีเงินปันผล เพราะนับผลตอบแทนเป็นกำไรส่วนเกินทุน (Capital Gain) ซึ่งได้รับการยกเว้นเสียภาษีเงินได้

เมื่อพิจารณาการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนจะพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้มีการตอบสนองทั้งต่ออัตราผลตอบแทนในการลงทุนของตนเอง และอัตราผลตอบแทนในการลงทุนประเภทอื่นๆ อย่างชัดเจน โดยในกรณีของกองทุนรวมตราสารทุน จะใช้การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET50) เป็นตัวแทนของผลตอบแทนของตนเอง และใช้อัตราดอกเบี้ยในระบบธนาคารพาณิชย์เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของการลงทุนประเภทอื่นๆ และในกรณีของกองทุนรวมตราสารหนี้จะเป็นในลักษณะตรงข้ามกับกรณีกองทุนรวมตราสารทุน ซึ่งผลการศึกษาชี้แสดงว่าในกรณีของกองทุนตราสารหนี้มีการตอบสนองในเชิงบวกต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่แท้จริง ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนการลงทุนประเภทที่ได้ผลตอบแทนคงที่ และมีการตอบสนองต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ซึ่งใช้เป็นตัวแทนของผลตอบแทนของการลงทุนในตราสารทุนในเชิงลบ โดยผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้กองทุนรวมตราสารหนี้ขยายตัวร้อยละ 4.7 ส่วนกองทุนรวมตราสารก็มีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทน (ใช้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET50 เป็นตัวแทน) เช่นกันโดยผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้กองทุนรวมตราสารทุนขยายตัวร้อยละ 0.4 - 0.5 ดังนั้นจึงพบว่าการลงทุนในกองทุนรวมทั้งประเภทตราสารหนี้และตราสารทุนมีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนการลงทุนของตัวสินทรัพย์ที่กองทุนลงทุน นอกจากนี้ยังมีการทดแทนกันในการลงทุนของกองทุน 2 ประเภทนี้ โดยหากอัตราผลตอบแทนของกองทุนประเภทหนึ่งการ

ปรับตัวสูงขึ้นก็จะทำให้ความต้องการทำเงินไปลงทุนในกองทุนอีกประเภทหนึ่งปรับตัวลดลงได้ โดยหากผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่ากองทุนตราสารหนี้ลดลงร้อยละ 0.6 และหากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้ตลาดกองทุนตราสารทุนปรับตัวลดลงร้อยละ 12.4

ส่วนกองทุนรวมประเภทอื่นๆ มีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนที่ไม่ชัดเจนเท่ากรณีของ กองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยประเด็นที่น่าสนใจได้แก่ ลักษณะการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีไม่มีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET50 ซึ่งอาจมาจากผู้ที่ลงทุนในกองทุนประเภทนี้สามารถได้ผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา และเงื่อนไขการลงทุนที่ต้องถือกองทุนรวมประเภทนี้ไม่น้อยกว่า 5 ปีปฏิทิน ทำให้ไม่สามารถขายกองทุนได้เมื่อมีผลตอบแทนตามที่ต้องการ ทำให้กองทุนรวมหุ้นระยะยาวมีลักษณะที่ไม่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงในดัชนีตลาดหลักทรัพย์เหมือนกองทุนรวมตราสารทุนอื่นๆ

4.3 การประมาณค่าการตอบสนองระยะสั้นและการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวด้วยสมการ Error-Correction Model

ต่อมาเพื่อวิเคราะห์การตอบสนองระยะสั้นของกองทุนรวมประเภทต่างๆ ต่อปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค และวิเคราะห์การปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาว สมการ Error-Correction Model จะใช้ในการประมาณค่า โดยผลการประมาณค่านี้จะใช้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระยะสั้น และใช้ในการพยากรณ์แนวโน้มกองทุนรวมในช่วงปี 2556 – 2557 ในบทต่อไป โดยผลการประมาณค่าสามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

สมการ มูลค่าตลาดกองทุนรวมตราหุ้นที่ไม่รวมกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (EQUITY_LTF)

$$\Delta \ln EQUITY_LTF_t = 0.004 - 1.096 \Delta \ln EQUITY_LTF_{t-1} - (18.800 + 0.346 \ln YN_{t-1} + 1.839 I_MLR_{t-1} + 0.365 \ln SET50_{t-1}) + 0.757 \Delta \ln YN_t + 0.326 AR(1)$$

$(t\text{-statistic}) \quad (0.326) \quad (-1.999) \quad (3.073) \quad (1.545)$

Adjusted R-Squared = 0.317 S.E. of regression = 0.046 T = 31 (2005Q2-2012Q4)

สมการ มูลค่าตลาดกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF)

$$\Delta \ln LTF_t = -0.094 (\ln LTF_{t-1} - (-57.379 + 5.681 \ln YN_{t-1} - 16.786 I_MLR_{t-1})) - 14.609 \Delta I_MLR_t + 0.603 \Delta \ln SET50_t + 0.651 \Delta \ln YN_t - 0.474 \Delta \ln LTF_{t-4}$$

$(t\text{-statistic}) \quad (-0.921) \quad (-3.039) \quad (5.680) \quad (1.578) \quad (5.742)$

Adjusted R-Squared = 0.652 S.E. of Regression = 0.058 T = 24 (2007Q1-2012Q4)

สมการ มูลค่าตลาดกองทุนรวมตราสารหนี้ (FIX)

$$\Delta \ln FIX_t = -0.085 (\ln FIX_{t-1} - (-37.133 + 4.692 \ln YN_{t-1} + 4.661 R_TIME_{t-1} - 0.641 \ln SET50_{t-1})) + 0.779 AR(1)$$

$(t\text{-statistic}) \quad (-1.330) \quad (9.114)$

Adjusted R-Squared = 0.537 S.E. of Regression = 0.047 T = 28 (2005Q4-2012Q3)

สมการ มูลค่าตลาดกองทุนรวมผสม (MIX)

$$\Delta \ln MIX_t = -0.084 (\ln MIX_{t-1} - (12.368 + 0.856 \ln YN_{t-1})) + 0.707 \Delta \ln YN_t + 0.248 \Delta \ln SET50_t + 0.317 \Delta \ln MIX_{t-1}$$

$(t\text{-statistic}) \quad (-2.349) \quad (1.305) \quad (1.734) \quad (2.509)$

Adjusted R-Squared = 0.239 S.E. of Regression = 0.109 T = 48 (2001Q1-2012Q4)

สมการมูลค่าตลาดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (PROPERTY)

$$\Delta \ln PROPERTY_t = -0.080(\ln PROPERTY_{t-1} - (14.410 + 0.803 \ln YN_{t-1})) + 0.425 \Delta \ln PROPERTY_{t-1} + 0.013$$

(t-statistic) (-2.138) (3.293) (1.401)

Adjusted R-Squared = 0.218 S.E. of Regression = 0.054 T
= 48 (2001Q1-2012Q4)

สมการ มูลค่าตลาดกองทุนรวมประเภทอื่นๆ (OTHERS)

$$\Delta \ln OTHERS_t = -0.053(\ln OTHERS_{t-1} - (-14.819 + 2.490 \ln YN_{t-1} + 36.988 I_MLR_{t-1})) + 0.713 \Delta \ln SET50_t + 0.234 OTHERS_{t-1} + 0.027$$

(t-statistic) (-1.766) (5.221) (2.049) (1.386)

Adjusted R-Squared = 0.448 S.E. of Regression = 0.109 T
= 48 (2001Q1-2012Q4)

สมการมูลค่าตลาดกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF)

$$\Delta \ln RMF_t = -0.267(\ln RMF_{t-1} - (-39.195 + 4.348 \ln YN_{t-1} + 2.626 R_TIME_{t-1})) + 1.120 \Delta \ln YN_t + 1.063 \Delta R_TIME_{t-1} + 0.605 AR(1)$$

(t-statistic) (-1.560) (2.581) (1.365) (3.573)

Adjusted R-Squared = -0.152 S.E. of Regression = 0.064 T
= 29 (2005Q4-2012Q4)

สมการมูลค่าตลาดกองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ (FIF)

$$\Delta \ln FIF_t = -0.268(\ln FIF_{t-1} - (21.898 + 1.002 \ln PW_GOLD_{t-1} + 1.442 PW_OIL_{t-1} - 22.930 USFFR_{t-1} - 1.370 \ln SET_{t-1})) + 3.119 \Delta \ln YN_t$$

(t-statistic) (-1.771) (2.176)

Adjusted R-Squared = 0.104 S.E. of Regression = 0.321 T
= 37 (2003Q4-2012Q4)

สมการดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET50)

$$\Delta \ln SET50_t = \underset{(t\text{-statistic})}{-0.213} (\ln SET50_{t-1} - \underset{(-2.856)}{(-14.523 + 1.465 \ln YN_{t-1} - 8.936 I_MLR_{t-1})}) + \underset{(2.733)}{1.290} \Delta \ln YN_t \\ - \underset{(-2.658)}{1.586} \Delta \ln FX_t + \underset{(1.346)}{0.176} \Delta \ln SET50_{t-1}$$

Adjusted R-Squared = 0.391 S.E. of Regression = 0.096 *T*
= 47 (2001Q1-2012Q3)

สมการราคาทองคำในตลาดโลก (PW_GOLD)

$$\Delta \ln PW_GOLD_t = \underset{(t\text{-statistic})}{0.049} - \underset{(2.545)}{0.564} \Delta \ln PW_GOLD_{t-1} + \underset{(-3.408)}{0.349} \Delta \ln PW_GOLD_{t-7} + \underset{(2.386)}{0.831} MA(1) \underset{(6.795)}{(1)}$$

Adjusted R-Squared = 0.138 S.E. of Regression = 0.056 *T*
= 41 (2002Q3-2012Q3)

สมการเอกลักษณ์มูลค่าตลาดกองทุนรวมตราสารทุนทั้งหมด (EQUITY)

$$EQUITY_t = EQUITY_LTF_t + LTF_t$$

สมการเอกลักษณ์มูลค่าตลาดกองทุนรวมทุกประเภท (MTOTAL)

$$MTOTAL_t = EQUITY_t + FIX_t + MIX_t + PROPERTY_t + OTHERS_t$$

สมการเอกลักษณ์อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนที่แท้จริง (R_TIME)

$$R_TIME_t = I_TIME_t - INFH_t$$

จากผลการประมาณค่าที่ได้แสดงว่าส่วนใหญ่มูลค่าตลาดของกองทุนจะมีการตอบสนองต่อปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคในระยะสั้นที่ต่ำกว่าค่าความสัมพันธ์ระยะยาว เช่น กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพมีค่าความยืดหยุ่นต่อรายได้เท่ากับ 4.4 จากสมการระยะยาว (Cointegration) แต่มีค่าความยืดหยุ่นต่อรายได้เท่ากับ 1.1 ในสมการระยะสั้น (ECM) และหลายปัจจัยซึ่งส่งผลต่อกองทุนในระยะยาวไม่ส่งผลต่อมูลค่ากองทุนระยะสั้น เช่น กรณีของกองทุนรวมตราสารหนี้ ที่ไม่ปัจจัยใดที่มีผลอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น โดยการเคลื่อนไหวระยะสั้นเป็นการปรับตัวเข้าหาดุลยภาพซึ่งกำหนดจากปัจจัยระยะยาว และในบางกรณีปัจจัยบางอย่างส่งผลต่อมูลค่ากองทุนเฉพาะในระยะสั้น เช่น กองทุนรวมหุ้นระยะยาว มีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (SET50) ในเชิงบวกเฉพาะในระยะสั้น แต่ไม่ตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนในระยะยาว

ซึ่งผลการประมาณค่าสมการ ECM ของกองทุนทั้ง 8 ประเภท และสมการ ECM ของตัวแปรดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET50) และ ตัวแปรราคาทองคำในตลาดโลก (PW_GOLD) ซึ่งเป็นตัวแปรที่สำคัญในการอธิบายพฤติกรรมของมูลค่ากองทุนรวม จะนำไปใช้ในการศึกษาส่วนต่อไปโดยนำไปเป็นส่วนหนึ่งของแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค ที่ใช้ในการคำนวณแนวโน้มกองทุนรวมไทย นอกจากนี้ ยังมีสมการเอกลักษณ์มูลค่าตลาดกองทุนรวมตราสารทุนทั้งหมด และมูลค่าตลาดกองทุนรวมทั้งหมดรวมอยู่ในแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค ด้วยเพื่อใช้ในการคำนวณมูลค่ากองทุนรวมทั้งหมด

5. ผลการวิเคราะห์แนวโน้มการเติบโตของกองทุนรวมและขนาดกองทุนรวม

การวิเคราะห์ในบทนี้จะเริ่มจากการพยากรณ์แนวโน้มของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งผลการพยากรณ์จะอ้างอิงผลการศึกษาของโครงการพยากรณ์เศรษฐกิจมหภาคและวิเคราะห์ผลกระทบเชิงนโยบายโดยตัวแบบเศรษฐกิจมหภาคของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ในเดือนมีนาคม 2556 ซึ่งค่าพยากรณ์ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคของไทยที่สำคัญในปี 2556–2557 แสดงได้ในตารางที่ 6 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 6 ผลพยากรณ์เศรษฐกิจไทยปี 2556-2557 โดยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค

ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญ	2555	2556F	2557F
GDP Growth	6.4	5.3	5.2
Headline Inflation	3.0	2.9	2.6
Core Inflation	2.1	1.9	1.6
Exchange Rate (average)	31.1	30.6	30.2
RP1 (end of period)	2.75%	2.75%	2.75%
Private Consumption	6.7	4.9	3.8
Private Investment	14.6	10.1	10.8
Export Volume (good & services)	2.9	8.4	7.4
Import Volume (good & services)	6.2	10.4	8.6

Export Value (good: USD)	3.3	12.0	13.1
Import Volume (good: USD)	7.8	16.0	14.0

ที่มา: จากการคำนวณด้วยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคฯ ดูรายละเอียดของการพยากรณ์เศรษฐกิจมหภาคของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ได้จาก www.forecast.nida.ac.th

จากตารางที่ 6 แนวโน้มของอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วงปี 2556-2557 น่าจะขยายตัวประมาณร้อยละ 5.2-5.3 ส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไปอยู่ในระดับประมาณ 2.6-2.9 ดังนั้น การขยายตัวของ GDP คิดจากราคาปัจจุบันจะอยู่ประมาณร้อยละ 7.8-8.2 ซึ่งตัวเลขอัตราการขยายตัวนี้จะใช้ในการอ้างอิงสมมติฐานการขยายตัวของ GDP คิดเป็นตัวเงิน (ณ ราคาปัจจุบัน) ในการศึกษาส่วนต่อไป โดยกำหนดที่ร้อยละ 8 ต่อปีตามค่าเฉลี่ยของปี 2556-2557 ที่คำนวณได้ข้างต้น โดยอัตราการขยายตัวที่ร้อยละ 8 ต่อปีนี้จะใช้เป็นพื้นฐานในการคำนวณอัตราส่วนของมูลค่ากองทุนรวมต่อ GDP ในการวิเคราะห์ส่วนต่อไป ส่วนอัตราดอกเบี้ยคาดว่าจะมีแนวโน้มทรงตัวเนื่องจากทั้งอัตราเงินเฟ้อและอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ใกล้เคียงกับระดับเป้าหมายของนโยบายการเงิน⁶

ต่อมาจากการนำสมการ Error Correction Model ซึ่งแสดงถึงการตอบสนองระยะสั้นของกองทุนรวมจากปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคและการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว มาใช้ในตัวแบบเศรษฐกิจมหภาคฯ ทำให้ได้ผลการพยากรณ์มูลค่าสุทธิของกองทุนประเภทต่างๆ แสดงได้ดังตารางที่ 7 ดังต่อไปนี้

⁶ดู Chuenchoksan, S. et al. (2008). และ Luangaram and Sethapramote (2009) เกี่ยวกับการวิเคราะห์อัตราการขยายตัวของผลผลิตตามศักยภาพ และการคำนวณอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 7 ผลพยากรณ์อัตราการขยายตัวของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของ
กองทุนรวมประเภทต่างๆ ปี 2556-2557 โดยแบบจำลองเศรษฐกิจมห
ภาคฯ

กองทุนรวมประเภทต่างๆ	2555	2556F	2557F
ประเภทหลักของกองทุนรวม			
กองทุนรวมตราสารแห่งทุน	12.8	9.0	5.2
กองทุนรวมตราสารแห่งหนี้	17.8	12.5	18.0
กองทุนรวมผสม	12.3	15.9	5.4
กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	9.6	8.2	5.2
กองทุนรวมประเภทอื่นๆ	64.8	11.6	13.6
กองทุนประเภทที่มีเงื่อนไขในการลงทุนเฉพาะ			
กองทุนรวมหุ้นระยะยาว	22.9	21.3	23.1
กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ	27.0	20.7	16.0
กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ	34.9	14.2	11.6
รวมกองทุนรวมทุกประเภท	16.5	11.3	14.3

ที่มา: จากการคำนวณโดยตัวแบบเศรษฐกิจมหภาคฯ

จากตารางที่ 7 แนวโน้มการเติบโตของมูลค่าตลาดกองทุนรวมทั้งหมดในปี 2556 และ 2557 จะอยู่ที่ร้อยละ 11.3 และ 14.3 ตามลำดับ ซึ่งผลการพยากรณ์นี้แสดงถึงการขยายตัวต่อเนื่องของตลาดกองทุนรวมไทย แต่อัตราการขยายตัวจะชะลอลงจากปี 2555 ซึ่งมีการปรับตัวสูงที่ร้อยละ 16.5 ซึ่งการชะลอตัวลงเกิดจาก แนวโน้มการขยายตัวของ GDP ในปี 2556 และ 2557 มีแนวโน้มชะลอลงจากในปี 2555 ที่ GDP ขยายตัวร้อยละ 6.4 นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่มีการปรับลดลง และ

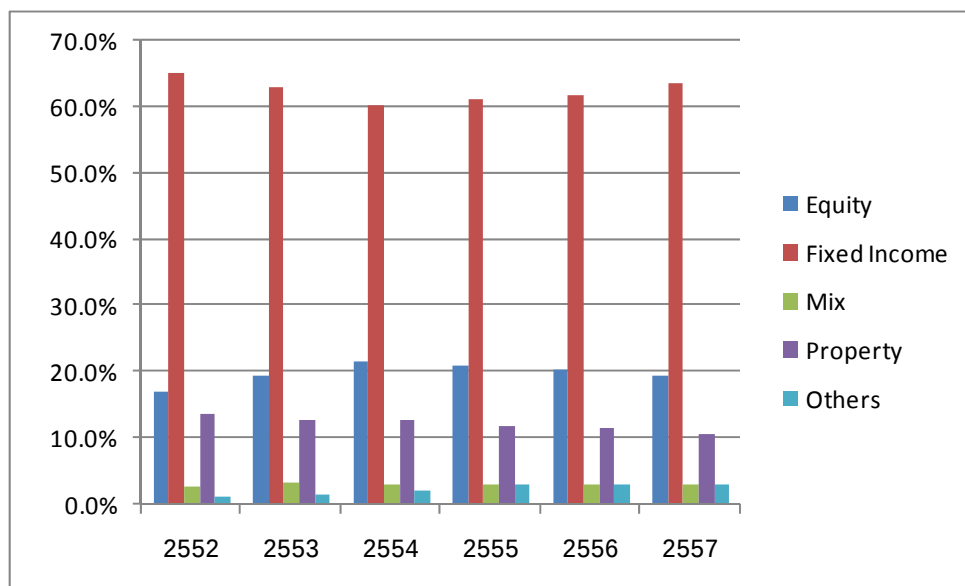
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนที่ลดลงจากปี 2555 ที่ผ่านมา มีผลต่อการชะลอตัวของอัตราการขยายตัวของกองทุนรวมเช่นกัน อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวของกองทุนรวมที่คาดการณ์ในปี 2556 - 2557 ยังคงสูงกว่าระดับการขยายตัวของ GDP ที่เป็นตัวเงินซึ่งอยู่ที่ประมาณร้อยละ 8 ดังนั้น คาดว่าสัดส่วนของมูลค่ากองทุนรวมไทยต่อ GDP จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ

เมื่อพิจารณาแนวโน้มอัตราการขยายตัวในแต่ละประเภทกองทุนรวม ผลการศึกษาพบว่ากองทุนที่มีแนวโน้มขยายตัวดีในปี 2556-2557 ได้แก่ กองทุนรวมตราสารหนี้ โดยคาดว่าอัตราการเติบโตของกองทุนตราสารหนี้จะอยู่ที่ร้อยละ 12.5 และ 18.0 ในปี 2556 และ 2557 ตามลำดับ ส่วนกองทุนตราสารทุนคาดว่าจะมีการเติบโตในอัตราต่ำกว่าคือร้อยละ 9.0 และ 5.2 ในปี 2556 และ 2557 ตามลำดับ นอกจากนี้ กองทุนรวมประเภทผสม กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมประเภทอื่นๆ คาดว่าจะมีอัตราการขยายตัวในระดับใกล้เคียงกันคือประมาณร้อยละ 5.2 ถึง 15.9 นอกจากนี้ เมื่อพิจารณากองทุนประเภทที่มีเงื่อนไขในการลงทุนเฉพาะ พบว่ากองทุนรวม LTF และ RMF ซึ่งเป็นกองทุนที่ได้รับสิทธิประโยชน์ในการนำมาลดหย่อนการเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา มีแนวโน้มการเติบโตในอัตราที่สูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างชัดเจน โดยคาดว่ากองทุน LTF (RMF) จะขยายตัวในอัตราร้อยละ 21.3 (20.7) และ 23.1 (16.0) ในปี 2556 และ 2557 ตามลำดับ ซึ่งเป็นอัตราการขยายตัวที่สูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างชัดเจน แต่อัตราการขยายตัวนี้มีแนวโน้มชะลอตัวลงจากการขยายตัวในปี 2555 ที่ผ่านมา

ต่อมา ข้อมูลจากแนวโน้มของอัตราการขยายตัวของกองทุนรวมแต่ละประเภท จะใช้ในการคำนวณแนวโน้มของสัดส่วนของขนาดมูลค่าตลาดกองทุนรวมประเภทต่างๆ ซึ่งผลการคำนวณแสดงได้ในรูปที่ 2 ซึ่ง

จากรูปที่ 2 พบว่าสัดส่วนกองทุนรวมในไทยส่วนใหญ่จะยังคงเป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ต่อไป โดยสัดส่วนนี้ในปี 2554 ปรับตัวลดลงเป็นร้อยละ 60.4 จากร้อยละ 65.1 ในปี 2552 แต่เนื่องจากในปี 2555 กองทุนรวมตราสารหนี้มีอัตราการขยายตัวที่สูงและคาดว่าจะสูงต่อเนื่องในปี 2556 และ 2557 ทำให้สัดส่วนกองทุนตราสารหนี้ น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 63.7 ในปี 2557 และกองทุนรวมตราสารทุนที่สัดส่วนต่อมูลค่ากองทุนรวมทั้งหมดปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2554 เป็นร้อยละ 21.6 จากร้อยละ 17.1 ในปี 2552 จะมีอัตราการขยายตัวที่ช้าลงโดยคาดว่าจะมีสัดส่วนร้อยละ 19.6 ในปี 2557 ส่วนกองทุนรวมผสมและกองทุนรวมประเภทอื่นๆ คาดว่าจะมีสัดส่วนที่ใกล้เคียงเดิม แต่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีอัตราการขยายตัวน้อยกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ มีทิศทางของสัดส่วนต่อมูลค่ากองทุนรวมที่ลดลงเรื่อยๆ โดยคาดว่าจะมีสัดส่วนปรับตัวลงจากร้อยละ 13.7 ในปี 2552 เป็นร้อยละ 10.7 ในปี 2557

รูปที่ 2 สัดส่วนของมูลค่าตลาดกองทุนรวมประเภทต่างๆ ต่อมูลค่าตลาดกองทุนรวมทั้งหมด



ที่มา: ข้อมูลปี 2552-2555 คำนวณจากข้อมูลของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน และข้อมูลปี 2556 – 2557 คำนวณจากค่าพยากรณ์โดยตัวแบบเศรษฐกิจมหภาค

สุดท้ายจากการวิเคราะห์ในบทที่ 4 ซึ่งพบว่ามูลค่าตลาดกองทุนรวมทั้งประเทศตราสารทุนและตราสารหนี้มีการตอบสนองต่อผลตอบแทนการลงทุนอย่างชัดเจน นอกจากนี้ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ ซึ่งมีการให้สิทธิลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา รวมถึงกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นกองทุนประเภทที่มีการกำหนดระยะเวลาการลงทุนที่ชัดเจน (Term Fund) ซึ่งได้รับการยกเว้นภาษีดอกเบี่ยเพราะนับอัตราผลตอบแทนอยู่ในรูปส่วนเกินทุน (Capital Gain) มีการขยายตัวในอัตราที่สูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ และเป็นกองทุนที่ช่วยเกื้อหนุนการเติบโตของธุรกิจกองทุนรวมไทย ดังนั้น จึงแสดงว่ามาตรการส่งเสริมธุรกิจกองทุนรวมที่ผ่านมาผ่านการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีมีผลต่อการขยายตัวของตลาดกองทุนรวม

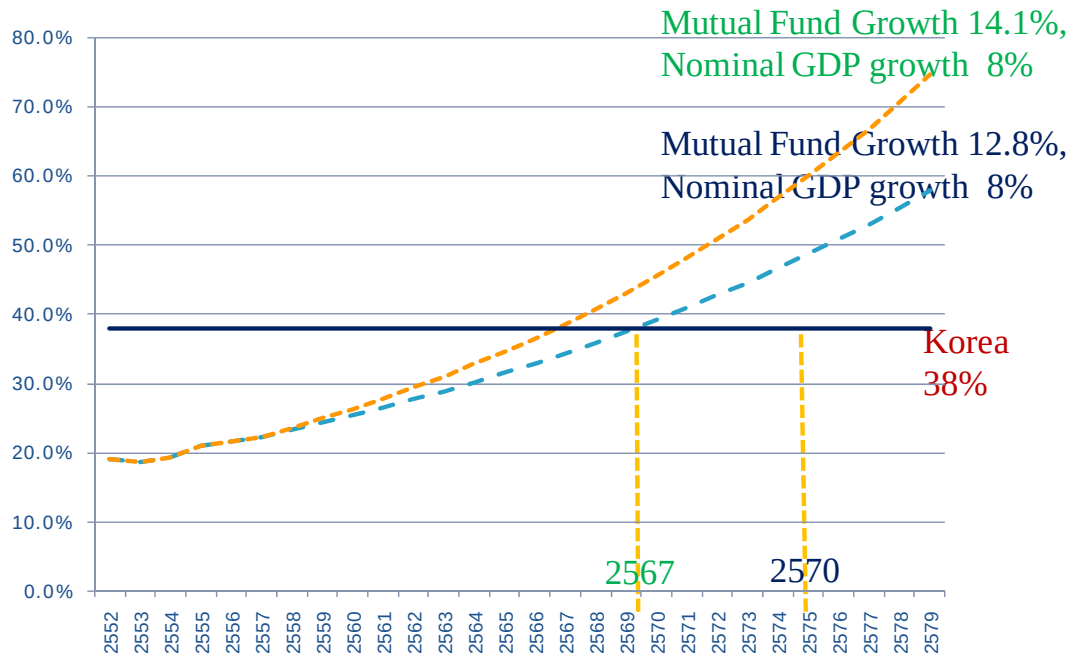
ไทยในช่วงที่ผ่านมาอย่างชัดเจน และจากการที่อัตราการเติบโตของมูลค่ากองทุนรวมมีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทน ทำให้คาดการณ์ได้ว่าหากมีการลดหรือยกเลิกสิทธิประโยชน์ทางภาษีข้างต้นจะส่งผลต่ออัตราการเติบโตของมูลค่าตลาดกองทุนรวมที่น่าจะมีการขยายตัวที่ช้าลง ดังนั้น ประเด็นที่สำคัญที่ควรพิจารณาในกรณีนี้คือระยะเวลาที่รัฐบาลควรมีการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเพื่อช่วยเร่งอัตราการเติบโตของกองทุนรวม เพราะการส่งเสริมอย่างต่อเนื่องในระยะยาวจะมีผลต่อรายได้ของรัฐบาลและฐานะการคลังภาครัฐ รวมถึงมีผลต่อการบิดเบือนโครงสร้างตลาดการเงิน ดังนั้น การวิเคราะห์ช่วงเวลาที่ควรมีการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีจึงมีความจำเป็นในการส่งเสริมการเติบโตของตลาดกองทุนรวมในระยะสั้น และไม่ก่อให้เกิดปัญหาในระยะยาว

การวิเคราะห์ช่วงเวลาที่เหมาะสมในการส่งเสริมตลาดกองทุนรวมไทย จะใช้การคำนวณแนวโน้มของสัดส่วนของมูลค่าตลาดกองทุนรวมไทยต่อ GDP ในอนาคต โดยกำหนดเป้าหมายการขยายตัวของมูลค่าตลาดกองทุนรวมให้มีสัดส่วนของมูลค่าตลาดกองทุนรวมต่อ GDP ให้อยู่ที่ระดับร้อยละ 38 ซึ่งเป็นสัดส่วนเท่ากับสัดส่วนของประเทศเกาหลีในปัจจุบัน เพื่อประเมินช่วงเวลาที่เหมาะสมต่อการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีในการพัฒนาตลาดกองทุนรวมไทยให้อยู่ในระดับที่สูงใกล้เคียงกับประเทศที่พัฒนาแล้วในเอเชีย ได้แก่ ประเทศเกาหลี

โดยการวิเคราะห์นี้จะคำนวณแนวโน้มของสัดส่วนมูลค่าตลาดกองทุนรวมต่อ GDP ในช่วงปี 2552 ถึงปี 2579 โดยการคำนวณในช่วงปี 2552 – 2555 จะใช้ข้อมูลจริงในการคำนวณและการคำนวณในช่วงปี 2556 – 2557 จะใช้ข้อมูลค่าพยากรณ์จากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค ในการคำนวณ ส่วนการคำนวณในช่วงหลังจากนั้นคือในช่วงปี 2558 – 2579 จะคำนวณโดยการกำหนดข้อสมมุติเกี่ยวกับอัตราการขยายตัวของ GDP ณ ราคาปีปัจจุบัน และอัตราการขยายตัว

ของมูลค่าตลาดกองทุนรวม โดยกำหนดให้อัตราการขยายตัวของ GDP ณ ราคาปัจจุบันอยู่ที่ร้อยละ 8.0 ตามการวิเคราะห์ข้างต้น ส่วนอัตราการขยายตัวของกองทุนรวมจะกำหนดให้อัตราร้อยละ 12.8 จากค่าเฉลี่ยการขยายตัวที่พยากรณ์ได้ในช่วงปี 2556 – 2557 นอกจากนี้จะพิจารณาในกรณีที่นำอัตราการขยายตัวในปี 2555 ซึ่งสูงกว่าปีอื่นๆ มาใช้ในการคำนวณโดยค่าเฉลี่ยของอัตราการขยายตัวระหว่างปี 2555 – 2557 จะอยู่ที่ร้อยละ 14.1 โดยผลการคำนวณแนวโน้มสัดส่วนของมูลค่าตลาดกองทุนรวมต่อ GDP แสดงได้ดังรูปที่ 3 ดังต่อไปนี้

รูปที่ 3 สัดส่วนของมูลค่าตลาดกองทุนรวมต่อ GDP ในช่วงปี 2552 – 2555 และค่าพยากรณ์ของช่วงปี 2556 - 2579



ที่มา: ข้อมูลจริงปี 2552 – 2555 จากสมาคมบริษัทจัดการลงทุนและ
คำนวณค่าพยากรณ์โดยใช้ตัวแบบเศรษฐมิติมหภาค

จากรูปที่ 3 จะเห็นว่ามูลค่าการขยายตัวของกองทุนรวมของไทย
อยู่ในระดับสูงกว่าการขยายตัวของระดับ GDP ทำให้คาดการณ์ว่า
สัดส่วนต่อ GDP ของมูลค่าตลาดกองทุนรวมในไทยจะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ
โดยหากกองทุนรวมไทยเติบโตในอัตราร้อยละ 12.8 อย่างต่อเนื่อง และ
GDP ณ ราคาปีปัจจุบัน มีการเติบโตต่อเนื่องในอัตราร้อยละ 8 คาดว่า
สัดส่วนต่อ GDP ของมูลค่าตลาดกองทุนรวมไทยจะมีค่ามากกว่าร้อยละ
38 ในปี 2570 และหากมูลค่าตลาดกองทุนรวมไทยมีการเติบโตในอัตรา
ที่สูงขึ้นเป็นร้อยละ 14.1 อย่างต่อเนื่องคาดว่าสัดส่วนต่อ GDP ของ

มูลค่าตลาดกองทุนรวมไทยจะมีค่ามากกว่าร้อยละ 38 ในปี 2567 ดังนั้นจะเห็นได้ว่าหากต้องการให้ตลาดกองทุนรวมไทยมีการขยายตัวไปอยู่ในระดับใกล้เคียงกับประเทศเกาหลีซึ่งเป็นประเทศที่ประสบความสำเร็จในการพัฒนาตลาดเงิน-ตลาดทุนในประเทศ ของเอเชียตะวันออก เรายังมีความจำเป็นต้องส่งเสริมธุรกิจกองทุนรวมอีกประมาณ 11 – 14 ปี และมาตรการส่งเสริมที่มีผลชัดเจน คือการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี เนื่องจากมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในกองทุนรวมซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเติบโตของมูลค่าตลาดกองทุนรวม

6. สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

6.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มุ่งเน้นวิเคราะห์ปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาคที่กำหนดแนวโน้มการเติบโตของกองทุนรวมไทยประเภทต่างๆ เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มของตลาดกองทุนรวมไทย โดยผลการศึกษาพบว่า นอกเหนือจากระดับรายได้แล้วปัจจัยสำคัญที่กำหนดการเติบโตของตลาดกองทุนรวมไทยในเกือบทุกประเภทได้แก่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน โดยกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มการเติบโตสูงกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ อย่างเห็นได้ชัด นอกจากนี้กองทุนรวมตราสารหนี้มีการปรับตัวตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับ (ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่แท้จริงเป็นตัวแทน) นอกจากนี้ยังพบว่าการทดแทนกันระหว่างกองทุนตราสารหนี้และตราสารทุนโดยหากผลตอบแทน

กองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (กองทุนรวมหุ้นระยะยาว – LTF, กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ – RMF) มีแนวโน้มการเติบโต

ที่สูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ อย่างชัดเจนนอกจากนี้กองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีแนวโน้มการเติบโตสูง ก็มีการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี โดยเฉพาะกองทุนตราสารหนี้ที่มีระยะเวลา (Term Fund) โดยไม่มีการจ่ายภาษีเงินปันผลเพราะนับผลตอบแทนเป็นกำไรส่วนเกินทุน (Capital Gain) ซึ่งได้รับการยกเว้นเสียภาษีเงินได้

จากผลการพยากรณ์เศรษฐกิจมหภาคโดยตัวแบบเศรษฐกิจมหภาคฯ พบว่าแนวโน้มตลาดกองทุนรวมไทยในปี 2556 และ 2557 น่าจะขยายตัวร้อยละ 11.3 และ 14.3 ตามลำดับ โดยกองทุนรวมหุ้นระยะยาว กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศ และกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มในการขยายตัวสูงที่สุด

6.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายจากการศึกษา

จากผลการศึกษาข้างต้นมีนัยต่อผลเชิงนโยบายด้านตลาดทุน โดยสามารถสรุปข้อเสนอแนะเชิงนโยบายได้ดังนี้

มาตรการสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีผลต่อผลตอบแทนของตลาดกองทุนรวมไทยทั้งกองทุนรวมตราสารทุนและตราสารหนี้ ดังนั้น หากรัฐบาลจะส่งเสริมการขยายตัวของตลาดกองทุนรวมโดยเฉพาะตลาดกองทุนตราสารทุน มาตรการยกเว้นภาษีเงินได้ยังคงมีความจำเป็น

อย่างไรก็ตาม การขยายตัวของตลาดกองทุนรวมไทย มีการเอนเอียงที่ตลาดตราสารหนี้โดยเฉพาะกองทุนรวมประเภท Term Fund ซึ่งมีลักษณะทดแทนเงินฝากประจำธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นหากรัฐบาลต้องการดูแลสัดส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนและตราสารหนี้ให้ใกล้เคียงกันเหมือนในต่างประเทศ ควรมีการออกมาตรการควบคุมไม่ให้มีการนับอัตราผลตอบแทนจากกองทุนประเภท Term Fund ในรูป Capital Gain โดยหากต้องการส่งเสริมให้ตลาดกองทุนรวมไทยมี

สัดส่วนที่สูงขึ้นใกล้เคียงกับต่างประเทศ เช่น เกาหลี มาตรการส่งเสริมทางภาษีควรมีอยู่ถึงประมาณปี 2567-2570

บรรณานุกรม

Bhattacharyay, B.H. (2011), *Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants*, ADBI Working Paper.

Braun, M. and Briones, I. (2006), “The Development of Bond Markets around the World”, Working Paper.

Chuenchoksan, S. et al. (2008). “Uncertainty in the Estimation of Potential Output and Implications for the Conduct of Monetary Policy”, Paper presented at the Annual BOT symposium.

Engle, R.F. and Granger, C.W.J. (1987), “Co-Integration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing”, *Econometrica*, 55(2), 251-276.

Garcia, V.F. and Liu, L. (1999). “Macroeconomic Determinants of Stock Market Development”, *Journal of Applied Economics*, 2(1), 29-59.

- Granger, C.W.J. and Newbold, P. (1973), "Spurious Regression in Econometrics", *Journal of Econometrics*, 2, 111-120.
- Johansen, Soren (1995), *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*, Oxford University Press.
- Khorana, A., Servaes, H., Tufanod P. (2005), "Explaining the Size of the Mutual Fund Industry around the World", *Journal of Financial Economics*, 78(1), 145-185.
- Klapper, L., Sulla V. and Vittas D. (2003), "The Development of Mutual Funds around the World" *Emerging Markets Review*, 5, 1–38.
- Luangaram, P., Sethapramote Y., and Sirisettaapa, P. (2010), An Evaluation of Inflation Forecast Targeting in Thailand, mimeo.
- MacKinnon, J.G. (2010), "Critical Values for Cointegration Tests", Queen's University Working Paper.

Nathaphan, S. and Chunhachinda, P. (2012), *Determinant of Growth for Thai Mutual Fund Industry*, Thammasat Business School, Working Paper.

Nazir, M.S., Nawaz M.M. (2010), “The Determinants of Mutual Fund Growth in Pakistan” *International Research Journal of Finance and Economics*, 54, 75-84.

Ramos S.B. (2009), “The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry”, *European Financial Management*, 15 (1), 145–180.

Yartey C.A. (2008), “The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?”, IMF Working Paper.

ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์ (2556) “โครงการพยากรณ์เศรษฐกิจมหภาค และวิเคราะห์ผลกระทบเชิงนโยบายโดยตัวแบบเศรษฐกิจมหภาค ของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์” รายงานการวิจัย สำนักวิจัย สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

เรื่องที่ 3 “บทบาทของกองทุนรวมต่อ
การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ”

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข

บทบาทของกองทุนรวมต่อเศรษฐกิจมหภาค

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข

ผู้ช่วยศาสตราจารย์

ดร. สันติ ชัยศรีสวัสดิ์สุข

บทบาทของทุน (Capital)

หรือการสะสมทุน (Capital

accumulation) ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศนั้น ได้รับการยอมรับกันอย่างกว้างขวางโดยทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การพัฒนาว่าเป็นปัจจัย และเงื่อนไขสำคัญที่ก่อให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้อย่างยั่งยืน ประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่รวมทั้งประเทศไทยเป็นกลุ่มประเทศที่มีความต้องการทุนจำนวนมากเพื่อใช้ในกระบวนการพัฒนาทางเศรษฐกิจให้มีความราบรื่นและต่อเนื่อง แต่กลับพบว่าประเทศที่มีความต้องการทุนเหล่านี้ มักจะขาดแคลนทุนเพื่อการพัฒนาประเทศ โดยเฉพาะทุนภายในประเทศ ซึ่งโดยมากจะเกิดขึ้นจากการออมภายในประเทศนั่นเอง ทำให้ต้องอาศัยแหล่งทุนจากต่างประเทศทั้งในรูปแบบของการลงทุนทางตรง (Foreign Direct Investment: FDI) และการลงทุนทางอ้อม (Foreign Portfolio Investment: FPI) ซึ่งในปัจจุบันพบว่าการแข่งขันกันของประเทศกำลังพัฒนาเพื่อดึงดูดทุนจากต่างประเทศเพื่อสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจในหลายรูปแบบอย่างกว้างขวางจนอาจเป็นสาเหตุหนึ่งของการเกิดความไม่สมดุล

ในระบบเศรษฐกิจโลก (Global Imbalance) เช่น การใช้มาตรการทางภาษีเพื่อจูงใจนักลงทุนจากต่างประเทศให้เข้ามาลงทุน การให้สิทธิประโยชน์ต่างๆ กับทุนต่างชาติ ฯลฯ นอกจากนี้ การเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งในรูปแบบของการลงทุนทางอ้อมผ่านตราสารทางการเงิน ยังมีผลทำให้เกิดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยและการดำเนินนโยบายทางการเงิน และก่อให้เกิดความผันผวนทางเศรษฐกิจอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

เนื่องจากการพึ่งพาแหล่งทุนจากต่างประเทศจำนวนมากอาจก่อให้เกิดปัญหาการขาดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเคลื่อนย้ายของเงินทุนขนาดใหญ่อย่างรวดเร็วซึ่งมีผลทำให้เกิดการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมากในระยะเวลานั้น อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนมากขึ้นโดยไม่จำเป็น การดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อให้เกิดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอาจจะมีต้นทุนที่สูงขึ้น ทำให้หลายประเทศหันมาให้ความสำคัญกับการระดมเงินทุนจากแหล่งภายในประเทศ การเกิดขึ้นและการขยายตัวของกองทุนรวมจึงเป็นแนวทางหนึ่งที่ได้รับ ความสนใจในแง่ของการเพิ่มทางเลือกสำหรับการออม การเพิ่มประสิทธิภาพในการระดมทุน และเป็นช่องทางในการบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่ดีขึ้น การเกิดขึ้นของกองทุนรวมเป็นองค์ประกอบหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการ

พัฒนาระบบการเงิน และตลาดการเงินของประเทศไทยให้มีประสิทธิภาพ
สูงขึ้น ทำให้ต้นทุนทางการเงินในระบบเศรษฐกิจลดต่ำลง

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อวิเคราะห์บทบาทของกองทุน
รวมต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทย โดยจะวิเคราะห์ครอบคลุม
ไปถึงผลกระทบของการขยายตัวของกองทุนรวมต่อการบริโภค และการ
ลงทุนในประเทศด้วย กองทุนรวมมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจใน
ฐานะที่เป็นตัวกลางทางการเงิน (Financial Intermediations) ที่ทำให้
ต้นทุนของการระดมทุนเพื่อการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่ำลง เป็น
เครื่องมือที่สามารถตอบสนองต่อความต้องการเงินทุนในปริมาณมาก
สำหรับโครงการลงทุนขนาดใหญ่ได้ และเมื่อกองทุนสามารถทำหน้าที่
ได้ตามเป้าหมายที่วางไว้ ก็จะเป็นประโยชน์ต่อทั้งผู้ออม (ผู้ซื้อหน่วย
ลงทุนของกองทุน หรือผู้ลงทุนในกองทุน) ที่มีโอกาสจะได้รับ
ผลตอบแทนต่อเงินออม หรือเงินลงทุนนั้นในอัตราที่สูงขึ้น ณ ระดับ
ความเสี่ยงหนึ่งๆ และประเทศโดยรวมในการพัฒนาคุณภาพและปริมาณ
การให้บริการสาธารณะ เช่น การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานสำคัญเพื่อ
การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ การสนับสนุนสวัสดิการสังคมเพื่อลด
ระดับความเหลื่อมล้ำในสังคม ฯลฯ ซึ่งเป็นองค์ประกอบหลักของการ
พัฒนาประเทศอย่างยั่งยืน เป็นการยกระดับมาตรฐานการครองชีพของ
ประชากรภายในประเทศ

บทบาทของกองทุนรวมต่อเศรษฐกิจมหภาค

กองทุนรวมถือได้ว่าเป็นเครื่องมือทางการเงินหนึ่งที่มีบทบาทมากขึ้นตามลำดับต่อการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจากเป็นเครื่องมือในการระดมเงินออม หรือทุนเพื่อการขับเคลื่อนกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ การพัฒนาของภาคการเงินทำให้กองทุนรวมเป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีความสำคัญเพิ่มมากขึ้นต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจมากขึ้นตามลำดับทั้งต่อผู้ออม และผู้ต้องการเงินทุน ในแง่ของผู้ออม อย่างน้อยที่สุด กองทุนรวมนำเสนอทางเลือกสำหรับการออม นอกเหนือจากการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ ซึ่งโดยปกติจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ออมจะต้องยอมรับ ผู้ออมสามารถเลือกลงทุนในกองทุนรวมให้สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่ตนสามารถยอมรับได้และได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในสภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมาก จนทำให้เมื่อปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้วมีผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Rate of Return) ติดลบ แนวโน้มของการเพิ่มขึ้นของการลงทุนในกองทุนรวมในหลายประเทศทั้งประเทศที่มีระบบการเงินที่พัฒนาก้าวหน้า และประเทศที่มีระบบการเงินพัฒนาน้อยกว่า แสดงให้เห็นถึงความน่าสนใจของการใช้กองทุนรวมในการเป็นทางเลือกสำหรับการออม และความต้องการในการใช้กองทุนรวมเป็นเครื่องมือทางการเงินในการระดมเงินทุนเพื่อก่อให้เกิดการพัฒนาประเทศอย่างยั่งยืน บทบาทและ

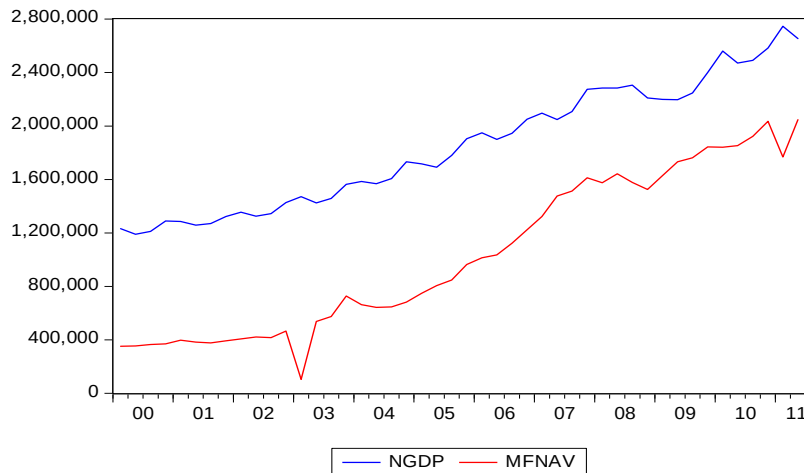
ความสำคัญของกองทุนรวมต่อการสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเกิดขึ้นได้ผ่านหลายช่องทาง ซึ่งจะได้กล่าวถึงโดยสังเขปในรายละเอียดต่อไป

การขยายตัวทางเศรษฐกิจ

การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นเป้าหมายหลักที่สำคัญของการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ (ทั้งนโยบายการคลัง และนโยบายการเงิน) โดยการดำเนินนโยบายทางการคลังจะเป็นเครื่องมือทำหน้าที่ในการสนับสนุน อำนวยความสะดวกให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจเพื่อยกระดับรายได้โดยเฉลี่ยของประชาชนโดยเฉลี่ยของประเทศ ในขณะที่นโยบายการเงินจะมุ่งเน้นทางการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ (Economic Stability) เพื่อให้การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจนั้นมีความยั่งยืน เป็นการพัฒนาทางเศรษฐกิจที่ต่อเนื่อง สม่ำเสมอ ในระยะยาว (Sustainable Economic Development) ซึ่งจะเป็นการยกระดับมาตรฐานการครองชีพของประชาชนในระบบเศรษฐกิจให้มีความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น การดำเนินมาตรการทางการเงิน และการคลังดังกล่าว รวมทั้งประสิทธิภาพของการดำเนินมาตรการเหล่านั้น ย่อมขึ้นอยู่กับเครื่องมือที่ใช้ในการดำเนินการ กองทุนรวม ในฐานะที่เป็นเครื่องมือ หรือสื่อกลางทางการเงิน จึงเป็นเสมือนตัวกลางที่สำคัญในการทำให้กระบวนการประสบความสำเร็จตามที่คาดหวังไว้ คือ การทำให้ประชาชนมีคุณภาพความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น (มาตรฐานการครองชีพที่สูงขึ้น) การศึกษาทางด้านเศรษฐศาสตร์การพัฒนาได้ชี้ให้เห็นถึง

ความสำคัญของการสะสมทุนภายในประเทศต่อการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างชัดเจน ในปัจจุบันพบว่า โดยทั่วไปประเทศที่มีระดับการพัฒนาสูงกว่า จะมีระดับรายได้สูงกว่า และจะเป็นประเทศที่มีปริมาณทุนมากเพียงพอต่อการพัฒนา โดยเฉพาะอย่างยิ่งความต้องการทุนเพื่อการพัฒนาสินค้าและบริการสาธารณะ (Public goods and services) ที่มีความจำเป็นต่อการยกระดับสวัสดิการสังคมของประเทศ (National Welfare) ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของการสะสมทุนจะทำให้ประเทศมีปริมาณเงินทุนเพียงพอต่อการพัฒนาประเทศ ทำให้ประเทศมีขีดความสามารถในการแข่งขันสูงขึ้น และสามารถก่อให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องและยั่งยืน กองทุนรวมจึงเป็นเครื่องมือหนึ่งทางการเงินที่จะสามารถนำมาใช้ในการส่งเสริมให้เกิดการสะสมทุนภายในประเทศ ทำให้สามารถดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อตอบสนองความต้องการเงินทุนในการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ

ภาพที่ 1: แนวโน้มการขยายตัวของกองทุนรวมกับการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ



เมื่อพิจารณาจากผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศและมูลค่าของกองทุนรวมในประเทศไทย พบว่า กองทุนรวมมีการขยายตัวตามแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยในบางช่วงเวลาต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงที่รุนแรงจนทำให้มูลค่าของกองทุนปรับลดลงอย่างมาก เป็นการชั่วคราวในระยะสั้น ได้แก่ ในช่วงปี 2002-2003 ช่วงปี 2008-2009 และช่วงปี 2010-2011 ในขณะที่การขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศกลับไม่ได้ปรับลดลงมากตามความผันผวนของมูลค่าของกองทุนประเทศ นอกจากนี้ พบว่า การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยยังมีแนวโน้มการขยายตัวไปในทิศทางเดียวกันกับการเพิ่มขึ้นของมูลค่าของกองทุนรวม โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา มูลค่าของกองทุนรวมมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องสอดคล้องกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของ

ประเทศ แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์และบทบาทของกองทุนรวมต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งพบว่า มูลค่าของกองทุนรวมมีขนาดการขยายตัวมากกว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ทำให้มูลค่าของกองทุนรวมมีขนาดใหญ่ใกล้เคียงกับมูลค่าผลผลิตมวลภายในประเทศมากขึ้นเป็นลำดับ ซึ่งให้เห็นถึงแนวโน้มความสำคัญของกองทุนรวมต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศในอนาคตอีกด้วย

การเป็นเครื่องมือสำหรับการระดมทุนในตลาดการเงิน

การเกิดขึ้นและการขยายตัวอย่างรวดเร็วของกองทุนรวมทั้งภายในประเทศไทยและในระบบเศรษฐกิจโลกเป็นเครื่องบ่งชี้ที่ชัดเจนว่า กองทุนรวมมีบทบาทและความสำคัญต่อการก่อให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ยังพบว่า ประเภทและรูปแบบของกองทุนมีเพิ่มมากขึ้นจนอาจเรียกได้ว่า กองทุนเป็นเครื่องมือทางการเงินที่สามารถปรับเปลี่ยนนำมาใช้เพื่อให้เกิดประโยชน์ในทางเศรษฐกิจได้อย่างกว้างขวาง และถ้าจะพิจารณาหน้าที่หลักสำคัญของกองทุนรวมก็จะพบว่า กองทุนรวมทำหน้าที่ในการระดมเงินทุนจากผู้ออม (จำนวนมาก) ที่มีความสนใจลงทุนในกองทุน แล้วนำเงินทุนที่รวบรวมได้ไปลงทุนและก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจนั้นมีความจำเป็นต้องอาศัยเงินลงทุนจำนวนมาก เช่น การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ ในอดีตการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

ของประเทศที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ไม่สามารถดำเนินการได้โดยภาคเอกชน จึงต้องเป็นการดำเนินการโดยภาครัฐ ซึ่งมีข้อจำกัดและมีประสิทธิภาพในการบริหารงานต่ำกว่า กองทุนการเงินเป็นเครื่องมือทางการเงินที่เปิดโอกาสให้ธุรกิจ หรือภาคเอกชนสามารถระดมเงินทุนจำนวนมากเพื่อการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ต้องอาศัยเงินลงทุนจำนวนมากได้ ทำให้การดำเนินกิจกรรมในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญของประเทศสามารถดำเนินการได้โดยภาคเอกชน และทำให้ประสิทธิภาพในการดำเนินการสูงขึ้น

นอกจากนี้ กองทุนยังทำหน้าที่เป็นทางเลือกสำหรับการระดมทุนสำหรับทั้งภาครัฐและเอกชนในกรณีที่มีความต้องการเงินทุน โดยกองทุนสามารถเป็นแหล่งระดมเงินทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะยาวสำหรับการดำเนินการของธุรกิจภาคเอกชนและการดำเนินโครงการลงทุนของภาครัฐนอกเหนือจากช่องทางในการกู้ยืมตามปกติ การระดมเงินทุนผ่านช่องทางกองทุนทางการเงินได้รับความนิยมมากขึ้นเป็นลำดับ สำหรับประเทศไทย นอกเหนือจากกองทุนเงินออมประเภทต่างๆ พบว่ามีการขยายตัวของกองทุนเพื่อการลงทุนเฉพาะเจาะจงหลายประเภท เช่น กองทุนสำหรับการลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ รวมทั้งทองคำ กองทุนอสังหาริมทรัพย์ กองทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน (โดยภาครัฐ) ฯลฯ แสดงให้เห็นถึงบทบาทของกองทุนในการเป็นแหล่งระดมทุนที่มีความสำคัญมากขึ้นของไทย

ลดต้นทุนทางการเงินสำหรับการระดมทุน

เหตุผลสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้กองทุนการเงินได้รับความนิยมและมีบทบาทมากขึ้นต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ คือการที่กองทุนรวมเป็นเครื่องมือทางการเงินที่สามารถลดต้นทุนในการระดมเงินทุนของผู้ต้องการเงินทุนได้ ทำให้ภาคธุรกิจที่มีความจำเป็นต้องใช้เงินทุนมีความได้เปรียบจากการที่สามารถมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง การบริหารจัดการของกองทุนเป็นการระดมเงินออมจากผู้ออม หรือผู้สนใจลงทุนจำนวนมากเพื่อนำเงินทุนที่ได้ไปลงทุนในกิจกรรมที่เฉพาะเจาะจงตามวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งกองทุน ทำให้มีความง่ายกว่าโดยเปรียบเทียบในการบริหารจัดการความเสี่ยงทางด้านการลงทุน ผู้ออมรับทราบ และเข้าใจว่าการเลือกลงทุนนั้นมีความเสี่ยงประเภทใดบ้าง และมีระดับความเสี่ยงเพียงใด ทำให้การระดมเงินทุนผ่านช่องทางของกองทุนนั้นได้ประโยชน์ทางด้านต้นทุนการบริหารจัดการที่ต่ำกว่า คือ เป็นการระดมเงินออมจากผู้ออมจำนวนมาก เพื่อการลงทุนในกิจกรรมหนึ่งๆ ที่ต้องการลงทุน เช่น กองทุนอสังหาริมทรัพย์ จะเป็นการระดมเงินทุนจากผู้สนใจลงทุนเพื่อลงทุนในกิจกรรมการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตามรูปแบบและประเภทของธุรกิจที่กำหนดไว้ แตกต่างจากการระดมเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ที่เป็นการระดมเงินฝากจากประชาชนทั่วไป เพื่อนำเงินฝากที่รวบรวมมาได้ไปแสวงหาผลตอบแทน โดยการให้สินเชื่อกับธุรกิจที่มีความต้องการเงินทุน ซึ่งมีความหลากหลาย มีความไม่แน่นอน ดังนั้น ต้นทุนในการระดมเงินทุนผ่านกองทุนจึงได้รับประโยชน์จากการที่ไม่ต้องแบกรับภาระต้นทุนทางการเงิน

เงิน และความเสี่ยงที่ไม่จำเป็น ซึ่งการกู้ยืมผ่านธนาคารพาณิชย์จะมีการแบ่งปันภาระต้นทุนและความเสี่ยงระหว่างกัน (Share costs and risks) ทำให้มีต้นทุนในการระดมทุนต่ำกว่า

เป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยง

กองทุนรวมเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ช่วยในการบริหารจัดการความเสี่ยงให้กับผู้ออม ผู้ลงทุน และผู้บริหารทางการเงินในภาคธุรกิจและสถาบันทางการเงิน พัฒนาการของตลาดการเงินทำให้เกิดตราสารทางการเงินจำนวนมากเพื่อการเลือกใช้ในการบริหารจัดการความเสี่ยงและสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้น ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจที่เพิ่มมากขึ้นเป็นลำดับสะท้อนให้เห็นถึงความจำเป็นและความต้องการที่จะต้องมีการบริหารจัดการความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น ความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจโดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อผู้ออม การออมที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ทำให้จำนวนซื้อของผู้ออมลดลง เป็นความเสี่ยงที่ผู้ออมจะต้องมีการบริหารจัดการเพื่อให้สามารถปรับตัวกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ในแง่หนึ่ง กองทุนรวมจึงเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ถูกนำมาใช้เพื่อการบริหารจัดการความเสี่ยง การเลือกลงทุนในกองทุนตราสารทุนโดยผู้ลงทุนรายย่อยแทนการเลือกลงทุนเองในตลาดตราสารทุน ทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยมีขีดความสามารถในการบริหารจัดการกับความเสี่ยงได้ดีขึ้น เนื่องจากการ

ลงทุนของกองทุนรวมจะมีการกระจายความเสี่ยง (Risk Diversification) ได้มากกว่า

***ผู้ออมมีโอกาสที่จะได้รายได้สูงขึ้นในรูปของผลตอบแทนจากการลงทุน
ในกองทุนรวม (Wealth Channel)***

สำหรับผู้ออม การลงทุนในกองทุนรวมเป็นการเพิ่มโอกาสในการได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ออมจะสามารถยอมรับได้ ผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในระยะยาว เป็นการเพิ่มและสะสมความมั่งคั่งของผู้ออม การเพิ่มขึ้นของประสิทธิภาพในการบริหารจัดการทางการเงินทำให้การลงทุนในกองทุนรวมสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นให้กับผู้ออม สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ออมยอมรับได้ ผู้ออมมีทางเลือกในการออมที่หลากหลาย รายได้จากการออมที่เพิ่มมากขึ้นเป็นการเพิ่มอำนาจซื้อให้กับประชากร ตลาดภายในประเทศมีขนาดใหญ่ขึ้น สนับสนุนให้เกิดการขยายตัวของการบริโภคและการลงทุนภายในประเทศ เกื้อหนุนให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างต่อเนื่องและยั่งยืน นอกจากนี้ รายได้ที่เพิ่มขึ้นนี้ ยังมีผลต่อการวางแผนการบริโภคและการลงทุนในระยะยาวอีกด้วย

ช่องทางงบดุล (Balance Sheet Channel)

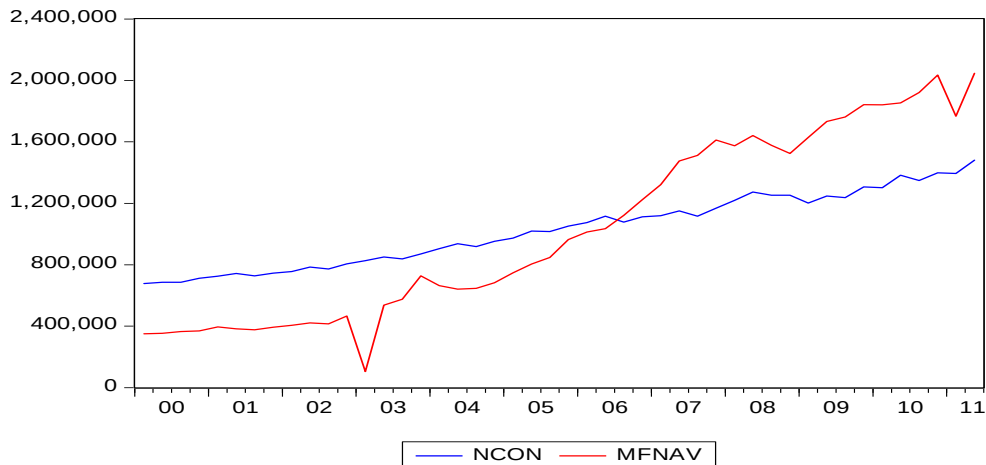
ในภาคธุรกิจเอกชน การระดมทุนผ่านกองทุนการเงินเป็นทางเลือกในการระดมทุนที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างของงบดุลน้อยกว่าการกู้ยืม มีผลทำให้ต้นทุนในการระดมทุนต่ำลง กล่าวคือ โดยปกติอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมมักจะเพิ่มขึ้นตามปริมาณการก่อหนี้ของธุรกิจ ธุรกิจที่มีหนี้จำนวนมากจะมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ทำให้ต้องแบกรับภาระต้นทุนของเงินทุนจากการกู้ยืมสูงด้วย นอกจากนี้ กองทุนการเงินยังเป็นช่องทางธุรกิจจะใช้เพื่อการระดมเงินทุนที่ต้องการโดยที่มีผลกระทบต่อสถานะของธุรกิจในงบดุลน้อยกว่า ทำให้ธุรกิจสามารถระดมเงินทุนที่จำเป็นจำนวนมากได้

กองทุนรวมและการบริโภคของไทย

โดยปกติ การตัดสินใจบริโภค (Consumption) และการออม (Saving) ในระบบเศรษฐกิจหนึ่งๆ ประกอบด้วย การตัดสินใจของหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจนั้น ได้แก่ บุคคล (Individuals) นิติบุคคล (บริษัท ห้าง ร้าน หรือเรียกว่าภาคเอกชน) (Corporate) ภาครัฐ (Government) เป็นต้น ซึ่งจะครอบคลุมไปถึงสถาบันการเงินที่อาจจะ เป็นภาคเอกชน หรือภาครัฐด้วย การตัดสินใจบริโภคหรือออมนั้น มีผลต่อการสะสมความมั่งคั่ง (Wealth Accumulation) และ Gurley and

Shaw (1955) ได้เคยจำแนกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย 1) กลุ่มที่มีงบประมาณสมดุล (Balance budget) คือ มีค่าใช้จ่ายเท่ากับรายได้ 2) กลุ่มที่มีงบประมาณเกินดุล (Budget surplus) คือ มีค่าใช้จ่ายน้อยกว่ารายได้ และ 3) กลุ่มที่มีงบประมาณขาดดุล (Balance deficit) คือ มีค่าใช้จ่ายมากกว่ารายได้ ซึ่งเครื่องมือทางการเงินอย่างกองทุนจะมีบทบาทต่อการตัดสินใจบริโภคของทั้ง 3 กลุ่ม ในการ 1) เพิ่มปริมาณการบริโภคจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นของรายได้ผลตอบแทนจากการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มที่ 2 2) ทำให้เกิดพฤติกรรมการบริโภคที่สม่ำเสมอ มีเสถียรภาพ (Smoothing consumption) เพราะกองทุนทำให้สามารถบริหารพฤติกรรมการบริโภคได้ดีขึ้น มีการวางแผนการบริโภคตลอดช่วงอายุขัยสอดคล้องกับหลักของ Permanent income hypothesis ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในแง่การลดความผันผวนทางเศรษฐกิจในระยะยาวด้วย

ภาพที่ 2: แสดงแนวโน้มของการขยายตัวของการบริโภคและมูลค่า
กองทุนรวมสุทธิของไทยในช่วงปี ค.ศ. 2000-2011

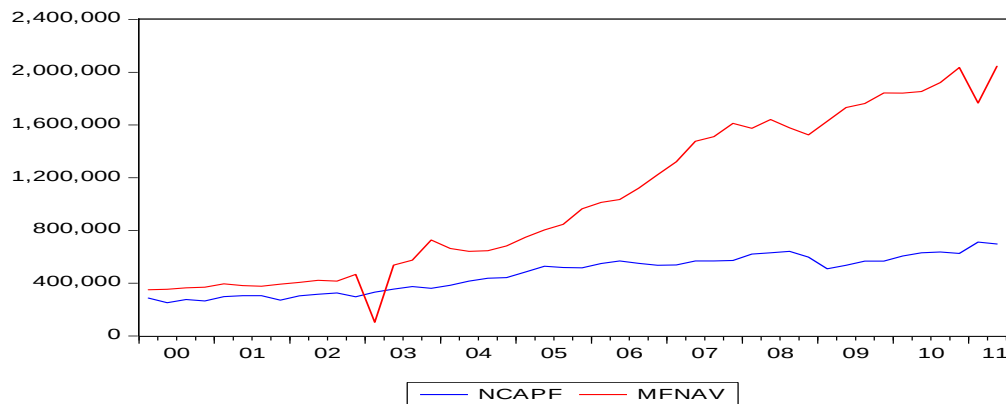


ในช่วงปี ค.ศ. 2000-2011 พบว่ามีแนวโน้มของการขยายตัวของ
การบริโภคสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากองทุนรวมสุทธิแม้ว่าการ
ขยายตัวของมูลค่ากองทุนรวมจะมีอัตราสูงกว่าการเพิ่มขึ้นของการ
บริโภคของไทย มูลค่ากองทุนในปี 2000 มีน้อยกว่าปริมาณการบริโภค
และเพิ่มขึ้นจนมีขนาดใหญ่กว่าการบริโภคในปี ค.ศ. 2006 แสดงให้
เห็นถึงบทบาทและความสำคัญของกองทุนต่อการบริโภคภายในประเทศ
เช่นเดียวกับที่พบในผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ การบริโภคมี
ความผันผวนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากองทุนรวม สะท้อนให้
เห็นว่า มีความเป็นไปได้ที่การลงทุนในกองทุนรวมจะมีส่วนในการช่วย
ให้เกิดการบริโภคที่สม่ำเสมอ ลดความผันผวนของการบริโภค

กองทุนรวมและการลงทุนของไทย

ภาคการลงทุนของไทยในช่วงภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2544 เป็นภาคเศรษฐกิจที่ควรจะได้รับ ความสนใจและกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวมากขึ้นเพื่อรองรับการขยายตัวอย่างรวดเร็วของอัตราการใช้กำลังการผลิตของประเทศ (Industrial utilization rate) ซึ่งปรับเพิ่มขึ้นตามการขยายตัวของภาคการส่งออกของประเทศที่ได้รับอานิสงค์จากการอ่อนค่าของเงินบาท อัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มสูงขึ้นจนอยู่ในระดับที่จะต้องมีการลงทุนใหม่เพิ่มขึ้นเพื่อขยายศักยภาพในการผลิตของประเทศ เป็นที่ทราบกันอย่างกว้างขวางว่าการเพิ่มขึ้นของการลงทุนจำเป็นต้องมีการระดมทุนทั้งโดยภาคเอกชนเพื่อสนับสนุนโครงการลงทุนต่างๆ และโดยภาครัฐเพื่อพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็นต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้น กองทุนการเงินจึงเป็นเครื่องมือที่มีความเหมาะสมที่จะเป็นทางเลือกสำหรับใช้ในการระดมทุนที่มีประสิทธิภาพ จะเห็นได้ว่าในช่วงปี ค.ศ. 2000-2011 ภาคการลงทุนของไทยมีการขยายตัวสอดคล้องไปกับการขยายตัวของมูลค่ากองทุนรวมสุทธิภายในประเทศ โดยในช่วงปี ค.ศ. 2004-2011 พบว่ามูลค่าของกองทุนรวมมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของอัตราการขยายตัวของการลงทุน

ภาพที่ 3: แนวโน้มการขยายตัวของกองทุนรวมกับการขยายตัวของการลงทุนของไทยในช่วงปี ค.ศ. 2000-2011



อย่างไรก็ตาม พบว่าช่องว่างระหว่างปริมาณการลงทุนและมูลค่าสุทธิของกองทุนรวมมีเพิ่มมากขึ้นตามลำดับ โดยในช่วงปี ค.ศ. 2007-2011 มีช่องว่างที่กว้างกว่าในช่วงปี ค.ศ. 2000-2005 อย่างเห็นได้ชัด แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการใช้ประโยชน์จากกองทุนรวมเพื่อก่อให้เกิดการลงทุนในระบบเศรษฐกิจให้ได้อย่างมีประสิทธิภาพยังมีโอกาสและสามารถพัฒนาได้อีกมาก การใช้ประโยชน์จากกองทุนรวมเพื่อสร้างการลงทุนจะเป็นประโยชน์อย่างมากต่อการพัฒนาประเทศในระยะยาว เพราะลักษณะของการระดมเงินทุนผ่านกองทุนรวมโดยส่วนใหญ่เป็นการระดมเงินทุนในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับประเภทของเงินทุนที่ต้องการสำหรับการลงทุนเพื่อพัฒนาประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งในแง่การพัฒนาผลิตภาพ (Productivity) ของปัจจัยการผลิตภายในประเทศ

ทบทวนวรรณกรรม

งานการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมและการขยายตัวของเศรษฐกิจยังไม่ได้มีการศึกษากันอย่างแพร่หลายอย่างไรก็ตาม เนื่องจากการขยายตัวของการลงทุนในกองทุนรวมจะทำให้การลงทุนในตลาดทุนมีการขยายตัวมากขึ้นกล่าวคือผู้ลงทุนนำเงินไปซื้อกองทุนแล้วให้ผู้บริหารกองทุนเป็นผู้ดำเนินการลงทุนในตลาดทุนให้ดังนั้นการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการขยายตัวตลาดทุนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจก็จะทำให้เข้าใจผลกระทบของการขยายตัวของกองทุนรวมต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจมากขึ้น

โดยส่วนมากงานวิจัยเกี่ยวกับการพัฒนาของเศรษฐกิจนั้นนักเศรษฐศาสตร์มักมีการศึกษาในแง่ของการพัฒนาของการผลิต เช่น แรงงาน, ความมั่งคั่ง และรายได้ การศึกษาในแง่ของการภาคการเงิน และการพัฒนาเศรษฐกิจยังมีน้อย Gurley และ Shaw (1955) ได้รวบรวมทฤษฎี และอธิบายว่าการเติบโตของภาคการเงินนั้นมีส่วนช่วยกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวของเศรษฐกิจได้อย่างไร โดย Gurley และ Shaw (1955) ได้อธิบายว่าความสัมพันธ์ของภาคการเงินกับการพัฒนาเศรษฐกิจนั้นมาจาก 2 ส่วนคือ 1) การสร้างรายได้จากการลงทุนด้านการเงิน การใช้จ่ายและออมของนักลงทุน และการสะสมความมั่งคั่ง 2) การส่งผ่านสินเชื่อของสถาบันการเงิน (ตลาดทุน และการธนาคาร) ใน

ระยะหลังได้มีการศึกษาเรื่องการพัฒนาของภาคการเงินต่อการพัฒนาของระบบเศรษฐกิจมากขึ้น ซึ่งการศึกษาในระยะแรกมิได้มีการแยกกันอย่างชัดเจนระหว่างผลกระทบของตลาดทุน (Stock Market) และผลกระทบของธนาคารพาณิชย์ (Banking System) เช่น Bencivenga และ Smith (1991), Smith และ Starr (1995), และ King และ Levine (1993) โดยในแบบจำลองของงานการศึกษาดังกล่าวพบว่าการที่มีสถาบันการเงินที่ดี (ตลาดทุน และการธนาคาร) ช่วยทำให้การจัดสรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากขึ้นนำมาซึ่งการเติบโตของเศรษฐกิจที่รวดเร็ว

อย่างไรก็ตามการศึกษาผลกระทบภาคการเงินต่อระบบเศรษฐกิจไม่สามารถรวมตลาดทุน และการธนาคารเข้าด้วยกันได้เนื่องจากทั้งคู่ไม่สามารถทดแทนกันได้ เช่น แบบจำลองของ Boyd และ Prescott (1986) พบว่าบทบาทของธนาคารพาณิชย์ทำให้ต้นทุนลดลง (Transaction Cost) ดังนั้นจะพัฒนาให้การจัดสรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่ ในงานการศึกษาของ Stiglitz (1985) และ Bhidé (1993) กับพบว่าตลาดทุน (Stock Market) ไม่สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรได้เช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์ ในที่สุดได้มีการสรุปกันว่าทั้ง ธนาคารพาณิชย์ และตลาดทุนต่างมีการส่งผ่านของข้อมูลข่าวสาร และต้นทุน (Transaction Cost) ที่แตกต่าง

กันจึงไม่สามารถผลกระทบรวมกันได้ (Levine (1997), Boyd และ Smith (1998) Huybens และ Smith (1999) และ Demirguc-Kunt และ Levine (2001))

Levine และ Zervos (1998) ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ของ ระยะเวลาเติบโตของเศรษฐกิจ กับการพัฒนาของทั้งธนาคารพาณิชย์ และตลาดทุน และพบว่าทั้งสภาพคล่องของตลาดทุน และการพัฒนาของ ธนาคารพาณิชย์ต่างช่วยให้เกิดการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยดัชนีชี้วัดกิจกรรมในตลาดทุนนั้นคือ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าการค้า (The Value of Trades) ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) แล้วใช้วิธีกำลังสอง น้อยที่สุด (The Ordinary Least Squares (OLS)) ในการประเมิน ความสัมพันธ์ ซึ่งวิธีการของ Levine และ Zervos (1998) ยังมีข้อด้อย ในทางเศรษฐมิติอยู่ ปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์จึงได้พยายามแก้ไข จุดอ่อนดังกล่าว เช่น Arestis, Demetriades และ Luintel (2000) ได้ ใช้วิธีการอนุกรมเวลา (แบบจำลอง Error Correction Model) ในการ อธิบายผลกระทบของทั้งธนาคารพาณิชย์ และตลาดทุน ต่อการขยายตัว ของเศรษฐกิจ ในห้าประเทศพัฒนาแล้ว Rousseau และ Wachtel (2000) เปลี่ยนมาใช้เครื่องมือของ Panel Data ในการศึกษา ซึ่งทั้งคู่

พบว่าการพัฒนาของทั้งตลาดทุน และธนาคารพาณิชย์ช่วยกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวของเศรษฐกิจ

กองทุนรวมเป็นเครื่องมือหนึ่งในการระดมทุนเข้าตลาดทุน ซึ่งมีส่วนช่วยทำให้ตลาดทุนมีการพัฒนา และขยายตัวขึ้น อีกทั้งยังสามารถทำให้นักลงทุนมีพฤติกรรมการลงทุนด้านการเงินเปลี่ยนไปส่งผลต่อการสร้างรายได้จากการลงทุนด้านการเงิน การใช้จ่ายและออมของนักลงทุน และการสะสมความมั่งคั่ง ซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผ่านไปยังการพัฒนาเศรษฐกิจดังที่กล่าวไว้ใน Gurley และ Shaw (1955) และจากผลการศึกษาที่ผ่านมาที่พบความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์เชิงบวก ระหว่างการพัฒนาของตลาดทุน และการขยายตัวของเศรษฐกิจ (Levine และ Zervos (1998), Arestis, Demetriades และ Luintel (2000) และ Rousseau และ Wachtel (2000)) จึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจโดยตรงว่าการขยายตัวของกองทุนรวมสามารถสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ รวมไปถึง การบริโภค และการลงทุนอย่างไร

การวิเคราะห์ผลกระทบของกองทุนรวมต่อเศรษฐกิจไทย

ในงานศึกษานี้ได้วิเคราะห์ผลกระทบของกองทุนรวมต่อเศรษฐกิจไทยออกเป็น 2 ส่วนได้แก่ การวิเคราะห์ผลกระทบของกองทุนรวมในประเทศไทย และศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของไทยกับต่างประเทศ เช่น สหราชอาณาจักร และเกาหลีใต้ เพื่อเป็นบรรทัดฐานว่าระบบสิ่งแวดล้อมทางการเงินของไทยนั้นได้ใช้ประโยชน์จากกองทุนรวมเต็มที่แล้วหรือยัง ดังนั้นในงานการศึกษาจึงได้ทำการประมาณผลกระทบของกองทุนรวมทั้ง 3 ประเทศ (ไทย สหราชอาณาจักร และเกาหลีใต้) ซึ่งในแต่ละประเทศนั้น การศึกษานี้อาศัยการวิเคราะห์อนุกรมเวลาในการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis) ของตัวแปรทางเศรษฐกิจที่สนใจ โดยแบ่งเป็น 3 แบบจำลอง ได้แก่ การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจกับการขยายตัวของกองทุนรวม การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของการบริโภคต่อการเติบโตของกองทุนรวม และการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของการลงทุนและการขยายตัวของกองทุนรวม ในส่วนนี้จะสามารถวิเคราะห์ได้ว่าเมื่อมีการขยายตัวในกองทุนรวมแล้วในท้ายที่สุดจะส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของ 3 ตัวแปรดังกล่าวข้างต้น ในส่วนต่อไปเป็นการประมาณการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวโดยใช้แบบจำลอง Error Correction Model ซึ่งการศึกษาในส่วนนี้จะทำให้

ทราบได้ว่าจะใช้เวลาในการปรับตัวนานแค่ไหนและผลกระทบในระยะสั้นจะประมาณเท่าไร

สำหรับการศึกษาการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis) ได้แบ่งแบบจำลองเป็นคู่ๆ ได้แก่ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจกับการขยายตัวของกองทุนรวม การบริโภคต่อการเติบโตของกองทุนรวม และการลงทุนและการขยายตัวของกองทุนรวม ดังนั้นตัวแปรที่เกี่ยวข้องได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value) ของกองทุนรวม เป็นตัวแทนของการขยายตัวของกองทุนรวม ผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) เป็นตัวแทนของการขยายตัวทางเศรษฐกิจ และข้อมูลของการบริโภค และการลงทุนในประเทศเป็นตัวแทนของการขยายตัวของการบริโภค และการลงทุนตามลำดับโดยข้อมูลเป็นรายไตรมาสตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 ไตรมาสที่ 1 ถึง ปี ค.ศ. 2011 ไตรมาสที่ 2 ของประเทศไทย สำหรับข้อมูลของ สหราชอาณาจักร และเกาหลีใต้เป็นรายไตรมาส¹ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1991 ไตรมาสที่ 1 ถึง ปี ค.ศ. 2011 ไตรมาสที่ 2 ก่อนทำการหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพใน

¹ นักวิจัยได้ทำการแตกข้อมูลจากรายปีเป็นรายไตรมาสสำหรับข้อมูลของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน โดยทำการหาความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนและ ปริมาณเงินของประเทศนั้นๆในข้อมูลรายปี (ซึ่งค่า R^2 ในสมการของสหราชอาณาจักร และเกาหลีใต้ คือ 0.96 และ 0.91 ตามลำดับ หลังจากนั้นสมมติความสัมพันธ์ดังกล่าวในรายไตรมาสโดยการแทนค่าปริมาณเงินรายไตรมาสแล้วคำนวณหาข้อมูลของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรายไตรมาส

ระยะยาว (Co-integration Analysis) นักวิจัยได้ทำการทดสอบสภาพ
นิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) พบว่าตัวแปรทั้ง 4 มีคุณสมบัติเป็น
ข้อมูลที่นิ่งหลังจากทำการ First Difference แล้ว ($I(1)$) ดังแสดงไว้ใน
ตารางที่ 1

ตาราง 1: ผลการทดสอบสภาพนิ่งของตัวแปรทั้งหมด

ตัวแปรในรูปของ log	ระดับ	ค่าสถิติ t
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนไทย	I(0)	-1.03
	I(1)	-
		11.24*
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนสหราชอาณาจักร	I(0)	-1.31
	I(1)	-6.71*
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนเกาหลีใต้	I(0)	-2.48
	I(1)	-7.37*
ผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ไทย	I(0)	-1.32
	I(1)	-3.99*
ผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) สหราชอาณาจักร	I(0)	-1.45
	I(1)	-7.10*

ผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) เกาหลีใต้	I(0)	-1.48
	I(1)	-4.45*
การบริโภคภายในของไทย	I(0)	-2.24
	I(1)	-4.56*
การบริโภคภายในของสหราชอาณาจักร	I(0)	-2.58
	I(1)	-6.27*
การบริโภคภายในของเกาหลีใต้	I(0)	-1.84
	I(1)	-7.84*
การลงทุนภายในของไทย	I(0)	-1.90
	I(1)	-4.30*
การลงทุนภายในของสหราชอาณาจักร	I(0)	-1.08
	I(1)	-7.30*
การลงทุนภายในของเกาหลีใต้	I(0)	-1.77
	I(1)	-3.66*

Null Hypothesis: ตัวแปรไม่มีสภาพไม่นิ่ง

* หมายถึง ปฏิเสธ Null Hypothesis ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%
ที่มา: คำนวณโดยนักวิจัย

หลังจากทดสอบพบว่าตัวแปรทุกตัวจะเป็นข้อมูลที่มีสภาพนิ่งในระดับ First Difference (I(1)) แล้วได้ทำการหาดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis) ตามสมการต่อไปนี้

สมการดุลยภาพระยะยาวของผลิตภัณฑ์มวลรวม:

$$Lngdp^i = c^i + \beta^i Lnnav^i + ugdpi^i$$

สมการดุลยภาพระยะยาวของการบริโภค: $Lnc^i = c^i + \alpha^i Lnnav^i + uc^i$

สมการดุลยภาพระยะยาวของการลงทุน: $Lninv^i = c^i + \phi^i Lnnav^i + uinv^i$

โดย $Lngdp^i$ คือ Log ของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ i, $Lnnav^i$ คือ

Log ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนในประเทศ i, Lnc^i คือ Log ของการบริโภคในประเทศ

i, $ugdpi^i$ คือ ความคลาดเคลื่อนในสมการผลิตภัณฑ์มวลรวม² uc^i คือ ความคลาดเคลื่อนใน

² ค่าความคลาดเคลื่อนนี้จะแสดงถึง Shock ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน กล่าวคือ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนอย่างไม่คาดคิด ค่าความคลาดเคลื่อนนี้จะเปลี่ยนแปลงแล้วผลิตภัณฑ์มวลรวมจะค่อยๆปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพซึ่งการปรับตัวนี้จะแสดงในรูปของ Error Correction Model

สมการการบริโภค³ $uinv^i$ คือ ความคลาดเคลื่อนในสมการการลงทุน⁴ และ $i = 1, 2, 3$

โดย 1 หมายถึงประเทศไทย, 2 หมายถึงสหราชอาณาจักร และ 3

หมายถึงประเทศเกาหลีใต้

ค่าสัมประสิทธิ์หน้ามูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนในแต่ละสมการ (β^i, α^i และ ϕ^i) แสดงถึงผลกระทบทั้งหมดของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม การบริโภค และการลงทุนซึ่งหากมีเครื่องหมายเป็นบวกหมายถึงการขยายตัวของกองทุนจะช่วยกระตุ้นให้มีการขยายตัวในผลิตภัณฑ์มวลรวม การบริโภค และการลงทุน

ส่วนการประมาณการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพระยะยาวโดยใช้แบบจำลอง Error Correction Model นั้นได้ทำเป็นคู่ๆสอดคล้องกับการหาดุลยภาพระยะยาวดังสมการต่อไปนี้

สมการ Error Correction ของผลิตภัณฑ์มวลรวม:

$$\Delta Lngdp_t^i = c^i + \lambda^i ugd p_{t-1}^i + \beta_{1,t-j}^i \Delta Lngdp_{t-j}^i + \beta_{2,t-j}^i \Delta Lnnav_{t-j}^i$$

สมการ Error Correction ของการบริโภค:

$$\Delta Lnc_t^i = c^i + \gamma^i uc_{t-1}^i + \alpha_{1,t-j}^i \Delta Lnc_{t-j}^i + \alpha_{2,t-j}^i \Delta Lnnav_{t-j}^i$$

³ ค่าความคลาดเคลื่อนนี้จะแสดงถึง Shock ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนในสมการการบริโภค

⁴ ค่าความคลาดเคลื่อนนี้จะแสดงถึง Shock ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนในสมการการลงทุน

สมการ Error Correction ของการลงทุน:

$$\Delta Lnin_v_t^i = c^i + \theta^i uinv_{t-1}^i + \phi_{1,t-j}^i \Delta Lnin_v_{t-j}^i + \phi_{2,t-j}^i \Delta Lnnav_{t-j}^i$$

โดยที่ Δ คือการหาค่าความแตกต่างระหว่างข้อมูล ณ เวลา t กับ $t-1$ ของตัวแปรนั้นๆ และ $t-j$ คือ Lag j ของเวลา ค่าสัมประสิทธิ์หน้า $ugdp_{t-1}^i$, uc_{t-1}^i และ $uinv_{t-1}^i$ ($\lambda^i, \gamma^i, \theta^i$) แสดงการปรับตัวในระยะสั้นของตัวแปรตามเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอย่างไม่คาดคิดเกิดขึ้นกับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนในเวลา t เรียกว่า Speed of Adjustment ซึ่งควรมีเครื่องหมายเป็นลบ เพราะเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นกับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนจะทำให้ Error ในสมการ Co-integration เปลี่ยนแปลงเพื่อจะปิดช่องของ Error ที่เกิดขึ้นใหม่ตัวแปรตามจึงต้องปรับตัวในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าความคาดเคลื่อนนั้น เช่นเมื่อมีการขยายตัวของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนในเวลา t จะมีผลกระทบทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมเพิ่มขึ้นทั้งหมดเท่ากับ β^i ตามสมการ Co-integration แต่ผลกระทบนี้ยังไม่เกิดขึ้นทันทีจึงเป็นผลทำให้ค่าความคาดเคลื่อนในเวลา t ($ugdp_t^i$) ลดลง ต่อมาในเวลา $t+1$ ผลิตภัณฑ์มวลรวมจึงมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นตามเท่ากับ λ^i เพื่อให้ความคาดเคลื่อนนั้น

กลับไปคงอยู่ที่ระดับเดิมในดุลยภาพระยะยาวดังนั้น β^i คือผลกระทบทั้งหมด และ λ^i คือการปรับตัวในระยะสั้น

กองทุนรวมและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

จากผลการศึกษาพบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมและมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis)⁵ ในข้อมูลของทั้งประเทศไทย สหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้ แสดงว่าการขยายตัวของกองทุนรวมมีส่วนช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัว สำหรับประเทศไทยพบว่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน (β^i) มีค่าเท่ากับ 0.21 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 2 หมายความว่า ร้อยละ 1 ของการเติบโตของกองทุนรวมจะทำให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ร้อยละ 0.21 เช่นหากนำค่าของผลิตภัณฑ์มวลรวม และมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนในไตรมาสที่ 2 ของปี ค.ศ. 2011 (2,652,994 ล้านบาท และ 2,045,707 ล้านบาท ตามลำดับ) มาคำนวณจะพบว่า การขยายตัวของกองทุนรวมประมาณ 20,000 ล้านบาททำให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวประมาณ 5,600 ล้านบาท

⁵ ค่า P-Value ที่ทดสอบสมมติฐานหลักกรณีมีหนึ่ง Co-integrating vector (มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวเพียง 1 ความสัมพันธ์) สำหรับประเทศไทยนั้นเท่ากับ 0.31, สำหรับสหราชอาณาจักรเท่ากับ 0.21, สำหรับประเทศเกาหลีใต้เท่ากับ 0.15

สำหรับสมการความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis) ของสหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้ แสดงให้เห็นว่าการขยายตัวของกองทุนมีผลสนับสนุนให้เกิดการขยายตัวของเศรษฐกิจได้จริง โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีค่าเท่ากับ 0.3 ของสหราชอาณาจักร และ 0.25 ของประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งหมายถึงการเพิ่มขึ้นของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิร้อยละ 1 ส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมของสหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้เพิ่มขึ้นเท่ากับร้อยละ 0.3 และร้อยละ 0.25 ตามลำดับ ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 2 เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบผลของสมการความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวระหว่างประเทศไทย กับสหราชอาณาจักร และ ประเทศเกาหลีใต้พบว่า ประเทศไทยสามารถใช้ประโยชน์จากการขยายตัวของกองทุนได้ในระดับที่ใกล้เคียงกับทั้ง 2 ประเทศ (ตารางที่ 2) แต่อย่างไรก็ตามยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าเล็กน้อย สะท้อนให้เห็นว่าตลาดทุนและตลาดเงินของไทยยังมีช่องว่างในการพัฒนาให้สามารถนำประโยชน์จากการขยายตัวของกองทุนรวมมาใช้ ในการพัฒนาเศรษฐกิจได้

สำหรับเรื่องของการปรับตัวในระยะสั้นซึ่งเป็นผลการศึกษาในส่วนที่ได้จากการประมาณ Error Correction Model นั้นพบว่าในแต่ละไตรมาสผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทยมีการปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนเท่ากับร้อยละ 0.01 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 2 กล่าวโดยสรุปได้ว่าเมื่อกองทุนมีการขยายตัวร้อยละ 1 ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทยจะมีการปรับตัวทั้งหมดร้อยละ 0.21 เพื่อเข้าสู่ดุลยภาพใหม่ โดยในแต่ละไตรมาสผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทยจะปรับตัวประมาณร้อยละ 0.01 และเมื่อเปรียบเทียบการปรับตัวในระยะสั้นของประเทศไทยกับสหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้พบว่าการปรับตัวของไทยค่อนข้างช้า ดังจะเห็นได้จากในตารางที่ 2 ในแต่ละไตรมาสสหราชอาณาจักรมีการปรับตัวร้อยละ 0.02 ต่อการเปลี่ยนแปลงของช็อกในการขยายตัวของกองทุน และในแต่ละไตรมาสประเทศเกาหลีใต้มีการปรับตัวร้อยละ 0.07 ต่อการเปลี่ยนแปลงของช็อกในการขยายตัวของกองทุน

ตาราง 2: ผลกระทบของกองทุนรวมและการปรับตัวในระยะสั้นต่อผลิตภัณฑ์มวลรวม

	Co-integration	Speed Adjustment
Thailand	0.21	-0.01
Uk	0.3	-0.02
Korea	0.25	-0.07

ที่มา: คำนวณโดยนักวิจัย

กองทุนรวมและการบริโภค

จากผลการศึกษาพบว่า การบริโภคและมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis)⁶ ในข้อมูลของทั้งประเทศไทย สหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้ แสดงว่าการขยายตัวของกองทุนรวมมีส่วนช่วยกระตุ้นให้การบริโภคขยายตัว สำหรับประเทศไทยพบว่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน (α^i) มีค่าเท่ากับ 0.19 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่

⁶ ค่า P-Value ที่ทดสอบสมมติฐานหลักกรณีมีหนึ่ง Co-integrating vector (มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวเพียง 1 ความสัมพันธ์) สำหรับประเทศไทยนั้นเท่ากับ 0.26, สำหรับสหราชอาณาจักรเท่ากับ 0.12 และสำหรับประเทศเกาหลีใต้เท่ากับ 0.24

3 หมายความว่า ร้อยละ 1 ของการเติบโตของกองทุนรวมจะทำให้เกิด
การบริโภคมีการขยายตัวได้ร้อยละ 0.19 เช่นหากนำค่าของการบริโภค
รวม และมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนในไตรมาสที่ 2 ของปี ค.ศ.
2011 (1,481,023 ล้านบาท และ 2,045,707 ล้านบาทตามลำดับ) มา
คำนวณจะพบว่า การขยายตัวของกองทุนรวมประมาณ 20,000 ล้าน
บาททำให้การบริโภคมีการขยายตัวประมาณ 2,800 ล้านบาท

สำหรับสมการความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-
integration Analysis) ของสหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้
แสดงให้เห็นว่าการขยายตัวของกองทุนมีผลกระทบต่อการบริโภคมาก
ขึ้น โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีค่าเป็น
บวกเท่ากับ 0.46 ของสหราชอาณาจักร และ 0.4 ของประเทศเกาหลีใต้
ซึ่งหมายถึงการเพิ่มขึ้นของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิร้อยละ 1 ส่งผลให้การ
บริโภคภายในของสหราชอาณาจักร และ ประเทศเกาหลีใต้เพิ่มขึ้น
เท่ากับร้อยละ 0.46 และร้อยละ 0.4 ตามลำดับดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 3
เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบผลของสมการความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพใน
ระยะยาวระหว่างประเทศไทย กับสหราชอาณาจักร และ ประเทศเกาหลี
ใต้พบว่า ประเทศไทยผลกระทบของการขยายตัวของกองทุนรวมต่อ

การบริโภคยังน้อยมาก น่าจะเป็นผลมาจากการลงทุนในลักษณะกองทุนรวมยังไม่ได้ได้รับความนิยมเหมือนกับในต่างประเทศเป็นผลให้การขยายตัวของกองทุนรวมจึงมีผลต่อการบริโภคของคนบางกลุ่มเท่านั้น สาเหตุอีกประการน่าจะเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกองทุนที่ยังไม่สามารถให้ผลตอบแทนและบริหารความเสี่ยงให้แก่ผู้ลงทุนได้เท่าที่ควร

สำหรับเรื่องของการปรับตัวในระยะสั้นซึ่งเป็นผลการศึกษาในส่วนที่ได้จากการประมาณ Error Correction Model นั้นพบว่าในแต่ละไตรมาสการบริโภคของประเทศไทยมีการปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนเท่ากับร้อยละ 0.043 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 3 กล่าวโดยสรุปได้ว่าเมื่อกองทุนมีการขยายตัวร้อยละ 1 การบริโภคของประเทศไทยจะมีการปรับตัวทั้งหมดร้อยละ 0.19 เพื่อเข้าสู่ดุลยภาพใหม่ โดยในแต่ละไตรมาสผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศจะปรับตัวประมาณร้อยละ 0.043 และเมื่อเปรียบเทียบการปรับตัวในระยะสั้นของประเทศไทยกับสหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้พบว่า การปรับตัวของไทยค่อนข้างช้าดังจะเห็นได้จากในตารางที่ 3 ในแต่ละไตรมาส สหราชอาณาจักรมีการปรับตัวร้อยละ 0.079 ต่อการเปลี่ยนแปลงของชื่อในการขยายตัวของกองทุน และในแต่ละไตรมาสประเทศเกาหลีใต้มีการปรับตัวร้อยละ 0.064 ต่อการเปลี่ยนแปลงของ

ช็อกในการขยายตัวของกองทุนทั้งนี้เป็นผลมาจากการรับข้อมูลข่าวสารของนักลงทุนค่อนข้างช้าจึงทำให้มีการปรับตัวตามช้า

ตาราง 3:ผลกระทบของกองทุนรวมและการปรับตัวในระยะสั้นต่อการบริโภค

	Co-integration	Speed Adjustment
Thailand	0.19	-0.043
Uk	0.46	-0.079
Korea	0.4	-0.064

ที่มา: คำนวณโดยนักวิจัย

กองทุนรวมและการลงทุน

จากผลการศึกษาพบว่าการลงทุนภายในและมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis)⁷ ในข้อมูลของทั้งประเทศไทย สหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้ แสดงว่าการขยายตัวของกองทุนรวมมีส่วนช่วยกระตุ้นให้เกิดการลงทุนมากขึ้น สำหรับประเทศไทยพบว่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร

⁷ ค่า P-Value ที่ทดสอบสมมติฐานหลักกรณีมีหนึ่ง Co-integrating vector (มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวเพียง 1 ความสัมพันธ์) สำหรับประเทศไทยนั้นเท่ากับ 0.48, สำหรับสหราชอาณาจักรเท่ากับ 0.36 และสำหรับประเทศเกาหลีใต้เท่ากับ 0.25

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน (ϕ^i) มีค่าเท่ากับ 0.26 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4 หมายความว่า ร้อยละ 1 ของการเติบโตของกองทุนรวมจะทำให้เกิดการขยายตัวของการลงทุนภายในประเทศร้อยละ 0.24 เช่นหากนำค่าของการลงทุนภายในประเทศ และมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนในไตรมาสที่ 2 ของปี ค.ศ. 2011 (257,355 ล้านบาท และ 2,045,707 ล้านบาทตามลำดับ) มาคำนวณจะพบว่า การขยายตัวของกองทุนรวมประมาณ 20,000 ล้านบาททำให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวประมาณ 680 ล้านบาท

สำหรับสมการความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Co-integration Analysis) ของสหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้แสดงให้เห็นว่าการขยายตัวของกองทุนมีผลสนับสนุนให้เกิดการขยายตัวของการลงทุนภายในประเทศได้จริง โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีค่าเท่ากับ 0.42 ของสหราชอาณาจักร และ 0.37 ของประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งหมายถึงการเพิ่มขึ้นของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิร้อยละ 1 ส่งผลให้การลงทุนภายในประเทศของสหราชอาณาจักร และ ประเทศเกาหลีใต้เพิ่มขึ้นเท่ากับร้อยละ 0.42 และ ร้อยละ 0.37 ตามลำดับดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4 เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบผลของสมการความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว

ระหว่างประเทศไทย กับสหราชอาณาจักร และ ประเทศเกาหลีใต้พบว่า ประเทศไทยสามารถใช้ประโยชน์จากการขยายตัวของกองทุนเพื่อการลงทุนภายในประเทศในระดับที่ต่ำกว่าประเทศทั้งสองมาก (ตารางที่ 4) สะท้อนให้เห็นว่าช่องทางการระดมทุนโดยการใช้กองทุนยังไม่เป็นที่นิยมเท่าที่ควร

สำหรับเรื่องของการปรับตัวในระยะสั้นซึ่งเป็นผลการศึกษาในส่วนที่ได้จากการประมาณ Error Correction Model นั้นพบว่าในแต่ละไตรมาสการลงทุนภายในของประเทศไทยมีการปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนเท่ากับร้อยละ 0.038 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4 กล่าวโดยสรุปได้ว่าเมื่อกองทุนมีการขยายตัวร้อยละ 1 การลงทุนภายในของประเทศไทยจะมีการปรับตัวทั้งหมดร้อยละ 0.24 เพื่อเข้าสู่ดุลยภาพใหม่ โดยในแต่ละไตรมาสการลงทุนภายในของประเทศไทยจะปรับตัวประมาณร้อยละ 0.038 และเมื่อเปรียบเทียบการปรับตัวในระยะสั้นของประเทศไทยกับสหราชอาณาจักร และประเทศเกาหลีใต้พบว่า การปรับตัวของไทยค่อนข้างช้าเมื่อเทียบกับเกาหลีใต้ ดังจะเห็นได้จากในตารางที่ 4 ในแต่ละไตรมาสประเทศเกาหลีใต้มีการปรับตัวร้อยละ 0.09 ต่อการเปลี่ยนแปลงของช็อกในการขยายตัวของกองทุน แต่เมื่อเทียบกับสหราชอาณาจักรประเทศไทยมีการปรับตัวที่เร็ว

กว่าโดยในแต่ละไตรมาสพระราชอำนาจมีการปรับตัวร้อยละ 0.026 ต่อการเปลี่ยนแปลงของชื่อในการขยายตัวของกองทุนแสดงว่าเมื่อมีการระดมทุนผ่านกองทุนแล้วบริษัทสามารถนำเงินทุนไปลงทุนได้ค่อนข้างเร็วกล่าวโดยสรุปปัญหาสำคัญทางด้านการลงทุนนี้จึงอยู่ที่การใช้กองทุนรวมเป็นแหล่งระดมทุน

ตาราง 4:ผลกระทบของกองทุนรวมและการปรับตัวในระยะสั้นต่อการลงทุน

	Co-integration	Speed Adjustment
Thailand	0.24	-0.038
Uk	0.42	-0.026
Korea	0.37	0.09

ที่มา: คำนวณโดยนักวิจัย

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การศึกษายกย่องของกองทุนรวมต่อภาคเศรษฐกิจมหภาคนี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของกองทุนรวมต่อการสร้างกิจกรรมทางเศรษฐกิจในหลายมิติโดยเน้นให้ความสำคัญกับการขยายตัวของภาคเศรษฐกิจโดยรวม การบริโภค และการลงทุน ซึ่งเป็นการวิเคราะห์โครงสร้างความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลง (เพิ่มขึ้นหรือลดลง) ของกองทุนรวมต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค ทำให้เห็นถึงแนวโน้มการ

ขยายตัวของกองทุนรวมที่สอดคล้องเชื่อมโยงกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อการพัฒนาทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืนในระยะยาว ดังนี้

1) กองทุนรวมเป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาทางเศรษฐกิจของไทยในแง่ของการส่งเสริมให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยร้อยละ 1 ของการเติบโตของกองทุนรวมจะทำให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ร้อยละ 0.21 (ถ้ากองทุนขยายตัว 20,000 ล้านบาทจะทำให้เกิดการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศได้ประมาณ 2,800 ล้านบาท)

2) กองทุนรวมทำหน้าที่ในการสนับสนุนให้มีทางเลือกในการระดมทุนที่หลากหลายมากขึ้น และมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำลง ซึ่งเป็นการยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศได้ทางหนึ่ง จึงเป็นส่วนประกอบที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของไทย และช่วยยกระดับรายได้โดยเฉลี่ยของประเทศ

3) ทางด้านการบริโภค กองทุนรวมมีส่วนในการสนับสนุนการขยายตัวของการบริโภค โดยร้อยละ 1 ของการขยายตัวของกองทุนรวม ทำให้เกิดการเติบโตของการบริโภคได้ร้อยละ 0.19 บทบาทของกองทุนรวมต่อการบริโภคเกิดจากการขยายตัวของรายได้ และลดความผันผวนของรายได้ในระยะยาว เพราะผู้ลงทุน หรือผู้ออม มีโอกาสที่จะ

ได้รับผลตอบแทนที่เหมาะสม และสม่ำเสมอในช่วงเวลาของการลงทุน สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับ ทำให้สามารถเพิ่มการบริโภคได้

4) หน้าที่ที่ปฏิเสธไม่ได้อีกประการหนึ่งของกองทุนรวมคือ การเป็นสื่อกลางทางการเงินในการส่งเสริมการระดมเงินทุนในระบบเศรษฐกิจทั้งทางด้านปริมาณเงินทุนที่ต้องการ และการเป็นทางเลือกในตลาดทุน ซึ่งเป็นการตอบสนองความต้องการเงินทุนเพื่อการลงทุนพบว่า ในกรณีของประเทศไทย การเติบโตของกองทุนรวมร้อยละ 1 จะส่งเสริมให้เกิดการขยายตัวทางการลงทุนได้ร้อยละ 0.24 ในระยะยาว

5) เมื่อเปรียบเทียบกับเกาหลีใต้ที่เป็นประเทศที่มีการพัฒนาทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว มีตลาดการเงินที่พัฒนาและมีประสิทธิภาพมากกว่าไทย พบว่า กองทุนรวมมีบทบาทต่อกาขยายตัวทางเศรษฐกิจมากกว่าไทย กล่าวคือ ร้อยละ 1 ของการเติบโตของกองทุนรวมจะสนับสนุนให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ในอัตราร้อยละ 0.25 (ประเทศไทยอยู่ในอัตราร้อยละ 0.21) และหากเปรียบเทียบกับสหราชอาณาจักร (UK) ก็ได้ผลเช่นเดียวกันโดย ร้อยละ 1 ของการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศอังกฤษจะสนับสนุนให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ในอัตราร้อยละ 0.30 แสดงให้เห็นว่าศักยภาพในการใช้

ประโยชน์จากกองทุนเพื่อให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยยังสามารถพัฒนาได้อีกมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อตลาดการเงิน (ทั้งตลาดเงิน ตลาดตราสารหนี้ และตลาดทุน) ของไทยมีการพัฒนาให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

6) เมื่อพิจารณาถึงความเร็วในการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพพบว่า สำหรับประเทศไทยมีการปรับตัวที่ช้ากว่ากรณีของประเทศเกาหลีใต้ และสหราชอาณาจักร แสดงได้ให้เห็นว่าไทยต้องใช้ระยะเวลานานกว่าในกระบวนการปรับตัวเพื่อให้การได้รับผลประโยชน์จากการขยายตัวของกองทุนรวมเพิ่มมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

Allen, Franklin; and Gale, Douglas (2000): *"Comparing Financial Systems"*, Cambridge, MA: MIT Press

Arestis, Philip; Demetriades, Panicos O; and Luintel, Kul B (2001): *"Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets"*, Journal of Money, Credit, and Banking, 33, pp. 16-41

Beck, Thorsten; Levine, Ross; and Loayza, Norman (2000): *"Financial and the Sources of Growth"*, Journal of Financial Economics, 58

Beck, Thorsten; and Levine, Ross (2002): *"Stock Market, Banks, and Growth: Panel Evidence"*, NBER Working Paper

Bencivenga, Valerie R; and Smith, Bruce D (1991): *"Financial Intermediation and Endogenous Growth"*, Review of Economic Studies, 58, pp. 195-209

Bencivenga, Valerie R; Smith, Bruce D; and Starr, Ross M (1995) *"Transaction Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth"*, Journal of Economic Theory, 67(1), pp. 53-117

King, Robert G; and Levine, Ross (1993) *"Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right"*, Quarterly Journal of Economics, 108(3), pp. 717-738

Levine, Ross (1991) *"Stock Markets, Growth and Tax Policy"*, Journal of Finance, 46, pp. 1445-1465

Levine, Ross (1997) *"Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda"*, Journal of Economic Literature, 35(2), pp. 688-726

Levine, Ross; and Zervos, Sara (1998) *"Stock Markets, Banks, and Economic Growth"*, American Economic Review, 88(3), pp. 537-558

Rousseau, Peter L; and Wachtel, Paul (2000) *"Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcome, 1980-1995"*, Journal of Business and Finance, 24, pp. 1933-1957

เรื่องที่ 4 “ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม: เก่งหรือเซ่ง”

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สรศาสตร์ สุขเจริญสิน

อาจารย์ ดร.ปริญดา สุขเจริญสิน

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตรา
สารทุนในประเทศไทย
(Persistence of Equity Mutual Fund Performance
in Thailand)

สรศาสตร์ สุขเจริญสิน และ ปรียดา สุขเจริญสิน

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
118 ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพฯ 10240
โทร. 0 2727 3648, 0 2727 3186
E-mail: sorasart@yahoo.com, spariyada@yahoo.com

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานและความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2546-2555 โดยผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนจะมีความผันผวนไปตามสภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นอย่างมาก ซึ่งกองทุนรวมตราสารทุนของไทยโดยเฉลี่ยแล้วสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ดีในช่วงตลาดขาลงมากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น แต่ในภาพรวมแล้ว กองทุนรวมตราสารทุนเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติเมื่อเทียบกับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษานี้ได้ นอกจากนี้ การศึกษายังพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนส่วนหนึ่งสามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีให้มีความสม่ำเสมอในระยะสั้นได้ แต่ก็มีกองทุนรวมตราสารทุนอีกส่วนหนึ่งที่คงผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่อง

คำสำคัญ: กองทุนรวม; ความสม่ำเสมอ; ตราสารทุน; ผลการดำเนินงาน

1. บทนำ

กองทุนรวม (mutual fund) คือโครงการลงทุนที่มีฐานะเป็นนิติบุคคลซึ่งจัดตั้งขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบกิจการจัดการกองทุนรวม โดยการรวบรวมเงินจากผู้ออมหรือผู้ลงทุนต่างๆ โดยการออกหน่วยลงทุน นำมาจำหน่ายแล้วนำเงินจากกองทุนนี้ไปลงทุนในตลาดเงินและตลาดทุน หรือสินทรัพย์อื่นตามนโยบายการลงทุนและเงื่อนไขต่างๆ ที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนของแต่ละกองทุน โดยไม่ขัดต่อข้อบังคับของกฎหมาย โดยนักลงทุนแต่ละรายจะได้รับ หน่วยลงทุน (unit trust) เพื่อเป็นหลักฐานยืนยันฐานะความเป็นเจ้าของเงินที่ได้ลงทุนไป โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมจะทำหน้าที่บริหารกองทุนรวมให้ได้ผลตอบแทน แล้วนำมาเฉลี่ยคืนให้กับนักลงทุนแต่ละรายตามสัดส่วนที่ลงทุนไว้ กองทุนรวม นับเป็นเครื่องมือในการลงทุน (investment vehicle) สำหรับผู้ลงทุนรายย่อยที่มีความประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน แต่ไม่สามารถลงทุนได้ด้วยตนเองด้วยข้อจำกัดต่างๆ เช่น ไม่มีเวลาจะศึกษา ค้นคว้าและติดตามข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุน ไม่สามารถได้ผลตอบแทนตามเป้าหมายที่ต้องการ มีทุนทรัพย์จำนวนจำกัด ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศได้มากพอ หรือเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน เป็นต้น ผู้ลงทุนรายย่อยจึงนำเงินออมของตนไปลงทุนไว้กับกองทุนรวม เมื่อกองทุนรวมระดมเงินลงทุนจากผู้ลงทุนจำนวนหลายรายทำให้สามารถที่จะกระจายการลงทุนในสินทรัพย์หลากหลายประเภท ความเสี่ยงจึงลดลงเมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเท่านั้น

จากการที่กองทุนรวมเป็นสถาบันการลงทุนขนาดใหญ่ กองทุนรวมมีแนวโน้มที่จะได้รับข้อมูลข่าวสารที่รวดเร็วกว่า นอกจากนี้ การลงทุนในกองทุนรวมยังมีผู้ชำนาญในการลงทุนวิเคราะห์ข้อมูล โดยที่ผู้ลงทุนไม่ต้องติดตามข้อมูลการลงทุนเอง รวมถึงการที่ผู้จัดการกองทุนเป็นผู้มีความรู้ในการลงทุน จึงทำให้น่าเชื่อถือได้ว่ากองทุนมีความได้เปรียบกว่านักลงทุนรายย่อยในการบริหารการลงทุน มีการจัดการ

ลงทุนอย่างเป็นระบบ และน่าจะมีจุดมุ่งหมายให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ภายใต้กรอบความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้

ลักษณะของนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนสามารถแบ่งตามนโยบายการลงทุนได้เป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ กองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (active fund management) และกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรับ (passive fund management) สำหรับกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ผู้จัดการกองทุนจะคัดเลือกและซื้อหลักทรัพย์ที่ดีในมุมมองของผู้จัดการกองทุนเมื่อราคาต่ำ และขายหลักทรัพย์นั้น เมื่อราคาสูงเกินไปจ้ยพื้นฐาน หรือคิดว่าแนวโน้มธุรกิจเปลี่ยนไป ข้อดีของกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก ก็คือ นักลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าดัชนีอ้างอิง และผู้ลงทุนอาจได้รับผลตอบแทนที่ต่ำกว่าหากผู้จัดการกองทุนตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ผิดตัว อย่างไรก็ตาม กองทุนเชิงรุกนี้จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจัดการ (management fee) ที่สูง เพื่อเป็นการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้จัดการกองทุนที่คอยบริหารกองทุนให้กับผู้ลงทุนเป็นการตอบแทน ในขณะที่กองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรับ เป็นกองทุนที่มีกลยุทธ์เลือกกระจายหลักทรัพย์ในองค์ประกอบเดียวกับดัชนีตลาด โดยปกติกลยุทธ์การลงทุนแบบนี้จะมีการเปลี่ยนแปลงกลุ่มหลักทรัพย์ (portfolio rebalancing) ไม่บ่อยครั้งนัก รวมถึงไม่มีค่าใช้จ่ายในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่ำกว่ากองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก อาจเรียกกองทุนที่มีนโยบายการบริหารเชิงรับได้อีกอย่างว่า Index Fund ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ โดยมีจุดมุ่งหมายให้ได้รับผลตอบแทนในอัตราที่เท่าๆ กับผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิง เช่น ดัชนี SET หรือ ดัชนี SET50 นั่นเอง ถ้าดัชนีอ้างอิงปรับตัวขึ้นหรือลดลง มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนก็จะขึ้นหรือลงในอัตราส่วนเท่าๆ กันด้วย จะเห็นได้ว่า กองทุนรวมไม่ว่าจะมีกลยุทธ์อย่างไรก็ตาม จะมีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุน และมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงกว่าการลงทุนโดยตรงจากผู้ลงทุน จึงเป็นที่น่าสนใจว่ากองทุนรวมเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ

หรือไม่ มีผลการดำเนินงานอย่างไร และผลการดำเนินงานเหล่านั้นมีความสม่ำเสมอหรือไม่

การศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (mutual fund performance) และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (persistence of mutual fund performance) เป็นงานวิจัยที่ได้รับความสนใจเป็นอย่างมากทั้งในเชิงวิชาการและสำหรับผู้ลงทุนเพื่อเลือกลงทุนในกองทุนรวม โดยมีการศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมาก ที่ทำการศึกษเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม เพื่อวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยพิจารณาปัจจัยความสม่ำเสมอของกองทุนรวมในการสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark) ว่าเป็นส่วนหนึ่งของทักษะที่ผู้จัดการกองทุนพึงจะมี ได้แก่ งานวิจัยของ Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993), Goetzmann and Ibbotson (1994), Brown and Goetzmann (1995), Grinblatt, Titman, and Wermers (1995), Gruber (1996), Carhart (1997), Wermers (1999, 2000), Grinblatt and Keloharju (2000) และ Bollen and Busse (2005) เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม การศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน จะมีการศึกษาเป็นอย่างมากในประเทศที่พัฒนาแล้ว ไม่ว่าจะเป็นประเทศสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร สเปน นิวซีแลนด์ แต่ยังคงขาดแคลนการศึกษาในประเทศที่กำลังพัฒนา โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในประเทศไทย จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจะมีความสม่ำเสมอหรือไม่ ซึ่งการศึกษาในประเด็นนี้ยังมีความขาดแคลนในประเทศที่กำลังพัฒนา โดยเฉพาะประเทศไทย ที่มีกองทุนรวมตราสารทุนอยู่เป็นจำนวนมาก แต่ยังคงมีการศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ยังไม่เป็นที่แพร่หลาย ดังนั้น การวิจัยนี้จึงเป็นการเริ่มต้นการศึกษาเกี่ยวกับประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศ

ไทย อันจะเป็นประโยชน์กับอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย ตลอดจนผู้ลงทุนที่สนใจต่อไป

การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ 2 ประการ คือ ประการแรก เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในประเทศไทย เมื่อเปรียบเทียบกับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ ที่ใช้ในการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุน เพื่อให้ทราบว่า การลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยนั้นมีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไรเมื่อเทียบกับมาตรฐาน ประการที่สอง เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในประเทศไทยว่ามีความสม่ำเสมอหรือไม่ ผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุนที่ดีนั้น เกิดจากความสามารถที่มีความสม่ำเสมอหรือเป็นเพียงเหตุบังเอิญ โดยการศึกษาจะแบ่งเป็น 5 ส่วน ในส่วนแรกจะกล่าวถึงภาพรวมการศึกษา ส่วนที่สอง จะเป็นการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลการดำเนินงาน และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ส่วนที่สาม จะเป็นการนำเสนอระเบียบวิธีวิจัยที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ส่วนที่สี่ นำเสนอผลการศึกษา และสรุปผลการศึกษาในส่วนสุดท้าย

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การที่กองทุนรวมจะมีบทบาทเป็นเครื่องมือในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยนั้น กองทุนรวมมีหน้าที่หลักในการสร้างผลตอบแทนให้สอดคล้องกับเป้าหมายการลงทุนของผู้ลงทุน ภายใต้ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนสามารถยอมรับได้ กองทุนรวมจะต้องสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ มากกว่าการลงทุนด้วยตนเอง ดังนั้น ในการศึกษาผลการดำเนินงานโดยทั่วไปของกองทุนในทางปฏิบัติ มักจะเป็นการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนโดยรวมที่ได้รับจากการลงทุนในกองทุน ปรับปรุงด้วยความเสี่ยง แล้วจึงนำมาเทียบกับตลาด หรือเทียบกับค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานของกองทุนอื่นๆ ที่มีนโยบายการลงทุนคล้ายๆ กัน โดยใช้อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (risk-adjusted

return) ที่ถูกพัฒนาขึ้นโดย Sharpe (1966), Treynor (1966) และ Jensen (1968) เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม การที่กองทุนรวมจะเป็นเครื่องมือในการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยให้เกิดประสิทธิภาพได้มากน้อยเพียงใดนั้น ผู้จัดการกองทุนจะมีบทบาทสำคัญในการทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนบรรลุวัตถุประสงค์การลงทุน ดังนั้น ในการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนในเชิงวิชาการ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนที่มีนโยบายเชิงรุก จะเกี่ยวข้องโดยตรงกับระดับทักษะต่างๆ ในการบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุน จากการศึกษาในอดีตพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนมีความสัมพันธ์กับความสามารถด้านต่างๆ ของผู้จัดการกองทุน ได้แก่ (1) ความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ (selectivity) คือ ความสามารถในการวิเคราะห์และตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ที่ดีหรือมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงเข้ามาในพอร์ตโฟลิโอ หรือขายหลักทรัพย์ที่แย่หรือมีมูลค่าที่สูงกว่าความเป็นจริงออกจากพอร์ตโฟลิโอ (2) ความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด (market timing) คือ ความสามารถในการคาดการณ์ว่าตลาดกำลังจะเป็นขาขึ้น หรือขาลง โดยเมื่อคาดการณ์ว่าตลาดกำลังจะเป็นขาลง ก็จะลดสัดส่วนในหลักทรัพย์เสี่ยงลงไปเพิ่มสัดส่วนในตราสารหนี้ของรัฐระยะสั้นแทน หากคาดการณ์ว่าตลาดกำลังจะเป็นขาขึ้นก็จะเพิ่มสัดส่วนในหลักทรัพย์เสี่ยงและไปลดสัดส่วนในตราสารหนี้ของรัฐระยะสั้นลง และ (3) ความสามารถในการรักษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมให้มีความสม่ำเสมอ (performance persistence) คือ ความสามารถในการรักษาระดับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมให้มีความคงเส้นคงวาในแต่ละปี ให้สูงกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนมาตรฐานที่ควรได้ โดยอ้างอิงจากเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark)

การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ที่อ้างอิงจากทักษะและความสามารถของผู้จัดการกองทุน จะแบ่งการศึกษาเป็น 2 แนวทาง คือ แนวทางแรก จะศึกษาว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และพยากรณ์ทิศทางตลาดได้อย่างถูกต้องหรือไม่ และแนวทางที่สอง จะศึกษาว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการรักษาระดับผลการดำเนินงานของกองทุน

รวมให้มีความสม่ำเสมอในแต่ละปี ให้สูงกว่าผลตอบแทนจากการลงทุน
มาตรฐานที่ควรได้หรือไม่ โดยอ้างอิงจากเกณฑ์มาตรฐาน
(benchmark)

2.1 การศึกษาความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานเกิน ปกติของกองทุน

การศึกษาเกี่ยวกับการสร้างผลการดำเนินงานเกินปกติของกองทุน
รวมตราสารทุนในเชิงประจักษ์ พบข้อสนับสนุนที่ว่า ผู้จัดการกองทุนมี
ความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานที่เกินปกติในระยะยาวน้อย
มาก เช่น การศึกษาของ Jensen (1969), Elton, Gruber, Das, and
Hlavka (1992), Treynor and Mazuy (1966) และ Henriksson
(1984) เป็นต้น อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Goetzmann and
Ibbotson (1994), Brown and Goetzmann (1995) และ Gruber
(1996) เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในระยะสั้นพบว่า
ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และสร้างผลการ
ดำเนินงานที่ดีได้ในช่วงสั้นๆ เท่านั้น และในเวลาต่อมา การศึกษาของ
Grinblatt, Titman, and Wermers (1995) และ Carhart (1997) ก็
ชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ดีนั้น เกิดจากการซื้อ
หลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงมาก่อนในอดีต เข้ามาในพอร์ตโฟลิโอ
และหลักทรัพย์นั้นยังให้ผลตอบแทนดีต่อเนื่องต่อไปหรือที่เรียกว่ามี
โมเมนตัม (momentum effect) ตามนิยามของ Jegadeesh and
Titman (1993) จะเห็นได้ว่าผลการดำเนินงานที่ดีของกองทุนไม่ได้เกิด
จากความสามารถในการวิเคราะห์ และระบุหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่า
ปัจจัยพื้นฐานแล้วซื้อเก็บไว้ในตอนที่ราคาต่ำแต่ผลการดำเนินงานที่ดี
ของกองทุนกลับเกิดจากโมเมนตัมนั่นเอง ด้วยเหตุนี้ Carhart (1997)
จึงได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนโดยพิจารณาปัจจัยโมเมนตัม
(momentum factor) ในแบบจำลองเพื่อการพยากรณ์ผลการ
ดำเนินงานของกองทุนรวม ผลการศึกษาพบว่า เมื่อมีการควบคุมปัจจัย

โมเมนตัมในแบบจำลองแล้ว ผู้จัดการกองทุนกลับไม่มีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ที่ดีแต่อย่างใด

Graham and Harvey (1996) ศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนโดยใช้ข้อมูลจากจดหมายข่าวการลงทุน (investment newsletters) ในช่วงปี ค.ศ. 1980 จนถึง ค.ศ. 1992 โดยจดหมายข่าวแต่ละฉบับจะแนะนำกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและกลยุทธ์ในการลงทุน รวมถึงสัดส่วนของปริมาณเงินสดที่ผู้ลงทุนควรถือ จดหมายข่าวการลงทุนจะแนะนำจังหวะการลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนว่า เมื่อใดควรเพิ่มหรือลดน้ำหนักการลงทุนในกองทุนรวม การศึกษาพบว่า จดหมายข่าวการลงทุนไม่สามารถพยากรณ์ทิศทางของตลาดทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ และผลการดำเนินงานของกองทุนก็ไม่สามารถชนะตลาดได้ในระยะยาว

การศึกษาภายหลังช่วง ค.ศ. 2000 เป็นต้นไป จะมุ่งเน้นไปที่ประเด็นว่า หากกองทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีแล้ว ผลการดำเนินงานที่ดีนั้นเกิดจากทักษะที่ดี (skill) ของผู้จัดการกองทุนหรือเป็นเพียงโชคดี (luck) เท่านั้น Kosowski, Timmermann, Wermers, and White (2006) พบว่า มีเพียงกองทุนที่เน้นการเติบโต (growth fund) เท่านั้นที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและเกิดจากทักษะที่แท้จริงของผู้จัดการกองทุน เท่านั้น Cuthbertson, Nitzsche, and O'Sullivan (2008) ใช้เทคนิคบูทสตรัป (bootstrapping) ในการค้นหาทักษะในการเลือกหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุนว่ามีอยู่จริงหรือไม่ พบว่ากองทุนในประเทศสหราชอาณาจักรที่มีผลการดำเนินงานแย่เกิดจากทักษะที่แท้จริง และพบว่าผลการดำเนินงานที่ดีของกองทุนรวมตราสารทุน ที่เน้นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีและเติบโตอย่างสม่ำเสมอ (equity income funds) เกิดจากความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ของผู้จัดการกองทุนจริง

สำหรับการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศที่กำลังพัฒนานั้น ยังมีความขาดแคลนเป็นอย่างมาก Annuar, Shamsheer, and Ngu (1997) ศึกษาผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศมาเลเซียในช่วงปี 1990-1995 พบว่าผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ แต่ไม่มี

ความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด Shamsheer, Annuar, and Hassan (2000) ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศมาเลเซีย จำนวน 31 กองทุนในช่วงปี ค.ศ. 1990 ถึง ค.ศ. 1995 โดยใช้แบบจำลองของ เพื่อทดสอบความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์และความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด การศึกษาพบว่าผู้จัดการกองทุนในประเทศมาเลเซียมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์แต่ไม่มีความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาด

ศุภชัย ศรีสุชาติ (2544) ศึกษาประสิทธิภาพการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนรวม ของกองทุนเปิดและกองทุนปิดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม 2533 ถึงเดือนพฤษภาคม 2543 ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนมีประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านจังหวะการลงทุนตามสภาวะตลาดดีกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ ในทางตรงกันข้าม พบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้มีประสิทธิภาพการดำเนินงานด้านการเลือกสรรดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุน และเมื่อประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยรวม พบว่า กองทุนรวมตราสารหนี้มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุน เนื่องจากได้รับผลตอบแทนในอัตราคงที่ ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนได้รับผลตอบแทนตามผลตอบแทนของตลาดที่มีการลดลงอย่างต่อเนื่องและมีความแปรปรวนสูง

นอกจากนี้ งานวิจัยของ Lonkani, Satjawathee, and Jegasothy (2013) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมและความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการเลือกหลักทรัพย์และการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุนในประเทศไทย ระหว่างช่วงปี ค.ศ. 1992 ถึง 2004 โดยใช้ Jensen alpha เพื่อทดสอบหาความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์พบว่าผู้จัดการกองทุน และใช้แบบจำลองของ Treynor and Mazuy (1966) และ Henriksson and Merton (1981) เพื่อทดสอบหาความสามารถในการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุน พบว่า ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถใน

การสร้างผลการดำเนินงานที่เกินปกติทั้งในด้านการเลือกหลักทรัพย์ และการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุน แต่อย่างใด

โดยสรุป การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ในการเลือกหลักทรัพย์และการพยากรณ์ทิศทางตลาดของผู้จัดการกองทุน พบว่า ผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการสร้างผลการดำเนินงานที่เกินปกติในระยะยาวน้อยมาก และพบว่า หากผู้จัดการกองทุนมีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ ก็จะมีผลการดำเนินงานที่ดีในช่วงสั้นๆ เท่านั้น

2.2 การศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน

การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ที่อ้างอิงจากทักษะของผู้จัดการกองทุนในการรักษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน จะมีการศึกษาเป็นอย่างแพร่หลายในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยเฉพาะในประเทศสหรัฐอเมริกา เริ่มต้นตั้งแต่การศึกษาของ Sharpe (1966) ที่ริเริ่มวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมว่ามีความสม่ำเสมอหรือไม่ โดยใช้อัตราส่วนของชาร์ป (Sharpe ratio) โดยจัดอันดับกองทุนโดยใช้ค่าค่าสหสัมพันธ์ลำดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือในช่วงปี ค.ศ. 1944 จนถึง ค.ศ. 1953 เทียบกับผลการดำเนินงานของกองทุนเดียวกัน ค.ศ. 1954 จนถึง ค.ศ. 1963 การศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกระหว่าง 2 ช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม Jensen (1968) ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจำนวน 115 กองทุนในช่วงปี ค.ศ. 1945 จนถึง ค.ศ. 1964 โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟาของ Jensen (Jensen's alpha) พบว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายเชิงรุกต่างๆ ไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานที่โดดเด่นไป

กว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายเชิงรับแต่อย่างใด และได้สรุปว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนที่ดี เป็นปรากฏการณ์เชิงสุ่มเท่านั้น

นอกจากนี้ Carlson (1970) ศึกษาภาพรวมกองทุนรวมตราสารทุนในช่วง 20 ปี พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่เหนือกว่าค่ามัธยฐาน (median) จากกองทุนรวมทั้งหมดที่ศึกษาในปีก่อนหน้านี้จะมีแนวโน้มที่จะดีต่อเนื่องในปีถัดไป และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนมีความสม่ำเสมอมากขึ้นเมื่อมีการแบ่งช่วงเวลาเป็นช่วงละ 5 ปีเพื่อเปรียบเทียบกัน Grinblatt and Titman (1989, 1992) ศึกษากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1974 ถึงปี ค.ศ. 1984 โดยการศึกษาสมการถดถอยที่วัดความสัมพันธ์ระหว่างค่าสัมประสิทธิ์อัลฟาของ Jensen ระหว่าง 2 ช่วงเวลา เพื่อนำผลการดำเนินงานในอดีตมาพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวม การศึกษาพบว่ามีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในช่วงเวลาดังกล่าว และสรุปว่า ผู้ลงทุนสามารถใช้ผลการดำเนินงานในอดีตมาพยากรณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมเพื่อประกอบการลงทุนได้

Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993) ศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนโดยใช้ข้อมูลระดับไตรมาสในช่วงปี ค.ศ. 1974 จนถึง ค.ศ. 1988 ด้วยวิธี autocorrelation พบว่า กองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดีในปีก่อนหน้านี้จะสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในระดับที่ดีต่อไปได้อีกตั้งแต่ 1-8 ไตรมาส เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจากกองทุนรวมตราสารทุนทั้งหมดสนับสนุนปรากฏการณ์ “Hot Hands” ที่เชื่อว่าหากกองทุนมีผลดำเนินงานที่ดี ก็จะมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่อง Malkiel (1995) ใช้ข้อมูลกองทุนรวมเป็นเวลา 21 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1971 ถึงปี ค.ศ. 1991 เพื่อทดสอบความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระยะยาว พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนในภาพรวมจะมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าเกณฑ์มาตรฐาน และกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดี ก็จะมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่อง แต่อย่างไรก็ตาม กองทุนที่มีผล

การดำเนินงานที่แย่ ก็จะมีผลการดำเนินงานที่แย่ต่อเนื่องในสัดส่วนที่มากกว่า

Carhart (1997) ที่ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนโดยพิจารณาปัจจัยโมเมนตัม (momentum factor) ในแบบจำลองเพื่อการพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม พบว่า เมื่อมีการควบคุมปัจจัยโมเมนตัมในแบบจำลองแล้ว ผู้จัดการกองทุนไม่มีความสามารถในการเลือกทรัพย์สินที่ดีแต่อย่างใด และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานก็มีเพียงระยะสั้นๆ เท่านั้น

Bollen and Busse (2005) ไม่พบความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานเมื่อกองทุนแต่ละกองทุนถูกจัดอันดับด้วยผลการดำเนินงานปีต่อปี แต่พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนจะมีความสม่ำเสมอมากขึ้นหากใช้ข้อมูลรายไตรมาส และจัดอันดับกองทุนโดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์อัลฟาของ Jensen ที่ได้จากแบบจำลอง 4 ปัจจัย (four-factor model) ของ Carhart (1997) งานวิจัยของ Bauer, Otten, and Rad, (2006) ศึกษาประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศนิวซีแลนด์ โดยใช้ข้อมูลของกองทุนรวมตราสารทุนจำนวน 143 กองทุน ในช่วงปี ค.ศ. 1990 ถึงปี ค.ศ. 2003 พบว่ากองทุนรวมในประเทศนิวซีแลนด์ไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานที่ดีกว่าปกติได้ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ได้สังเกตเห็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงสั้นๆ ที่ถูกผลักดันจากปรากฏการณ์ “Icy Hands” มากกว่า “Hot Hands” นอกจากนี้ Giamouridis and Sakellariou (2008) ได้ศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานกองทุนรวมในประเทศกรีซ พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนในกรีซมีผลการดำเนินงานที่ไม่สม่ำเสมอในระยะสั้น ไม่ว่าจะวัดเป็นความสม่ำเสมอรายเดือนหรือรายไตรมาส โดยข้อสรุปที่ได้ ไม่เปลี่ยนแปลงเมื่อใช้วิธีศึกษาวิธีต่างๆ

การศึกษาในช่วงหลังเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน จะมุ่งเน้นที่เทคนิคสมัยใหม่ขั้นสูงที่สามารถศึกษาความเสี่ยงเฉพาะตัว (idiosyncratic risks) ของ

กองทุนแต่ละกองทุน และใช้ตัวแปรที่ผันแปรตามเวลา (time-varying parameters) ในแบบจำลอง โดย Mamasky, Spiegel, and Shang (2007) ประยุกต์แบบจำลองทางสถิติที่อ้างอิงจากเทคนิคตัวกรองคาลแมน (Kalman filter) ที่ใช้ตัวแปรที่ผันแปรตามเวลาเพื่อประเมินความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า กองทุนที่ถูกจัดอันดับตามผลการดำเนินงานในกลุ่มท้ายๆ จะมีผลการดำเนินงานที่ติดลบมาก Cuthbertson, Nitzsche, and O'Sullivan (2008) ใช้เทคนิคบูทสเตรป (bootstrapping) ในการหาความสามารถที่แท้จริงของผู้จัดการกองทุนในการเลือกหลักทรัพย์สำหรับกองทุนรวมตราสารทุนในสหราชอาณาจักร พบว่า กองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานแย่เกิดจากทักษะของผู้จัดการกองทุนที่แย่อย่างแท้จริง และเมื่อศึกษารูปแบบ (style) ของกองทุน การศึกษาพบว่า กองทุนที่มีผลการดำเนินงานระดับต้นๆ เท่านั้นที่มีทักษะในการเลือกหลักทรัพย์ที่แท้จริง ยกเว้นกองทุนที่เน้นบริษัทขนาดเล็ก (small cap funds)

Barras, Scaillet, and Wermers (2010) พัฒนาแบบจำลองที่มีความซับซ้อนน้อยลงเมื่อเทียบกับ Cuthbertson, Nitzsche, and O'Sullivan (2008) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน โดยการแยกกองทุนที่มีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ออกจากกองทุนที่ไม่มีความสามารถ พบว่าสัดส่วนของกองทุนที่มีทักษะในการเลือกหลักทรัพย์ก่อนปี ค.ศ. 1996 นั้น เป็นกองทุนที่มีความสามารถในการเลือกหลักทรัพย์ แต่สัดส่วนดังกล่าวได้ลดลงอย่างมากจนเหลือเพียง 0.6% ในปี ค.ศ. 2006 ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงไม่สามารถใช้ผลการดำเนินงานของกองทุนในอดีตเป็นตัววัดทักษะของผู้จัดการกองทุนเพื่อใช้อ้างอิงและตัดสินใจลงทุนได้

จะเห็นได้ว่า การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานและความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ส่วนมากจะกระจุกตัวอยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งผลการศึกษาก็ยังขัดแย้งกันอยู่ใน

งานวิจัยแต่ละฉบับ เช่น การศึกษาของ Hendricks, Patel, and Zeckhauser (1993), Goetzmann and Ibbotson (1994) และ Brown and Goetzmann (1995) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอในช่วงสั้น ในขณะที่งานวิจัยของ Grinblatt and Titman (1992), Elton, Gruber, and Blake (1996) และ Allen and Tan (1999) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอในระยะยาว อย่างไรก็ตาม โดยส่วนใหญ่จะพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไม่มีความสม่ำเสมอเมื่อเทียบช่วงเวลาปีต่อปี และงานวิจัยของ Carhart (1997) ที่ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนโดยพิจารณาปัจจัยโมเมนตัมในแบบจำลองเพื่อการพยากรณ์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมส่วนใหญ่ไม่มีความสม่ำเสมอ และงานวิจัยในอดีตที่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอนั้น ก็จะเป็นความสม่ำเสมอในช่วงสั้นๆ และมักพบหลักฐานความสม่ำเสมอของกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่อง มากกว่ากองทุนที่มีผลดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่อง (Hereil, Mitaine, Moussavi, and Roncalli (2010))

จากการศึกษาดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจะมีความสม่ำเสมอหรือไม่ ซึ่งการศึกษาในประเด็นนี้ยังมีความขาดแคลนในประเทศไทยที่กำลังพัฒนา โดยเฉพาะประเทศไทย ที่มีกองทุนรวมตราสารทุนอยู่เป็นจำนวนมาก และมีจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากในแต่ละปี แต่ยังมีการศึกษาเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ยังไม่เป็นที่แพร่หลาย ดังนั้น การวิจัยนี้จึงเป็นการเริ่มต้นการศึกษาเกี่ยวกับประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย เพื่อเพิ่มเติมหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเด็นความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) ว่ามีความคล้ายคลึงหรือแตกต่างจากหลักฐานเชิง

ประจักษ์ของกองทุนรวมตราสารทุนในกลุ่มตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว
อย่างไร

3. ข้อมูลและระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษานี้มุ่งเน้นไปที่ผลการดำเนินงานและความสม่ำเสมอของ
ผลการดำเนินงานของกองทุนตราสารทุน ทั้งที่ได้รับและไม่ได้รับสิทธิ
ประโยชน์ทางภาษี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 และยังดำเนินการอยู่จนถึงปี
พ.ศ. 2555 ช่วงเวลานี้เป็นช่วงเวลาการศึกษาที่เหมาะสมในการศึกษา
เพื่อจะวิเคราะห์ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมมีความสม่ำเสมอ
หรือไม่ในแต่ละสภาวะตลาด เพราะช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงเวลา
ครอบคลุมทุกสภาวะของตลาด โดยสามารถแบ่งสภาวะตลาดได้เป็น 3
ลักษณะ ได้แก่ ตลาดขาขึ้น (bull market) ตลาดขาลง (bear market)
และตลาดแกว่งตัวออกข้าง (side way market) และยังครอบคลุมช่วง
วิกฤติเศรษฐกิจระดับโลก อย่างวิกฤติซับไพร์ม รวมถึงช่วงการเกิด
อุทกภัยใหญ่ในประเทศไทยด้วย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ เป็นข้อมูลทุดียูมิรายปี โดยรวบรวม
ข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value: NAV) และเงินปันผล ที่
เผยแพร่โดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association of Investment
Management Companies: AIMC) และเว็บไซต์ของโครงการให้เงิน
ทำงานผ่านกองทุนรวม (<http://www.thaimutualfund.com>) รวมถึง
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนต่างๆ ในส่วนของข้อมูลดัชนี
ผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ที่ใช้เป็น
เกณฑ์มาตรฐานนั้น เก็บรวบรวมจากฐานข้อมูลเผยแพร่ของตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษานี้มุ่งการวิเคราะห์ไปที่
กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-
2555 รวมทั้งสิ้น 78 กองทุน

การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานที่ใช้ในการศึกษานี้ แบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 วิธี โดยวิธีแรกจะเป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษากับเกณฑ์มาตรฐานต่างๆ และวิธีที่สองจะพิจารณาอันดับที่ของกองทุนรวมตราสารทุนที่จัดตามผลการดำเนินงานของกองทุน

สำหรับวิธีแรกนั้น เป็นการวิเคราะห์ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระหว่าง 2 ระยะเวลาที่มีความต่อเนื่องกัน โดยการศึกษานี้ใช้เกณฑ์มาตรฐานจำนวน 3 เกณฑ์ คือ ใช้เกณฑ์มาตรฐานจำนวน 3 เกณฑ์ คือ ค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยที่ทำการศึกษา และอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ซึ่งกองทุนที่มีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน หมายถึง กองทุนที่มีผลการดำเนินงานสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐานในช่วงเวลาหนึ่งในอดีต ($t-1$) และยังคงมีผลการดำเนินงานที่สูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ในช่วงเวลาถัดมา (t) เช่นกัน จากนั้น จะเป็นการวิเคราะห์ในระดับที่เข้มข้นขึ้น เนื่องจากจะพิจารณาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระหว่าง 2 ระยะเวลา ที่มีความต่อเนื่องกันไปตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา กล่าวคือ กองทุนที่มีผลการดำเนินงานสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐานในช่วงเวลาหนึ่งในอดีต ($t-1$) และยังคงมีผลการดำเนินงานที่สูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ในช่วงเวลาถัดมา (t) ก็จะต้องยังคงผลการดำเนินงานที่สูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐานเหล่านั้นไว้ในช่วงเวลาต่อไป ($t+1, t+2, \dots$) ตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จึงจะพิจารณาได้ว่ามีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงาน

วิธีวิเคราะห์วิธีที่สอง จะนำกองทุนรวมตราสารทุนที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดมาจัดอันดับ (rank) ในแต่ละปี เพื่อหากองทุนรวมที่อยู่ใน “กลุ่มที่ดีที่สุด (best)” และ “กลุ่มที่แย่ที่สุด (worst)” และพิจารณาว่ากองทุนเหล่านั้นยังสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มเดิมได้หรือไม่ จึงจะพิจารณาว่าเป็นกองทุนที่มีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง จากนั้น จะพิจารณาความสม่ำเสมอโดยรวมโดยใช้ค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) เพื่อแสดงให้เห็นระดับความมีนัยสำคัญของความสม่ำเสมอ

ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงระยะเวลา
ต่างๆ ที่ทำการศึกษา

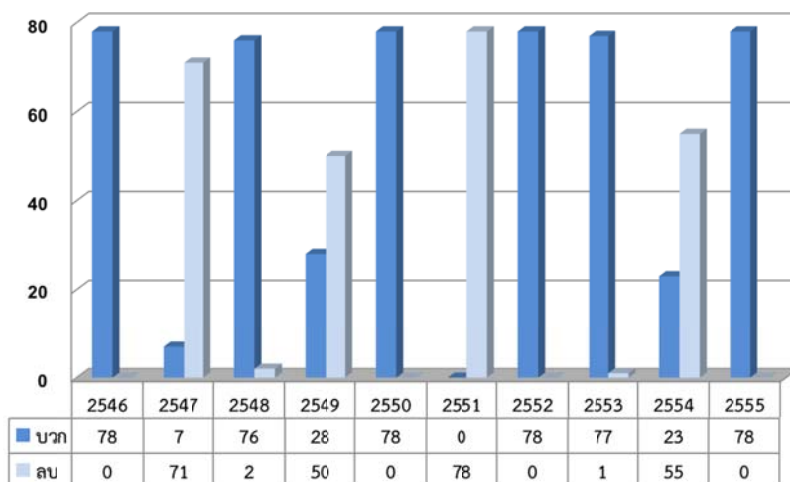
4. ผลการศึกษา

ตารางที่ 1 รายงานค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทน
ของกองทุนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา จะเห็นได้ว่า อัตราผลตอบแทน
เฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนจะมีความผันผวนในช่วงเวลาแต่ละปี
เป็นอย่างมาก โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนสูง
ที่สุดในปี พ.ศ. 2546 หลังจากวิกฤติต้มยำกุ้งในปี พ.ศ. 2540 โดยมี
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึง 118.33% และปีที่มีอัตราผลตอบแทน
เฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนที่ต่ำที่สุดคือปี พ.ศ. 2551 ที่เกิดวิกฤติ
ซับไพร์มในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย -
41.26%

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน
ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปีพศ	ค่าเฉลี่ย (mean)	ค่ามัธยฐาน (median)	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (standard deviation)	ค่าสูงสุด (maximum)	ค่าต่ำสุด (minimum)
2546	118.33%	117.08%	16.62%	165.16%	73.28%
2547	-7.70%	-7.59%	4.70%	6.29%	-18.31%
2548	7.55%	8.34%	8.18%	26.97%	-52.83%
2549	-0.95%	-1.95%	4.36%	12.73%	-12.03%
2550	37.90%	37.94%	5.41%	47.04%	16.47%
2551	-41.26%	-41.69%	3.49%	-32.80%	-48.69%
2552	61.29%	62.27%	12.61%	79.77%	18.65%
2553	39.65%	39.28%	9.88%	61.23%	-4.76%
2554	-2.97%	-3.59%	7.76%	15.96%	-39.44%
2555	40.08%	39.97%	9.72%	75.71%	5.49%

เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555 พบว่า โดยรวมแล้ว กองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนเป็นบวก ยกเว้นปี พ.ศ. 2547 และ 2551 ที่กองทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ติดลบ ดังในภาพที่ 1 ซึ่งบ่งชี้ว่า ผลการดำเนินงานในภาพรวมของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย จะมีความสอดคล้องกับสภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก กล่าวคือ หากปีใดที่สภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ซบเซา อัตราผลตอบแทนโดยรวมจากการลงทุน ก็จะไปต่ำด้วย หากปีใดที่สภาวะเศรษฐกิจดีและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นภาวะกระทิง อัตราผลตอบแทนโดยรวมจากการลงทุน ก็จะไปดีตามไปด้วย



ภาพที่ 1 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET total return index หรือ SET TRI) ซึ่งใช้เป็นเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark) ในการอ้างอิงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในการศึกษานี้ พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนมีค่าเฉลี่ย (mean) และค่ามัธยฐาน (median) ที่สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานเพียง 4 ปี ได้แก่ ปี พ.ศ. 2547, 2550, 2551 และ 2555 จากผลการดำเนินงานในช่วงเวลาที่ศึกษาจำนวน 10 ปี ดังแสดงในตารางที่ 2 ซึ่งหากพิจารณาร่วมกับผลการศึกษาในตารางที่ 1 แล้ว เป็นที่น่าสังเกตว่า ถึงแม้ในปี พ.ศ. 2546 และ 2552 ซึ่งเป็นปีที่กองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนสูง แต่เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แล้วพบว่า โดยรวมแล้วกองทุนรวมตราสารทุนก็ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ชนะตลาดได้ นอกจากนี้จากตารางที่ 1 จะพบว่าในช่วงเกิดวิกฤติการณ์ซับไพร์มในปี พ.ศ. 2551 ที่โดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานติดลบคือ -4.26% โดยเฉลี่ย แต่เมื่อเทียบกับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ที่ติดลบมากกว่า จึงทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในช่วงวิกฤติซับไพร์มนั้นดีกว่าตลาด โดยยังมีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานที่

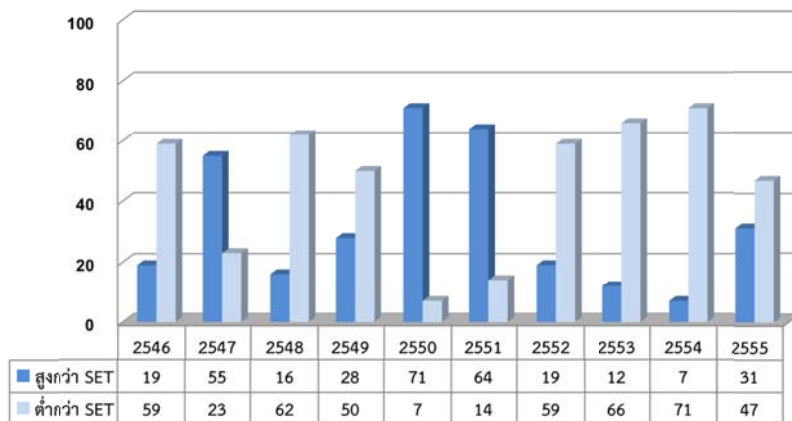
เป็นบวกเกินกว่าดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์อยู่ 3.84% และ 3.43% ตามลำดับ การค้นพบนี้ บ่งชี้ว่า โดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมตราสารทุนของไทยมีผลการดำเนินงานที่สามารถชนะตลาดได้ในตลาดขาลง แต่มีเพียงส่วนน้อยที่สามารถชนะตลาดได้ในช่วงขาขึ้น กล่าวคือ ผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ดีกว่าในช่วงตลาดขาลง มากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้นนั่นเอง

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกองทุนรวมตราสารทุน เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง

ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

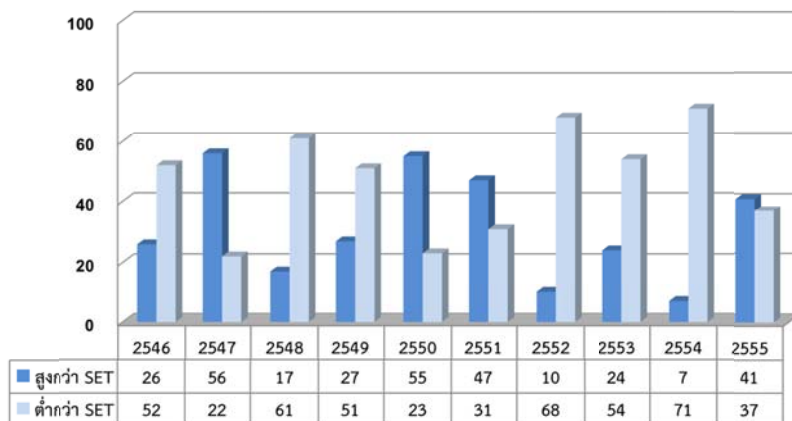
ปีพศ	ค่าเฉลี่ย (mean)	ค่าฐานฐาน (median)	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (standard deviation)	ค่าสูงสุด (maximum)	ค่าต่ำสุด (minimum)
2546	-8.02%	-9.27%	16.62%	33.81%	-53.08%
2547	2.95%	3.05%	4.70%	16.93%	-7.67%
2548	-3.67%	-2.88%	8.18%	15.75%	-64.05%
2549	-0.70%	-1.70%	4.38%	12.99%	-11.77%
2550	6.53%	6.58%	5.41%	15.67%	-14.90%
2551	3.84%	3.43%	3.49%	12.30%	-3.59%
2552	-10.05%	-9.08%	12.61%	8.42%	-52.70%
2553	-8.15%	-8.53%	9.88%	13.42%	-52.57%
2554	-6.68%	-7.28%	7.76%	12.27%	-43.13%
2555	29.88%	34.08%	43.18%	165.16%	-52.83%

ภาพที่ 2 แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนเกินกว่าครึ่งหนึ่ง มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาด โดยมีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ. 2547, 2550 และ 2551 ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าตลาดถึง 7 ปี เป็นที่น่าสังเกตว่า หลังจากช่วงวิกฤติซับไพร์ม คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 เป็นต้นมา กองทุนรวมตราสารทุนที่ศึกษาโดยส่วนใหญ่ จะมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานโดยตลอด



ภาพที่ 2 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ที่กล่าวไปแล้วเป็นการพิจารณาผลการดำเนินงานโดยพิจารณาเฉพาะด้านอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในกองทุนรวม ในส่วนต่อไปนี้จะพิจารณาในแง่ความเสี่ยงประกอบ โดยใช้อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe ratio) มาวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (risk-adjusted return) ซึ่งผลจากการศึกษาดังแสดงในภาพที่ 3 พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีอัตราส่วนชาร์ปสูงกว่าอัตราส่วนชาร์ปของตลาดในปี พ.ศ. 2547, 2550, 2551 และ 2555 แต่ในปีอื่นๆ อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าของตลาด โดยผลการศึกษาในส่วนนี้ค่อนข้างสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้านี้ที่วัดผลการดำเนินงานในแง่ของอัตราผลตอบแทนเพียงอย่างเดียว



**ภาพที่ 3 ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง
เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555**

การศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในงานวิจัยนี้ ใช้เกณฑ์มาตรฐานจำนวน 3 เกณฑ์ คือ ค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยที่ทำการศึกษา และอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) โดยกองทุนที่มีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน หมายถึง กองทุนใดๆ ที่ในช่วงเวลาหนึ่งในอดีต ($t-1$) มีผลการดำเนินงานสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ก็จะต้องสูง (ต่ำ) กว่าเกณฑ์มาตรฐาน ในช่วงเวลาต่อมา (t) เช่นกัน ซึ่งการศึกษานี้วัดความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานระหว่างปี โดยจากข้อมูลจำนวน 10 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2555 สามารถแบ่งได้เป็น 9 ช่วงเวลา โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลาหนึ่งนั้น จะต้องมียอดอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าเกณฑ์อ้างอิงในทั้ง 2 ปีที่อยู่ในช่วงเวลาดังกล่าว และในทางกลับกัน สำหรับกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอ นั้น คือกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเกณฑ์อ้างอิงในทั้ง 2 ปีที่อยู่ในช่วงเวลาดังกล่าว

ผลการศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในตารางที่ 3 แสดงจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าและต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานในทั้งสองปีของ

แต่ละช่วงเวลา โดยเมื่อใช้ค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยที่ทำการศึกษาก่อนเป็นเกณฑ์อ้างอิงแล้ว เกณฑ์ทั้งสองให้ผลที่สอดคล้องกัน คือ พบว่า มีจำนวนกองทุนรวมตราสารทุนประมาณ 1 ใน 3 โดยเฉลี่ยที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้ดีกว่าค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนได้อย่างสม่ำเสมอในแต่ละช่วงเวลาในช่วงปี พ.ศ. 2546-2555 ที่ทำการศึกษา แต่หากใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์เป็นเกณฑ์อ้างอิงแล้ว จะมี 1 ช่วงเวลา คือ ปี พ.ศ. 2550-2551 ที่จำนวนกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยเกินกว่ากึ่งหนึ่ง มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าตลาดอย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลาดังกล่าว แต่ภายหลังจากปี พ.ศ. 2552 เรื่อยมา แนวโน้มจำนวนกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอจะมีจำนวนลดลงโดยตลอดอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งในปี พ.ศ. 2553-2554 นั้น ไม่มีกองทุนใดเลยที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดได้อย่างสม่ำเสมอ ในขณะที่จำนวนกองทุนที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอกลับมีจำนวนเพิ่มมากขึ้น กล่าวคือ มีจำนวนกองทุนเกินกว่ากึ่งหนึ่งที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดอย่างสม่ำเสมอในทั้ง 3 ช่วงเวลาหลังเกิดวิกฤติซับไพร์ม

**ตารางที่ 3 ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน
เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง
ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555**

ปีพศ.	ค่าฐานของอัตราผลตอบแทน (median return)		ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทน (mean return)		อัตราผลตอบแทนของตลาด (market return)	
	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า
2546-2547	18	18	10	21	11	15
2547-2548	23	23	25	20	11	18
2548-2549	28	28	28	28	15	49
2549-2550	24	24	22	26	24	3
2550-2551	22	22	18	22	58	1
2551-2552	17	17	16	14	15	10
2552-2553	26	26	26	21	2	49
2553-2554	17	17	14	18	0	59
2554-2555	27	27	25	29	7	47

จากการศึกษาเชิงลึกโดยทำการแบ่งการศึกษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในช่วงปี ออกเป็น 2 ช่วง คือ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2551 และช่วงหลังเกิดวิกฤติการณ์ซับไพร์ม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2555 พบว่า มีเพียง 6 กองทุน ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่าค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตลอดช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2546-2551 และมีเพียง 4 กองทุนเท่านั้น ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้สูงกว่าตลาดอย่างสม่ำเสมอในทุกปีตลอดช่วงระยะเวลาแรกนี้ สำหรับในช่วงหลังเกิดวิกฤติ มีกองทุนรวมตราสารทุนจำนวน 9 และ 6 กองทุนที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่าค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตามลำดับ แต่ไม่มีกองทุนใดเลยที่สามารถรักษาความสม่ำเสมอของผลตอบแทนให้สูงกว่าตลาดได้ตลอดช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2552-2555 ในขณะที่ 1 ใน 3 ของกองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลานี้

ตารางที่ 4 ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน
เปรียบเทียบกับเกณฑ์อ้างอิง

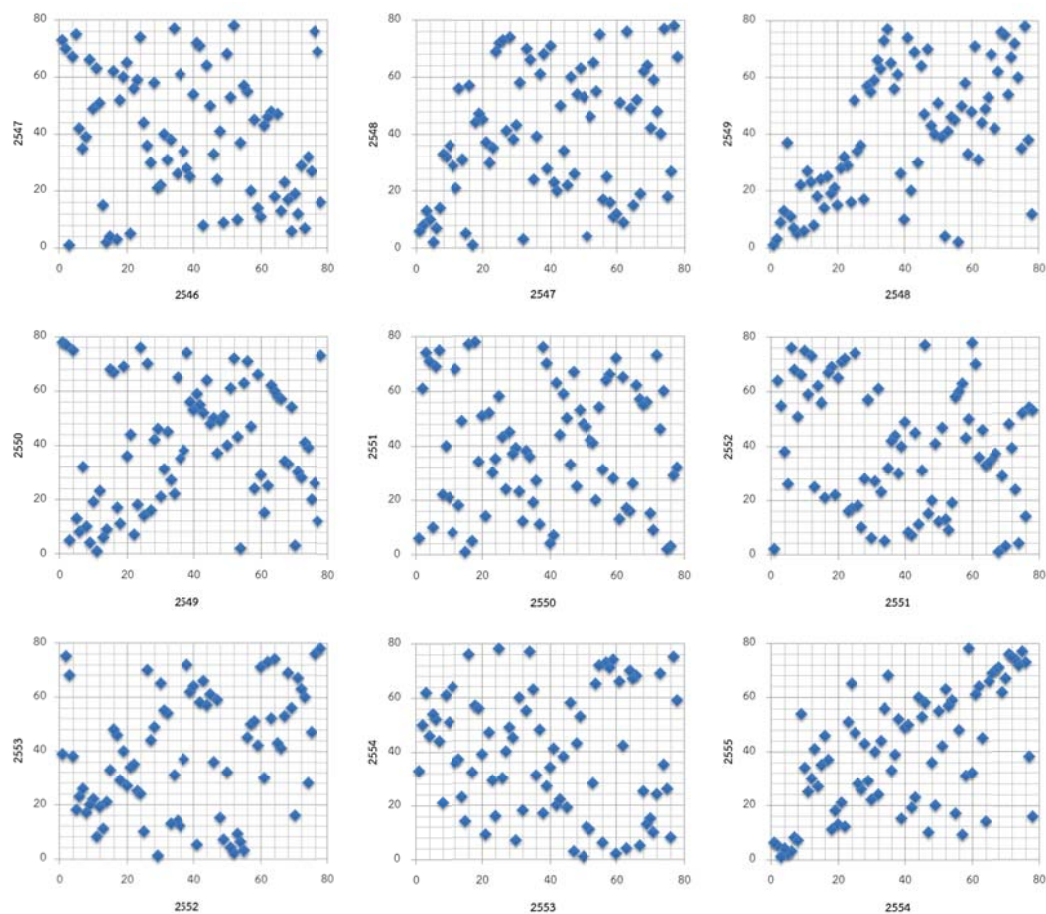
ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2551 และ ปี พ.ศ. 2552-2555

ปีพศ	ค่าฐานของอัตราผลตอบแทน		ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทน		อัตราผลตอบแทนของตลาด	
	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า	สูงกว่า	ต่ำกว่า
2546-2551	6	7	6	7	4	1
2552-2555	9	10	6	5	0	31

สำหรับแนวทางการวิเคราะห์อีกวิธีหนึ่ง หากนำกองทุนรวมตราสารทุนที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 78 กองทุนมาจัดอันดับ (rank) ในแต่ละปีโดยจัดอันดับที่ 1 ให้กับกองทุนที่มีผลการดำเนินงานสูงที่สุด และจัดอันดับถัดมาไปเรื่อยๆ จนถึงกองทุนที่มีผลการดำเนินงานแย่มากที่สุด จากนั้นจึงแบ่งข้อมูลออกเป็น 4 กลุ่ม โดยเรียก 20 กองทุนแรกที่อยู่ในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานสูงที่สุดว่า “กลุ่มที่ดีที่สุด (best)” และ 20 กองทุนที่อยู่ในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานต่ำที่สุดว่า “กลุ่มที่แย่ที่สุด (worst)” จำนวน 20 กองทุน โดยจะทำการจัดอันดับกองทุนในทุกๆ ปีที่ทำการศึกษา แล้วจึงพิจารณารายปีว่า ภายในกลุ่มที่ดีที่สุด (best) มีกี่กองทุนที่ยังสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุด (best) ในปีถัดไปได้ ซึ่งหากกองทุนใดที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุดได้เช่นเดิม ก็จะถูกเรียกว่า กองทุนที่ดีอย่างสม่ำเสมอ (best-best) ในทางตรงกันข้าม ภายในกลุ่มที่แย่ที่สุด (worst) จะทำการพิจารณาว่า มีกองทุนใดบ้างที่รักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในกลุ่มที่แย่ที่สุด (worst) เช่นเดิมในปีถัดไปได้ ซึ่งจะเรียกกองทุนเหล่านี้ว่า กองทุนที่แย่อย่างสม่ำเสมอ (worst-worst)

หากกองทุนที่เคยอยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุด (best) ในปีหนึ่งๆ แต่กลับไม่สามารถรักษาผลการดำเนินงานของกองทุนให้อยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุด เช่นเดิมได้ จะถูกพิจารณาว่ากองทุนนั้นๆ ไม่มีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงาน โดยอาจเกิดจากการที่กองทุนเหล่านั้นไม่ใช่กองทุนที่ดี แต่เป็นเพียงเหตุบังเอิญที่ปีก่อนหน้าได้มาอยู่ในกลุ่มที่ดีที่สุด

หรืออาจเป็นไปได้เช่นกันว่า กองทุนเหล่านั้นเป็นกองทุนที่ดี แต่บังเอิญในปีนั้นโชคร้ายที่ทำให้ตกอันดับลงมา ในทำนองเดียวกัน หากกองทุนที่เคยอยู่ในกลุ่มที่แย่ที่สุด (worst) กลับกลายมาอยู่ในกลุ่มที่ดีขึ้นหรือดีที่สุดในปีถัดมา ก็อาจเป็นเพียงเหตุบังเอิญ หรือเป็นไปได้เช่นกันว่า กองทุนเหล่านั้นเป็นกองทุนที่ดี แต่ปีก่อนหน้าโชคร้ายที่ทำให้ตกอันดับลงไป ซึ่งสำหรับกองทุนที่มีการเปลี่ยนกลุ่มเหล่านี้ เราไม่สามารถสรุปได้ว่าเป็นกองทุนที่แท้จริงแล้วดีหรือแย่ แต่เราสามารถสรุปได้ว่ากองทุนเหล่านี้ไม่มีความสามารถในการรักษาผลการดำเนินงานที่ดีให้สม่ำเสมอได้ ดังในภาพที่ 4 ซึ่งแสดงการเปลี่ยนแปลงอันดับของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษาในแต่ละช่วงเวลา



**ภาพที่ 4 อันดับของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ระหว่างปี พ.ศ.
2546-2555**

ตารางที่ 5 แสดงจำนวนของกองทุนรวมตราสารทุนของไทยที่มีผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ โดยพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีได้อย่างสม่ำเสมอ (best-best) นั้น มีจำนวนมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่อง (worst-worst) ในช่วงแรกของการศึกษา คือระหว่างปี พ.ศ. 2546-2551 แต่ภายหลังกปี พ.ศ. 2551 ซึ่งเป็นปีที่เกิดวิกฤติซับไพร์ม จนถึงปี พ.ศ. 2555 กลับพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่ดีอย่างสม่ำเสมอ นั้น มีจำนวนน้อยกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่แย่อย่างสม่ำเสมอ

ตารางที่ 5 ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน โดย
การจัดอันดับ
ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปีพศ	กองทุนที่ดีที่สุดอย่างสม่ำเสมอ (best-best)	กองทุนแย่ที่สุดอย่างสม่ำเสมอ (worst-worst)
2546-2547	5	2
2547-2548	9	7
2548-2549	13	9
2549-2550	11	4
2550-2551	6	5
2551-2552	1	2
2552-2553	6	10
2553-2554	1	8
2554-2555	11	15

หากพิจารณาในแง่ของความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงานนั้น สัดส่วนของกองทุนทั้งที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอ (best-best) และแย่อย่างสม่ำเสมอ (worst-worst) มีแนวโน้มที่จะเพิ่มมากขึ้นทุกปีช่วงก่อนเกิดวิกฤติซับไพร์ม แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2551-2552 จะลดลงอย่างเห็นได้ชัด โดยมีเพียง 1 กองทุนเท่านั้นที่ยังคงรักษาผลการดำเนินงานให้ได้อย่างต่อเนื่องในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจได้ และในช่วงปี พ.ศ. 2553-2554 ที่เกิดอุทกภัยในภาคกลางของประเทศไทย ก็เช่นเดียวกันที่กองทุนรวมตราสารทุนของไทยที่มีความสม่ำเสมอในการรักษาผลการดำเนินงานมีจำนวนที่ลดลง แต่มีแนวโน้มที่ความสม่ำเสมอจะเพิ่มมากขึ้นหลังจากปี 2554 ซึ่งผลที่ได้นี้ สอดคล้องกับผลในตารางที่ 6 ซึ่งแสดงค่าสหสัมพันธ์ลำดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) โดยพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนไม่มีความสม่ำเสมอ ในช่วงปี พ.ศ. 2546-2547 และในช่วงปี พ.ศ. 2551-2552 อย่างมีนัยสำคัญ แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2554-2555 เป็นช่วงระยะเวลาที่พบว่ามีความสม่ำเสมอของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษามากที่สุด อย่างไรก็ตาม ฟังระลึกไว้ว่า ถึงแม้ว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2547-2548 พ.ศ. 2548-2549 พ.ศ. 2552-2553 และ พ.ศ. 2554-

2555 จะแสดงถึงการมีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานโดยรวมอย่างมีนัยสำคัญ แต่ผลที่แสดงนั้น มีทั้งที่เกิดจากการที่กองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่องหรืออาจจะแย่อย่างต่อเนื่องก็ได้ โดยต้องพิจารณาข้อมูลจากตารางอื่นประกอบการวิเคราะห์ด้วย

ตารางที่ 6 ค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation)
ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2555

ปีพศ	ค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation)
2546-2547	-0.2363**
2547-2548	0.2959***
2548-2549	0.5685***
2549-2550	0.1337
2550-2551	-0.0886
2551-2552	-0.2364**
2552-2553	0.3261***
2553-2554	-0.1104
2554-2555	0.6195***

หมายเหตุ: *** แสดงถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.01

** แสดงถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05

* แสดงถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.10

5. บทสรุป

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน และความสามารถในการรักษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในเชิงประจักษ์ โดยการศึกษาตามแนวทางนี้ ได้รับความสนใจเป็นอย่างมาก ในช่วงสามทศวรรษที่ผ่านมา เนื่องจากผู้ลงทุนคาดหวังความสามารถของผู้จัดการกองทุนในการสร้างอัตราผลตอบแทนให้สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐาน ภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ และคาดหวังให้กองทุนรวมที่ตนลงทุนมีผลการดำเนินงานที่มีความสม่ำเสมอตลอดช่วงเวลาที่ลงทุน นอกจากนี้ ผู้ลงทุนบางส่วนยังใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุน โดยหวังว่าผลตอบแทนที่ดีในอดีตจะมีความสม่ำเสมอต่อไปในอนาคต ดังนั้น จึงเป็นที่น่าสนใจในการศึกษาว่า กองทุนรวมจะสามารถรักษาความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานได้หรือไม่ และจำนวนกองทุนเหล่านั้นมีมากน้อยเพียงใด

การวิจัยนี้ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยจำนวน 78 กองทุน ในช่วงปี พ.ศ. 2546-2555 โดยผล

การศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยมีความผันผวนไปตามภาวะเศรษฐกิจ โดยปีที่กองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดคือปี พ.ศ. 2551 ที่เกิดวิกฤติซับไพร์มในประเทศสหรัฐอเมริกา และในภาพรวมแล้ว กองทุนรวมตราสารทุนเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) ที่ใช้เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งกองทุนรวมตราสารทุนของไทยส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่สามารถชนะตลาดได้ในตลาดขาลง นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง คือ อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe ratio) นั้น ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่จะมีอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของตลาดในช่วงตลาดขาลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้านี้

ในเรื่องของความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน การศึกษาที่ใช้วิธีวิเคราะห์โดยการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนกับเกณฑ์มาตรฐาน (benchmark) ต่างๆ ทั้งค่ามัธยฐาน (median) และค่าเฉลี่ย (mean) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน รวมถึงอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET TRI) โดยการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนส่วนหนึ่งสามารถรักษาผลการดำเนินงานให้สูงกว่าเกณฑ์มาตรฐานทุกเกณฑ์ได้อย่างสม่ำเสมอในทุกปีตลอดช่วงปี พ.ศ. 2546-2551 แต่ในช่วงหลังเกิดวิกฤติซับไพร์ม ไม่มีกองทุนใดเลยที่สามารถรักษาความสม่ำเสมอของผลตอบแทนให้สูงกว่าตลาดได้ตลอดช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2552-2555 ในขณะที่ 1 ใน 3 ของกองทุนรวมตราสารทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างสม่ำเสมอในช่วงเวลานี้

นอกจากนี้ จากการจัดอันดับกองทุนรวมตราสารทุนตามอัตราผลตอบแทนของกองทุนในแต่ละปี พบว่า ในช่วงแรกของการศึกษา คือ ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2551 กองทุนรวมตราสารทุนที่สามารถรักษาผล

การดำเนินงานที่ดีได้อย่างสม่ำเสมอ (best-best) นั้น มีจำนวนมากกว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่แย่อย่างต่อเนื่อง (worst-worst) แต่ภายหลังจากปีที่เกิดวิกฤติซับไพร์ม กลับพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอ นั้น มีจำนวนน้อยกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่แย่อย่างสม่ำเสมอ จึงอาจกล่าวโดยสรุปได้ว่า กองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยส่วนหนึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนที่มีความสม่ำเสมอได้ โดยจากค่าสหสัมพันธ์อันดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman rank correlation) แสดงให้เห็นว่า ในช่วงปี พ.ศ. 2554-2555 เป็นช่วงระยะเวลาที่พบว่ามีความสม่ำเสมอของกองทุนรวมตราสารทุนที่ทำการศึกษามากที่สุด อย่างไรก็ตาม พึงระลึกไว้ว่า ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานนี้ มาจากทั้งกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่องและแย่อย่างต่อเนื่อง แต่เนื่องจากงานวิจัยนี้ ตั้งอยู่บนพื้นฐานของนิยามความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานที่ครอบคลุมผลการดำเนินงานของกองทุนในระหว่าง 2 งวดเวลาที่ต่อเนื่องกัน ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ช่วงสั้นๆ เท่านั้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่ากองทุนรวมตราสารทุนไทยจะมีความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานในระยะยาวหรือไม่ อันจะเป็นโอกาสในการทำวิจัยต่อไปในอนาคต

เอกสารอ้างอิง

- ศุภชัย ศรีสุชาติ, 2544, การประเมินความสามารถของกองทุนรวมในประเทศไทย, กรุงเทพมหานคร : วิทยานิพนธ์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Allen, D. E., and M. L. Tan, 1999, "A test of the persistence in the performance of UK managed funds," **Journal of Business, Finance, and Accounting** 26(5&6), 559-593.
- Annuar, M. N., M. Shamsheer, and M. H. Ngu, 1997, "Selectivity and timing: Evidence from the performance of Malaysian unit trusts," **Pertanika Journal Social Science and Human** 5(1), 45-57.
- Barras, L., O. Scaillet, and R. Wermers, 2010, "False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alphas," **Journal of Finance** 65(1), 179-216.
- Bauer, R, R. Otten, and A. T. Rad., 2006, "New Zealand mutual funds: Measuring performance and persistence in performance," **Accounting and Finance** 46(3), 347-363.
- Bollen, N. P. B., and J. A. Busse, 2005, "Short-term persistence in mutual fund performance," **Review of Financial Studies** 18, 569-597.
- Brown, S. J., and W. N. Goetzmann, 1995, "Performance persistence," **Journal of Finance** 50, 679-698.
- Carhart, M. M., 1997, "On persistence in mutual fund performance," **Journal of Finance** 52, 57-82.

- Carlson, R. S., 1970, "Aggregate performance of mutual funds (1948-1967)," **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 5, 1-32.
- Cuthbertson, K., D. Nitzsche, and N. O'Sullivan, 2008, "UK mutual fund performance: Skill or luck?," **Journal of Empirical Finance** 15(4), 613-634.
- Elton, E. J., M. J. Gruber, and C. R. Blake, 1996, "The persistence of risk-adjusted mutual fund performance," **Journal of Business** 69(2), 133-157.
- Elton, E. J., M. J. Gruber, S. Das, and M. Hlavka, 1992, "Efficiency with costly information: A reinterpretation of the evidence for managed portfolios," **Review of Financial Studies** 6, 1-22.
- Giamouridis, D., and K. Sakellariou, 2008, "Short-term persistence in Greek mutual fund performance," Athens University of Economics and Business, Athens, Unpublished Manuscript.
- Goetzmann, W. N., and R. G. Ibbotson, 1994, "Do winners repeat?," **Journal of Portfolio Management** 20(2), 9-18.
- Graham, J., and C. Harvey, 1996, "Market Timing and volatility implied in investment newsletters' asset allocation recommendations," **Journal of Financial Economics** 42, 397-421.
- Grinblatt, M., and M. Keloharju, 2000, "The investment behavior and performance of various investor types: A study of

- Finland's unique data set," **Journal of Financial Economics** 55, 43-67.
- Grinblatt, M., and S. Titman, 1989, "Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holding," **Journal of Business** 62 (3), 393-416.
- Grinblatt, M., and S. Titman, 1992, "The persistence of mutual fund performance," **Journal of Finance** 47, 1977-1984.
- Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers, 1995, "Momentum investing strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior," **American Economic Review** 85, 1088-1105.
- Gruber, M., 1996, "Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds," **Journal of Finance** 51, 783-810.
- Hendricks, D., J. Patel, and R. Zeckhauser, 1993, "Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of relative performance, 1974-1988," **Journal of Finance** 48(1), 93-130.
- Henriksson, R. D., 1984, "Market timing and mutual fund performance: An Empirical investigation," **Journal of Business** 57, 73-96.
- Hereil, P., P. Mitaine, N. Moussavi, and T. Roncalli, 2010, "Mutual fund ratings and performance persistence," White Paper Issue 3, Lyxor Asset Management, France, Working Paper.

- Jegadeesh, N., and S. Titman, 1993, "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency," **Journal of Finance** 48, 65-91.
- Jensen, M. C., 1968, "The performance of mutual funds in the period 1945-1964," **Journal of Finance** 23(2), 389-416.
- Jensen, M. C., 1969, "Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios," **Journal of Business** 42, 167-247.
- Kosowski, R., A. Timmermann, R. Wermers, and H. White, 2006, Can mutual fund "stars" really pick stocks? New evidence from a bootstrap analysis, **Journal of Finance** 61, 2551-2596.
- Lonkani, R., T. Satjawathee, and K. Jegasothy, 2013, "Selectivity and market timing performance in a developing country's fund industry: Thai equity funds case," **Journal of Applied Finance and Banking** 3(2), 89-108.
- Malkiel, B. G., 1995, "Returns from investing in equity mutual funds 1971-1991," **Journal of Finance** 50 (2), 549-572.
- Mamasky, H., M. Spiegel, and H. Shang, 2007, "Improved forecasting of mutual fund alphas and betas," **Review of Finance** 11, 359-400
- Shamsher, M., M. N. Annuar, and T. Hassan, 2000, "Investment in unit trusts: Performance of active and passive funds," Paper presented at the Universiti Putra

Malaysia's FEP Seminar: Issues in Accounting and Finance, Kuala Lumpur.

Sharpe, W. F., 1966, "Mutual fund performance," **Journal of Business** 39(1:Jan), 119-138.

Treynor, J. T., and K. K. Mazuy, 1966, "Can mutual funds outguess the market?," **Harvard Business Review** 44, 131-136.

Wermers, R., 1999, "Mutual fund herding and the impact on stock prices," **Journal of Finance** 54, 581-622.

Wermers, R., 2000, "Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses," **Journal of Finance** 55, 1655-1695.

ธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย*

ณดา จันทรสม^{*}

บทคัดย่อ

ธุรกิจกองทุนรวมมีความสำคัญกับตลาดการเงินของไทยและมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนและผู้จัดการกองทุนได้ทำหน้าที่เสมือนหนึ่งตัวแทนในการลงทุนให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งว่าจ้างให้ลงทุนผ่านการซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวม ดังนั้นความเชื่อถือไว้วางใจ (Trust) จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นในการที่จะให้ผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนดำเนินการเสมือนเป็นตัวแทนในการลงทุนให้ การศึกษาชี้ให้เห็นว่าในประเทศไทยยังมีความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาจากความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยเฉพาะปัญหาจริยธรรมและภาวะภัยทางศีลธรรมของตัวแทน (Moral Hazard) โดยมีรูปแบบพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุนรวม จากกรณีตัวอย่างที่เกิดขึ้นมาในอดีตที่ผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนบางแห่งขาดความระมัดระวังในการลงทุน และใช้กองทุนรวมเพื่อประโยชน์แก่ตนเองและพวกพ้องมากกว่าที่จะคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นหลัก การศึกษานี้มีข้อเสนอแนะที่จะต้องให้ความสำคัญกับหลักธรรมาภิบาลในการบริหารกองทุนรวมเพิ่มมากขึ้น เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุน

คำสำคัญ กองทุนรวม ธรรมาภิบาล ปัญหาจริยธรรมตัวแทน

* บทความนี้ได้นำเสนอในงานสัมมนาวิชาการประจำปี 2556 คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ เรื่อง “ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังแลความจริง” ณ หอประชุมสังเวียนอินทรีชัย ชั้น 3 อาคารตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 14 กุมภาพันธ์ 2556

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ 118 ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กทม. 10240 เว็บไซต์ <http://econ.nida.ac.th> email: nada@nida.ac.th

Governance in Mutual Fund Management in Thailand^{*}

Nada Chunsom^{**}

Abstract

Mutual Fund industry has a crucial role in financial market development and is likely to grow steadily. The asset management companies and fund managers have served as agents and representatives to invest the mutual fund unit investors' money in the financial market, with the investors' expectation of reasonable yields in return. Thus, trust and confidence are key success factors to the sustainable growth of mutual fund industry. The study has pointed out that there are risks to have the problem of asymmetry information, especially the moral hazard, in the industry. There are some evidences in the past to show the occurrence of inappropriate and unethical behaviors in the mutual fund management in Thailand. Moreover, some structural risks in the industry may lead to the future occurrence possibility of inappropriate and unethical behaviors. This study suggests the need to focus on the principles of good governance in the mutual fund management to reassure the investors' confidence to the industry.

Keywords: Mutual Fund; Governance; Moral Hazard

^{*}This paper was presented in the 2013 Annual Seminar organized by Graduate School of Development Economics, "The *Puzzle Solving of Mutual Fund: Expectation and Truth*," at Stock Exchange of Thailand, 14 February 2013 (in Thai).

^{**}Assistant Professor, The Graduate School of Development Economics, National Institute of Development Administration (NIDA), 118 Serithai Road, Khlongchan, Bangkok. Bangkok 10240 <http://econ.nida.ac.th> email: nada@nida.ac.th

1. ความสำคัญและที่มาของปัญหา

ธุรกิจจัดการกองทุนเป็นหนึ่งในธุรกิจการเงินที่สำคัญในประเทศไทย จากข้อมูลของสมาคมบริษัทจัดการลงทุนพบว่า ณ ปี พ.ศ. 2555 มูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมกองทุนรวมมีมูลค่าสูงถึงกว่า 2.6 ล้านล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 23.01 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เพิ่มขึ้นอย่างมากเมื่อเปรียบเทียบกับเมื่อปี พ.ศ. 2535 ซึ่งมีมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การจัดการฯ เพียง 73,886.86 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 2.61 ของ GDP เท่านั้น ขณะที่ ณ ปัจจุบันมีจำนวนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ให้บริการกองทุนรวม 23 บริษัท¹ และจำนวนบุคลากรที่ขึ้นทะเบียนเป็นผู้มีคุณสมบัติเป็นผู้จัดการกองทุนตามประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. เพียง 371 ราย² ซึ่งทำให้ผู้จัดการกองทุน และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเป็นตัวแปรสำคัญในการบริหารทรัพย์สินที่อยู่ภายใต้การจัดการที่มีจำนวนมากและมีบทบาทสำคัญกับระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และผู้จัดการกองทุนได้ทำหน้าที่เสมือนหนึ่งตัวแทนในการลงทุนให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งว่าจ้างให้ลงทุนผ่านการซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวม ดังนั้น ความเชื่อถือไว้วางใจ (Trust) จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่นในการที่จะให้ผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนดำเนินการเสมือนเป็นตัวแทนในการลงทุนให้ (ภาพที่ 1)



ภาพที่ 1 บทบาทในการระดมทุนของกองทุนรวม

¹ จำนวนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม 24 บริษัท เฉพาะกลุ่มที่ให้บริการธุรกิจกองทุนรวมจำนวน 23 บริษัท ข้อมูลจากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน http://www.aimc.or.th/14_about_member_index.php สืบค้นวันที่ 31 มีนาคม 2556

² เฉพาะผู้จัดการกองทุนตาม พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จาก <http://market.sec.or.th/public/orap/fundmanager01.aspx> สืบค้นวันที่ 31 มีนาคม 2556 และบางส่วนตามรายชื่อผู้ที่ขึ้นทะเบียนดังกล่าวมิได้ปฏิบัติงานในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่แต่งตั้ง หรือมิได้ปฏิบัติงานในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่จัดตั้งในประเทศไทยแล้ว

การเป็นตัวแทนของผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนในลักษณะดังกล่าว ทำให้มีโอกาสเกิดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัญหาจริยธรรมตัวแทนระหว่างผู้ลงทุนและบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ผ่านการบริหารจัดการของผู้จัดการกองทุนขึ้นได้ จากการที่บริษัทจัดการลงทุนมีแรงจูงใจหลักที่ต้องการเพิ่มขนาดสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการ อันจะนำมาซึ่งรายได้ค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการที่สูงขึ้น ขณะที่ผู้จัดการกองทุนเองก็ต้องบริหารจัดการกองทุนให้มีผลการดำเนินงานที่ดี เพื่อที่จะได้รับการประเมินผลงาน และได้รับผลตอบแทนในรูปแบบต่างๆ ที่เพิ่มมากขึ้นเช่นกัน ด้วยเหตุนี้ ผู้เขียนจึงเล็งเห็นถึงประเด็นสำคัญที่ผู้ที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแลและนักลงทุนควรให้ความสำคัญเป็นอย่างยิ่งต่อการบริหารจัดการกองทุนรวม นั่นคือ ความเป็นไปได้ในการเกิดปัญหาจริยธรรมของตัวแทนขึ้นในระบบ และการยึดหลักธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมดังกล่าว การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ

- 1) ศึกษากรอบแนวคิดในการกำกับดูแลและหลักธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม
- 2) ศึกษาความเป็นไปได้ของการเกิดปัญหาจริยธรรมของตัวแทน และปัญหาทางด้านธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย
- 3) เสนอแนะแนวทางในการพัฒนาที่สอดคล้องตามหลักธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย

2. กรอบแนวคิดการกำกับดูแลและธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม

การศึกษาลักษณะธรรมาภิบาลในการบริหารการจัดการลงทุนเริ่มต้นจากการสร้างธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการองค์การธุรกิจ การนำหลักบรรษัทภิบาลมาประยุกต์ใช้ และโอกาสในการเกิดปัญหาจริยธรรมตัวแทนในการบริหารจัดการกองทุน จากความไม่สมมาตรของข้อมูล ในส่วนนี้จะกล่าวถึงกรอบแนวคิดในการกำกับดูแลและหลักธรรมาภิบาลเพื่อสร้างความเข้าใจที่ชัดเจนเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาลในองค์การธุรกิจหรือหลักบรรษัทภิบาล และและประเด็นหลักที่สำคัญในการกำกับดูแลและหลักธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมได้แก่ องค์ประกอบของหลักธรรมาภิบาลที่สำคัญ บทบาทของคณะกรรมการบริหาร และความเสี่ยงของการเกิดปัญหาจริยธรรมของตัวแทนในการบริหารจัดการกองทุนรวม

2.1 กรอบแนวคิดธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม

องค์กรหลายประเภทไม่ว่าจะเป็นองค์กรเพื่อการพัฒนา องค์กรระหว่างประเทศ และสถาบันการศึกษาจะให้คำนิยามของ “ธรรมาภิบาล” แตกต่างกันไป UNDP (2004) ระบุว่า ธรรมาภิบาลคือระบบของค่านิยม นโยบาย และสถาบันที่สังคมกำหนดไว้เพื่อใช้ในการจัดการประเด็นทางเศรษฐกิจ การเมืองและสังคม เพื่อบรรลุความเข้าใจ ข้อตกลง และการกระทำต่าง ๆ ร่วมกัน ในขณะที่ประชาคมยุโรป (European Commission, 2003) จะอ้างถึงธรรมาภิบาลว่าเป็นกฎ กระบวนการ และพฤติกรรมที่ซึ่งความสนใจและความต้องการของแต่ละฝ่ายได้รับการรับรู้และตอบสนอง ทรัพยากรได้รับการจัดการ และกำหนดการใช้อำนาจในสังคม และ World Bank (2004) นิยามธรรมาภิบาลว่าเป็นธรรมเนียมปฏิบัติและสถาบันที่อำนาจในสังคมจะถูกใช้เพื่อการสร้างสิ่งที่ดีให้แก่สังคมนั้น โดยจะรวมถึง (ก) กระบวนการตั้งแต่การเลือกผู้ที่มีอำนาจ การกำกับดูแล และการปรับเปลี่ยนผู้ที่มีอำนาจ (ข) สมรรถนะของผู้มีอำนาจในการที่จะจัดการทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ และกำหนดนโยบายในการบริหารที่ดี และ (ค) การเคารพสิทธิของทุกฝ่ายเพื่อการปกครองและบริหารปฏิสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจและสังคมระหว่างกัน

จากคำนิยามที่กล่าวมาจะเห็นได้ว่า ธรรมาภิบาลเป็นเรื่องของการปกครอง และบริหารจัดการเพื่อกำกับสิทธิและหน้าที่ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียระหว่างกัน ซึ่งเมื่อพิจารณาธรรมาภิบาลในองค์กรธุรกิจ องค์กรเพื่อความร่วมและพัฒนทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Cooperation and Development: OECD) ได้ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Corporat Governance) หรือบรรษัทภิบาลว่าหมายถึง “ระบบกำกับและควบคุมกิจการ โดยการแบ่งสิทธิ และหน้าที่ของผู้ที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นคณะกรรมการบริษัท ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ ซึ่งจะกำหนดเป็นหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเพื่อใช้ในการตัดสินใจเหตุการณ์ต่าง ๆ ในองค์กรธุรกิจ โดยคำนึงถึงเป้าหมายและวัตถุประสงค์ขององค์กรนั้นเป็นหลัก” (OECD อ้างในศิลปพร ศรีจันเพชร, 2552)

สำหรับธรรมาภิบาลในองค์กรธุรกิจหรือบรรษัทภิบาลในประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนให้เป็นไปตามหลักการที่ดี โดยได้เริ่มศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบตั้งแต่ พ.ศ. 2538 ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2541 ได้ออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดตั้ง คณะกรรมการตรวจสอบภายในปี พ.ศ. 2542 และในปีเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์ได้จัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน (Code of Best Practice for Directors of Listed Companies) เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการปฏิบัติงานของกรรมการ ต่อมาในปี พ.ศ. 2544

คณะกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee) ประกอบด้วยผู้แทนจากองค์กรวิชาชีพต่าง ๆ ได้เผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการฉบับล่าสุด เพื่อให้องค์กรในตลาดทุนที่จะพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการของตนได้นำไปใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาปฏิบัติตามที่เห็นว่าเหมาะสม

ในปี 2545 รัฐบาลได้กำหนดให้เป็นปีเริ่มต้นรณรงค์เรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยจัดตั้ง คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ ในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ก็ได้เสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้แก่บริษัทจดทะเบียน 15 ข้อ แบ่งออกเป็น 5 หมวด ประกอบด้วย (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) ความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ (5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ – โครงสร้างและคณะกรรมการชุดย่อย เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรกและกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทต้องเปิดเผยการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ ตั้งแต่วันที่ 31 ธันวาคม 2545 เป็นต้นไป และตลาดหลักทรัพย์ได้จัดตั้ง ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Center) ขึ้น เมื่อเดือนกรกฎาคม 2545 เพื่อทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการให้คำปรึกษาและแลกเปลี่ยนข้อคิดเห็นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการให้แก่กรรมการและผู้บริหาร ของบริษัทจดทะเบียนปัจจุบันรวมทั้งบริษัทที่อยู่ระหว่างการเตรียมการเพื่อเข้าจดทะเบียน จนถึงปัจจุบัน และศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนได้ทำการปรับปรุงหลักการ 15 ข้อเป็น หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549 เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทจดทะเบียน โดยให้เริ่มรายงานการปฏิบัติตั้งแต่ข้อมูล ประจำปี 2550 เป็นต้นไป (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน, 2549)

แม้ว่าองค์ประกอบสำคัญของหลักธรรมาภิบาลหรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีอาจแตกต่างกันไปตามค่านิยมและจุดเน้นของแต่ละองค์กร แต่องค์ประกอบสำคัญที่เป็นจุดร่วมกันในทุกความหมายจะประกอบด้วย

- 1) **การกำหนดบทบาทความรับผิดชอบของกรรมการ (Board of Directors' Responsibilities)** ในการทำหน้าที่กำกับดูแลการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ และรักษาผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้อง
- 2) **หลักความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ (Accountability)** การกำหนดบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการอิสระ และคณะกรรมการตรวจสอบ เพื่อทำหน้าที่ในการกำกับดูแลและตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการเพื่อรักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

- 3) **หลักนิติธรรม (Rules of Law)** การมีกฎระเบียบข้อบังคับที่เพียงพอในการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน รวมถึงจริยธรรมและจรรยาบรรณทางวิชาชีพที่เกี่ยวข้อง
- 4) **หลักความโปร่งใส (Transparency)** การเปิดเผยข้อมูลข้อมูลที่มาเพียงพอต่อการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย
- 5) **หลักประสิทธิภาพ (Effectiveness)** การจัดการผลการดำเนินงานและความเสี่ยงอย่างเหมาะสม
- 6) **การสื่อสารและการมีส่วนร่วม (Communication and Participation)** เป็นองค์ประกอบที่ให้ความสำคัญกับการสื่อสารระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในกรอบที่จำเป็นเพื่อให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้รับข้อมูลเพียงพอ และเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียมีส่วนร่วมในการรักษาผลประโยชน์ของพวกเขาได้
- 7) **การติดตามตรวจสอบได้ (Monitor)** เป็นการสร้างกลไกในการตรวจสอบผลการดำเนินงานที่เป็นระบบ และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียสามารถเข้าถึงกลไกในการตรวจสอบนั้นได้



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม

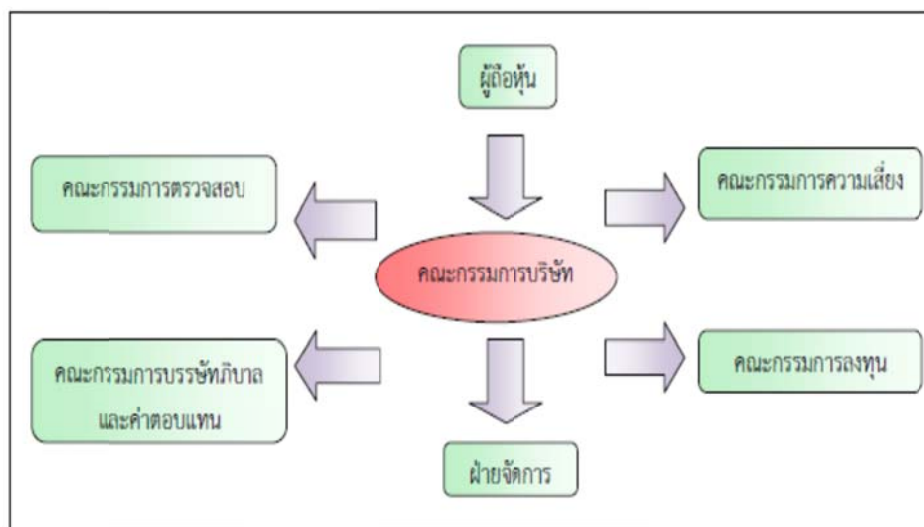
จากกรอบแนวคิดของบรรษัทภิบาลและองค์ประกอบที่เกี่ยวข้องดังกล่าวข้างต้น การกำกับดูแลการบริหารจัดการกองทุนรวมจะต้องยึดหลักธรรมาภิบาลเป็นกรอบสำคัญในการรักษาผลประโยชน์ของผู้ที่เกี่ยวข้องโดยเฉพาะผู้รับประโยชน์จากกองทุนหรือผู้ถือหน่วยลงทุน ซึ่งบริษัทจัดการลงทุนมีความแตกต่างสำคัญจากบริษัทมหาชนหรือองค์กรธุรกิจทั่วไป คือ ผู้รับประโยชน์จากบริษัทจัดการกองทุนไม่ใช่เพียงผู้ถือหุ้นกลุ่มเดียว แต่ยังมีผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งเป็นนักลงทุนรายย่อยที่จะ

เข้าถึงช่องทางการลงทุนได้มากขึ้นโดยผ่านการลงทุนผ่านกองทุนรวม ความไว้วางใจในการเลือกลงทุนในกองทุนจึงมีความสำคัญอย่างมาก ดังนั้นการดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลงทุนจึงต้องให้ความสำคัญเป็นอย่างยิ่ง เนื่องจากผู้ถือหุ้นลงทุนมีบทบาทน้อยกว่าในการกำหนดทิศทางการลงทุนของกองทุน ในขณะที่ผู้ถือหุ้นจะมีสิทธิความเป็นเจ้าของซึ่งสามารถใช้สิทธิในการออกเสียงเพื่อกำหนดทิศทางการดำเนินงานของกิจการได้ ในขณะที่ผู้ถือหุ้นลงทุนเมื่อได้เลือกลงทุนในกองทุนแล้วก็ต้องรับผลการดำเนินงานตามที่ผู้บริหารกองทุนสามารถทำได้ โดยไม่มีสิทธิในการออกเสียงเพื่อรักษาผลประโยชน์ของตนได้

2.2 บทบาทของคณะกรรมการบริหาร

เมื่อกล่าวถึงหลักธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการองค์การธุรกิจหรือหลักบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) จะให้ความสำคัญกับบทบาทของคณะกรรมการบริษัท (Board of Directors) โดย คณะกรรมการบริษัทจะทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการในการกำกับดูแลการบริหารจัดการของฝ่ายจัดการ คณะกรรมการต้องบริหารจัดการบริษัทด้วยความระมัดระวังและซื่อสัตย์สุจริต (Fiduciary Duty) ในฐานะตัวแทนผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของเงิน เพื่อสร้างความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าหุ้นของกิจการ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายสุดท้ายของการดำเนินกิจการคือการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Stockholders' wealth maximization) นอกจากนี้ คณะกรรมการในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้นต้องปฏิบัติหน้าที่ของความจงรักภักดีและมีความยุติธรรม ซึ่งจะต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นก่อนผลประโยชน์ของตน

โครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัท ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการบริษัทจะมีบทบาทสำคัญอย่างมากในการกำกับดูแลให้การดำเนินการกิจการของฝ่ายจัดการบรรลุตามเป้าหมายหลักขององค์การ ดังนั้น กรอบการกำกับดูแลตามหลักธรรมาภิบาลขององค์การธุรกิจจึงเน้นบทบาทของคณะกรรมการบริษัทเป็นหลัก ไม่ว่าจะเป็นบทบาทในการกำกับดูแลให้การบริหารจัดการสอดคล้องกับหลักการบริหารจัดการที่ดี การกำหนดค่าตอบแทน การตรวจสอบ การลงทุน และการบริหารความเสี่ยง (ภาพที่ 3)



ภาพที่ 3 โครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัท ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้นขององค์กรธุรกิจ

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างและบทบาทของแต่ละฝ่ายในการบริหารจัดการกองทุนรวมแล้วจะพบว่า บทบาทของคณะกรรมการบริษัทที่ควรต้องทำหน้าที่ในการดูแลผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นในองค์กรธุรกิจทั่วไป จะแตกต่างไปในการบริหารจัดการกองทุนรวม เนื่องจากบริษัทจัดการลงทุนจะมีผู้ที่เกี่ยวข้องเพิ่มขึ้นในที่นี่คือ ผู้ถือหุ้นรายย่อย ดังนั้นบทบาทของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเปรียบเทียบกับระหว่างองค์กรธุรกิจทั่วไปและบริษัทจัดการลงทุนย่อมมีความแตกต่างกัน แต่ทั้งนี้คณะกรรมการบริษัทไม่สามารถหลีกเลี่ยงความรับผิดชอบที่จะต้องผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่มไปได้

Radin and Stevenson (2006) ได้เปรียบเทียบหลักธรรมาภิบาลของกองทุนรวมและหลักบรรษัทภิบาล พบว่าคณะกรรมการของกองทุนรวมจะมีบทบาทน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบกับคณะกรรมการบริษัท (ตารางที่ 1)

ตาราง 1 เปรียบเทียบอำนาจและอิทธิพลของคณะกรรมการบริหารขององค์กรธุรกิจและกองทุนรวม

แหล่งที่มาของอำนาจและอิทธิพล	คณะกรรมการบริษัท	คณะกรรมการกองทุนรวม
การให้รางวัล (Rewards)	กำหนดค่าตอบแทนสำหรับฝ่ายจัดการ	ไม่มี

การบังคับ (Coercive)	มีอำนาจในการปลดฝ่ายจัดการและผู้บริหารขององค์การธุรกิจ	- ไม่มีบทบาทในการกำหนดข้อตกลงหรือยกเลิกค่าธรรมเนียมการบริหารและคำแนะนำการลงทุน - อาจให้คำแนะนำในการปลดและแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุนแต่ไม่มีอำนาจการบังคับ
ทางกฎหมาย (Legitimate)	โดยตำแหน่งมีอำนาจตามกฎหมายที่จะปกป้องสิทธิของเจ้าของ	โดยตำแหน่งมีอำนาจตามกฎหมายที่จะปกป้องสิทธิของเจ้าของ แต่อาจถูกยกเลิกด้วยเงื่อนไขทางกฎหมายหรือการบังคับอื่น

ที่มา Rodin and Stevenson (2006: 371)

จะเห็นได้ว่า บทบาทของคณะกรรมการบริษัทจัดการลงทุนจะไม่เบ็ดเสร็จเด็ดขาดเทียบกับคณะกรรมการบริษัทขององค์การธุรกิจทั่วไป เห็นได้จากการไม่มีอำนาจในการกำหนดเงินรางวัล หรือค่าตอบแทน ไม่มีอำนาจในการกำหนดข้อตกลงและค่าธรรมเนียมในการบริหารจัดการกองทุน และไม่มีอำนาจในการปลดที่ปรึกษาการลงทุนได้โดยตรง ฯลฯ ความแตกต่างดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าบทบาทของคณะกรรมการกองทุนจะมีน้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับคณะกรรมการบริหารองค์การธุรกิจ จึงทำให้โครงสร้างของการบริหารจัดการกองทุนรวมมีความแตกต่างกับการบริหารจัดการองค์การธุรกิจทั่วไป

ในประเทศไทยตาม พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กำหนดให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) และบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) สามารถยื่นขอจัดตั้งกองทุนรวมได้เมื่อคำขอจัดตั้งกองทุนรวมได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศ กำหนดตาม พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยรายละเอียดการกำกับดูแลตามมาตรา 117-132 ตามพระราชบัญญัติดังกล่าวนี้แล้ว การบริหารกองทุนรวมจะมีการจัดโครงสร้างที่แตกต่างจากองค์การธุรกิจทั่วไป

ตาม พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะกำหนดผู้ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการกองทุนรวมให้มีรายละเอียดเพิ่มมากขึ้นเพื่อทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็น

สำคัญ โครงสร้างในการบริหารกองทุนรวมประกอบด้วยองค์ประกอบของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม และมีการตั้งกองทุนรวมโดยมีการมอบหมายให้ผู้จัดการกองทุนเข้ามารับผิดชอบในการบริหาร เพื่อหาผลตอบแทนให้แก่นักลงทุน และมีผู้ดูแลผลประโยชน์ทำหน้าที่

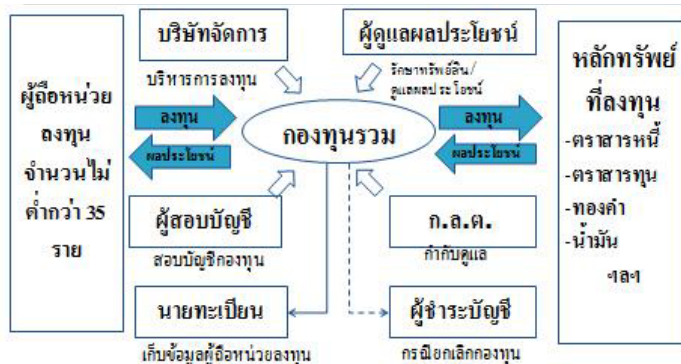
(1) ดูแลให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตาม มาตรา 125 ของ พรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์โดยเคร่งครัด

(2) รับฝากทรัพย์สินของกองทุนรวมโดยแยกไว้ต่างหากจากทรัพย์สินอื่น พร้อมทั้งดูแลให้การเบิกจ่ายทรัพย์สินของกองทุนรวม เป็นไปตามที่ระบุไว้ใน โครงการจัดการกองทุนรวม

(3) จัดทำบัญชีแสดงการรับจ่ายทรัพย์สินของกองทุนรวม

(4) จัดทำรายงานเสนอต่อสำนักงาน ในกรณีที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์กระทำการหรืองดเว้นกระทำการจนก่อให้เกิดความเสียหายแก่กองทุนรวม หรือไม่ ปฏิบัติหน้าที่ตาม มาตรา 125

(5) ดำเนินการฟ้องร้องบังคับคดีให้บริษัทหลักทรัพย์ปฏิบัติตามหน้าที่ของ ตนหรือฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนความเสียหายจากบริษัทหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายลงทุนทั้งปวง หรือเมื่อได้รับคำสั่งจากสำนักงาน โดยค่าใช้จ่ายในการฟ้องร้องบังคับคดี เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายลงทุนในกองทุนรวมใดให้เรียกจากรายการทรัพย์สินของกองทุนรวมนั้น



ภาพที่ 4 โครงสร้างของกองทุนรวมในประเทศไทย

จากโครงสร้างแสดงในภาพที่ 4 บทบาทสำคัญในการบริหารจัดการกองทุนรวมอยู่ที่บริษัทจัดการลงทุน และมีผู้ดูแลผลประโยชน์ทำหน้าที่รักษาทรัพย์สินและดูแลผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายลงทุน โดยมีสำนักงาน ก.ล.ต. ทำหน้าที่กำกับดูแลให้การบริหารจัดการกองทุนเป็นไปตามวัตถุประสงค์และรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายลงทุนในภาพรวม และเมื่อพิจารณาโครงสร้างภายในของบริษัทจัดการลงทุนในประเทศไทย จะมีองค์ประกอบตามโครงสร้างที่แตกต่างไปจากองค์การธุรกิจทั่วไป โดยแต่ละกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นจะมีผู้ที่เกี่ยวข้องดังรายละเอียดที่กล่าวไว้แล้วในภาพที่ 4 จากโครงสร้างดังกล่าว

นั้น จะเห็นได้ว่าบทบาทของคณะกรรมการบริหารในการดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนจึงมีน้อยมาก โดยส่วนมากจะเป็นหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์โดยตรง ตัวอย่างโครงสร้างของการบริหารจัดการภายในของบริษัทจัดการลงทุนแสดงไว้ในภาพที่ 5

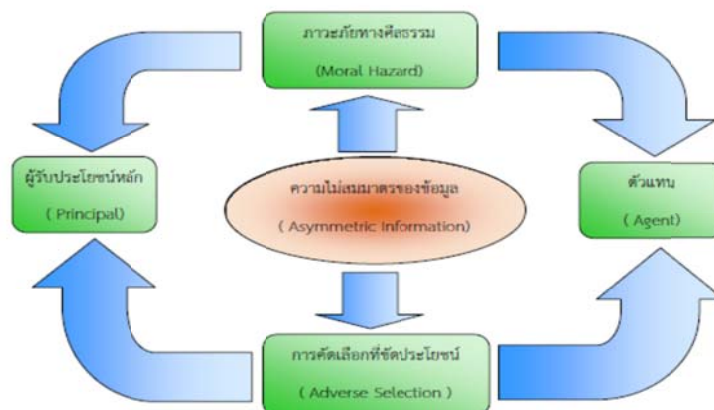


ภาพที่ 5 โครงสร้างอย่างง่ายของการบริหารจัดการภายในบริษัทจัดการลงทุน

โดยสรุปจะเห็นได้ว่าการทับซ้อนในการกำกับดูแลหลักธรรมาภิบาลในองค์การธุรกิจทั่วไปจะให้ความสำคัญกับบทบาทของคณะกรรมการบริหาร แต่สำหรับการกำกับการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยจะเพิ่มบทบาทของผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนเข้ามาเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน จึงไม่ได้อยู่ที่คณะกรรมการบริหารของบริษัทจัดการลงทุนเพียงฝ่ายเดียว หรืออาจกล่าวได้ว่าคณะกรรมการบริหารของบริษัทจัดการลงทุนไม่ได้มีบทบาทเบ็ดเสร็จโดยตรงในการดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน แต่เป็นหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์เป็นหลัก แต่ทั้งนี้ก็มีอาจปฏิเสธได้ว่าคณะกรรมการบริหารของบริษัทจัดการลงทุนมีต้องรักษาสถียรภาพผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน บทบาทในการกำกับดูแลให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนให้บริหารจัดการภายใต้กรอบการบริหารกิจการที่ดียังคงต้องมีอยู่ และจะละเลยการรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญคือผู้หน่วยลงทุนไปไม่ได้ เพราะหากบริษัทจัดการลงทุนมีการบริหารจัดการที่ไม่สอดคล้องกับหลักการบริหารกิจการที่ดีหรือหลักธรรมาภิบาลแล้ว ย่อมอาจส่งผลกระทบในทางลบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนอย่างแน่นอน

2.3 ความไม่สมมาตรของข้อมูล: ปัญหาจริยธรรมของตัวแทน

การที่ผู้ถือหุ้นมอบหมายให้ผู้จัดการกองทุน และบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนดำเนินการลงทุนเงินลงทุนของตนในฐานะตัวแทน ความเสี่ยงของการลงทุนที่สำคัญประการหนึ่งคือการเกิดปัญหาจริยธรรมของตัวแทน ซึ่งหมายถึงโอกาสที่ตัวแทนที่ได้รับมอบหมายจะมีได้ดำเนินการเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุน แต่เป็นเพื่อการสร้างประโยชน์เฉพาะองค์กรหรือตนเอง หรือมิได้ยึดตามกรอบนโยบายการลงทุนที่ได้กำหนดไว้ในตอนแรกที่ผู้ลงทุนคาดหวังไว้ หัวใจสำคัญของการเกิดปัญหาจริยธรรมตัวแทน คือ ความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากผู้ลงทุนและตัวแทนมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน จึงทำให้ผู้ลงทุนอาจได้รับผลกระทบในทางลบจากการที่เกิดปัญหาจริยธรรมของตัวแทนได้



ภาพที่ 6 ปัญหาที่เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูล

ความไม่สมมาตรของข้อมูลจะก่อให้เกิดปัญหาในการตัดสินใจลงทุนในสองระยะด้วยกัน ระยะเริ่มต้นหรือระยะแรกของการตัดสินใจเพื่อลงทุนอาจเกิดปัญหาการคัดเลือกที่ขัดผลประโยชน์ (Adverse Selection) หมายถึง การคัดเลือกที่ผิดไปจากที่ควรจะเป็นเหตุจากการที่ฝ่ายหนึ่งมีการปกปิดข้อมูลหรือเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ครบถ้วน เพื่อหวังประโยชน์จากอีกฝ่ายหนึ่ง ตัวอย่างเช่น ในธุรกิจกันภัยที่ภัยมักเกิดจากการที่ผู้รับประกันไม่ทราบข้อมูลที่แท้จริงเกี่ยวกับผู้เอาประกัน ในขณะที่ผู้เอาประกันนั้นจะทราบข้อมูลเกี่ยวกับตนเองดีกว่าผู้รับประกัน ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้รับประกันและผู้เอาประกัน ทำให้ผู้รับประกันตัดสินใจให้ประกันภัยแก่ผู้เอาประกันไป สำหรับธุรกิจกองทุนรวม การเกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ทำให้เกิดการคัดเลือกที่ขัดผลประโยชน์ ในมุมมองของผู้ถือหุ้นลงทุนย่อมเกิดขึ้นจากการที่บริษัทจัดการลงทุน และผู้จัดการกองทุน มิได้ให้ข้อมูลครบถ้วนหรือปกปิดข้อมูลที่ทำให้ผู้ลงทุนไม่ทราบข้อมูล

ที่แท้จริง และเมื่อผู้ลงทุนตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมนั้น อาจทำให้เสียประโยชน์ในระยะต่อไปได้

ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระยะที่สอง เป็นระยะภายหลังจากที่ได้ตัดสินใจเลือกลงทุนไปแล้ว อาจเกิดสถานการณ์ที่ตัวแทนมีภาวะภัยทางศีลธรรม (Moral Hazard) หมายถึง ภาวะหรือเงื่อนไขที่ทำให้เกิดการดำเนินการที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น อันเนื่องมาจากการกระทำอันไม่สุจริตเพื่อหวังผลประโยชน์ ตัวอย่างเช่นในธุรกิจประกันภัยเกิดกรณีผู้รับประโยชน์ตามกรมธรรม์ฆ่าผู้เอาประกันชีวิต เพื่อหวังได้รับเงินจากผู้รับประกันชีวิตหรือผู้เอาประกันอัครภัยเจตนาวางเพลิงเพื่อหวังเงินค่าสินไหมทดแทน เป็นต้น แต่สำหรับธุรกิจกองทุนรวม ภาวะภัยทางศีลธรรมอาจเกิดขึ้นจากการที่ตัวแทนมีพฤติกรรมที่เพิ่มความเสี่ยงในการลงทุน หรือฉ้อฉลเพื่อหวังผลประโยชน์จากการลงทุน โดยมีได้คำนึงผลกระทบที่จะเกิดต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์โดยตรงกับผลการดำเนินงานของกองทุน ปัญหาจริยธรรมตัวแทนระยะนี้มักจะตรวจสอบได้ยากกว่าและเกิดเป็นความเสี่ยงแก่ผู้ลงทุนได้มากกว่าปัญหาการคัดเลือกที่ขัดผลประโยชน์ (Adverse Selection) เนื่องจากผู้ลงทุนได้ตัดสินใจลงทุนเงินของตนมาแล้ว ต้องขึ้นอยู่กับจริยธรรมของตัวแทนเป็นสำคัญในการที่จะดำเนินการให้เป็นไปวัตถุประสงค์ และรักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นหลัก

3. พฤติกรรมไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุนรวม

3.1 รูปแบบของพฤติกรรมไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุนรวมในต่างประเทศ

Rhee (2004) ได้กล่าวถึงรูปแบบของพฤติกรรมไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุนรวมที่พบได้ในตลาดการเงินสหรัฐอเมริกาอาจแบ่งออกได้เป็นสองลักษณะ พฤติกรรมกลุ่มแรกจะเป็นพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการซื้อขาย (abusive trading practices) ซึ่งที่ผ่านมานิคมกฤตนิที่เคยเกิดเป็นกรณีอื้อฉาวขึ้น พฤติกรรมเหล่านั้น ได้แก่ 1) การซื้อขายนอกเวลา (Late Trading) 2) การจับจังหวะตลาด (Market Timing) และพฤติกรรมกลุ่มที่สองจะเป็นพฤติกรรมที่ไม่ผิดกฎหมาย แต่ยังเป็นที่ยกย่องว่าเป็นวิธีปฏิบัติที่ไม่เหมาะสม (questionable industry practices) ได้แก่พฤติกรรม 3) การแบ่งปันรายได้ (Revenue Sharing) 4) การทำข้อตกลงในลักษณะการให้ความช่วยเหลือระหว่างกัน (Soft Dollar Arrangement) 5) การเจาะจงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Directed Brokerage) และ 6) การคิดค่าธรรมเนียมสูงเกินไป (Excessive Charging of Fund Fees)

1) การซื้อขายนอกเวลา (Late Trading)

กรณีศึกษาของพฤติกรรมไม่เหมาะสมจนเกิดเป็นคดีอื้อฉาวในการบริหารจัดการกองทุนของสหรัฐอเมริกาเริ่มเป็นที่กล่าวถึงกันอย่างมากจากกรณีที่เกิดขึ้นเมื่อวันที่ 3 กันยายน ค.ศ. 2003 เมื่ออัยการรัฐนิวยอร์ก เอเลียต สปิตเซอร์ (Eliot Spitzer) ได้กล่าวโทษกองทุนเฮดจ์ฟันของนิวยอร์ก บริษัท Canary Capital Partners LLC. ในความผิดว่าบริษัทมีพฤติกรรมฉ้อฉลในการจัดการกองทุนโดยมีส่วนร่วมในการทำ “Late Trading” หรือการซื้อขายนอกเวลา ซึ่งเป็นการกระทำที่สมรู้ร่วมคิดกับสถาบันการเงินบางแห่งในการยินยอมให้ Canary ทำการซื้อขายนอกเวลาหลังจากที่ตลาดปิดไปแล้ว ณ เวลา 4:00 p.m. (เวลาตะวันออก)

โดยปกติในการซื้อขายหน่วยลงทุนจะมีความแตกต่างจากการซื้อขายหุ้นสามัญในตลาดที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาอยู่ตลอดเวลา แต่สำหรับกองทุนผู้ลงทุนจะสามารถส่งคำสั่งซื้อขายได้ตลอดทั้งวัน และราคาจะถูกกำหนดโดย “มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ” (Net Asset Value: NAV) ณ สิ้นเวลาทำการซื้อขายในแต่ละวัน การส่งคำสั่งซื้อขายผลิตภัณฑ์ของแต่ละกองทุนที่เกิดขึ้นในแต่ละวันจะยึดหลักราคาไปข้างหน้า (forward pricing) นั้นหมายความว่าหากผู้ส่งคำสั่งซื้อขายดำเนินการหลังเวลาทำการ 4:00 p.m. (เวลาตะวันออก) จะต้องได้ราคาตามมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของวันถัดไป

การยึดราคาไปข้างหน้า (Forward Pricing) ดังกล่าวได้ถูกกำหนดเป็นกฎหมายในสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1968 (The Market Act) แต่อย่างไรก็ตามการดำเนินการของสถาบันการเงินเหล่านั้นที่อนุญาตให้ Canary ส่งคำสั่งซื้อขายหลังเวลาทำการ แต่ยังคงได้รับมูลค่าหน่วยลงทุนตามมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของวันทำการนั้น ทำให้กองทุน Canary ได้ประโยชน์จากรูขรึมดังกล่าวเป็นเงินจำนวนมาก (Elkind, 2004 อ้างใน Atkinson, 2004) สปิตเซอร์ได้เปรียบเทียบการกระทำในลักษณะนี้ว่า “เหมือนการเดิมพันในม้าแข่งหลังจากที่ม้าได้ข้ามเส้นชัยไปแล้ว” (Brown, 2003 อ้างใน Atkinson, 2004)

หลังจากคดีอื้อฉาวที่เกิดขึ้นของ Canary สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ของสหรัฐฯ ได้รายงานผลสำรวจ 34 บริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ชี้ให้เห็นว่าร้อยละ 25 ของหน่วยตัวอย่างแสดงให้เห็นหลักฐานบางอย่างที่สะท้อนถึงการรายงานพฤติกรรมการทำการซื้อขายนอกเวลา (Late Trading) (Rhee, S. G., 2004: 10)

2) การจับจังหวะตลาด (Market Timing)

นอกจากการดำเนินการฟ้องร้องพฤติกรรมการทำการซื้อขายนอกเวลาดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นแล้ว เอเลียต สปิตเซอร์ และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

ของสหรัฐอเมริกา ยังได้ฟ้องกลุ่มธุรกิจกองทุนรวมอีกหลายแห่งในการที่มีพฤติกรรมซ่อนนอกลงทุนในการใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ “จับจังหวะตลาด (Market Timing)” ให้แก่นักลงทุนบางกลุ่ม³

แม้ว่ากลยุทธ์การจับจังหวะตลาดเป็นกลยุทธ์ทั่วไปที่นักลงทุนสามารถทำได้เพื่อหวังประโยชน์จากการที่ตลาดมีการขึ้นลงเป็นรอบ โดยนักลงทุนพยายามที่จะทำกำไรจากวงจรตลาดระยะสั้นโดยทำการซื้อขายหลักทรัพย์หลายครั้ง เพื่อรับประโยชน์จากการที่ตลาดปรับตัวขึ้นลง แต่สำหรับธุรกิจกองทุนรวมที่มีข้อกำหนดในการลงทุนที่ค่อนข้างเข้มงวด บางกองทุนอาจมีข้อกำหนดในการจำกัดการซื้อขายในลักษณะของการจับจังหวะตลาด หรือบางครั้งการที่กิจการกองทุนรวมบางแห่งได้มีการอนุญาตให้นักลงทุนบางกลุ่มทำการซื้อขายบ่อยครั้งมากกว่าที่ได้รับอนุญาตไว้ในเอกสารและหนังสือชี้ชวนของกองทุนจึงเป็นการกระทำที่ไม่ถูกต้อง อีกทั้งกองทุนรวมบางประเภทจะมีข้อกำหนดในการที่จำกัดการทำการจับจังหวะตลาดไว้ด้วย เนื่องจากการทำการซื้อขายบ่อยครั้งย่อมส่งผลกระทบต่อค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุน หากกองทุนรวมมีพฤติกรรมจับจังหวะตลาดมากเกินไป จะทำให้เป็นต้นทุนของการบริหารกองทุนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนทั้งหมดต้องรับภาระ และหากผู้จัดการกองทุนทำการซื้อขายเกินกว่าที่กำหนดไว้ในข้อตกลงหรือหนังสือชี้ชวนของกองทุน ย่อมเป็นพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมและมีความผิดตามกฎหมายได้

นอกจากนั้นแล้ว การจับจังหวะตลาดยังทำให้การบริหารจัดการกองทุนทำได้ยากขึ้น ด้วยเหตุว่ากองทุนจำเป็นต้องสำรองเงินสดไว้จำนวนหนึ่งเพื่อเป็นสภาพคล่องในการที่จะเข้าซื้อขายตามกลยุทธ์ในการจับจังหวะตลาด ซึ่งทำให้การบริหารกองทุนต้องมีเทคนิคในการที่จะรักษาระดับความผันผวนของกระแสเงินสดด้วย และกลยุทธ์การจับจังหวะตลาดของกองทุนบางครั้งจะถูกใช้ไปเพื่อการเพิ่มสินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการของผู้จัดการกองทุนด้วย ทั้งนี้ หากค่าตอบแทนการบริหารกองทุนขึ้นกับขนาดของกองทุนภายใต้การจัดการแล้ว อาจทำให้ที่ปรึกษาการลงทุนเพิ่มขนาดกองทุนภายใต้การจัดการจากกลยุทธ์การจับจังหวะตลาดเพื่อประโยชน์ในการเพิ่มค่าตอบแทนได้

3) การแบ่งปันรายได้ (Revenue Sharing)

ข้อตกลงการแบ่งปันรายได้ระหว่างบริษัทจัดการลงทุนและนายหน้าหรือตัวแทนค้าหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ในการเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมให้แก่ลูกค้า โดยจัดส่วนแบ่งรายได้ให้แก่ตัวแทนเป็นสัดส่วนเป็นพฤติกรรมทางธุรกิจที่เกิดขึ้นโดยทั่วไป การจัดส่วนแบ่งรายได้ให้แก่นายหน้าและตัวแทนค้าหลักทรัพย์ในลักษณะส่วนแบ่งรายได้จะเพิ่มแรงจูงใจในการขายหน่วยลงทุนที่

³ ศีกรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับกรณีข้อหาพฤติกรรมกรรมการทำการซื้อขายนอกเวลาทำการ (late trading) และการจับจังหวะตลาด (market timing) ได้จาก BusinessWeek (2003) สืบค้นได้จาก <http://www.businessweek.com/stories/2003-09-21/a-primer-on-the-mutual-fund-scandal>

มีข้อตกลงเหนือกองทุนอื่น แต่ทั้งนี้ข้อโต้แย้งว่าการทำข้อตกลงในลักษณะนี้อาจเพิ่มต้นทุนในการบริหารกองทุนและเป็นภาระของผู้ถือหน่วยลงทุนได้ จากงานศึกษาของ Moon (2004) ที่ว่าข้อตกลงส่วนแบ่งรายได้ลักษณะดังกล่าวอาจทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนลดลงในระยะยาว ดังนั้นพฤติกรรมในลักษณะนี้จึงยังเป็นข้อกังขาว่ามีความเหมาะสมในการการบริหารจัดการกองทุนหรือไม่⁴

4) การทำข้อตกลงในลักษณะการให้ความช่วยเหลือระหว่างกัน (Soft Dollar Arrangement)

การทำข้อตกลงในลักษณะการให้ความช่วยเหลือระหว่างบริษัทจัดการลงทุนและบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ โดยบริษัทจัดการลงทุนจะจ่ายค่าข้อมูลวิจัยของบริษัทนายหน้า โดยความคาดหวังหรือมีข้อตกลงว่าบริษัทนายหน้านั้นจะช่วยสนับสนุนการขายหน่วยลงทุนของบริษัทจัดการลงทุน การทำข้อตกลงในลักษณะจะมีผลในทางตรงกับการแบ่งปันรายได้ คือ รายจ่ายในการใช้ข้อมูลวิจัยจะต้นทุนในการบริหารจัดการกองทุน เพียงแต่ข้อตกลงลักษณะ Soft Dollar อาจไม่ส่งผลต่อรายจ่ายของกองทุนมากเท่ากับการแบ่งปันรายได้ แต่ก็ยังจัดเป็นวิธีปฏิบัติที่อาจก่อให้เกิดพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมเชื่อมโยงประโยชน์ต่อกันได้ จึงเป็นพฤติกรรมที่ยังเป็นข้อกังขาในแง่ของความเหมาะสมอยู่เช่นกัน

5) การเจาะจงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Directed Brokerage)

พฤติกรรมเจาะจงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ จะเป็นวิธีการที่นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะตกลงกับบริษัทจัดการลงทุนที่จะเลือกซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านนายหน้าที่จะช่วยส่งเสริมและสนับสนุนการขายหน่วยลงทุนให้กับบริษัทจัดการลงทุน พฤติกรรมในลักษณะนี้จึงไม่แตกต่างกับการทำข้อตกลงลักษณะให้ความช่วยเหลือระหว่างกัน หรือการแบ่งปันรายได้

นอกจากนั้น การเจาะจงนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์อาจเกิดขึ้นกรณีที่บริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์และบริษัทจัดการลงทุนมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (เช่น มีความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นระหว่างกัน) การเจาะจงซื้อขายหลักทรัพย์แก่นายหน้าที่มีความสัมพันธ์กัน จะทำให้รายได้ของของบริษัท

⁴ รายละเอียดเพิ่มเติมอาจศึกษาจาก Kenneth P. Moon (2004). Mutual Fund Revenue Sharing and the Role of the Fiduciary. Journal of Financial Planning. November. Available at <http://www.fpanet.org/journal/BetweentheIssues/LastMonth/Articles/MutualFundRevenueSharingandtheRoleoftheFiduciary/>

นายหน้าเพิ่มสูงขึ้น และหากผนวกเข้ากับพฤติกรรมจับจังหวะตลาด จะยิ่งเป็นการโอนถ่ายผลประโยชน์ของกองทุนไปยังบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ได้ ซึ่งแม้ว่าจะเป็นวิธีปฏิบัติที่ไม่ผิดกฎหมาย แต่ยังเป็นข้อกังขาถึงความเหมาะสมของการดำเนินการตามวิธีนี้

6) การคิดค่าธรรมเนียมสูงเกินไป (Excessive Charging of Fund Fees)

โดยปกติ ค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับกองทุนจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนสำคัญ คือ

6.1) ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยลงทุนโดยตรง (Shareholder fees) ได้แก่ ค่าธรรมเนียมในการขาย (Sales Charge) ค่าธรรมเนียมในการไถ่ถอนหน่วยลงทุน (Redemption Fee) ค่าธรรมเนียมในการสับเปลี่ยนกองทุน (Exchange Fee) ค่าธรรมเนียมในการรักษาบัญชีรายปี (Annual Account Maintenance Fee)

6.2) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานกองทุนประจำปี (Annual Fund Operating Expenses) ซึ่งจะหักออกจากมูลค่าของสินทรัพย์ของกองทุนก่อนการจัดสรรผลการดำเนินงาน ได้แก่ ค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุน (Management Fee) ค่าใช้จ่ายในการกระจายหน่วยลงทุนและการตลาด (Distribution Fee) และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่ใช้ในการให้บริการแก่ผู้ถือหน่วย เช่น ค่าโทรศัพท์ ค่าใช้จ่ายในการทำบัญชี ค่าใช้จ่ายในการสื่อสาร ฯลฯ

ดังนั้น การใช้จ่ายของกองทุนหรือการคิดค่าธรรมเนียมที่มากเกินไป ย่อมเป็นพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์เพราะจะเป็นภาระค่าใช้จ่ายของผู้ถือหน่วยลงทุน ทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนเสียประโยชน์ได้

3.2 รูปแบบพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย

สำหรับการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย แม้ว่าจะไม่มีคดีฟ้องร้องจนเกิดเป็นกรณีข้อหาเช่นเดียวกับในประเทศสหรัฐอเมริกาช่วงปี ค.ศ. 2003 แต่อย่างไรก็ดี ปัญหาจริยธรรมตัวแทนที่สามารถพบได้ในตลาดธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทยเกิดเป็นกรณีขึ้นประปราย ซึ่งอาจสรุปเป็นกรณีตัวอย่างตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 เป็นต้นมา ก.ล.ต. ได้ดำเนินการกับอดีตผู้จัดการกองทุนรวมและบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กรณีที่มีการลงทุนให้กับกองทุนรวมอย่างไม่เหมาะสม ลำดับเหตุการณ์ที่ผ่านมามีตามลำดับ ดังนี้

14 กุมภาพันธ์ 2549	กรณี บลจ. กองทุนอยุธยาเจเอฟ จำกัด (AJF) กับการลงทุนในตัวแลกเงิน ของ บริษัทปิคนิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
13 มีนาคม 2550	ก.ล.ต. สั่งภาคทัณฑ์อดีตผู้จัดการกองทุนและประธานเจ้าหน้าที่บริหารของ บลจ. ยูโอบี และเปรียบเทียบปรับ บลจ. ยูโอบี
25 สิงหาคม 2552	ก.ล.ต. สั่งลงโทษภาคทัณฑ์ "มาริช ท่าราบ" เอ็มดีและผู้จัดการกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไอเอ็นจี (ประเทศไทย) จำกัด
15 กุมภาพันธ์ 2556	ก.ล.ต. กล่าวโทษอดีตผู้จัดการกองทุน บลจ. กสิกรไทย และ บลจ. ไทย พาณิชย์ กับพวก กรณีแสวงหาประโยชน์โดยมิชอบจากการรู้ข้อมูลแผนการลงทุนของ กองทุนรวม

รายละเอียดของกรณีดังกล่าวข้างต้นแสดงในภาคผนวก และเมื่อพิจารณาในรายละเอียดของ
พฤติกรรมเหล่านั้นแล้วสามารถสรุปรูปแบบของพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมของการบริหารจัดการกองทุน
รวมของไทย ได้เป็น 6 รูปแบบ ดังนี้

1) การใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ส่วนตัว

จากกรณีเมื่อวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2556 ที่ก.ล.ต. กล่าวโทษผู้จัดการกองทุนกระทำการ
การทุจริตต่อหน้าที่เพื่อแสวงหาประโยชน์ที่มิควรได้โดยชอบด้วยกฎหมายเพื่อตนเองหรือผู้อื่น โดย
อาศัยประโยชน์จากการเข้าถึงข้อมูลแผนการลงทุนของกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของ
บลจ. ดำเนินการให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าวการซื้อของกองทุนรวม เพื่อแสวงหา
ประโยชน์เพื่อตนเองหรือผู้อื่นนั้น การกระทำในลักษณะนี้เข้าข่ายเป็นความผิดตามมาตรา 311 แห่ง
พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ถือเป็นภาวะภัยทางศีลธรรมที่เกิดขึ้นของ
อุตสาหกรรมกองทุนรวม แม้จะไม่ทำให้มูลค่าหน่วยลงทุนเสียหาย แต่เป็นการใช้ข้อมูลภายในจาก
ตำแหน่งผู้จัดการกองทุนมาเพื่อประโยชน์ให้กับตัวเอง เท่ากับเป็นการเบียดบังผลประโยชน์ของบริษัท
และผู้ถือหน่วยลงทุนที่เป็นลูกค้าสำคัญของ บลจ. และส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของธุรกิจกองทุนรวมให้
ได้รับผลกระทบอย่างมาก

2) การสร้างกำไรให้พอร์ตส่วนตัว

นอกจากการใช้ข้อมูลภายในเพื่อเลือกประโยชน์ส่วนตัวแล้ว การหาประโยชน์ส่วนตัวด้วยการเบียดบังประโยชน์จากกองทุนอาจเกิดขึ้นได้อีกหลายรูปแบบ อาทิ การตั้งซื้อหรือตั้งขายหุ้นในพอร์ตส่วนตัว และอาศัยพอร์ตของกองทุนเป็นตัวเข้าไปรับ หรือการใช้ข้อมูลภายในเพื่อซื้อตักหน้ากองทุนรวม หรือการตั้งขายในพอร์ตตัวเองแล้วให้กองทุนรวมเข้าไปซื้อ เป็นต้น แม้ขั้นตอนนี้อาจจะต้องผ่านกระบวนการตัดสินใจจากฝ่ายตรวจสอบ แต่กฎระเบียบที่กำหนดไว้เพื่อการป้องกันยังสามารถเกิดการฝ่าฝืนได้ด้วยเทคโนโลยีด้านการสื่อสารที่ทันสมัยในปัจจุบัน แม้วิธีการซื้อหรือขายก่อนกองทุนรวมอาจจะไม่กระทบต่อมูลค่าหน่วยลงทุนมากนัก เป็นเพียงการชิงจังหวะการซื้อขายเท่านั้น แต่ถ้าเป็นการตั้งซื้อหรือขายหุ้นในพอร์ตส่วนตัวแล้วให้กองทุนเข้ามารับ รูปแบบนี้จะมีผลกระทบต่อมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนได้

3) การเจาะจงหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Directed Brokerage)

ประเภทของกองทุนรวมที่เอื้อต่อการหาประโยชน์ได้ค่อนข้างง่าย คือ กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในตลาดหุ้นเป็นหลัก เมื่อศึกษาโครงสร้างของ บลจ. ในประเทศไทยจะพบว่า ส่วนใหญ่ถือหุ้นใหญ่โดยธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมีการให้บริการทางการเงินที่ครบวงจร และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทหลักทรัพย์ (บล.) รูปแบบพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมจะเริ่มขึ้นที่คำสั่งซื้อขายหุ้นของกองทุนรวมที่บางแห่งมีการซื้อขายบ่อยครั้ง บลจ. ในเครือของธนาคารก็มักจะเลือกใช้บริการซื้อขายหุ้นผ่าน บล. ในเครือของธนาคารเดียวกัน การซื้อหรือขายครั้งละมากๆ หมายถึงค่าธรรมเนียมที่บล. แห่งนั้นจะได้รับก็มากขึ้น การซื้อขายบ่อยเท่ากับเพิ่มรายได้ให้กับบริษัทในเครือ นั่นเท่ากับผู้ถือหน่วยเสียประโยชน์เพราะต้องเสียค่าธรรมเนียมซื้อขายไปกลับสูงกว่าปกติ และหากผู้จัดการกองทุนใดยังใช้กลยุทธ์การจับจังหวะตลาดจะยิ่งทำให้สามารถส่งคำสั่งซื้อขายได้บ่อยครั้งขึ้น ยิ่งส่งผลเสียต่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน ทั้งนี้ มีอาจสรุปได้ว่าการซื้อขายบ่อยครั้งเป็นพฤติกรรมที่ไม่พึงกระทำ แต่หากการซื้อขายบ่อยครั้งเกิดขึ้นเพื่อเลือกประโยชน์แก่บริษัทในเครือเดียวกันเป็นการกระทำที่ไม่เหมาะสมและสะท้อนถึงภาวะภัยทางศีลธรรมของผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุน

นอกจากนั้น รูปแบบพฤติกรรมที่สะท้อนภาวะภัยทางศีลธรรมอาจเกิดขึ้นโดยมิได้เพื่อประโยชน์แก่บริษัทหลักทรัพย์ในเครือเดียวกันเท่านั้น แต่หากการส่งคำสั่งซื้อขายผ่านโบรกเกอร์เกิดขึ้นจากสายสัมพันธ์ระหว่างผู้จัดการกองทุนกับโบรกเกอร์รายอื่นก็อาจมีผลประโยชน์แอบแฝงเป็นการส่วนตัวขึ้นได้ เพราะการที่ผู้จัดการกองทุนเลือกซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านโบรกเกอร์รายใด ก็จะเป็นการเพิ่มรายได้ให้แก่โบรกเกอร์รายนั้นได้ ซึ่งกรณีเช่นนี้จะเป็นการเบียดบังประโยชน์จากผู้ถือหน่วยเข้าประโยชน์ส่วนตน

4) การเพิกเฉยต่อกองทุนที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน

กองทุนรวมที่เริ่มทำการซื้อขายมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 เมื่อเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจ ปี 2540 จนมูลค่าหน่วยลงทุนลดลงมาก บางกองทุนลดระดับเหลือเพียง 2-3 บาท จากราคาตามมูลค่า เริ่มต้น 10 บาท ปัจจุบันกองทุนที่มีอายุเกือบ 20 ปีก็ยังคงอยู่ไม่น้อย ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นกองทุนรวมตราสารทุน แม้มูลค่าหน่วยลงทุนจะเพิ่มขึ้นมาบ้าง แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า 10 บาท ซึ่งบางกองทุนแค่ 3-4 บาทเท่านั้น แม้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิแต่ละกองจะเหลือเพียง 50-60 ล้านบาท แต่หากมีสัก 10 กอง มูลค่าสินทรัพย์สุทธิก็สูงถึง 500-600 ล้านบาท หากคิดค่าธรรมเนียมปีละ 1% ก็จะสามารถสร้างรายได้ให้ บลจ.นั้น 5-6 ล้านบาทต่อปี ยิ่งถ้ามีมากยิ่งสร้างรายได้ให้กับ บลจ.นั้นๆ มากตามไปด้วย

ดังนั้น หาก บลจ.เพิกเฉยต่อผลการดำเนินงานที่ขาดทุนของกองทุนรวม เสมือนจงใจปล่อยกองทุนที่ผลการดำเนินงานขาดทุนไว้โดยไม่ได้พยายามที่จะพลิกฟื้นขึ้นมา ก็จะเป็นพฤติกรรมที่เอาเปรียบผู้ถือหน่วยลงทุนกองทุนนั้น ในขณะที่บางบริษัทสามารถพลิกฟื้นกองทุนที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนให้สร้างมูลค่าเพิ่มสูงจนเกินกว่า 10 บาทขึ้นมาได้ จึงเป็นประเด็นเรื่องความใส่ใจของบลจ. ที่มีต่อลูกค้า

5) การใช้กองทุนรวมเป็นช่องทางในการหลบเลี่ยงภาษี

กองทุนรวมอาจถูกใช้เป็นช่องทางในการหลบเลี่ยงภาษีของกลุ่มธุรกิจได้ ตัวอย่างเช่นกองทุนอสังหาริมทรัพย์มักเป็นกองทุนประเภทที่ถูกใช้เป็นช่องทางในการหลบเลี่ยงภาษีของกลุ่มทุนธุรกิจ ด้วยการขายหรือให้เช่าอาคารหรือสิ่งปลูกสร้างของตัวเองแปรสภาพเข้ามาเป็นหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ได้เงินจากค่าเช่าหรือจากการขายทรัพย์สินและยังได้ค่าบริการจัดการทรัพย์สินเหล่านั้นอีกต่อหนึ่ง เพราะส่วนใหญ่ บลจ.ที่ตั้งกองทุนจะไม่สามารถบริหารจัดการทรัพย์สินเหล่านั้นได้ จึงต้องว่าจ้างเจ้าของเดิมบริหารต่อ

นอกจากนั้น กำไรที่ได้จากการบริหารทรัพย์สินเหล่านั้นจะได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้รวมถึงเงินปันผลสำหรับผู้ถือหน่วยที่เป็นนิติบุคคล เมื่อมีการแปรสภาพเป็นกองทุนอสังหาริมทรัพย์แล้ว ผู้ถือหน่วยส่วนใหญ่คือเจ้าของกิจการเดิมแต่ลดจำนวนการถือลงเพราะมีข้อกำหนดไม่ให้ถือหุ้นมากกว่า 1 ใน 3 แต่วิธีการหลบเลี่ยงก็ยังมียู่มากที่นำมาใช้กัน เช่น การใช้ตัวแทนในการถือครอง (nominees) เป็นต้น

6) การใช้ประโยชน์กองทุนเพื่อเลี่ยงการรายงานการถือครองทรัพย์สินของผู้มีอำนาจทางการเมือง หรือเป็นช่องทางในการฟอกเงิน

นอกจากนั้น กองทุนรวมยังอาจถูกมองว่าเป็นช่องทางในการพักเงินของผู้ดำรงตำแหน่งทางการเมืองและเครือข่ายได้เช่นกัน เห็นได้จากคำพิพากษาศาลฎีกาแผนกคดีอาญาผู้ดำรงตำแหน่งทางการเมือง เมื่อ 26 กุมภาพันธ์ 2553 ที่ญาติของนักการเมืองถูกอายัดทรัพย์ หนึ่งในนั้นคือ หน่วยลงทุนในกองทุนรวม

นอกจากนี้ ข้อกำหนดของการมีผู้หน่วยลงทุนไม่น้อยกว่า 35 คน ทำให้ง่ายต่อการที่จะทำการลงขันตั้งกองทุนขึ้นมาเองของบางกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นนักธุรกิจใหญ่หรือนักการเมืองโดยใช้กองทุนรวมเป็นกำบัง และทำการซื้อขายกันเอง เนื่องจากกรณีของกองทุนรวมไม่ต้องเปิดเผยรายชื่อผู้ถือหน่วยลงทุนต่อสาธารณะ ซึ่งแตกต่างจากกองทุนส่วนบุคคล

นอกจากพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการบริหารกองทุนรวมดังกล่าวข้างต้นแล้ว ยังมีการดำเนินการที่อาจมีผลทำให้กองทุนต้องเผชิญความเสี่ยงเพิ่มขึ้น และอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกองทุนรวมได้ การดำเนินการลักษณะการจับจังหวะตลาดเพื่อเข้าลงทุน (Market timing) เป็นการพยากรณ์ทิศทางตลาด โดยใช้วิธีวิเคราะห์ทางเทคนิค ซึ่งก็คือการวิเคราะห์ทางสถิติ และการวิเคราะห์เศรษฐกิจ และนำผลวิเคราะห์ที่ได้มาประกอบกับการตัดสินใจลงทุน การทำการจับจังหวะตลาดการลงทุน แม้ว่าจะไม่ใช่พฤติกรรมที่ผิด แต่มีผลงานวิจัยที่ทำให้เชื่อว่าการทำ market timing ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าได้ แต่กลับอาจเพิ่มต้นทุนธุรกรรมของให้สูงขึ้น แม้ว่าจะมียังข้อโต้แย้งถึงประสิทธิภาพของกลยุทธ์การจับจังหวะตลาดออกมาอยู่ แต่ก็มีข้อจำกัดในแง่ที่หากจะได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าต้องมีความสามารถในการคาดการณ์ที่แม่นยำในระดับที่สูงมาก (Sharpe, W. F., 1975; Jeffrey, 1984; Kester, 1990; Kester, 1992)

จากรูปแบบพฤติกรรมที่เกิดขึ้นในการบริหารจัดการกองทุนรวม ทำให้ธรรมชาติของบรรษัทมีความสำคัญอย่างมากในการบริหารจัดการกองทุน เนื่องจากผู้ใช้บริการธุรกิจกองทุนรวมมิใช่เฉพาะผู้มีรายได้อ่อน แต่เป็นลูกค้าได้ทุกกลุ่มตั้งแต่ผู้หาเช้ากินค่ำ มนุษย์เงินเดือน กลุ่มคนที่ต้องการเก็บออมเงินไว้เพื่อใช้ในภายภาคหน้า แต่ทั้งนี้การบริหารกองทุนรวมยังมีเหตุการณ์ที่ทำให้ลูกค้าขาดความเชื่อมั่น และลดระดับความไว้วางใจลงไป ซึ่งอันที่จริงแล้วกองทุนรวมจะเป็นเครื่องมือในการออมที่สำคัญเพื่อสร้างความมั่นคงทางการเงินให้แก่คนไทยในอนาคตได้ การเรียกร้องธรรมชาติในการบริหารจัดการจึงเป็นเรื่องที่ต้องจะละเลยไปไม่ได้ และต้องได้รับการกำกับดูแลอย่างจริงจัง

4. ข้อค้นพบประเด็นธรรมาภิบาลในการบริหารกองทุนรวมในประเทศไทย

นอกจากรูปแบบพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการบริหารกองทุนรวมที่เกิดขึ้นในประเทศไทยดังที่กล่าวไว้ในส่วนที่ผ่านมา ยังมีประเด็นข้อค้นพบอื่นที่สะท้อนถึงความเสี่ยงในการเกิดภาวะภัยทางศีลธรรมของผู้บริหารกองทุนรวมในประเทศ ซึ่งสามารถสรุปเป็นประเด็นย่อยได้ดังนี้

4.1 บทบาทของคณะกรรมการบริษัทจัดการลงทุน

จากการที่โครงสร้างของกองทุนรวมในประเทศไทยดังภาพที่ 4 ในส่วนที่ผ่านมา จะมีผู้ที่เกี่ยวข้องสำคัญ คือ ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนเข้ามามีบทบาทในการดูแลและรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน จึงทำให้บทบาทของคณะกรรมการบริษัทจัดการลงทุนที่จะมีต่อผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนไม่ชัดเจนนัก แต่อย่างไรก็ตาม คงไม่อาจปฏิเสธบทบาทในการกำกับดูแลของคณะกรรมการบริหารของบริษัทจัดการลงทุนต่อความรับผิดชอบที่จะต้องมีให้แก่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนไปได้ แต่ทั้งนี้บทบาทของคณะกรรมการบริษัทยังไม่มี ความชัดเจนนักที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนจากการสำรวจข้อมูลที่เคยแพร่ผ่านทางเว็บไซต์ของบริษัทจัดการลงทุนจำนวน 22 แห่ง พบว่า มีเพียง 2 แห่งที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้การเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลต้องสอดคล้องกับเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่บริษัทที่เหลือยังไม่มี ความชัดเจนในการสะท้อนบทบาทของคณะกรรมการบริษัทเท่าที่ควร จะเห็นได้ว่าบริษัทมีการเผยแพร่รายชื่อกรรมการบริษัทผ่านทางเว็บไซต์ แต่มีจำนวน 11 แห่งที่มีได้เผยแพร่ข้อมูลของคณะกรรมการตรวจสอบ และ 18 แห่ง ที่มีได้เผยแพร่ข้อมูลของคณะกรรมการอิสระ จึงอาจสะท้อนถึงความสมบูรณ์ของข้อมูลที่จะช่วยให้นักลงทุนมั่นใจในกิจการของบริษัทจัดการลงทุนได้ หรืออาจมีข้อโต้แย้งว่า บทบาทของคณะกรรมการอาจจำเป็นที่จะต้องกำกับดูแลบรรษัทภิบาลให้เป็นตามเกณฑ์มาตรฐานเดียวกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากไม่มีความต้องการที่จะระดมทุน และผู้ถือหุ้นของบริษัทจัดการลงทุนบางแห่งจะเป็นธนาคารพาณิชย์ที่ถือหุ้น 100% แต่คงปฏิเสธถึงบทบาทของคณะกรรมการตามหลักบรรษัทภิบาลในรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องให้ได้รับการปฏิบัติที่ดีและเป็นธรรมไปไม่ได้ ซึ่งสำหรับบริษัทจัดการลงทุนผู้ที่เกี่ยวข้องสำคัญคงจะต้องเป็นผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน มิใช่ผู้ถือหุ้นเป็นหลักเท่านั้น

4.2 โอกาสเกิดการดำเนินงานที่เพิ่มความเสี่ยงและต้นทุนทางธรรมาภิบาลให้แก่กองทุน

จากการที่โครงสร้างของบริษัทจัดการลงทุนในประเทศมีการถือหุ้นโดยธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทหลักทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ ทำให้มีความเสี่ยงในการที่จะเกิดพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม

ในการดำเนินงานของกองทุนได้ง่าย เช่น การเจาะจงซื้อขายผ่านนายหน้าค้าหลักทรัพย์ในเครือ (Directed Brokerage) หรือการซื้อขายบอยเพื่อรายได้จากค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทในเครือ เป็นต้น นอกจากนี้ ยังมีข้อค้นพบจากการศึกษาในอดีตที่สะท้อนให้เห็นถึงโอกาสในการดำเนินงานที่เพิ่มต้นทุนทางธุรกรรมและความเสี่ยงให้แก่มูลค่าของกองทุนจากการใช้กลยุทธ์การจับจังหวะตลาด (Market Timing) งานศึกษาของ สุรเชษฐ์ ศรีวัฒนกุลวงศ์ (2554) พบว่าผู้จัดการกองทุนมีความพยายามที่จะเพิ่มความเสี่ยงในการลงทุน เมื่อผลการดำเนินงานของกองทุนต่ำกว่าค่าอ้างอิง (Benchmark) โดยเฉพาะกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานต่ำมากเมื่อเทียบกับกองทุนรวมอื่น ซึ่งการดำเนินงานในลักษณะดังกล่าวแม้ว่าจะไม่อาจกล่าวได้ว่าเป็นพฤติกรรมที่ไม่พึงกระทำ แต่ก็ไม่ได้ยืนยันว่าจะเป็นการดำเนินงานที่ทำให้ผลการดำเนินงานของกองทุนนั้นดีขึ้น แต่อาจส่งผลต่อต้นทุนทางธุรกรรมของกองทุนให้เพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งเป็นเสียต่อผู้ถือหน่วยลงทุนในระยะต่อไปได้

4.3 ความเป็นไปได้ในการเกิดปัญหาจริยธรรมตัวแทนในการจัดการกองทุนรวมของ

ไทยจากโครงสร้างองค์การของการจัดการกองทุนที่มีลักษณะเป็น เครือข่าย

เนื่องจากโครงสร้างขององค์การที่มีลักษณะเครือข่ายที่อาจนำไปสู่รูปแบบพฤติกรรมการดำเนินงานในลักษณะเอื้อประโยชน์ให้แก่กลุ่มธุรกิจหรือพวกพ้องของตนได้ง่าย อย่างเช่นพฤติกรรมเจาะจงนายหน้าค้าหลักทรัพย์ หรือการตั้งกองทุนรวมเพื่อประโยชน์ในการบริหารทรัพย์สินของกิจการที่เกี่ยวข้องเพื่อหลบเลี่ยงภาษีและรับสิทธิประโยชน์ทางภาษีภายใต้รูปแบบของกองทุนรวม หรือการให้กองทุนรวมเข้าไปลงทุนในตราสารทางการเงินของบริษัทเพียงเพราะต้องการเอื้อประโยชน์ของกิจการของพวกพ้อง โดยมิได้ให้ความระมัดระวังในการวิเคราะห์มูลค่าของตราสารเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างจริงจัง เป็นต้น

4.4 นักลงทุนในประเทศขาดการใช้ข้อมูลที่เพียงพอในการตัดสินใจลงทุนใน กองทุน

รวม

ปัญหาจริยธรรมตัวแทนในการบริหารจัดการกองทุนรวมส่วนหนึ่งเกิดจากนักลงทุนที่ไม่ได้ใช้ข้อมูลที่มากเพียงพอในการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวม โดยส่วนมากจะให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนในอดีตของกองทุนรวม โดยเฉพาะของปีก่อนหน้าเป็นหลัก ยังมิได้ให้ความสำคัญกับการใช้ข้อมูลที่มีความสำคัญด้านอื่นๆ ประกอบการตัดสินใจ

ซึ่งเป็นที่ทราบกันอยู่แล้ว ผลตอบแทนในอดีตอาจไม่ได้สะท้อนผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุน แต่เป็นข้อมูลหนึ่งที่จะช่วยในการตัดสินใจได้ นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับการใช้ข้อมูลประกอบอื่น ได้แก่

- 1) นโยบายการลงทุนตรงกับจุดประสงค์และเป้าหมายการลงทุนของนักลงทุน
- 2) รายละเอียดของการจัดพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวม
- 3) ผลตอบแทนของกองทุนในอดีตย้อนหลังในช่วงระยะหนึ่ง เพื่อศึกษาความผันผวนของผลตอบแทนของกองทุนรวม
- 4) ความสามารถในการเอาชนะตัวชี้วัด และเปรียบเทียบกับกองทุนรวมอื่นที่มีคุณลักษณะเดียวกันหรือเป็นคู่แข่ง
- 5) ประสิทธิภาพและความชำนาญของผู้จัดการกองทุน และ
- 6) ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ ฯลฯ

การใช้ข้อมูลที่รอบด้านในการตัดสินใจลงทุนจะทำให้ให้นักลงทุนเลือกกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานดี และมีคุณลักษณะที่เหมาะสมกับความต้องการลงทุนของนักลงทุนเอง มิใช่เป็นการลงทุนเพียงเพราะความสะดวก หรือต้องการของสมนาคุณที่เกิดจากการส่งเสริมการขายของกองทุน หรือเห็นว่าผลการดำเนินงานในปีที่ผ่านมาทำได้ดีเท่านั้น การใช้ข้อมูลอย่างรอบด้านจะทำให้เป็นแรงกดดันให้แก่ผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนที่จะต้องสร้างความเชื่อมั่นของกองทุนรวมให้มีแก่นักลงทุน และรักษามูลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นหลัก ลดความเสี่ยงต่อการดำเนินงานที่เอื้อประโยชน์แก่ตนเองและพวกพ้องลงได้ และจะทำให้ความเสี่ยงในการเกิดปัญหาจริยธรรมตัวแทน โดยเฉพาะการเกิดภาวะภัยทางศีลธรรมลดน้อยลง

5. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

กองทุนรวมมีบทบาทสำคัญอย่างมากในตลาดการเงินของไทย การเติบโตของมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมกองทุนรวมที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 จนมีมูลค่าสูงถึงกว่า 2.6 ล้านล้านบาทในปี พ.ศ. 2555 คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 23.01 ของผลิตภัณฑ์มวลรวม ภายในประเทศ (GDP) แต่การเติบโตของมูลค่าที่สูงมากอยู่ภายใต้การจัดการของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมจำนวน 23 บริษัท และผู้จัดการกองทุนจำนวนเพียง 371 ราย การลงทุนในกองทุนรวมของนักลงทุนเป็นการมอบหมายให้ผู้จัดการกองทุนและบริษัทหลักทรัพย์จัดการเป็นตัวแทนในการลงทุนให้นักลงทุน ทำให้ผู้จัดการกองทุน และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเป็นตัวแปรสำคัญในการบริหารทรัพย์สินที่อยู่ภายใต้การจัดการที่มีจำนวนมากและมีบทบาทสำคัญกับระบบ

เศรษฐกิจ ดังนั้น ความเชื่อไว้วางใจ (Trust) จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้นักลงทุนเกิดความเชื่อมั่น และส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจกองทุนรวม

แต่อย่างไรก็ดี ปัญหาที่เกิดขึ้นในธุรกิจกองทุนรวมมักเกิดจากการไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) โดยส่วนมากเป็นเรื่องภาวะภัยทางศีลธรรมของผู้จัดการกองทุน และบริษัทจัดการลงทุน ซึ่งรูปแบบของพฤติกรรมไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุน ได้แก่ การใช้ข้อมูลภายในเพื่อเอื้อประโยชน์ของตนเองและพวกพ้อง การสร้างกำไรให้พอร์ตส่วนตัว การเจาะจงนายหน้าค่าหลักทรัพย์เฉพาะรายเพื่อเอื้อประโยชน์ให้แก่บริษัทในเครือ การใช้กองทุนรวมเพื่อการหลบเลี่ยงภาษีของกลุ่มธุรกิจโดยเฉพาะกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และการใช้กองทุนรวมเป็นช่องทางในการเลี่ยงการรายงานการถือครองทรัพย์สินของผู้มีอำนาจทางการเมือง หรือเป็นช่องทางในการฟอกเงิน นอกจากนี้ยังมียานศึกษาที่สะท้อนให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุนมีโอกาสในการที่จะมีการดำเนินการที่เพิ่มความเสี่ยงและต้นทุนทางธุรกรรมให้แก่มูลค่าของกองทุนรวม ด้วยการใช้กลยุทธ์การจับจังหวะตลาด (Market timing) ซึ่งแม้ว่ากลยุทธ์นี้จะมีได้เป็นพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสม แต่มีงานศึกษามากมายที่ชี้ให้เห็นว่าการจับจังหวะตลาดจะสามารถเอาชนะกลยุทธ์การซื้อแล้วถือ (Buy - Hold strategy) ได้ก็ต่อเมื่อมีความแม่นยำในการคาดการณ์ภาวะตลาดได้ค่อนข้างสูง ซึ่งอาจจะไม่สามารถทำให้ผลการดำเนินงานดีกว่าได้ และยังเพิ่มต้นทุนทางธุรกรรมให้แก่กองทุนรวมด้วย

นอกจากนั้น การกำกับดูแลบรรษัทภิบาลของบริษัทจำเป็นที่จะต้องพึ่งพาคณะกรรมการบริหารของบริษัทอย่างมาก จากการศึกษาข้อมูลคณะกรรมการบริหารของบริษัทจัดการลงทุน พบว่า การเผยแพร่ข้อมูลของคณะกรรมการบริษัทผ่านทางเว็บไซต์ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของคณะกรรมการในการที่จะช่วยเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลงทุนได้มากนัก จากการที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ส่วนมากของบริษัทจัดการลงทุนจะมีความเชื่อมโยงกับสถาบันการเงินทั้งธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์ มีเพียงสองบริษัทเท่านั้นที่เป็นบริษัทมหาชนจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้บทบาทของคณะกรรมการบริหารของบริษัทจัดการลงทุนอาจไม่สอดคล้องกับเกณฑ์กำกับดูแลบรรษัทภิบาลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เห็นได้จากการที่มีบริษัทจัดการลงทุนจำนวนมากที่มีได้เปิดเผยชื่อคณะกรรมการตรวจสอบและคณะกรรมการอิสระ ซึ่งเป็นผลให้ผู้ถือหุ้นลงทุนไม่อาจคาดหวังจากคณะกรรมการบริษัทในการที่จะมีบทบาทในการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลของบริษัทจัดการลงทุนได้มากนัก แต่ทั้งนี้ เหตุผลหนึ่งเป็นเพราะโครงสร้างของกองทุนรวมในประเทศไทยมีผู้ดูแลผลประโยชน์ที่ทำหน้าที่ในการรักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นลงทุนตามพรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ พ.ศ. 2535 แต่คงปฏิเสธไม่ได้ว่า คณะกรรมการบริษัทย่อมจะต้องมีความรับผิดชอบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลงทุน ซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์สำคัญของกองทุนรวมภายใต้การ

บริหารของบริษัทจัดการลงทุน ดังนั้น โครงสร้างและบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทจึงต้องเน้นประโยชน์ของผู้ถือหุ้นด้วย ไม่ใช่เฉพาะผู้ถือหุ้นเท่านั้น

นอกจากบทบาทของคณะกรรมการบริหารที่จะต้องมีส่วนช่วยในการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลของบริษัทจัดการลงทุนแล้ว บทบาทและหน้าที่ของผู้ลงทุนที่จะตัดสินใจลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมจะมีส่วนสำคัญในการพัฒนาธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม จากการศึกษาที่ผ่านมาจะได้ศึกษาข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมอย่างรอบคอบ ทำให้เป็นช่องทางที่ผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนขาดความระมัดระวังในการดำเนินงานกองทุนรวม และเกิดภาวะภัยทางศีลธรรมได้ง่าย ดังนั้น เพื่อเป็นแรงกดดันให้ผู้จัดการกองทุนและบริษัทจัดการลงทุนดำเนินงานอย่างมีธรรมาภิบาลและคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลงทุนเป็นหลัก นักลงทุนต้องมีบทบาทในการตรวจสอบและใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนที่สามารถสะท้อนถึงการบริหารจัดการที่ดีของกองทุนได้

จากข้อค้นพบจากการศึกษาประเด็นธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวมดังกล่าวข้างต้น การศึกษานี้จึงมีข้อเสนอแนะต่อการพัฒนาธุรกิจจัดการกองทุนรวม ดังนี้

1. ก.ล.ต. ควรเน้นการเพิ่มบทบาทของคณะกรรมการบริหารของบริษัทจัดการลงทุนให้มีบทบาทในการช่วยการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลของบริษัทจัดการกองทุนรวม และรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลงทุนเป็นหลักควบคู่กับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือมากกว่า โดยอาจยึดเกณฑ์มาตรฐานในการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลตามมาตรฐานเดียวกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ และเพิ่มผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญ คือ ผู้ถือหุ้นลงทุน

2. บลจ. ควรเปิดเผยข้อมูลที่มากเพียงพอสำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจการลงทุน โดยเฉพาะนโยบายการลงทุนที่มีรายละเอียดเพียงพอให้นักลงทุนคัดเลือกกองทุนรวมได้ตามวัตถุประสงค์ของการลงทุน รวมถึงรายชื่อของผู้จัดการกองทุนที่รับผิดชอบ และค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการกองทุน แต่ทั้งนี้ข้อมูลในส่วนนี้มีบริษัทเอกชนที่เข้ามาส่วนร่วมในการจัดทำข้อมูลเชิงเปรียบเทียบให้นักลงทุนได้ใช้ประโยชน์อยู่บ้างแล้ว ตัวอย่างเช่นเว็บไซต์ของบริษัทวิจัยมอร์นิ่งสตาร์ www.morningstarthailand.com แต่ยังมีข้อมูลบางส่วนที่การให้ข้อมูลของกองทุนรวมเป็นลักษณะภาพรวมมิได้ลงรายละเอียด เช่น นโยบายการลงทุน หรือการรายงานชื่อผู้จัดการกองทุนเป็นคณะบุคคล ทำให้นักลงทุนไม่สามารถเลือกกองทุนที่ตรงกับความต้องการอย่างลึกซึ้งได้ หรือมีอาจประเมินผลการดำเนินงานของผู้จัดการกองทุนเป็นราย ๆ ได้

3. เนื่องจากนักลงทุนรายย่อยของไทยยังขาดความรู้และประสบการณ์ในการจัดสรรการลงทุนที่ตรงกับระดับการยอมรับความเสี่ยง ทำให้เสียโอกาสในการลงทุนเพื่อสร้างมั่นคงทางการเงินในระยะยาวให้แก่ตนเอง เนื่องจากมีระดับความรู้ทางการเงิน (Financial Literacy) ไม่มากนัก

หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อาทิ สถาบันความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรมีบทบาทในการส่งเสริมการให้ความรู้กับนักลงทุนเพื่อสามารถเลือกใช้ข้อมูลที่จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมได้อย่างรอบด้าน อีกทั้ง บลจ. ควรมีบทบาทในการให้ข้อมูลในเชิงการแนะนำการวางแผนทางการเงินให้แก่ักลงทุน เพื่อสร้างความเข้มแข็งทางการเงินให้แก่ักลงทุน รวมถึงบทบาทในการพัฒนาอาชีพที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Adviser) และสนับสนุนให้กระบวนการขายกองทุนรวมมีประสิทธิภาพมากขึ้น

4. ก.ล.ต. และสมาคมบริษัทจัดการลงทุนควรมีบทบาทในการสร้างบรรยากาศการขายกองทุนรวมที่จะช่วยให้เกิดการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมได้ง่าย เพื่อให้ักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลก่อนการตัดสินใจลงทุนในกองทุนได้อย่างครบถ้วน เช่น การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนหลาย ๆ กองทุนเพื่อประกอบการตัดสินใจ เนื่องจากในปัจจุบันการขายกองทุนรวมมักใช้ช่องทางการจำหน่ายตามธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นธนาคารพาณิชย์จึงมักจะขายกองทุนรวมภายใต้การบริหารของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนในเครือ และักลงทุนที่เน้นความสะดวกก็มักจะใช้บริการซื้อขายกองทุนรวมผ่านธนาคารพาณิชย์ที่ตนเป็นลูกค้าอยู่ก่อน รวมถึงการใช้เครื่องมือการส่งเสริมการขายที่แข่งขันกันรุนแรงด้วยการลดแลกแจกแถม ทำให้การตัดสินใจลงทุนของักลงทุนถูกบิดเบือนไป ดังนั้น ผู้มีที่เกี่ยวข้องจึงต้องสร้างบรรยากาศและกลไกเพื่อเพิ่มแรงจูงใจในการขายหน่วยลงทุน และสร้างบรรยากาศในการให้คำแนะนำในการลงทุนที่เน้นประโยชน์ของักลงทุนเป็นหลักให้เกิดขึ้นได้

5. ก.ล.ต.และสมาคมบริษัทจัดการลงทุนควรมีบทบาทในการส่งเสริมและสนับสนุนักลงทุนให้ตัดสินใจภายใต้การใช้ข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจด้วยการให้ความรู้และสร้างบรรยากาศที่จะกระตุ้นให้ักลงทุนตระหนักถึงความสำคัญของการใช้ข้อมูลให้รอบด้าน การจัดเวทีเพื่อให้ความรู้ักลงทุนอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงการสร้างเครือข่ายความร่วมมือกับสถาบันการศึกษาเพื่อช่วยการส่งเสริมและกระตุ้นให้ักลงทุนตระหนักถึงความสำคัญของการใช้ข้อมูลที่จำเป็นก่อนการตัดสินใจลงทุน รวมถึงการสร้างเชื่อมั่นในทางที่ถูกต้องเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน เนื่องจากมีักลงทุนจำนวนไม่มากที่ลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ทั้งๆ ที่กองทุนรวมตราสารทุนน่าจะเป็นช่องทางที่สามารถเพิ่มความมั่งคั่งทางการเงินให้แก่ักลงทุนได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ เนื่องจากผลตอบแทนในระยะยาวที่สูงกว่า เพียงแต่มีความเสี่ยงที่สูงกว่าด้วย หากักลงทุนเข้าใจและมีความมั่นใจในการลงทุนกองทุนรวมตราสารทุนมากขึ้น จะเป็นผลดีต่อการพัฒนาตลาดทุน และสร้างความมั่นคงทางการเงินให้แก่คนไทยได้ดียิ่งขึ้นรองรับการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุได้

6. ก.ล.ต. สมาคมบริษัทจัดการลงทุน และบ.ล.จ. ควรต้องมีบทบาทร่วมกันในการปลูกจิตสำนึกและจริยธรรมในการบริหารจัดการกองทุนรวมให้แก่ผู้จัดการกองทุน การนำเสนอข่าวสาร

ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานที่ผิดจริยธรรม และการสร้างบรรยากาศของการกระตุ้นเตือนให้ผู้จัดการกองทุนตระหนักถึงความสำคัญของจริยธรรมและระมัดระวังในการลงทุนควรเกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอ เพราะแม้ว่าจะมีกฎระเบียบเพื่อการกำกับดูแลวางไว้ แต่หากผู้ปฏิบัติงานคิดจะทำความผิดกฎระเบียบเหล่านั้นก็ไม่มีประโยชน์ ดังนั้นจึงต้องปลูกจิตสำนึกและจริยธรรมของผู้ปฏิบัติงานทุกคนให้ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อเงินของผู้ถือหน่วยลงทุนถือเป็นสิ่งสำคัญที่สุด

7. เนื่องจากกองทุนรวมทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการลงทุนให้แก่นักลงทุนรายย่อย กองทุนรวมควรมีบทบาทในการตรวจสอบและติดตามการดำเนินงานของหลักทรัพย์ที่ลงทุนแทนนักลงทุนรายย่อย เช่น สิทธิในการออกเสียง การเข้าประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น เพื่อรักษาผลประโยชน์ของการลงทุนให้แก่ลงทุน และส่งเสริมบรรษัทภิบาลในตลาดทุนของไทย

รายการอ้างอิง

- สุรเชษฐ์ ศรีวัฒนกุลวงศ์ (2554). **การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุน พหุติกรรมความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุน และปัญหาตัวแทน: การวิจัยเชิงประจักษ์ของธุรกิจกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย**. ภาควิชาคณิตศาสตร์และสถิติ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ (เศรษฐศาสตร์การเงิน), คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (2549) สืบค้นจาก http://www.set.or.th/th/regulations/cg/center_p1.html
- มติชนออนไลน์ (2556, 15 กุมภาพันธ์). **ก.ล.ต.ฟัน"อดีตผจก.บลจ.กสิกรไทย-ไทยพาณิชย์" อินไซด์หุ้น**. สืบค้นจาก http://www.matichon.co.th/news_detail.php?newsid=1360926086&grpid=03&catid=03
- ประชาชาติธุรกิจออนไลน์ (2552, 25 สิงหาคม). **ก.ล.ต.ภาคทัณฑ์"มาริช ทำราบ"3 ปี ปรับ 2.3 แสนบาท ฐานบกพร่องบริหารกองทุนอสังหาฯไอเอ็นจี**. สืบค้นจาก http://www.prachachat.net/news_detail.php?newsid=1251202321
- ผู้จัดการรายสัปดาห์. (2554, 28 กรกฎาคม). **แกะดำ' ทำวงการ บลจ.เสียหาย...6 เล่ห์เหลี่ยม กองทุนรวม บิ๊กบลจ.- นายทุนรวมหัวงาบ!** สืบค้นจาก <http://www.manager.co.th/mgrWeekly/ViewNews.aspx?NewsID=9540000093056>
- ศิลปะพร ศรีจันเพชร (2552) เปิดมุมมองบริษัทภิบาลไทย. **วารสารบริหารธุรกิจ** ปีที่ 32 ฉบับที่ 124 (ตุลาคม-ธันวาคม) หน้า 1-4
- สำนักงานคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉบับที่ 21/2550. (2550, 13 มีนาคม). **ก.ล.ต. สั่งภาคทัณฑ์อดีตผู้จัดการกองทุนและประธานเจ้าหน้าที่บริหารของ บลจ. ยูโอบี และเปรียบเทียบปรับ บลจ. ยูโอบี** (สืบค้นจาก http://capital.sec.or.th/webapp/webnews/news.php?id=&cboType=S&news_id=2112&sdate=2007-03-13)
- สำนักงานคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉบับที่ 73/2552 (2552, 25 สิงหาคม) **ก.ล.ต. ภาคทัณฑ์กรรมการผู้จัดการและผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไอเอ็นจี (ประเทศไทย) จำกัด และเปรียบเทียบปรับบุคคลที่เกี่ยวข้อง**. สืบค้นจาก http://capital.sec.or.th/webapp/webnews/printnews.php?preview=Y&cboType=S&lang=th&news_id=&news_yy=2552&news_no=73&sdate=&edate=

- Atkinson, J. James. (2004). *The Mutual Fund Industry Scandal and What Is Being Done to Correct It*. University of Notre Dame. April 22, 2004. available at <http://jimmyatkinson.com/papers/the-mutual-fund-industry-scandal-and-what-is-being-done-to-correct-it/>
- BloombergBusinessWeek. (2003, September 21). A Primer on the Mutual-Fund Scandal. <http://www.businessweek.com/stories/2003-09-21/a-primer-on-the-mutual-fund-scandal>
- Brown, D. (2003). Supreme Court of the State of New York Complaint: State of New York, Plaintiff against Capital Canary Partners, LLC, Capital Canary Investment Management, LLC, Capital Canary Partner, LTD and Edward J. Stern, Defendants. Office of New York State Attorney
- Business Week* (2004, Jan 11). The Mutual Fund Scandals. สืบค้นจาก <http://www.businessweek.com/stories/2004-01-11/the-mutual-fund-scandals>
- Communication on Governance and Development, October 2003, COM (03) 615
- Elkind, P. (2004, April 19). The secrets of Eddie Stern. *Fortune*, pp. 106-128.
- Frankel, Tamar and Cunningham, Lawrence A., The Mysterious Ways of Mutual Funds: Market Timing. *Annual Review of Banking and Financial Law*, Vol. 25, No. 1, 2006; Boston College Law School Research Paper No. 119; Boston University School of Law Working Paper No. 06-39. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=960145>
- General Office. Retrieved April 21, 2004 from http://www.oag.state.ny.us/press/2003/sep/canary_complaint.pdf.
- Jeffrey, R. (1984) The Folly of Stock Market Timing, *Harvard Business Review*, (July/August). 689-706
- Kester, G.W. 1990. Market timing with small versus large-firm stocks: potential gains and required predictive ability, *Financial Analysis Journal*, Sep/Oct, 63-69
- Kester, G.W. (1992). Likely gains from market timing in Japan, *Asia Pacific Journal of Management*, April, 71-85
- Moon, K.P. (2004). Mutual Fund Revenue Sharing and the Role of the Fiduciary. *Journal of Financial Planning*. November. Available at

<http://www.fpanet.org/journal/BetweenTheIssues/LastMonth/Articles/MutualFundRevenueSharingandtheRoleoftheFiduciary/>

Radin, R. F., & Stevenson, W. B. (2006). Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance. *Journal Compilation* (Number 5), 367-376.

Ramon, V.R. (2001). *Corporate Governance as Competitive Advantage in Asia: Managing Corporate Governance in Asia*, Asian Institute of Management, Philippines.

Rhee, S.G. (2004) *Mutual Fund Scandals in the U.S. Market: Cause and Reform Measures*. available at <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/33735387.pdf>

Sharpe, W. F. (1975) Likely Gains from Market Timing, *Financial Analysis Journal*, 31, 2, 60-69

UNDP Strategy Note on Governance for Human development, 2004

World Bank Institute website 2004: <http://www.worldbank.org/wbi/governance/>

ภาคผนวก กรณีตัวอย่างพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการกองทุนรวม

วันที่	เหตุการณ์/รายละเอียด
14 กุมภาพันธ์ 2549	กรณี บลจ. กองทุนอยุธยาเจเอฟ จำกัด (AJF) กับการลงทุนในตั๋วแลกเงินของบริษัทปิกนิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ก.ล.ต. ได้ดำเนินการกับอดีตผู้จัดการกองทุนรวมและบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม กรณีที่มีการลงทุนให้กับกองทุนรวมอย่างไม่เหมาะสม ประกอบด้วย 1) นายสุชาติ เตชะโพธิ์ไพร อดีตรองกรรมการผู้จัดการ ประธานเจ้าหน้าที่สายการลงทุน และผู้จัดการกองทุนรวม ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนอยุธยาเจเอฟ จำกัด (AJF) ที่ขาดความระมัดระวังและรอบคอบในการตัดสินใจลงทุนในตั๋วแลกเงินของบริษัท ปิกนิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ PICNI ซึ่งเป็นผลให้นายสุชาติจะถูก ก.ล.ต. ปฏิเสธการให้ความเห็นชอบเป็นบุคลากรในตลาดทุนเป็นเวลา 6 เดือน 2) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม AJF ที่มีความบกพร่องในระบบการปฏิบัติงาน ซึ่งคณะกรรมการเปรียบเทียบมีคำสั่งเปรียบเทียบปรับเป็นจำนวนเงิน 323,437.50 บาท จากการตรวจสอบของ ก.ล.ต. เมื่อวันที่ 28-29 กรกฎาคม 2548 และวันที่ 4 สิงหาคม 2548 พบว่านายสุชาติ ซึ่งขณะนั้นดำรงตำแหน่งรองกรรมการผู้จัดการ ประธานเจ้าหน้าที่สายการลงทุน และผู้จัดการกองทุนรวมของ AJF ได้ลงทุนในตั๋วแลกเงิน PICNI เพื่อกองทุนรวมอยุธยาตราสาร 1/49 เมื่อวันที่ 14 มิถุนายน 2548 ด้วยการรับซื้อตั๋วแลกเงินดังกล่าวจากกองทุนรวมอีก 2 กอง ภายใต้การจัดการของ AJF ที่มีผู้ถือหน่วยลงทุนรายหนึ่งถือหน่วยลงทุนร้อยละ 99.99 ของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมด ทั้งที่ก่อนหน้านี้ได้ปรากฏข่าวต่อสาธารณชนอย่างชัดเจนว่า ก.ล.ต. ได้มีคำสั่งให้ PICNI แก้ไขงบการเงิน และจัดให้มีการตรวจสอบเป็นกรณีพิเศษ (special audit) แต่นายสุชาติยังคงใช้งบการเงินปี 2547 ของ PICNI ที่ยังไม่ได้แก้ไขในการทบทวนฐานะทางการเงินของบริษัท ซึ่งถือว่าเป็นการใช้ข้อมูลที่ไม่เพียงพอ ไม่เหมาะสมและเชื่อถือไม่ได้ และยังปรากฏว่าภายหลังการตัดสินใจลงทุนเพียง 1 วัน ที่ประชุมคณะกรรมการลงทุนของ

วันที่	เหตุการณ์/รายละเอียด
	AJF ซึ่งมีนายสุชาติเป็นประธานก็ได้มีมติให้ผู้จัดการกองทุนเข้าพบผู้บริหารระดับสูงของ PICNI โดยเร็วที่สุด เพื่อประเมินฐานะทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ของ PICNI ดังนั้น การลงทุนดังกล่าวจึงสะท้อนให้เห็นถึงการขาดความระมัดระวังและรอบคอบในการใช้ข้อมูล การกระทำของนายสุชาติข้างต้นถือว่ามีความบกพร่องในหน้าที่ คือไม่ได้ใช้ข้อมูลที่เพียงพอและมีหลักฐานที่สามารถอ้างอิงได้ อันเป็นการกระทำผิดมาตรฐานการปฏิบัติงานของผู้จัดการกองทุนรวม ตามที่กำหนดในประกาศที่ สน. 43/2544 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทุนรวม ลงวันที่ 28 กันยายน 2544 ข้อ 9 (2) ก.ล.ต. จึงเห็นสมควรให้มีการลงโทษสั่งพักนายสุชาติจากการเป็นผู้จัดการกองทุนรวมเป็นเวลา 6 เดือน แต่เนื่องจากก่อนการพิจารณาของ ก.ล.ต.จะแล้วเสร็จ นายสุชาติได้ขอคืนการได้รับความเห็นชอบเป็นผู้จัดการกองทุนรวม มีผลตั้งแต่วันที่ 12 ธันวาคม 2548 ดังนั้น ก.ล.ต. จึงได้บันทึกพฤติกรรมดังกล่าวไว้เป็นประวัติ ซึ่งหากนายสุชาติจะยื่นขอความเห็นชอบเป็นบุคลากรในตลาดทุน ก.ล.ต.ก็จะปฏิเสธไม่ให้ความเห็นชอบเป็นเวลา 6 เดือน ทั้งนี้ ตั้งแต่วันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2549 ถึงวันที่ 14 สิงหาคม 2549 ภายหลังจากที่ ก.ล.ต.ได้เข้าตรวจสอบระบบการปฏิบัติงานภายในของบริษัทในเวลาต่อมาพบว่า ได้มีการปรับปรุงแก้ไขให้เป็นไปโดยเหมาะสมแล้ว อนึ่ง ปัจจุบัน PICNI ได้ชำระหนี้ตามตั๋วแลกเงินให้แก่กองทุนรวมอยุธยาตราสาร 1/49 ครบถ้วนแล้ว
13 มีนาคม 2550	ก.ล.ต.สั่งภาคทัณฑ์อดีตผู้จัดการกองทุนและประธานเจ้าหน้าที่บริหารของ บลจ.ยูโอบี และเปรียบเทียบปรับ บลจ.ยูโอบี ก.ล.ต.ลงโทษภาคทัณฑ์นางสาวณัฐชยา เจริญธนภฤต อดีตผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และนายวนา พูลผล ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ยูโอบี (ไทย) จำกัด เป็นระยะเวลา 2 ปี ตั้งแต่วันที่ 9 มีนาคม 2550 และเปรียบเทียบปรับ บลจ.ยูโอบี เป็นเงิน 1,159,375 บาท หลังตรวจพบว่า มีการช่วยเหลือให้เจ้าของเดิมของอสังหาริมทรัพย์ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิเรียกร้อง เฟสท์

วันที่	เหตุการณ์/รายละเอียด
	สตาร์ ใช้โฉมนี้ถือหน่วยลงทุนแทนตนในการหลีกเลี่ยงเกณฑ์การถือหน่วยไม่เกินหนึ่งในสามของจำนวนหน่วยลงทุนที่ออกและเสนอขายแล้วทั้งหมด เพื่อจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี สืบเนื่องจากการตรวจสอบกองทุนรวม เฟสท์ สตาร์ (ปัจจุบันเลิกกองไปแล้ว) ซึ่งเป็นกองทุนภายใต้การจัดการของ บลจ.ยูโอบี ก.ล.ต.พบพฤติกรรมการใช้บุคคลอื่นถือหน่วยลงทุนแทนเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมเพื่อหลีกเลี่ยงถือหน่วยลงทุนเกินกว่าหนึ่งในสาม ซึ่งเป็นการปฏิบัติฝ่าฝืนประกาศที่เกี่ยวข้อง โดย ก.ล.ต.ตรวจพบพฤติกรรมดังนี้ 1) ผู้ถือหน่วยลงทุนทุกรายของกองทุนดังกล่าวนำหน่วยลงทุนของตนไปจดจำนำกับธนาคารพาณิชย์เพื่อเป็นประกันหนี้วงเงินสินเชื่อทุกลักษณะนี้ให้กับเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม และแม้จะมีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหน่วยลงทุน ผู้ถือหน่วยลงทุนรายใหม่ทุกรายก็ยังคงจำนำหน่วยลงทุนของตนเพื่อเป็นประกันหนี้สินให้กับเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมต่อไปอีก และ 2) ผู้ถือหน่วยลงทุนทุกรายมีหนังสือมอบอำนาจและหนังสือยินยอมให้โอนเงินปันผลทั้งหมดให้แก่เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม และเงินดังกล่าวส่วนใหญ่ถูกนำไปชำระคืนภาระหนี้ของเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม ก.ล.ต.จึงลงโทษโดยภาคทัณฑ์นางสาวณัฐชยา ผู้จัดการกองทุนในขณะนั้น และนายวณา ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บลจ.ยูโอบี เป็นระยะเวลา 2 ปี ตั้งแต่วันที่ 9 มีนาคม 2550 นอกจากนี้คณะกรรมการเปรียบเทียบยังได้ปรับ บลจ.ยูโอบี เนื่องจากระบบการตรวจสอบเพื่อป้องกันปัญหานี้ยังไม่เพียงพอ เป็นจำนวนเงิน 1,159,375 บาท และ ก.ล.ต.ได้สั่งการให้บริษัทแก้ไขระบบงานดังกล่าว ซึ่งจากการตรวจสอบในเวลาต่อมาพบว่าบริษัทได้แก้ไขให้เป็นไปโดยเหมาะสมแล้ว
25 สิงหาคม 2552	ก.ล.ต. สั่งลงโทษภาคทัณฑ์ "มาริช ท่าราบ" เอมดีและผู้จัดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไอเอ็นจี (ประเทศไทย) จำกัด ก.ล.ต. ลงโทษภาคทัณฑ์นายมาริช ท่าราบ ในฐานะกรรมการ

วันที่	เหตุการณ์/รายละเอียด
	ผู้จัดการและผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไอเอ็นจี (ประเทศไทย) จำกัด เป็นระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่วันที่ 24 สิงหาคม 2552 และเปรียบเทียบปรับ 231,750 บาท พร้อมทั้งเปรียบเทียบปรับ บลจ. ไอเอ็นจี 1,925,875 บาท และธนาคารนครหลวงไทย จำกัด (มหาชน) ในฐานะผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม 421,650 บาท หลังตรวจพบการปฏิบัติไม่เป็นไปตามโครงการจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที่ ยู โดม เรสซิเดนซ์เซียล คอมเพล็กซ์ หรือ กองทุนรวม TU-PF โดยพบการกระทำที่แสดงถึงการไม่ปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรู้ความสามารถ และความระมัดระวังตามสมควรเยี่ยงผู้ประกอบการกิจพึงกระทำ ที่ต้องคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นสำคัญ จากการตรวจสอบของ ก.ล.ต. พบว่า นายมาริช ซึ่งดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการและทำหน้าที่ผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวม TU-PF บลจ.ไอเอ็นจี ซึ่งเป็นบริษัทจัดการกองทุนรวมดังกล่าว และธนาคารนครหลวงไทย ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมดังกล่าว มีการปฏิบัติงานที่บกพร่อง ดังนี้ 1. โครงการจัดการกองทุนรวม TU-PF ระบุว่า กองทุนรวมนี้จะลงทุนในสิ่งปลูกสร้างซึ่งกำลังจะก่อสร้างขึ้นบนที่ดินซึ่งผู้ให้เช่าทรัพย์สินเป็นเจ้าของ และเมื่อโครงการสร้างเสร็จกองทุนรวมจะเช่าจากผู้ให้เช่าทรัพย์สินเป็นระยะเวลา 30 ปี ก.ล.ต. พบข้อเท็จจริงว่า ที่ดินที่กองทุนรวมจะลงทุนนั้นมีบุคคลอื่นถือกรรมสิทธิ์ร่วมกับผู้ให้เช่าทรัพย์สิน ซึ่งเป็นข้อเท็จจริงที่แตกต่างจากข้อมูลที่ระบุไว้ในโครงการและมีสาระสำคัญต่อการจัดการกองทุนรวม นายมาริชจึงมีความบกพร่องในการตรวจสอบกรรมสิทธิ์ในที่ดินยิ่งไปกว่านั้นเมื่อนายมาริชรับรู้ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับกรรมสิทธิ์ร่วมแล้วยังดำเนินการให้กองทุนรวม TU-PF จ่ายเงินประกันการปฏิบัติตามสัญญาให้แก่ผู้ให้เช่าทรัพย์สินและผู้รับเหมาก่อสร้าง จำนวน 173.5 ล้านบาท เพื่อผูกพันในข้อตกลงการเช่าทรัพย์สินโดยไม่ได้ขอมติจากผู้ถือหน่วยลงทุนก่อน การเข้าผูกพันในลักษณะดังกล่าวทำให้มีความเสี่ยงหากผู้ถือกรรมสิทธิ์ร่วมในที่ดินนั้นได้แจ้งการกระทำผิดกรรมที่ก่อให้เกิดภาวะผูกพันในทรัพย์สินที่ถือกรรมสิทธิ์ร่วม ซึ่งอาจทำให้กองทุนรวมไม่สามารถลงทุนได้

วันที่	เหตุการณ์/รายละเอียด
	ตามที่โครงการจัดการกองทุนรวมกำหนดและผู้ถือหน่วยลงทุนอาจเสียโอกาสและผลตอบแทนจากเงินลงทุน 2. โครงการจัดการกองทุนรวม TU-PF ได้กำหนดเงื่อนไขการลงทุนของโครงการไว้ว่ากองทุนรวม TU-PF จะทำสัญญาเช่าทรัพย์สิน โดยผู้รับเหมาก่อสร้างเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายในการก่อสร้าง และเมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จกองทุนรวม TU-PF จึงจะทำสัญญาเช่าระยะยาวและจะชำระค่าเช่าและค่าตอบแทนสำหรับการเช่าทรัพย์สินเป็นเงินประมาณ 841.5 ล้านบาทในวันจดทะเบียนการเช่าสัญญาเช่าระยะยาว แต่ ก.ล.ต. พบข้อเท็จจริงว่า นายมาริชได้ตกลงยินยอมให้มีการแก้ไขสัญญาและให้กองทุนรวม TU-PF จ่ายเงินค่าสิทธิการเช่าให้ผู้รับเหมาก่อสร้างล่วงหน้าเป็นงวด ๆ รวม 5 งวด เป็นจำนวนเงิน 808.4 ล้านบาท ทั้งที่ยังไม่ได้จดทะเบียนการเช่าสัญญาเช่าระยะยาวและการก่อสร้างทรัพย์สินที่เช่านั้นก็ยังไม่เสร็จ การดำเนินการดังกล่าวเป็นการดำเนินการที่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากโครงการจัดการกองทุนรวมที่แจ้งต่อผู้ลงทุน อีกทั้งยังทำให้กองทุนรวม TU-PF มีความเสี่ยงทั้งในด้านความสามารถในการส่งมอบงานของผู้รับเหมาก่อสร้างและมีความเสี่ยงว่าหากผู้รับเหมาก่อสร้างไม่สามารถทำงานให้แล้วเสร็จ คู่สัญญาจะคืนเงินที่ได้รับล่วงหน้าให้แก่กองทุนรวม TU-PF หรือไม่ การกระทำข้างต้นเป็นการปฏิบัติไม่เป็นไปตามโครงการจัดการกองทุนรวมและมิได้ปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรู้ ความสามารถ และความระมัดระวังตามสมควรเยี่ยงผู้ประกอบการธุรกิจพึงกระทำ โดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นสำคัญ ซึ่งเป็นการปฏิบัติฝ่าฝืนหลักเกณฑ์ที่ออกโดยอาศัยอำนาจแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อย่างไรก็ดี บลจ.ไอเอ็นจีและนายมาริชได้พยายามแก้ไขปัญหาเพื่อลดหรือบรรเทาผลเสียหายที่อาจเกิดขึ้นกับกองทุนรวมและผู้ลงทุน โดยเมื่อวันที่ 28 มีนาคม 2551 บลจ.ไอเอ็นจีได้แก้ไขเรื่องกรรมสิทธิ์ร่วมในที่ดินที่เช่า โดยได้ทำนิติกรรมให้ผู้ให้เช่าทรัพย์สินเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ในที่ดินแต่เพียงผู้เดียว และต่อมาเมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ บลจ.ไอเอ็นจีได้ดำเนินการให้กองทุนรวม TU-PF จดทะเบียนสิทธิการเช่าสิ่งปลูกสร้างตามสัญญาเช่า

วันที่	เหตุการณ์/รายละเอียด
	ระยะยาว 30 ปี เมื่อวันที่ 26 ธันวาคม 2551 รวมทั้ง บลจ.ไอเอ็นจีไม่เรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจัดการเป็นระยะเวลา 5 เดือน และลดค่าธรรมเนียมการจัดการที่เรียกเก็บจริงจากเดิมร้อยละ 0.5 ต่อปี ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ เป็นร้อยละ 0.25 ต่อปี ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ เป็นระยะเวลา 2 ปี 7 เดือน ก.ล.ต. ได้ลงโทษภาคทัณฑ์นายมาริชในฐานะผู้จัดการกองทุน อสังหาริมทรัพย์ ผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ ผู้จัดการกองทุนรวม ผู้จัดการกองทุนส่วนบุคคล และผู้ติดต่อกับผู้ลงทุนที่ได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต. เป็นระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่วันที่ 24 สิงหาคม 2552 นอกจากนี้ คณะกรรมการเปรียบเทียบได้มีคำสั่งเปรียบเทียบปรับ บลจ.ไอเอ็นจี 1,925,875 บาท ปรับนายมาริชในฐานะกรรมการผู้จัดการ และบุคคลที่ได้รับมอบหมายจาก บลจ.ไอเอ็นจี ให้เป็นผู้จัดการกองทุนรวม TU-PF ซึ่งได้บริหารจัดการกองทุนรวมดังกล่าวจนเป็นเหตุให้ บลจ.ไอเอ็นจี ปฏิบัติฝ่าฝืนกฎหมาย เป็นจำนวนเงิน 231,750 บาท และปรับธนาคารนครหลวงไทยในฐานะผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม TU-PF ที่ไม่ดูแลให้ บลจ.ไอเอ็นจี ปฏิบัติหน้าที่ตามโครงการจัดการกองทุนรวมโดยเคร่งครัด และมีได้รายงานการกระทำของ บลจ.ไอเอ็นจี ต่อ ก.ล.ต. ภายในระยะเวลาที่กำหนด เป็นจำนวนเงิน 421,650 บาท
15 กุมภาพันธ์ 2556	ก.ล.ต. กล่าวโทษอดีตผู้จัดการกองทุน บลจ. กสิกรไทย และ บลจ. ไทยพาณิชย์ กับพวก กรณีแสวงหาประโยชน์โดยมิชอบจากการรู้ข้อมูลแผนการลงทุนของกองทุนรวม ก.ล.ต. กล่าวโทษนางสาวไศภนา เจนบวร อดีตผู้จัดการกองทุน ซึ่งเคยเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินงานของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด (บลจ.กสิกรไทย) และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด (บลจ.ไทยพาณิชย์) รวมทั้งเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่บริหารจัดการโดย บลจ.ทั้งสองแห่งดังกล่าว กรณีพบหลักฐานน่าเชื่อว่านางสาวไศภนากระทำการทุจริตต่อหน้าที่เพื่อแสวงหาประโยชน์ที่มิควรได้โดยชอบด้วยกฎหมายเพื่อตนเองหรือผู้อื่น อันเข้าข่ายเป็นความผิดตามมาตรา 311 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พร้อมทั้งกล่าวโทษพระสุเทพ

วันที่	เหตุการณ์/รายละเอียด
	อามสุสโร (แป้นไผ่) และนางวัจฉละ พิสิฐรัฐศักดิ์ ซึ่งเป็นผู้ให้ความช่วยเหลือและสนับสนุนการกระทำผิดของนางสาวโศภนา สืบเนื่องจาก ก.ล.ต. ได้รับแจ้งจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์ของลูกค้าบริษัทหลักทรัพย์หลายราย ซึ่งมีพฤติกรรมการซื้อขายที่น่าสงสัยว่า อาจรู้เห็นกับบุคลากรที่ปฏิบัติงานใน บลจ. ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวการซื้อของกองทุนรวม จากการตรวจสอบของ ก.ล.ต. พบพยานหลักฐานน่าเชื่อว่า ในช่วงเดือนพฤศจิกายน 2552 ถึงเดือนพฤศจิกายน 2553 ซึ่งขณะนั้นนางสาวโศภนา ดำรงตำแหน่งเป็นผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ บลจ. กสิกรไทย และในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ 2554 ถึงเดือนมีนาคม 2554 นางสาวโศภนาได้ย้ายมาดำรงตำแหน่งเป็นรองกรรมการผู้อำนวยการ บลจ. ไทยพาณิชย์ โดยทั้งสองช่วงเวลาดังกล่าว นางสาวโศภนาทำหน้าที่เป็นหัวหน้าผู้จัดการกองทุนและกำกับดูแลกองทุนรวมส่วนตราสารทุนของทั้งสอง บลจ. ได้กระทำการทุจริตต่อหน้าที่โดยอาศัยประโยชน์จากการเข้าถึงข้อมูลแผนการลงทุนของกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการของ บลจ. ดำเนินการให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ในลักษณะดังกล่าวการซื้อของกองทุนรวม เพื่อแสวงหาประโยชน์เพื่อตนเองหรือผู้อื่น โดยใช้บัญชีของบุคคล 2 ราย ซึ่งได้รับความช่วยเหลือสนับสนุนจากพระสุเทพ และนางวัจฉละ นอกจากนี้ขณะกระทำผิดนางสาวโศภนาเป็นบุคคลที่ขึ้นทะเบียนเป็นผู้จัดการกองทุนซึ่งปัจจุบันแม้นางสาวโศภนาจะมีได้ปฏิบัติงานที่ บลจ. แห่งใดแล้ว แต่การถูกกล่าวโทษในครั้งนี้ทำให้นางสาวโศภนามีลักษณะต้องห้ามในการปฏิบัติหน้าที่เป็นบุคลากรในตลาดทุน ก.ล.ต. จึงเพิกถอนการขึ้นทะเบียนเป็นผู้จัดการกองทุนของนางสาวโศภนาด้วย อนึ่ง ก.ล.ต. สั่งการให้ บลจ. กสิกรไทย และ บลจ. ไทยพาณิชย์ รวมทั้งบลจ. ทุกแห่งเพิ่มมาตรการควบคุมรักษาข้อมูลการดำเนินการภายในของกองทุนที่ไม่เปิดเผยเป็นการทั่วไป เช่น การตัดสินใจลงทุนเพื่อกองทุน การส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อกองทุน เป็นต้น เพื่อป้องกันการนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ประโยชน์เพื่อตนเองหรือบุคคลอื่น และ บลจ. ทุกแห่งได้ดำเนินการเพิ่มเติมในเรื่องดังกล่าวแล้ว

ที่มา รวบรวมจากสื่อออนไลน์ ได้แก่ มติชนออนไลน์ www.matichon ประชาชาติธุรกิจออนไลน์ www.prachachat.net ผู้จัดการออนไลน์ www.manage.co.th

สรุปประเด็นงานสัมมนา
คณะกรรมการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

“ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง”

วันพฤหัสบดีที่ 14 กุมภาพันธ์ 2556

เวลา 08:00-17:00 น.

ณ หอประชุมศาสตราจารย์ สังเวียน อินทวิชัย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สรุปประเด็นสำคัญและข้อเสนอแนะ
ภาพรวมและความสำคัญตลาดกองทุนรวม โดย รองศาสตราจารย์ ดร. พรเพ็ญ วรลีธธา
1. อุตสาหกรรมกองทุนรวมโลกได้ทวีความสำคัญมากขึ้นทุกปี โดยในปี 2554 มีมูลค่าสินทรัพย์ร้อยละ 30 ของมูลค่าสินทรัพย์การเงินของโลก 2. เป็นที่ยอมรับกันว่ากองทุนรวมเป็นเครื่องมือในการลงทุนเพื่อเพิ่มรายได้ อย่างมีประสิทธิภาพ ในปี 2554 สหรัฐลงทุนในกองทุนรวมมากที่สุด (ร้อยละ 49) ยุโรป (ร้อยละ 30) ส่วน กลุ่มประเทศในเอเชียมีการ ลงทุนในกองทุนรวมไม่ถึงร้อยละ 13 ของโลก ซึ่งจัดว่าเป็นข้อเสียเปรียบซีกโลกอื่น
3. ในปัจจุบันกองทุนรวมของไทยมีสัดส่วนของมูลค่าสินทรัพย์เพียงร้อยละ 20 ของ GDP ซึ่งนับว่าน้อยมากเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศต้นแบบกองทุนรวม อย่างสหรัฐฯ ซึ่งมีสัดส่วนร้อยละ 152 ของ GDP
4. การลงทุนในกองทุนรวมของไทยเน้นตราสารหนี้มากเกินไปทั้งที่ ผลตอบแทนน้อยกว่าตราสารทุน ถ้าผู้มีเงินออมรายย่อยไม่เปลี่ยน พฤติกรรมการลงทุนคนไทยจะเสียเปรียบประชาชนในประเทศที่เลือกลงทุน ในตลาดหุ้นเป็นส่วนใหญ่
5. กองทุนรวมเพื่อลดหย่อนภาษี (RMF และ LTF) มีอัตราการขยายตัว มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนอื่น การศึกษาของ Morningstar (2012) พบว่าไทยเป็นประเทศเดียวใน 22 ประเทศที่รัฐต้องสูญเสียเงินได้จากการ ลดหย่อนภาษีกองทุนรวมตราสารทุนร้อยละ 6 ของผลตอบแทนจากการ

ลงทุนในกองทุนรวม ในขณะที่ประเทศอื่น มีรายได้จากการจัดเก็บภาษีใน
ส่วนนี้

6. ช่องทางการจำหน่ายหน่วยลงทุนส่วนใหญ่ของเอเชียรวมทั้งไทยเป็นการ
ผ่านธนาคารพาณิชย์ ยกเว้น เกาหลี ญี่ปุ่น อินเดีย การมีบลจ. ที่เป็น
ธนาคารมากจึงไม่ใช่ปัญหา เพราะเป็นลักษณะเฉพาะของประเทศในเอเชีย
แต่การที่ธพ.เน้นจำหน่ายตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนควรแก้ไข

แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและตลาดกองทุนรวมไทย

โดย ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ยุทธนา เศรษฐปราชญ์

1. คาดว่าสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์กองทุนรวมต่อ GDP ของไทยจะมีการ
ขยายตัวตามภูมิภาคได้อย่างต่อเนื่อง ปัจจัยที่กำหนดอัตราการเติบโตของ
กองทุนรวมไทยเกือบทุกประเภท คือ ระดับรายได้และอัตราผลตอบแทน
โดยกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มการเติบโตสูงกว่ากองทุนรวมประเภท
อื่นๆ (กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมผสม
และกองทุนรวมที่มีลักษณะเฉพาะอื่นๆ)
2. กองทุนรวมตราสารหนี้มีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับ โดย
ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้กองทุนรวมตราสารหนี้ขยายตัว
ร้อยละ 5.3 ส่วนกองทุนตราสารทุนก็มีการตอบสนองต่ออัตราผลตอบแทน
น้อยกว่ากองทุนรวมตราสารหนี้ คือขยายตัวเพียงร้อยละ 0.4
3. มีการทดแทนกันระหว่างกองทุนตราสารหนี้และตราสารทุน โดยหาก
ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่า
กองทุนตราสารหนี้ลดลงร้อยละ 0.7 และหากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR
เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้ตลาดกองทุนตราสารทุนปรับตัวลดลงร้อยละ
12.5
4. กองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (RMF/LMF) มีแนวโน้มการ
เติบโตที่สูงกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ ที่มีการขยายตัวอย่างโดดเด่นคือ
กองทุนตราสารหนี้ที่มีระยะเวลา (Term Fund) เพราะนับผลตอบแทนเป็น
กำไรส่วนเกินทุน (Capital Gain) ไม่ใช่เงินปันผล จึงได้รับการยกเว้นการ
เสียภาษีเงินได้
5. คาดว่าแนวโน้มตลาดกองทุนรวมไทยในปี 2556 และ 2557 น่าจะขยายตัว
ร้อยละ 11.2 และ 13.0 ตามลำดับ

เพราะผลการพยากรณ์เศรษฐกิจมหภาคด้วย NIDA Macro Model พบว่า
เศรษฐกิจไทยในปี 2556 และ 2557 มีแนวโน้มการเติบโตร้อยละ 5.1 และ

5.6 ตามลำดับ ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปน่าจะอยู่ระดับร้อยละ 3.1 และ 3.7 ในช่วงเดียวกัน

6. คาดว่าสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์กองทุนรวมต่อ GDP ของไทยในปี 2556 จะอยู่ที่ร้อยละ 21.4 ซึ่งต่ำกว่าระดับในต่างประเทศ เช่น ประเทศเกาหลี และ ญี่ปุ่นที่มีสัดส่วนที่ร้อยละ 38 และ 64 ของ GDP ตามลำดับ แต่เนื่องจากการเติบโตของตลาดกองทุนรวมสูงกว่าการเติบโตของ GDP ทำให้คาดว่าสัดส่วนนี้ของไทยจะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ อัตราส่วนของตลาดกองทุนรวมไทยต่อ GDP จะอยู่ที่ระดับร้อยละ 38 (เท่ากับสัดส่วนในประเทศเกาหลีปัจจุบัน) ในปี 2569

บทบาทของกองทุนรวมต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

โดย ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข

1. กองทุนรวมส่งผลให้เศรษฐกิจไทยขยายตัว โดยการขยายตัวของกองทุนรวมร้อยละ 1 จะทำให้เศรษฐกิจไทยขยาย ตัวร้อยละ 0.21 (ถ้ากองทุนขยายตัว 200,000 ล้านบาทจะทำให้เกิดการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศได้ประมาณ 210,000 ล้านบาท) นับว่าน้อยกว่าประเทศที่นำมาศึกษาเปรียบเทียบ (เกาหลีใต้และสหราชอาณาจักร) ซึ่งมีการขยายตัวร้อยละ 0.25 และ 3.0 ตามลำดับ
2. การขยายตัวในสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมจะส่งผลให้การลงทุนของประเทศเพิ่มขึ้นมากกว่าการบริโภค โดยการขยายตัวของกองทุนรวมร้อยละ 1 จะทำให้การบริโภคเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.19 ในขณะที่การลงทุนจะเพิ่มขึ้นมากกว่าคือร้อยละ 0.24 ในระยะยาว
3. กองทุนรวมไทยนอกจากจะส่งผลให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวน้อยกว่าประเทศที่นำมาเปรียบเทียบ (เกาหลี และสหราชอาณาจักร) แล้ว ยังพบว่าอัตราการปรับตัวของไทยก็ช้ากว่าประเทศอื่นโดยเปรียบเทียบด้วย สะท้อนถึงความไม่สมบูรณ์ของความเชื่อมโยงระหว่างตลาดการเงินและภาคการผลิตจริง แสดงให้เห็นว่าการพัฒนากองทุนรวมไทยน่าจะมีส่วนช่วยพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศได้ด้วย

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมไทย: เก่งหรือเฮง

โดย ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน/อาจารย์ ดร.ปริญดา สุขเจริญสิน

1. กองทุนตราสารทุนส่วนใหญ่มีผลตอบแทนที่ไม่สม่ำเสมอ และมีความผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ โดยพบว่ามีการลงทุนจำนวนมากที่มีผลการดำเนินงานต่ำกว่าตลาดอย่างต่อเนื่องในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา (2550-2554)
2. ผู้จัดการกองทุนตราสารทุนสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ดีกว่าตลาดในช่วงเศรษฐกิจขาลง โดยพบว่ากองทุนตราสารทุนส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า SET ในปี 2550-2551 และจะมีผลประกอบการที่แย่กว่าตลาดในสถานะตลาดเป็นขาขึ้นหรือน่าภาวะที่คาดเดายาก (sideway) โดยพบว่ามีการลงทุนเพียงไม่ถึง 1 ใน 3 ที่อัตราผลตอบแทนสามารถชนะ SET ในช่วงปี 2553-2554
3. ผลการศึกษาสรุปได้ว่าปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ได้แก่
 - 3.1 กองทุนที่ตั้งมานานจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - 3.2 กองทุนรวมที่มีสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุนสูงจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุน
 - 3.3 บลจ.ที่ต้องบริหารกองทุนตราสารทุนจำนวนมาก โดยคิดเป็นสัดส่วนที่สูงในกองทุนรวมทั้งหมดที่ต้องบริหาร สถานการณ์เช่นนี้จะเป็นผลในทางลบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

ความหวังและความจริงด้านธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม

โดย ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อนุชา จันทน์สม

1. กองทุนรวมเป็นธุรกิจที่ต้องสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน จึงจำเป็นต้องมีการกำกับดูแลที่เข้มงวด เพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่กองทุนได้ว่าจะได้รับการปฏิบัติจากกองทุนรวมอย่างเป็นธรรม
2. การกำกับดูแลบรรษัทภิบาลใน บลจ. ยังไม่ได้ดำเนินการเต็มรูปแบบตามกรอบการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลที่ควรจะเป็น เนื่องจาก บลจ. ส่วนมากไม่ใช่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้โครงสร้างองค์กรยังขาดการให้ความสำคัญกับบทบาทของคณะกรรมการบริษัท โดยเฉพาะ

คณะกรรมการอิสระ คณะกรรมการตรวจสอบ ที่จะช่วยดูแลผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญของ บลจ. ซึ่งนอกจากผู้ถือหุ้นแล้ว ก็คือผู้ถือหุ้นรายย่อย

3. ตัวอย่างในการเกิดปัญหาด้านบรรษัทภิบาลของธุรกิจกองทุนรวมจนส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานของกองทุนได้ ได้แก่

--- การเกิดปัญหาจริยธรรมตัวแทนในการบริหารจัดการกองทุนรวม (principal agent) เนื่องจากโครงสร้างขององค์การที่มีลักษณะเครือข่ายมีลักษณะที่เอื้อประโยชน์ให้แก่กลุ่มธุรกิจได้ง่าย

--- ผู้จัดการกองทุนอาจปรับพฤติกรรมการลงทุนที่ใช้กลยุทธ์การจับจังหวะการลงทุน (Market Timing) และเพิ่มความเสี่ยงของการลงทุนมากขึ้น เมื่อมีผลการดำเนินงานต่ำกว่ากองทุนอื่นโดยเปรียบเทียบ ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานของกองทุนได้

4. ปัญหาจริยธรรมตัวแทนในการบริหารจัดการกองทุนรวมส่วนหนึ่งเกิดจากการที่นักลงทุนไม่ได้ใช้ข้อมูลที่มากเพียงพอในการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวม โดยส่วนมากจะให้ความสำคัญกับผลตอบแทนของกองทุนโดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานในอดีตเป็นหลัก ยังขาดการให้ความสำคัญกับการใช้ข้อมูลที่มีความสำคัญด้านอื่น ๆ เช่น นโยบายการลงทุน รายละเอียดของการจัดพอร์ตการลงทุน ความสามารถในการเอาชนะตัวชี้วัด และเปรียบเทียบกับกองทุนรวมอื่นที่มีคุณลักษณะเดียวกันหรือเป็นคู่แข่ง ประสิทธิภาพและความชำนาญของผู้จัดการกองทุน และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ ฯลฯ การไม่ใช้ข้อมูลเหล่านี้เพื่อการตัดสินใจอย่างจริงจัง ทำให้ขาดแรงกดดันจากฝ่ายนักลงทุนต่อผู้จัดการกองทุนและต่อ บลจ. ในการที่จะรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นหลัก

ประเด็นเสวนากองทุนรวม

ไขข้อปริศนาเพื่อการพัฒนาตลาดกองทุนรวมไทยให้ยั่งยืน

- 1) โครงสร้างของการลงทุนในกองทุนรวมของไทยเป็นการลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ในสัดส่วนที่มากกว่าการลงทุนในกองทุนตราสารทุนมาก การขยายตัวของกองทุนรวมในลักษณะจะก่อให้เกิดปัญหาหรือไม่ และถ้าอยากให้การพัฒนาของกองทุนรวมเป็นไปอย่างยั่งยืน ควรจะต้องมีการเปลี่ยนแปลงหรือไม่

- 2) การลงทุนในกองทุนรวมของไทยเป็นการส่งเสริม หรือกระตุ้นให้เกิดการออมระยะยาว (เพื่อการเกษียณอายุ) หรือไม่ การเติบโตของกองทุนรวมที่ผ่านมาเป็นเพราะการกระตุ้นผ่านมาตรการทางภาษีของภาครัฐ (เป็นส่วนใหญ่ ได้แก่ RMF และ LTF) หรือไม่ จะมีความยั่งยืนหรือไม่
- 3) สืบเนื่องจากประเด็นข้างต้น ในหลายประเทศที่มีการพัฒนาของตลาดการเงินมาก และมีตลาดกองทุนรวมก็มีการพัฒนาที่ก้าวหน้าไม่มีการใช้มาตรการของภาครัฐในลักษณะนี้ จึงเป็นที่น่าสนใจว่ารัฐควรจะยกเลิกมาตรการในการให้ลดหย่อนภาษีสำหรับการลงทุนในกองทุนรวม (RMF, LTF) หรือไม่ จะมีข้อดีข้อเสียอย่างไรบ้าง
- 4) สำหรับตลาดกองทุนรวม ช่องทางการจัดจำหน่ายเป็นประเด็นหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาของธุรกิจหรืออุตสาหกรรมกองทุนรวม โครงสร้างในปัจจุบันพบว่า ธนาคารพาณิชย์มีความได้เปรียบอย่างมาก เพราะมีโครงข่ายช่องทางการจัดจำหน่ายที่ดีผ่านระบบสาขาของธนาคาร ทำให้การนำเสนอผลิตภัณฑ์กองทุนรวมถูกจำกัดอยู่ในกลุ่มที่จำกัด ซึ่งอาจจะเป็นเพียงกองทุนที่ออกโดยธนาคารพาณิชย์แห่งใดแห่งหนึ่งเท่านั้น สถาบันการเงินอื่นมีความเสียเปรียบในการจัดจำหน่ายแม้ว่าในบางครั้งกองทุนที่ออกอาจมีการบริหารจัดการกองทุนที่ดีกว่า ทางด้านผู้ลงทุนก็จะมีข้อจำกัดในแง่ของทางเลือกสำหรับการลงทุนในกองทุนรวม ท่านมีข้อคิดเห็นอย่างไร
- 5) ในปัจจุบัน การจัดจำหน่ายกองทุนมีการนำโปรแกรมการส่งเสริมการขายมาใช้อย่างหลากหลาย ทั้งการลด แลก แจก แถมต่างๆ ซึ่งน่าจะมีผลทำให้ค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการกองทุนเพิ่มขึ้น (ทั้งที่โดยจำเป็นหรือไม่จำเป็น) ค่าใช้จ่ายเหล่านี้ถูกแบกรับโดยผู้บริหารกองทุนหรือผู้ออกกองทุนหรือผู้ลงทุนเอง คล้ายกับการจ่ายเงินดึงดูดให้ผู้ลงทุนตัดสินใจเข้ามาลงทุนกับกองทุน แล้วจึงเก็บคืนจากผู้ลงทุนเมื่อตัดสินใจลงทุนกับกองทุนแล้วในรูปของค่าใช้จ่ายในการบริหารกองทุน หรือเป็นการเก็บค่าใช้จ่ายจากผู้ลงทุนเดิมมาใช้เพื่อการส่งเสริมการขายในการดึงดูดผู้ลงทุนรายใหม่ ประเด็นการเก็บค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายในการบริหารกองทุนน่าจะเป็นอย่างไร จึงจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดกองทุนรวมของไทยให้ยั่งยืน

บทสรุป

ภาพรวมตลาดกองทุนรวม: ความสำคัญและข้อปรีศนา

ผู้นำเสนอบทความ: รองศาสตราจารย์ ดร. พรเพ็ญ วรลีธา

ภาพรวมตลาดกองทุนรวม

- 1) อุตสาหกรรมกองทุนรวมโลกได้ทวีความสำคัญมากขึ้นทุกปี โดยในปี 2554 มีมูลค่าสินทรัพย์ (AUM) ร้อยละ 30 ของมูลค่าสินทรัพย์การเงินของโลก
- 2) สหรัฐฯลงทุนในกองทุนรวมมากที่สุด (49%) ยุโรป (30%) ส่วนกลุ่มประเทศในเอเชียมีการลงทุนในกองทุนรวมไม่ถึง 13 % ของโลก ซึ่งจัดว่าเป็นข้อเสียเปรียบชี้กโลกอื่นที่เราไม่รู้จักใช้กองทุนรวมเป็นเครื่องมือในการเพิ่มรายได้

สรุปปัญหาและข้อปรีศนากองทุนรวมของไทย

- 1) ในปัจจุบัน ขนาดกองทุนรวมของไทยมีสัดส่วนของมูลค่าสินทรัพย์ (AUM) เพียง 20% ของ GDP ซึ่งนับว่าน้อยมากเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศต้นแบบกองทุนรวมอย่างสหรัฐฯ ซึ่งมีสัดส่วน 152% ของ GDP งานสัมมนาจะนำผลการวิจัยมาตอบคำถาม 2 ประเด็นดังนี้
--- กองทุนรวมไทยจะขยายตัว ตามเศรษฐกิจของประเทศและตามภูมิภาคหรือไม่ โดย ผศ.ดร. ยุทธนา

---ไทยจะได้ประโยชน์อะไรจากการเจริญเติบโตของกองทุนรวม
โดย ผศ.ดร. วิศิษฐ์ และสันติ

2) พฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมของไทยเน้นตราสารหนี้มากเกินไปทั้งที่ผลตอบแทนน้อยกว่าตราสารทุน ถ้าผู้มีเงินออมรายย่อยไม่เปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุน คนไทยจะเสียเปรียบประชาชนประเทศที่เลือกลงทุนในตลาดหุ้นเป็นส่วนใหญ่ ถ้าเกิดเงินเพื่ออาจทำให้จมนลง เพราะโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนชนะเงินเพื่อมีไม่มาก เหตุใดนักลงทุนไทยจึงนิยมลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน และควรแก้ไขอย่างไร งานสัมมนานี้จะนำผลการวิจัยมาตอบคำถามใน 2 ประเด็น คือ

---- ประเด็นด้านผลประโยชน์ของการลงทุนรวมตราสาร
ทุนที่ค่อนข้างผันผวน (เศรษฐศาสตร์)

---- ประเด็นด้านความน่าเชื่อถือของกฎหมายที่คุ้มครอง
ผู้บริโภคได้ (ธนา)

สำหรับข้อคิดเห็นอื่นเพิ่มเติมจะเป็นการระดมข้อคิดเห็นจาก
วิทยากรภายนอกและจากผู้เข้าร่วมสัมมนา

3) กองทุนรวมเพื่อลดหย่อนภาษี (RMF และ LTF) มีอัตราการ
ขยายตัวมากกว่ากองทุนรวมเพื่อการลงทุน ทำให้กองทุนรวมเพื่อ
การลงทุนมีพัฒนาการที่ช้า จนอาจพัฒนาไม่ทันประเทศอื่นใน
ภูมิภาค จากการศึกษาของ morningstar พบว่าไทยเป็นประเทศ
เดียวใน 22 ประเทศที่รัฐต้องสูญเสียเงินได้จากการลดหย่อนภาษี
กองทุนรวมตราสารทุนปีละ 6% ในขณะที่ประเทศอื่นมีรายได้จาก
การจัดเก็บภาษีในส่วนนี้ (ยกเว้นฮ่องกงและสิงคโปร์ที่มีอัตรา
ภาษีเป็น 0) งานสัมมนานี้จะระดมข้อคิดเห็นจากวิทยากร
ภายนอกและจากผู้เข้าร่วมสัมมนา เพื่อให้ได้คำตอบว่ากองทุนรวม

เพื่อการลดหย่อนภาษีของไทยสามารถกระตุ้นการออมระยะยาวได้จริงหรือไม่?

- 4) กองทุน LTF ซึ่งไม่ได้ส่งเสริมการออมเพื่อเกษียณอายุ กลับมีอัตราการขยายตัวมากกว่า RMF และเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กองทุนรวมเพื่อการลงทุนพัฒนาได้ช้า งานสัมมนานี้จะระดมข้อคิดเห็นจากวิทยากรภายนอกและจากผู้เข้าร่วมสัมมนา เพื่อให้ได้คำตอบว่ารัฐบาลควรยึดมาตรการด้านลดหย่อนภาษีใน LTF ต่อไปหรือไม่ เพราะประเทศอื่นไม่มี และทำให้เกิดข้อโต้แย้งกองทุนรวมตราสารทุนเพื่อการลงทุนเพราะได้รับการลดหย่อนภาษีเงินได้
- 5) กองทุนรวมของไทยมากกว่าร้อยละ 70 เป็นการจำหน่ายผ่านธนาคารพาณิชย์ งานสัมมนานี้จะนำ ผลการสำรวจกองทุนรวมในประเทศต่างๆมาเปรียบเทียบว่าปรากฏการณ์นี้ผิดปกติหรือไม่ และเป็นปัญหาต่ออุตสาหกรรมกองทุนรวมหรือไม่
- 6) การที่ธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นผู้จำหน่ายกองทุนรวมหลักของไทยเน้นจำหน่ายตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุนมีผลเสียอย่างไร และควรแก้ไขอย่างไร? งานสัมมนานี้จะระดมข้อคิดเห็นจากวิทยากรภายนอกและจากผู้เข้าร่วมสัมมนา เพื่อให้ได้คำตอบนี้
- 7) ไทยจัดอยู่ในกลุ่มประเทศที่กองทุนรวมจัดเก็บค่าธรรมเนียมกับค่าใช้จ่ายมีอัตราเฉลี่ยเรียกเก็บจากนักลงทุนต่ำ – ปานกลาง แต่มีการลดแลกแจกแถมในการขายหน่วยลงทุน งานสัมมนานี้จะระดม

ข้อคิดเห็นจากวิทยากรภายนอกและจากผู้เข้าร่วมสัมมนา เพื่อให้
ได้คำตอบในประเด็นต่อไปนี้

--- การลดแลกแจกแถมของกองทุนรวมผิดจรรยาบรรณ
หรือไม่

---- เงินที่นำมาสนับสนุนการขายเป็นเงินของใคร?

---- ควรแก้ไขอย่างไร

ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง



ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม: เก่งหรือเฮง

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน

อาจารย์ ดร. ปริญดา สุขเจริญสิน

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)

Contents

1. ผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของกองทุนรวม

2. ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

3. ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

4. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ขอบเขตการศึกษา

- กองทุนรวมตราสารทุน เฉพาะที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ปี 2550-2554
- กองทุนรวมตราสารทุน จำนวน 88 กองทุน



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>



ผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของ กองทุนรวมตราสารทุน



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

มาตรวัดผลการดำเนินงาน

- อัตราผลตอบแทนรายปี (Annual Return)

$$R_p = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}$$

- อัตราผลตอบแทนเทียบกับ SET (Excess Return)

$$ER_p = R_p - R_M$$

- อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-adjusted Return)

- อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe Ratio)

$$SR_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน

ปี	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
2550	29.37%	9.18%	43.95%	2.61%
2551	-43.91%	5.58%	-30.03%	-63.48%
2552	63.22%	15.07%	95.40%	17.17%
2553	30.22%	14.24%	58.49%	-21.87%
2554	-6.45%	12.67%	18.27%	-44.53%
2550-2554	14.28%	6.21%	24.44%	-2.28%

- ภาพรวมอัตราผลตอบแทนแสดงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่เป็นบวก ยกเว้นปี 2551 และ 2554 ที่ติดลบ

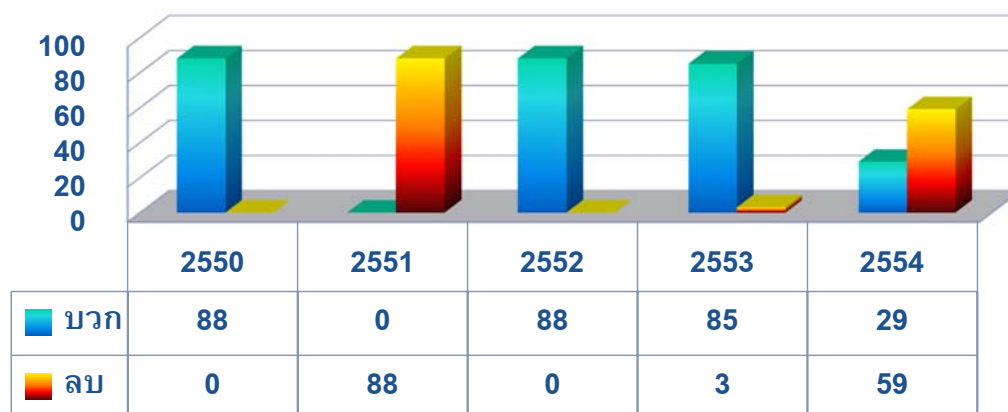


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน



- กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนเป็นบวก ยกเว้น ปี 2551 และปี 2554 ที่กองทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ติดลบ



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเทียบกับ SET

ปี	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
2550	3.15%	9.18%	17.73%	-23.61%
2551	3.66%	5.58%	17.53%	-15.92%
2552	-0.03%	15.07%	32.15%	-46.08%
2553	-10.38%	14.24%	17.89%	-62.47%
2554	-5.73%	12.67%	18.99%	-43.81%
2550-2554	-1.87%	6.21%	8.09%	-18.63%

- ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเริ่มด้อยกว่า SET ตั้งแต่ปี 2552

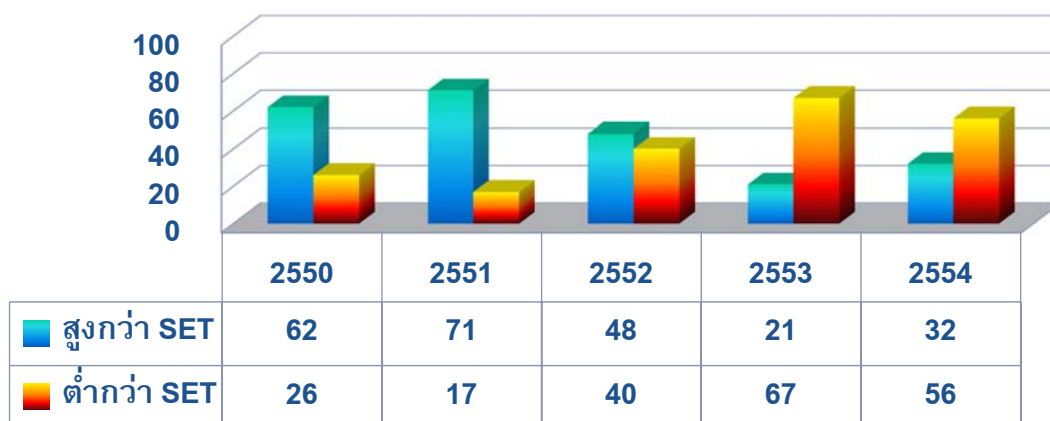


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเทียบกับ SET



- กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า SET ในปี 2550-2551 แต่ตั้งแต่ปี 2553-2554 มีกองทุนรวมตราสารทุนประมาณแค่ 1 ใน 3 ที่อัตราผลตอบแทนสามารถชนะ SET ได้



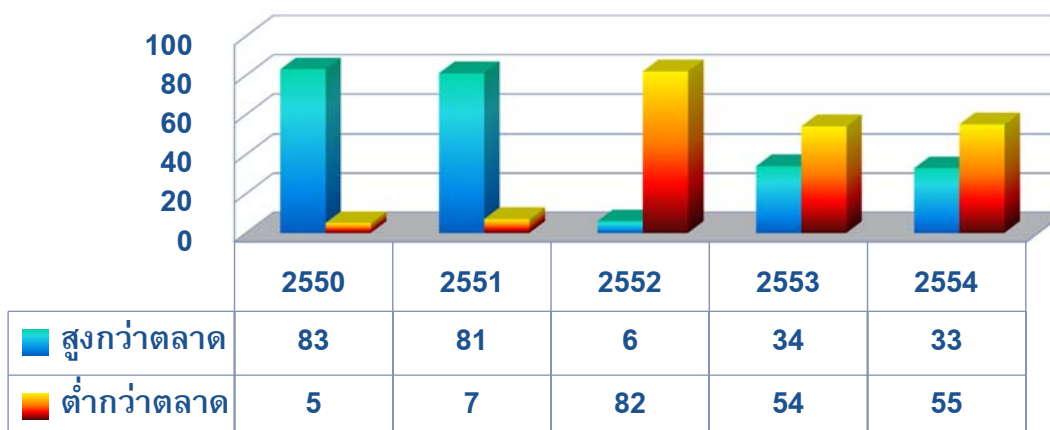
<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-adjusted Return)

- อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe Ratio)



- กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงสูงกว่าของตลาดในปี 2550-2551 แต่ปี 2552-2554 อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนต่ำกว่าของตลาด



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ภาพรวมผลการดำเนินงานกองทุนรวมตราสารทุน

- กองทุนรวมตราสารทุนจะเก่งกว่าตลาดในช่วงขาลงหรือเกิด Crisis คือปี 2551 และจะมีผลประกอบการที่แย่กว่าตลาดในสภาวะตลาดขาขึ้นหรือแกว่งตัวออกข้าง คือช่วงปี 2552-2554
- ผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ดีกว่าตลาดในช่วงขาลง



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>



ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน
ของกองทุนรวมตราสารทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- วิธีการวัดความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุน (Persistence)
 - ความสามารถในการรักษาผลการดำเนินงาน
 - ให้สูงกว่า SET
 - ให้สูงกว่าค่าเฉลี่ย
 - ให้อยู่ในระดับ Top 25%
 - ค่าสหสัมพันธ์ลำดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman Rank Correlation)

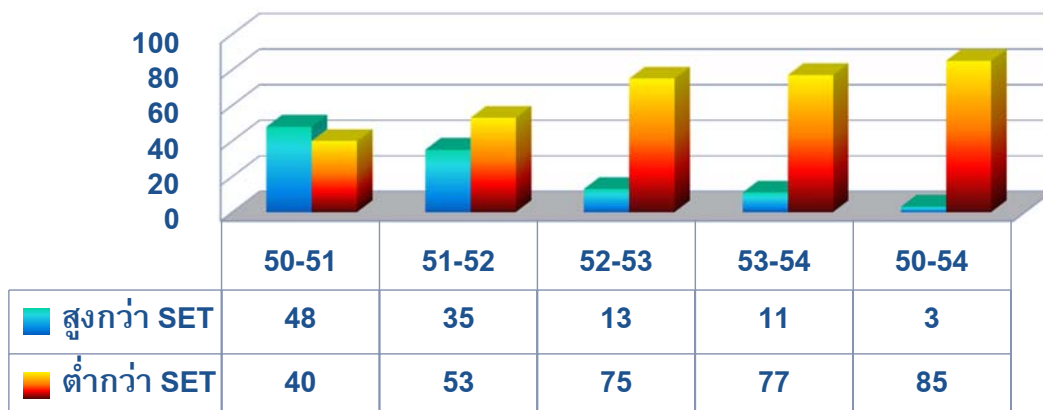


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



- มีเพียง 3 กองทุน ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่า SET ในช่วงระยะเวลาปี 2550-2554

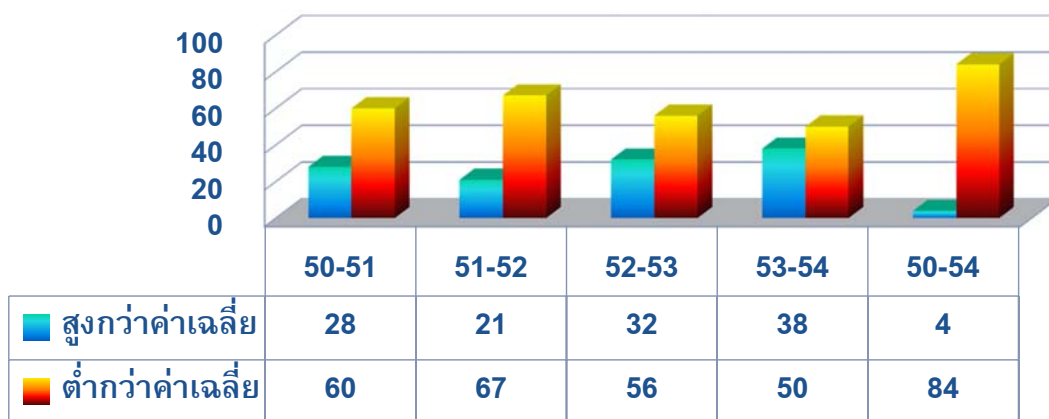


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



- มีเพียง 4 กองทุน ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงระยะเวลาปี 2550-2554



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

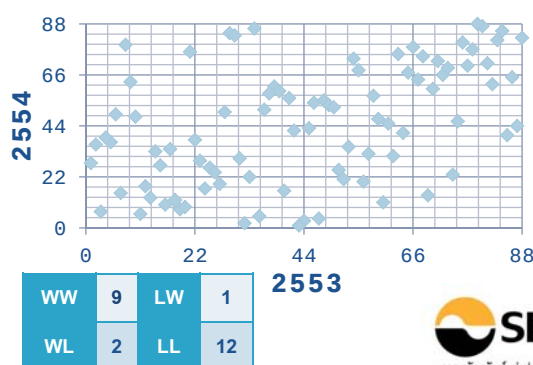
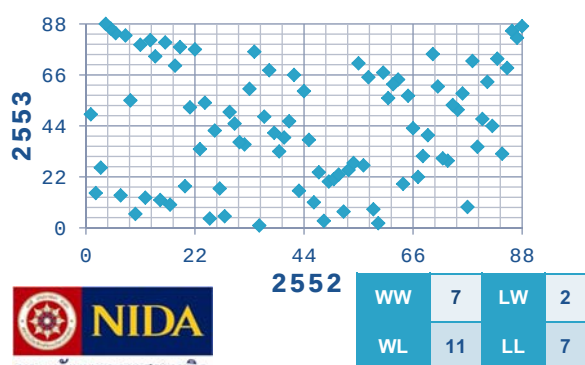
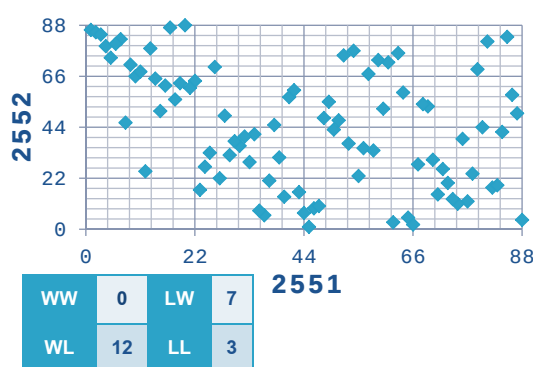
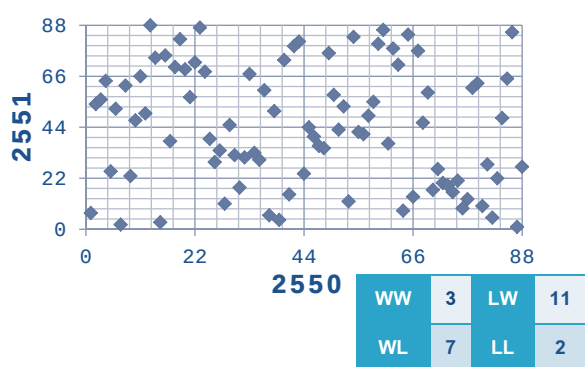
<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

ปี	Spearman Rank Correlation
2550-2551	-0.1624
2551-2552	-0.3834***
2552-2553	0.0452
2553-2554	0.4756***

หมายเหตุ: *** แสดงถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.01

- กองทุนรวมตราสารทุนไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนให้มีความสม่ำเสมอได้ในช่วงปี 2550-2552
- มีความสม่ำเสมอเพิ่มมากขึ้นในช่วงปี 2553-2554



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ภาพรวมความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน

- กองทุนรวมตราสารทุนไม่สามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีให้มีความสม่ำเสมอได้ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา
- มีแนวโน้มที่ความสม่ำเสมอจะเพิ่มขึ้นหลังจากช่วง Crisis ทั้งในส่วนของกองทุนที่รักษาผลการดำเนินงานที่ดีได้ต่อเนื่อง และในส่วนของกองทุนที่ยังคงมีผลการดำเนินงานที่แย่ต่อเนื่อง



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>



ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของ กองทุนรวมตราสารทุน



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ปัจจัยที่อาจเป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน (Management fee)
- ขนาดกองทุน (Size)
- สัดส่วนของเงินทุนที่ลงทุนในตราสารทุน (Percentage of capital invested in Equity)
- อัตราส่วนการซื้อเข้าและขายออก (Turnover)
- จำนวนกองทุนรวมตราสารทุนต่อจำนวนกองทุนทั้งหมดในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเดียวกัน (Number of equity fund in the family)
- การเปลี่ยนแปลงผู้จัดการกองทุน (Fund Manager Change)



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ผลการศึกษา

- ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - กองทุนที่ตั้งมานานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - สัดส่วนของเงินทุนที่ลงทุนในตราสารทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - จำนวนกองทุนรวมตราสารทุนต่อจำนวนกองทุนทั้งหมดในบลจ. เดียวกันมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



<http://www.econ.nida.ac.th>

หมายเหตุ: วิธีการศึกษา Fixed Effects Estimation โดยใช้
ข้อมูลแบบ Balanced Panels



<http://www.set.or.th>



บทสรุปและข้อเสนอแนะ



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

บทสรุป

1. ผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของกองทุนรวม

- ผลการดำเนินงานโดยรวมของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2550-2554 มีความผันผวนตามสภาวะเศรษฐกิจ
- อัตราผลตอบแทน และอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนมีแนวโน้มที่มีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของ SET



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

บทสรุป

2. ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- กองทุนรวมตราสารทุนไม่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีความสม่ำเสมอได้ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา แต่มีแนวโน้มที่ความสม่ำเสมอจะเพิ่มขึ้นหลังจากปี 2551



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

บทสรุป

3. ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุนและรอบการซื้อขายไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
- ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - อายุของกองทุน
 - สัดส่วนของเงินทุนที่ลงทุนในตราสารทุนของกองทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

บทสรุป

3. ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - สัดส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนต่อกองทุนทั้งหมดในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ

■ สำหรับนักลงทุน

- ควรศึกษาข้อมูลก่อนการลงทุนในกองทุนรวมเพื่อไม่ให้เสียโอกาสในการเลือกกองทุนที่ได้ผลตอบแทนที่ดี
- นักลงทุนที่มีประสบการณ์ลงทุนและมีความสามารถในการเลือกกองทุนรวม สามารถลงทุนในกองทุนแบบ **Active** ได้ ขณะที่นักลงทุนมือใหม่ควรเลือกลงทุนในกองทุนแบบ **Passive**
- ในการเลือกกองทุน ควรพิจารณาอายุของกองทุน สัดส่วนของเงินที่ลงทุนในตราสารทุน รวมถึงสัดส่วนของกองทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>

รวมตราสารทุนใน บลจ.



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ

■ สำหรับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.)

- ควรปรับปรุงผลการดำเนินงาน ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน
- ผู้จัดการกองทุนไม่ควรมีกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การจัดการมากเกินไป
- ไม่ควรสร้างมูลค่าเพิ่มโดยเพิ่มรอบการซื้อขายในการลงทุน เพราะรอบการซื้อขายที่สูงไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ

- สำหรับอุตสาหกรรมกองทุนรวม
 - ควรมีสื่อกลางมากขึ้นในการให้ข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมแก่ผู้ลงทุนในด้านต่าง ๆ ที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ง่าย
 - นักวางแผนทางการเงินที่เป็นอิสระ มีบทบาทสำคัญในการช่วยนักลงทุนที่ไม่มีประสบการณ์



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2556

ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง



Q & A

Thank you

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)

การเติบโตของตลาดกองทุนรวมในประเทศไทย โดยเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ กลุ่มประเทศ AEC

วัตถุประสงค์ของการศึกษาในบทนี้ ได้แก่ วิเคราะห์แนวโน้มตลาดกองทุนรวมในประเทศไทยในช่วง 5 ปีข้างหน้ารวมถึงแนวโน้มตลาดการเงินโดยรวม และประเมินปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการขยายตัวของตลาดกองทุนรวมในประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา โดยการวิเคราะห์จะมีการประเมินตลาดกองทุนรวมในกลุ่มประเทศ AEC ในภาพรวม โดยเน้นวิเคราะห์ตลาดกองทุนรวมในประเทศไทยโดยเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ ใน กลุ่มประเทศ AEC และสุดท้ายจะประเมินการตอบสนองของตลาดกองทุนรวมต่อ Shock ที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ

องค์ประกอบของการศึกษา

การวิเคราะห์ในส่วนนี้ประกอบด้วย

1. การประเมินแนวโน้มการขยายตัวของตลาดการเงินไทยในอนาคต 5 ปี ข้างหน้า

การวิเคราะห์ในส่วนนี้จะครอบคลุมการพยากรณ์ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคของไทยที่สำคัญที่เป็นตัวกำหนดแนวโน้มตลาดกองทุนรวมและตลาดการเงินโดยรวม และการประเมินแนวโน้มตลาดการเงินไทย ซึ่งแบ่งเป็น ตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตร ปริมาณเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ และขนาดกองทุนรวมของไทย ซึ่งจะให้ภาพของสัดส่วนของกองทุนรวมต่อตลาดการเงินไทยโดยรวมและแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในอนาคต ซึ่งการวิเคราะห์ในส่วนนี้จะใช้ตัวแบบเศรษฐกิจมหภาคของสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ (NIDA Macro Model) เป็นเครื่องมือหลักในการคำนวณ

2. การประเมินปัจจัยกำหนดการขยายตัวของตลาดกองทุนรวมของไทยเทียบกับต่างประเทศ

การศึกษาในส่วนนี้จะวิเคราะห์ปัจจัยที่มีกำหนดการเติบโตของกองทุนรวม ซึ่งจะเน้นตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ รายได้ประชาชาติต่อหัว ความต้องการเงินทุน รวมถึงกฎระเบียบ และมาตรการส่งเสริมต่าง ๆ ของภาครัฐ ซึ่งการวิเคราะห์จะใช้ข้อมูลในลักษณะ panel data ของกลุ่มประเทศ AEC ในการคำนวณ และใช้วิธีการประมาณค่า Panel Cointegration เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างตลาดกองทุนรวมและตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค

3. การวิเคราะห์การตอบสนองของตลาดกองทุนรวมต่อ Shock ต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจ

การศึกษาส่วนนี้จะใช้ตัวแบบ Vector Autoregressive Model ในการประเมินการตอบสนองของตลาดกองทุนรวมเมื่อมี Shock ต่าง ๆ เข้ามาในระบบเศรษฐกิจ โดยมุ่งเน้นเปรียบเทียบผลการคำนวณ Impulse Response Analysis ที่ได้จากการประมาณค่าตัวแบบ VAR ของประเทศไทยเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในกลุ่ม AEC ซึ่งการวิเคราะห์ในส่วนนี้จะให้ภาพลักษณะของตลาดกองทุนรวมไทยเทียบกับประเทศอื่น ๆ

การสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2556

ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง



ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม: เก่งหรือเฮง

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สรศาสตร์ สุขเจริญสิน

อาจารย์ ดร. ปรีดา สุขเจริญสิน

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)

Contents

1. ผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของกองทุนรวม

2. ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

3. ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

4. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ขอบเขตการศึกษา

- กองทุนรวมตราสารทุน เฉพาะที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ปี 2550-2554
- กองทุนรวมตราสารทุน จำนวน 88 กองทุน



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>



ผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของ กองทุนรวมตราสารทุน



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

มาตรวัดผลการดำเนินงาน

- อัตราผลตอบแทนรายปี (Annual Return)

$$R_p = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}$$

- อัตราผลตอบแทนเทียบกับ SET (Excess Return)

$$ER_p = R_p - R_M$$

- อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-adjusted Return)

- อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe Ratio)

$$SR_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน

ปี	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
2550	29.37%	9.18%	43.95%	2.61%
2551	-43.91%	5.58%	-30.03%	-63.48%
2552	63.22%	15.07%	95.40%	17.17%
2553	30.22%	14.24%	58.49%	-21.87%
2554	-6.45%	12.67%	18.27%	-44.53%
2550-2554	14.28%	6.21%	24.44%	-2.28%

- ภาพรวมอัตราผลตอบแทนแสดงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสาร
ทุนที่เป็นบวก ยกเว้นปี 2551 และ 2554 ที่ติดลบ

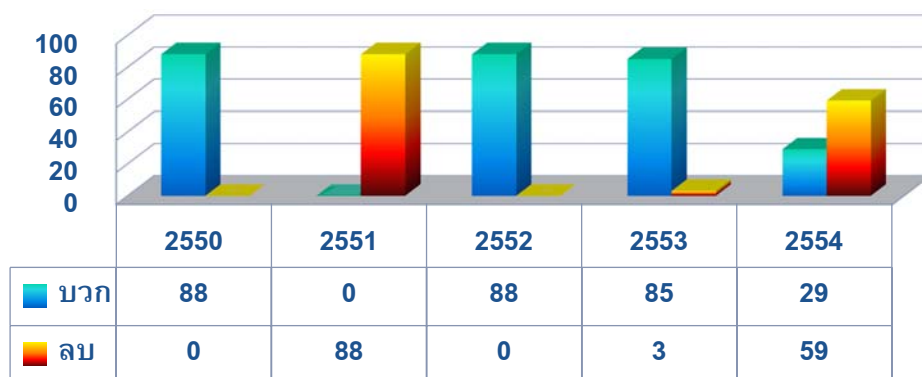


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน



- กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนเป็นบวก ยกเว้น ปี 2551 และปี 2554 ที่กองทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ติดลบ



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเทียบกับ SET

ปี	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด
2550	3.15%	9.18%	17.73%	-23.61%
2551	3.66%	5.58%	17.53%	-15.92%
2552	-0.03%	15.07%	32.15%	-46.08%
2553	-10.38%	14.24%	17.89%	-62.47%
2554	-5.73%	12.67%	18.99%	-43.81%
2550-2554	-1.87%	6.21%	8.09%	-18.63%

- ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเริ่มด้อยกว่า SET ตั้งแต่ปี



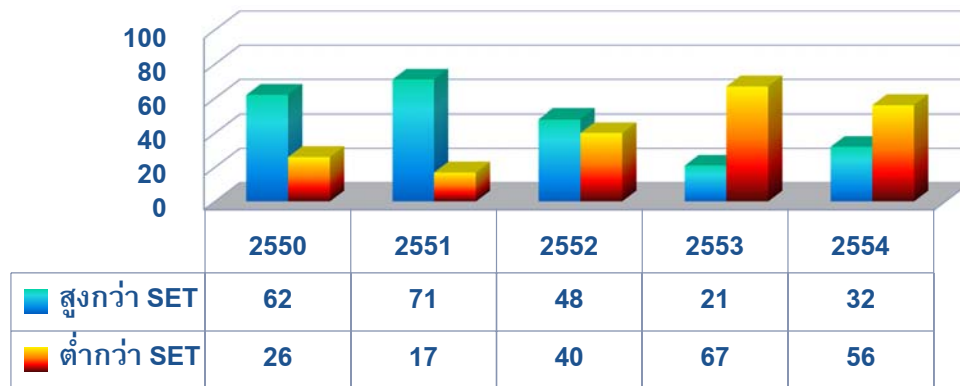
2552

<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนเทียบกับ SET



- กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า SET ในปี 2550-2551 แต่ตั้งแต่ปี 2553-2554 มีกองทุนรวมตราสารทุนประมาณแค่ 1 ใน 3 ที่อัตราผลตอบแทนสามารถชนะ SET ได้



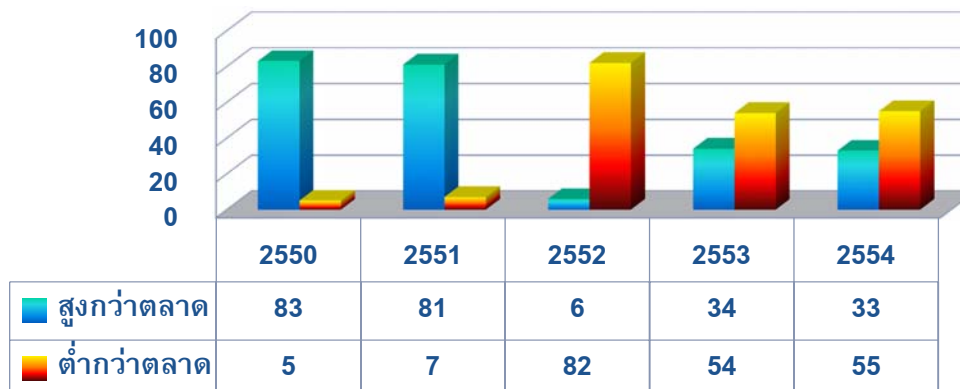
<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (Risk-adjusted Return)

- อัตราส่วนชาร์ป (Sharpe Ratio)



- กองทุนรวมตราสารทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงสูงกว่าของตลาดในปี 2550-2551 แต่ปี 2552-2554 อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนต่ำกว่าของตลาด



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ภาพรวมผลการดำเนินงานกองทุนรวมตราสารทุน

- กองทุนรวมตราสารทุนจะเก่งกว่าตลาดในช่วงขาลงหรือเกิด Crisis คือปี 2551 และจะมีผลประกอบการที่แย่กว่าตลาดในสภาวะตลาดขาขึ้นหรือแกว่งตัวออกข้าง คือช่วงปี 2552-2554
- ผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนสามารถปรับกลยุทธ์การลงทุนได้ดีกว่าตลาดในช่วงขาลง



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>



ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน
ของกองทุนรวมตราสารทุน



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- วิธีการวัดความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุน (Persistence)
 - ความสามารถในการรักษาผลการดำเนินงาน
 - ให้สูงกว่า SET
 - ให้สูงกว่าค่าเฉลี่ย
 - ให้อยู่ในระดับ Top 25%
 - ค่าสหสัมพันธ์ลำดับที่ของสเปียร์แมน (Spearman Rank Correlation)

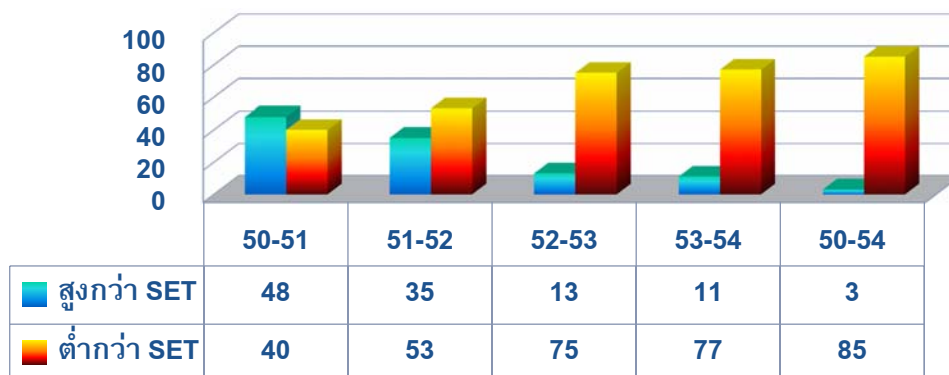


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



- มีเพียง 3 กองทุน ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่า SET ในช่วงระยะเวลาปี 2550-2554

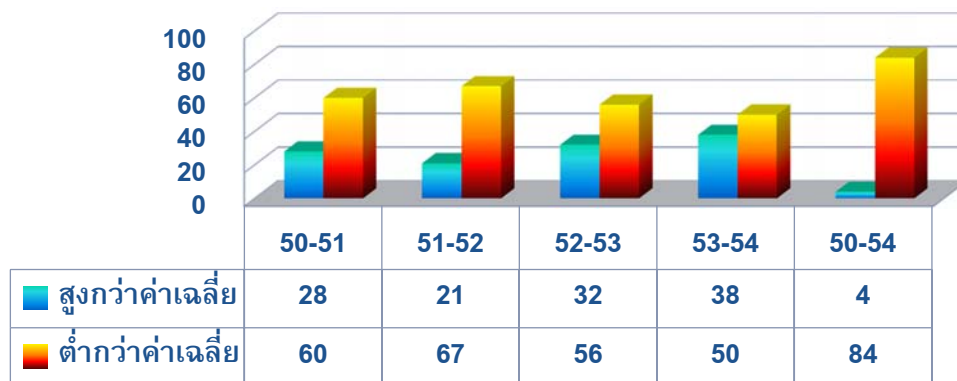


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



- มีเพียง 4 กองทุน ที่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีผลตอบแทนที่มากกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงระยะเวลาปี 2550-2554

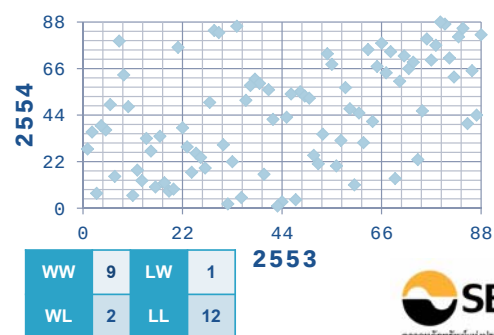
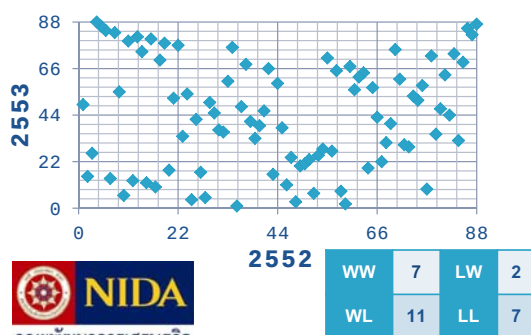
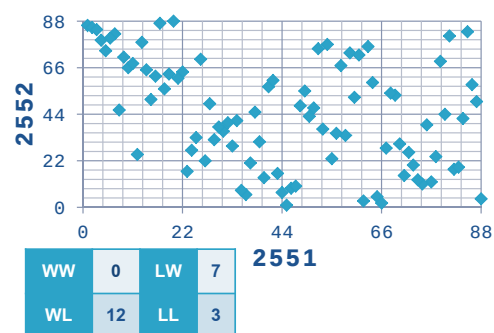
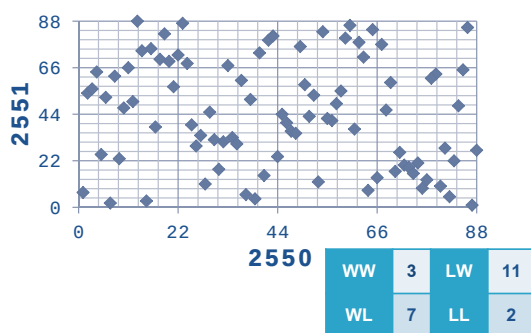


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

ปี	Spearman Rank Correlation
2550-2551	-0.1624
2551-2552	-0.3834***
2552-2553	0.0452
2553-2554	0.4756***

หมายเหตุ: *** แสดงถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.01

- กองทุนรวมตราสารทุนไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนให้มีความสม่ำเสมอได้ในช่วงปี 2550-2552
- มีความสม่ำเสมอเพิ่มมากขึ้นในช่วงปี 2553-2554



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ภาพรวมความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน

- กองทุนรวมตราสารทุนไม่สามารถรักษาผลการดำเนินงานที่ดีให้มีความสม่ำเสมอได้ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา
- มีแนวโน้มที่ความสม่ำเสมอจะเพิ่มขึ้นหลังจากช่วง Crisis ทั้งในส่วนของกองทุนที่รักษาผลการดำเนินงานที่ดีได้ต่อเนื่อง และในส่วนของกองทุนที่ยังคงมีผลการดำเนินงานที่แย่ต่อเนื่อง



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>



ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของ กองทุนรวมตราสารทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ปัจจัยที่อาจเป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน (Management fee)
- ขนาดกองทุน (Size)
- สัดส่วนของเงินทุนที่ลงทุนในตราสารทุน (Percentage of capital invested in Equity)
- อัตราส่วนการซื้อเข้าและขายออก (Turnover)
- จำนวนกองทุนรวมตราสารทุนต่อจำนวนกองทุนทั้งหมดในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเดียวกัน (Number of equity fund in the family)
- การเปลี่ยนแปลงผู้จัดการกองทุน (Fund Manager Change)



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ผลการศึกษา

- ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - กองทุนที่ตั้งมานานมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - สัดส่วนของเงินทุนที่ลงทุนในตราสารทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - จำนวนกองทุนรวมตราสารทุนต่อจำนวนกองทุนทั้งหมดในตลาดเดียวกันมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>

หมายเหตุ: วิธีการศึกษา Fixed Effects Estimation โดยใช้
ข้อมูลแบบ Balanced Panels



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>



บทสรุปและข้อเสนอแนะ



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

บทสรุป

1. ผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของกองทุนรวม

- ผลการดำเนินงานโดยรวมของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2550-2554 มีความผันผวนตามสภาวะเศรษฐกิจ
- อัตราผลตอบแทน และอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนมีแนวโน้มที่มีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของ SET



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

บทสรุป

2. ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- กองทุนรวมตราสารทุนไม่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้มีความสม่ำเสมอได้ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา แต่มีแนวโน้มที่ความสม่ำเสมอจะเพิ่มขึ้นหลังจากปี 2551



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

บทสรุป

3. ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- ค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุนและรอบการซื้อขายไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
- ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - อายุของกองทุน
 - สัดส่วนของเงินทุนที่ลงทุนในตราสารทุนของกองทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

บทสรุป

3. ปัจจัยที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

- ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม
 - สัดส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนต่อกองทุนทั้งหมดในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ

■ สำหรับนักลงทุน

- ควรศึกษาข้อมูลก่อนการลงทุนในกองทุนรวมเพื่อไม่ให้เสียโอกาสในการเลือกกองทุนที่ได้ผลตอบแทนที่ดี
- นักลงทุนที่มีประสบการณ์ลงทุนและมีความสามารถในการเลือกกองทุนรวม สามารถลงทุนในกองทุนแบบ **Active** ได้ ขณะที่นักลงทุนมือใหม่ควรเลือกลงทุนในกองทุนแบบ **Passive**
- ในการเลือกกองทุน ควรพิจารณาอายุของกองทุน สัดส่วนของเงินลงทุนที่ลงทุนในตราสารทุน รวมถึงสัดส่วนของกองทุนรวมตราสารทุนใน บลจ.



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ

■ สำหรับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.)

- ควรปรับปรุงผลการดำเนินงาน ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงาน
- ผู้จัดการกองทุนไม่ควรมีกองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การจัดการมากเกินไป
- ไม่ควรสร้างมูลค่าเพิ่มโดยเพิ่มรอบการซื้อขายในการลงทุน เพราะรอบการซื้อขายที่สูงไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ

- สำหรับอุตสาหกรรมกองทุนรวม
 - ควรมีสื่อกลางมากขึ้นในการให้ข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมแก่ผู้ลงทุนในด้านต่าง ๆ ที่นักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ง่าย
 - นักวางแผนทางการเงินที่เป็นอิสระ มีบทบาทสำคัญในการช่วยนักลงทุนที่ไม่มีประสบการณ์



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>



การสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2556

ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง



Q & A

Thank you

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)

Does Mutual Fund Growth stimulate Economic Growth?

การเติบโตของกองทุนช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจหรือไม่?

วิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข และ สันติ ชัยศรีสวัสดิ์สุข

ที่มาและเหตุผล

บทบาทของทุน(capital) หรือการสะสมทุน (capital accumulation) ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศนั้น ได้รับการยอมรับกันอย่างกว้างขวางโดยทฤษฎีเศรษฐศาสตร์การพัฒนาว่าเป็นปัจจัย และเงื่อนไขสำคัญที่ก่อให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้อย่างยั่งยืน ประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่รวมทั้งประเทศไทยเป็นกลุ่มประเทศที่มีความต้องการทุนจำนวนมากเพื่อให้ขบวนการพัฒนาทางเศรษฐกิจมีความราบรื่นและต่อเนื่อง แต่กลับพบว่าประเทศที่มีความต้องการทุนเหล่านี้ มักจะขาดแคลนทุนเพื่อการพัฒนาประเทศโดยเฉพาะทุนภายในประเทศ ซึ่งโดยมากจะเกิดขึ้นจากการออมภายในประเทศนั่นเอง ทำให้ต้องอาศัยแหล่งทุนจากต่างประเทศทั้งในรูปแบบของการลงทุนทางตรง(Foreign Direct Investment: FDI) และการลงทุนทางอ้อม (Foreign Portfolio Investment: FPI) ซึ่งในปัจจุบันพบว่ามีการแข่งขันกันของประเทศกำลังพัฒนาเพื่อดึงดูดทุนจากต่างประเทศในการสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจในหลายรูปแบบอย่างกว้างขวางจนอาจเป็นสาเหตุหนึ่งของการเกิดความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจโลก (Global Imbalance) นอกจากนี้ การเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งในรูปแบบของการลงทุนทางอ้อมในตราสารทางการเงิน ยังมีผลทำให้เกิดความของอัตราแลกเปลี่ยน มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยและการดำเนินนโยบายทางการเงิน และก่อให้เกิดความผันผวนทางเศรษฐกิจอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

เนื่องจากการพึ่งพาแหล่งทุนจากต่างประเทศจำนวนมากอาจก่อให้เกิดปัญหาการขาดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ ทำให้หลายประเทศหันมาให้ความสำคัญกับการระดมเงินทุนจากแหล่งภายในประเทศ การเกิดขึ้นและการขยายตัวของกองทุนรวมจึงเป็นแนวทางหนึ่งที่มีความสนใจในแง่ของการเพิ่มทางเลือกสำหรับการออม การเพิ่มประสิทธิภาพในการระดมทุน และเป็นช่องทางในการบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่ดีขึ้น นำมาสู่การเติบโตของประเทศในที่สุด ดังนั้นจึงมีความสำคัญในการศึกษาว่าการเติบโตของกองทุนรวมนั้นจะส่งผ่านมาสู่การเติบโตของเศรษฐกิจมากน้อยเพียงใด

วิธีการศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของเศรษฐกิจและการเติบโตของกองทุนนั้นเป็นไปได้ทั้ง 2 ทางกล่าวคือ 1) เติบโตของเศรษฐกิจเป็นสาเหตุให้กองทุนมีการขยายขนาดเพิ่มขึ้น หรือ 2) การเติบโตของกองทุนช่วยกระตุ้นให้เกิดการเติบโตของเศรษฐกิจเนื่องจากเป็นแหล่งเงินทุนให้ภาคเอกชน และผู้บริโภคมียากเลือกในการออมมากขึ้น สำหรับการศึกษาในครั้งนี้จะเน้นตอบคำถามในข้อที่ 2 คือการที่กองทุนมีการเติบโตมากขึ้นนั้นจะช่วยให้เศรษฐกิจขยายตัวหรือไม่ โดยใช้เครื่องมืออนุกรมเวลา ได้แก่ การหา Cointegration คือการหาดุลยภาพระยะยาวระหว่างตัวแปรทั้ง 2 การใช้ Error Correction Model คือ การพิจารณาการตอบสนองของการเติบโตของเศรษฐกิจต่อการเติบโตของกองทุนรวมในระยะสั้น และ Panel Cointegration เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองในระดับสากล ในการศึกษาครั้งนี้ได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน

- 1) การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของเศรษฐกิจและการเติบโตของกองทุนสำหรับประเทศไทย โดยในส่วนนี้เป็นการนำข้อมูลการเติบโตทางเศรษฐกิจ และการเติบโตของกองทุนของประเทศไทย มาหา Cointegration Function และ สมการ Error Correction อีกทั้งมีการหา Cointegration Function และ สมการ Error Correction สำหรับคู่ระหว่าง การเติบโตของการบริโภคกับกองทุน และการเติบโตของการลงทุนภายในประเทศกับกองทุน เพื่อศึกษาช่องทางการส่งผ่าน
- 2) การหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของเศรษฐกิจและการเติบโตของกองทุนสำหรับระดับสากล โดยในส่วนนี้เป็นการนำข้อมูลการเติบโตทางเศรษฐกิจ และการเติบโตของกองทุน ของอเมริกา ยุโรป สิงคโปร์ และฮ่องกง มาหา Cointegration Function และ สมการ Error Correction โดยใช้วิธีการของ Panel Cointegration รวมไปถึง การหา Cointegration Function และ สมการ Error Correction สำหรับคู่ระหว่าง การเติบโตของการบริโภคกับกองทุน และการเติบโตของการลงทุนภายในประเทศกับกองทุน เพื่อศึกษาช่องทางการส่งผ่าน
- 3) เปรียบเทียบ และวิเคราะห์ผลการศึกษาที่ได้จากส่วนที่ 1 และ 2 ว่าความสำคัญของกองทุนต่อเศรษฐกิจในประเทศมีความแตกต่างกับในระดับสากลอย่างไร



การสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2556

ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง



บทบาทของกองทุนรวมต่อเศรษฐกิจมหภาค

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิศิษฐ์ ชัยศรีสวัสดิ์สุข

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ชัยศรีสวัสดิ์สุข

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)

Contents

1. กองทุนรวมช่วยพัฒนาเศรษฐกิจได้อย่างไร

2. วิเคราะห์การขยายตัวของกองทุนรวมต่อเศรษฐกิจไทย

3. เปรียบเทียบบทบาทของกองทุนรวมในเศรษฐกิจไทย
และระบบเศรษฐกิจอื่น

4. ข้อเสนอแนะ



NIDA

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://econ.nida.ac.th>

กองทุนรวมช่วยพัฒนาเศรษฐกิจได้อย่างไร

- เพิ่มแหล่งทุนสำหรับการระดมทุนในตลาดการเงิน
- ลดต้นทุนทางการเงินสำหรับการระดมทุน
- ธุรกิจสามารถระดมเงินทุนจำนวนมากเพื่อการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ต้องอาศัยเงินลงทุนจำนวนมาก (Economy of Scale)
- เป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการความเสี่ยง
- ผู้ออมมีโอกาสที่จะได้รายได้สูงขึ้นในรูปของผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวม (Wealth Channel)
- Balance Sheet Channel



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>

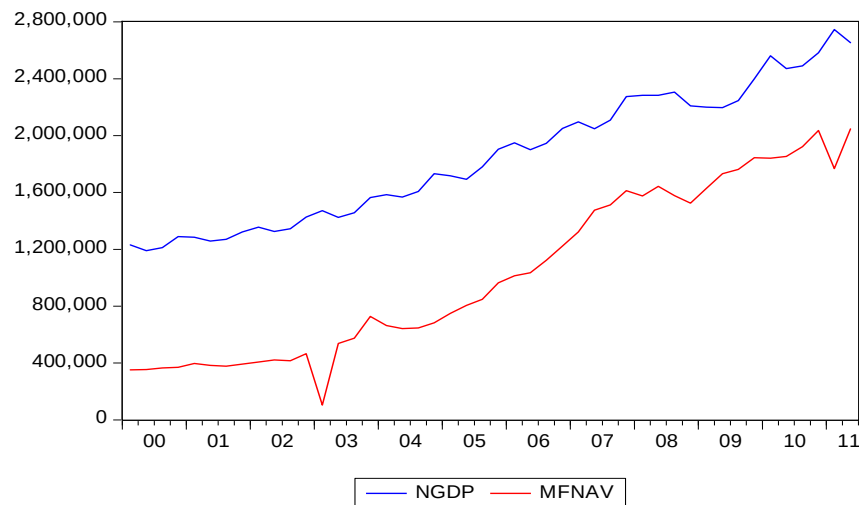


ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

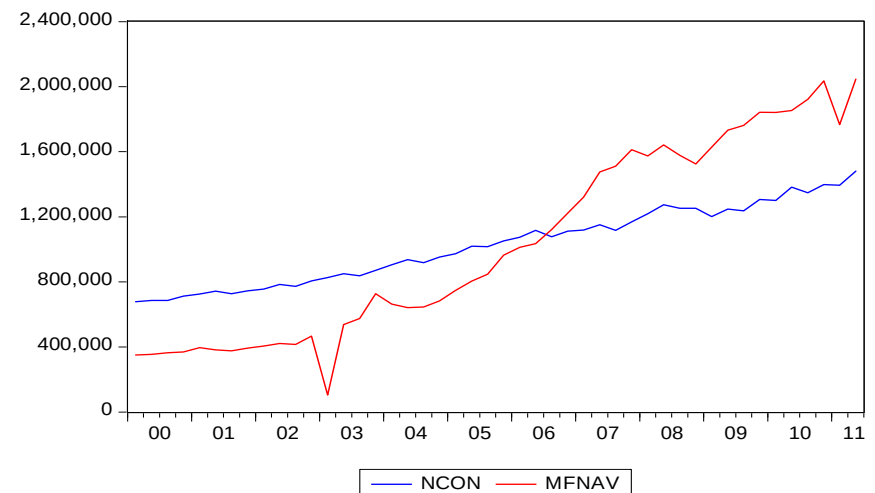
<http://www.set.or.th>

กองทุนรวมช่วยพัฒนาเศรษฐกิจได้อย่างไร

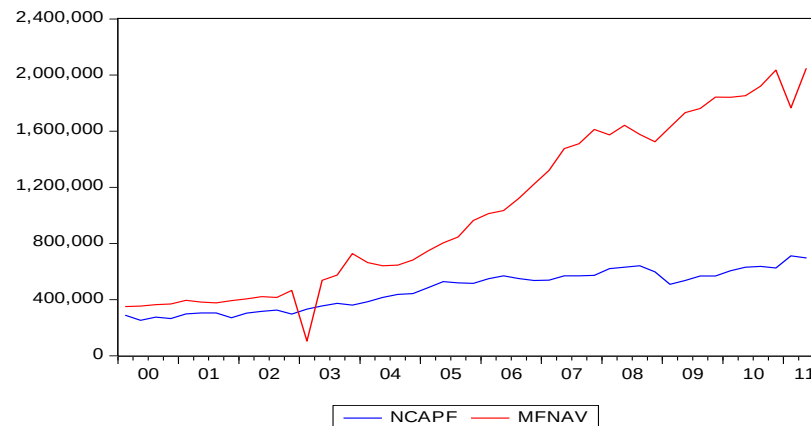
แนวโน้มกองทุนรวมกับ GDP



แนวโน้มกองทุนรวมกับการบริโภคไทย



แนวโน้มกองทุนรวมกับการลงทุนไทย



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

วิเคราะห์การขยายตัวของกองทุนรวมต่อเศรษฐกิจไทย

- การขยายตัวของกองทุนรวม 1% มีส่วนช่วยให้
 - GDP ขยายตัว 0.21%
 - การบริโภคขยายตัว 0.19%
 - การลงทุนขยายตัว 0.24%
- ความเร็วในการปรับตัว
 - GDP ปรับไตรมาสละ 0.01%
 - การบริโภคปรับไตรมาสละ 0.043%
 - การลงทุนปรับไตรมาสละ 0.038%



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

เปรียบเทียบบทบาทของกองทุนรวมในเศรษฐกิจไทยและ ระบบเศรษฐกิจอื่น

กองทุนรวมกับ GDP

	Co-integration	Speed Adjustment
Thailand	0.21	-0.01
Uk	0.3	-0.02
Korea	0.25	-0.07



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

เปรียบเทียบบทบาทของกองทุนรวมในเศรษฐกิจไทยและ ระบบเศรษฐกิจอื่น

กองทุนรวมกับการบริโภค

	Co-integration	Speed Adjustment
Thailand	0.19	-0.043
Uk	0.46	-0.079
Korea	0.4	-0.064



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

เปรียบเทียบบทบาทของกองทุนรวมในเศรษฐกิจไทยและ ระบบเศรษฐกิจอื่น

กองทุนรวมกับการลงทุน

	Co-integration	Speed Adjustment
Thailand	0.24	-0.038
Uk	0.42	-0.026
Korea	0.37	0.09



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

สรุปและข้อเสนอแนะ

- 1) การขยายตัวของกองทุนรวมจะมีส่วนในการส่งเสริมให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การเพิ่มขึ้นของการบริโภคและการลงทุน
- 2) การใช้ประโยชน์จากกองทุนรวมในการส่งเสริมให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจยังไม่เต็มประสิทธิภาพทั้งทางด้านระดับและความเร็ว
 - พัฒนาการให้สามารถเข้าถึงได้ง่ายและเร็ว
 - พัฒนาตลาดเงินให้มีความเชื่อมต่อกับภาคเศรษฐกิจจริงมากขึ้นและเร็วขึ้น



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

สรุปและข้อเสนอแนะ

3) การใช้ประโยชน์จากกองทุนรวมในการส่งเสริมให้เกิดการเพิ่มของการบริโภคยังไม่เต็มประสิทธิภาพทั้งทางด้านระดับ และความเร็ว

- พัฒนาให้ประชาชนมีความมั่นใจในการออมแบบกองทุน (การดำเนินงานของกองทุนเสี่ยงน้อย)
- พัฒนาให้ประชาชนเข้าถึงการออมแบบกองทุนได้ง่ายขึ้น
- ประชาชนได้รับความรู้และข้อมูลเพียงพอในการวิเคราะห์



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

สรุปและข้อเสนอแนะ

4) การใช้ประโยชน์จากกองทุนรวมในการส่งเสริมให้เกิดการเพิ่มของการลงทุนยังไม่ได้เต็มประสิทธิภาพทางด้านระดับ

- พัฒนาให้เอกชนมีความรู้ความเข้าใจในการใช้กองทุนเป็นแหล่งระดมทุน

- พัฒนาให้กองทุนเป็นแหล่งการระดมทุนที่ง่ายขึ้น



คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>



การสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2556

ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง



Q & A

Thank you

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)



ธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการกองทุนรวม

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วนิดา จันทน์สม

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)

หัวข้อการนำเสนอ

1. “ธรรมาภิบาล” สำคัญอย่างไรกับกองทุนรวม
2. กรอบแนวคิดบรรษัทภิบาลและปัญหาจริยธรรมตัวแทน
3. ข้อค้นพบประเด็นธรรมาภิบาลที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย
4. ข้อเสนอแนะเพื่อการส่งเสริมธรรมาภิบาลกองทุนรวม

ความสำคัญของธรรมาภิบาลกับกองทุนรวม



Trust กองทุนรวมเป็นรูปแบบหนึ่งของตัวกลางทางการเงิน
ความเชื่อมั่นจากนักลงทุนต่อนักลงทุนจึงมีความสำคัญอย่างมาก

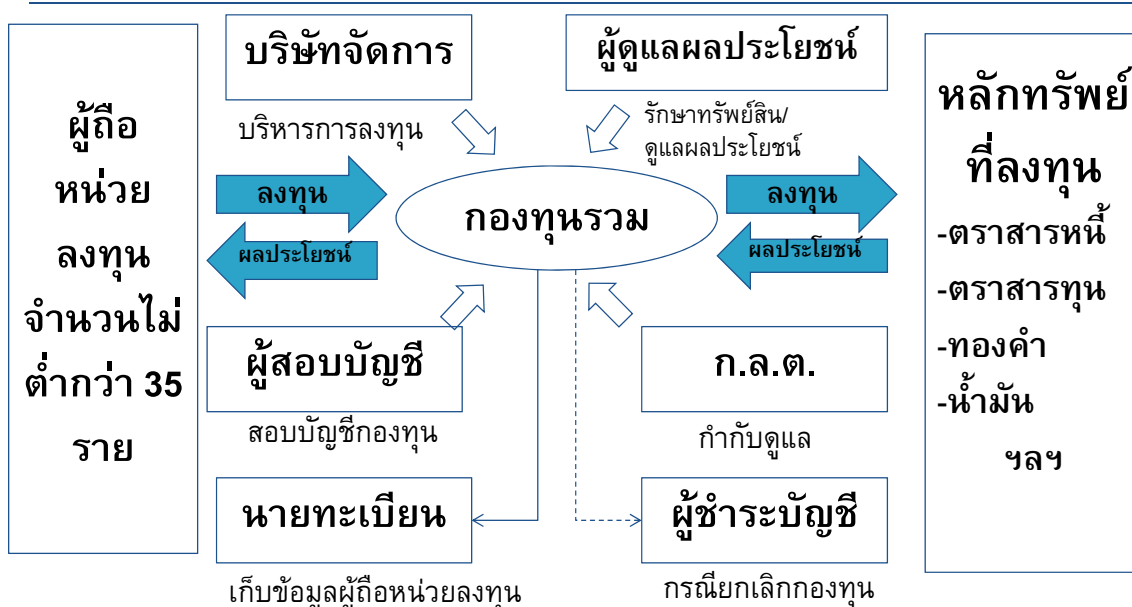


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

โครงสร้างของกองทุนรวมในประเทศไทย

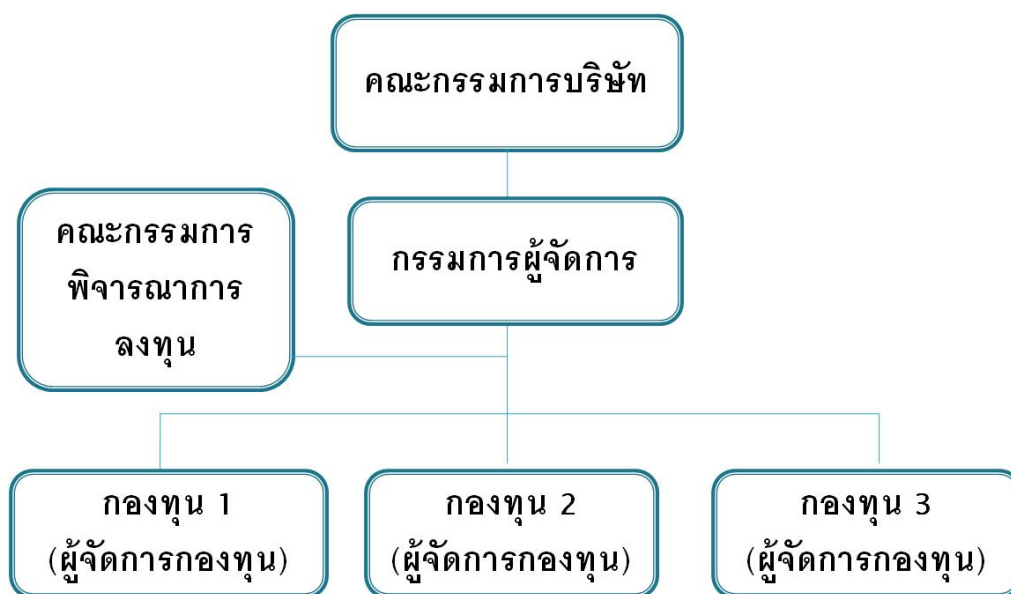


<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

โครงสร้างภายในบริษัทจัดการลงทุน



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

กรอบแนวคิดบรรษัทภิบาล



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

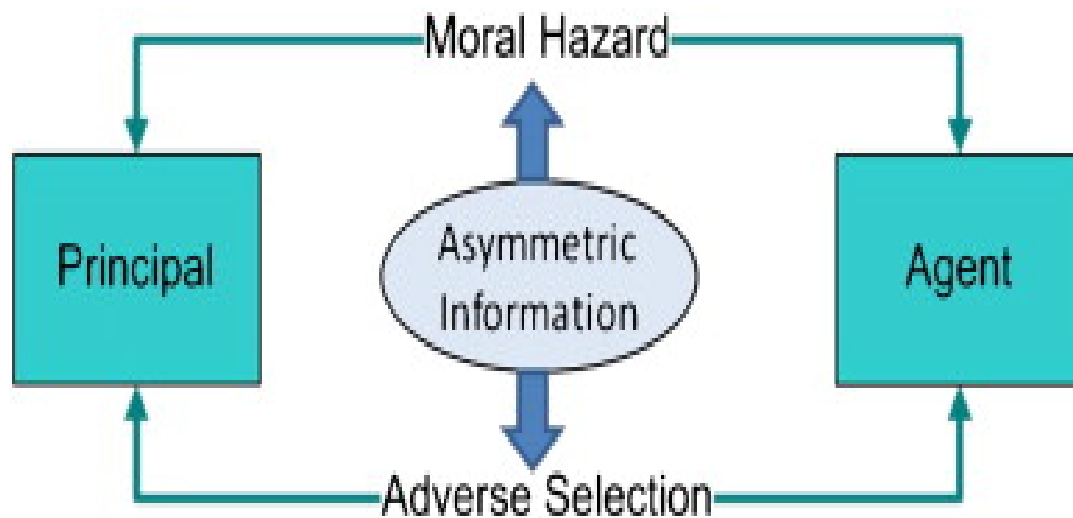
<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ปัญหาจริยธรรมของตัวแทน



ตัวอย่างการดำเนินงานที่ฉ้อฉลและสะท้อนปัญหาจริยธรรม ของตัวแทนในกองทุนรวม

- 1) การใช้ข้อมูลภายในสร้างประโยชน์ให้แก่ตนและพวกพ้อง
- 2) การส่งคำสั่งซื้อขายผ่านโบรกเกอร์ในเครือเดียวกัน
- 3) สร้างกำไรพอร์ตส่วนตัว
- 4) การไม่ปลดภาระของการกองทุนที่มีผลประกอบการไม่ดี
- 5) การใช้กองทุนรวมเป็นช่องทางในการหลบเลี่ยงภาษี
- 6) การใช้ประโยชน์กองทุนเพื่อเลี่ยงการรายงานการถือครองทรัพย์สินของผู้มีอำนาจทางการเมือง หรือเป็นช่องทางในการฟอกเงิน

การดำเนินการที่อาจมีผลทำให้กองทุนต้องเผชิญความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

- นอกจากนั้น การดำเนินงานที่อาจส่งต่อมูลค่าของกองทุนรวมได้ การดำเนินการลักษณะการจับจังหวะตลาดเพื่อเข้าลงทุน (Market timing) เป็นการพยากรณ์ทิศทางตลาด โดยใช้วิธีวิเคราะห์ทางเทคนิค ซึ่งก็คือการวิเคราะห์ทางสถิติ และการวิเคราะห์เศรษฐกิจ และนำผลวิเคราะห์ที่ได้มาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน
- มีผลงานวิจัยที่ทำให้เชื่อว่าการทำ market timing ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีได้ แต่กลับอาจเพิ่มต้นทุนธุรกรรมให้สูงขึ้น



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ข้อค้นพบจากการศึกษา (1)

- 1) การกำกับดูแลบรรษัทภิบาลใน บลจ. ยังไม่ได้ดำเนินการเต็มรูปแบบตามกรอบการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลที่ควรจะเป็น เนื่องจาก บลจ. ส่วนมากไม่ใช่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้โครงสร้างองค์กรยังขาดการให้ความสำคัญกับบทบาทของคณะกรรมการบริษัท โดยเฉพาะคณะกรรมการอิสระ คณะกรรมการตรวจสอบ ที่จะช่วยดูแลผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญของ บลจ. นอกจากผู้ถือหุ้นแล้ว ซึ่งก็คือผู้ถือหน่วยลงทุน



คณะกรรมการเศรษฐกิจ

<http://www.econ.nida.ac.th>



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

<http://www.set.or.th>

ข้อค้นพบจากการศึกษา (2)

2. ในประเทศไทยอาจมีการดำเนินการในลักษณะของ **Market Timing** (ข้อค้นพบของ สุรเชษฐ์ 2554) ความพยายามในการเพิ่มความเสี่ยงในการลงทุน เมื่อผลการดำเนินงานของกองทุนต่ำกว่า **Benchmark** โดยเฉพาะกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานต่ำมากเมื่อเทียบกับกองทุนรวมอื่น



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อค้นพบจากการศึกษา (3)

3. ความเป็นไปได้ในการเกิดปัญหาจริยธรรมตัวแทนในการจัดการกองทุนรวมของไทย เนื่องจาก
- โครงสร้างขององค์การที่มีลักษณะเครือข่ายที่อาจนำไปสู่รูปแบบพฤติกรรมการดำเนินงานในลักษณะเอื้อประโยชน์ให้แก่กลุ่มธุรกิจได้ง่าย



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อค้นพบจากการศึกษา (4)

4.ปัญหาจริยธรรมตัวแทนในการบริหารจัดการกองทุนรวม
ส่วนหนึ่งเกิดจากนักลงทุนที่ไม่ได้ใช้ข้อมูลที่มากเพียงพอ
ในการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวม โดยส่วนมากจะให้
ความสำคัญกับผลตอบแทนของกองทุนโดยพิจารณาจาก
ผลการดำเนินงานในอดีตเป็นหลัก ยังขาดการให้
ความสำคัญกับการใช้ข้อมูลที่มีความสำคัญด้านอื่น ๆ



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อมูลที่นักลงทุนควรพิจารณา ในการเลือกลงทุนกองทุนรวม

- 1) นโยบายการลงทุนตรงกับจุดประสงค์และเป้าหมายการ
ลงทุนของนักลงทุน
- 2) รายละเอียดของการจัดพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวม
- 3) ผลตอบแทนของกองทุน
- 4) ความสามารถในการเอาชนะตัวชี้วัด และเปรียบเทียบกับ
กองทุนรวมอื่นที่มีคุณลักษณะเดียวกันหรือเป็น
คู่แข่ง



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อมูลที่นักลงทุนควรพิจารณา ในการเลือกลงทุนกองทุนรวม

- 5) ประสิทธิภาพและความชำนาญของผู้จัดการกองทุน และ
- 6) ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ ฯลฯ

การไม่ใช้ข้อมูลเหล่านี้เพื่อการตัดสินใจอย่างจริงจัง ทำให้ขาดแรงกดดันจากฝั่งของนักลงทุนต่อผู้จัดการกองทุนและ บลจ. ในการที่จะรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นหลัก



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ (1)

1. การกำกับดูแลบรรษัทภิบาลของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมตามมาตรฐานเดียวกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ
2. บลจ. ควรเปิดเผยข้อมูลที่มากพอสำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจการลงทุน โดยเฉพาะนโยบายการลงทุนในมีรายละเอียดมากเพียงพอ และผู้จัดการกองทุนที่รับผิดชอบ และค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการกองทุน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ (2)

3. บลจ. ควรมีบทบาทในการให้ข้อมูลในเชิงการแนะนำการวางแผนทางการเงินให้แก่นักลงทุน เพื่อสร้างความเข้มแข็งทางการเงินให้แก่นักลงทุน โดยเฉพาะการพัฒนาอาชีพที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Adviser)
4. การสร้างกลไกแรงจูงใจในการขายหน่วยลงทุน เพื่อสร้างบรรยากาศในการให้คำแนะนำในการลงทุนให้เกิดขึ้นได้



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ (3)

5. ส่งเสริมและสนับสนุนนักลงทุนให้ตัดสินใจภายใต้การใช้ข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจด้วยการให้ความรู้และสร้างบรรยากาศที่จะกระตุ้นให้นักลงทุนตระหนักถึงความสำคัญของการใช้ข้อมูลให้รอบด้าน



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>

ข้อเสนอแนะ (4)

6. เพิ่มบทบาทของกองทุนรวมในการตรวจสอบและติดตามการดำเนินงานของหลักทรัพย์ที่ลงทุนแทนนักลงทุนรายย่อย เช่น สิทธิในการออกเสียง การเข้าประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้น เพื่อรักษาผลประโยชน์ของการลงทุนให้แก่ นักลงทุน และส่งเสริมธรรมาภิบาลในตลาดทุนของไทย



<http://www.econ.nida.ac.th>



<http://www.set.or.th>



การสัมมนาทางวิชาการประจำปี 2556

ไขปริศนากองทุนรวม: ความหวังและความจริง



Q & A

Thank you

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจาก สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย (สกว.)