



ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิกับความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวม
ในประเทศไทย

Relationship between fundflow, and risks and returns of mutual funds in Thailand

ชนาธร มหาโยธา

สาขาวิศวกรรมการเงิน คณะวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, 2030531201002@live4.utcc.ac.th

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิ (Fundflow) กับความเสี่ยงที่เป็นระบบและอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของกองทุนรวมในประเทศไทยทั้งสิ้น 235 กองทุน ที่จดทะเบียนเพื่อนักลงทุนทั่วไป ลงทุนในตราสารทุนภายในประเทศ และมีมูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนตั้งแต่ 100 ล้านบาท โดยใช้ข้อมูลในช่วงเดือนมกราคมปี พ.ศ. 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 ผลการศึกษาพบว่า การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคต ยกเว้นกองทุนที่มุ่งหวังให้ผลประกอบการไม่เคลื่อนไหวตามดัชนี (Active fund) และไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ที่การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคต และยังพบว่า การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของกองทุนรวมในอนาคต
คำสำคัญ: การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิ, ความเสี่ยงที่เป็นระบบ, อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง

ABSTRACT

This research examines the relationship fundflow and systematic risk and return of 235 mutual funds in Thailand, all of which were registered for general investors, Invested in domestic equity securities, Net asset values are no less than 100 million baht. This study use the data January 2006 to December 2021. The study found that fundflow is not significantly associated from future systematic risk, For active fund with no tax benefit. Where fundflow is positively correlated with future systematic risk. It also found that fundflow is not significantly associated from future returns.

Keywords: Fundflow, Systematic risk , Real rate of return

1. บทนำ

ตลาดการเงินของประเทศไทยในปัจจุบันมีเครื่องมือการลงทุนหลากหลายชนิดเพื่อตอบสนองต่อรูปแบบและความต้องการลงทุนของผู้ลงทุน ซึ่งมีทั้งการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำอย่างการฝากไว้กับธนาคาร พันธบัตรรัฐบาล กองทุนตราสารระยะสั้น ตัวเงินคลัง และยังมีการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงเพื่อตอบสนองความต้องการผลตอบแทนที่สูง อย่างการลงทุนในหุ้นและตราสารอนุพันธ์ อสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวม โดยกองทุนรวมถือเป็นหนึ่งใน



ทางเลือกการลงทุนที่เหมาะสมกับผู้ลงทุนรายย่อยที่ต้องการลงทุนในตลาดเงินแต่มีข้อจำกัดในด้านประสิทธิภาพการลงทุน ข้อมูล เวลา เงินทุน และต้องการลงทุนภายใต้กรอบความเสี่ยงที่สามารถยอมรับได้ โดยกองทุนรวมจะนำเงินลงทุนของผู้ซื้อหน่วยลงทุนมาสร้างผลตอบแทน มีการบริหารจัดการกองทุนโดยผู้ที่มีความเชี่ยวชาญและได้รับการรับรองด้านบริหารการลงทุน จากนั้นจึงนำผลตอบแทนที่ได้มาเฉลี่ยกลับคืนเป็นเงินปันผลให้กับผู้ซื้อหน่วยลงทุนตามสัดส่วนการลงทุนในกองทุน ซึ่งในปัจจุบันสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) มีมาตรฐานการแบ่งประเภทกองทุนรวมตามนโยบายการลงทุนออกเป็น 10 ประเภท ได้แก่ กองทุนรวมตลาดเงิน กองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาว กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น กองทุนรวมผสม กองทุนรวมผสมยืดหยุ่น กองทุนรวมหน่วยลงทุน กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมใบสำคัญแสดงสิทธิ และกองทุนรวมกลุ่มธุรกิจ

ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของแต่ละกองทุนย่อมมีความแตกต่างกัน เนื่องจากความแตกต่างด้านของสินทรัพย์ที่กองทุนเลือกลงทุน การบริหารงานของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และกลยุทธ์การบริหารกองทุนของผู้จัดการกองทุนว่าจะเลือกบริหารกองทุนแบบมุ่งหวังให้มีผลประกอบการสูงกว่าดัชนีชี้วัด (Active management), มุ่งหวังให้ผลประกอบการเคลื่อนไหวตามดัชนีชี้วัด (Passive management) โดยหน้าที่ในการดูแลกองทุนรวมให้เป็นไปตามแนวทางตามที่กำหนดไว้เป็นหน้าที่ของผู้จัดการกองทุน

โดยงานวิจัยในประเทศไทยของ Ratanabanchuen and Saengchote (2021) การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนรวมในปัจจุบัน มีผลกระทบอย่างไรต่อความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคต สันใจการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีของกองทุนรวม ใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2549 ถึง พ.ศ. 2559 ที่มีข้อมูลอย่างน้อย 5 ปีและมีมูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนตั้งแต่ 100 ล้านบาท ที่จดทะเบียนเพื่อนักลงทุนทั่วไป ลงทุนในตราสารทุนที่ลงทุนภายในประเทศ มีข้อมูลกองทุนทั้งสิ้น 161 กองทุน เป็นกองทุนที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี 65 กองทุน (LTF , RMF) ผลการศึกษาพบว่ากองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคต

ในการศึกษาครั้งนี้จึงนำมาศึกษาต่อโดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมในอนาคต และกลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวมเพิ่ม ขยายช่วงของข้อมูลเป็นเดือน มกราคมปี พ.ศ. 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 โดยเงื่อนไขอื่นๆ ยังคงอย่างอ้างอิงตามงานวิจัยของคุณ Ratanabanchuen and Saengchote (2021) มีข้อมูลกองทุนทั้งสิ้น 235 กองทุน โดยมีแหล่งข้อมูลจาก SEC Application Programming Interface (API) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อนำมาใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา โดยเป็นข้อมูลภาคตัดขวางตามเวลา (Panel data) ที่ปรับค่าโดยใช้ดัชนีราคาผู้บริโภค

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันกับความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมในอนาคต ที่จดทะเบียนเพื่อนักลงทุนทั่วไป ลงทุนในตราสารทุนภายในประเทศ มีข้อมูลอย่างน้อย 5 ปีและมีมูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนตั้งแต่ 100 ล้านบาท



3. การดำเนินการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยต้องการศึกษาความสัมพันธ์การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันต่อความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมในอนาคต ใช้ข้อมูลภาคตัดขวางตามเวลา (Panel data) โดยใช้วิธีสร้างสมการในรูปของสมการถดถอย ขอบเขตของกองทุนที่ใช้ในการศึกษาเป็นกองทุนรวมที่จดทะเบียนเพื่อนักลงทุนทั่วไปที่ลงทุนในตราสารทุนที่ลงทุนภายในประเทศ กองทุนที่มีข้อมูลอย่างน้อย 5 ปี และมีมูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนตั้งแต่ 100 ล้านบาท พบว่ามีจำนวนกองทุนทั้งสิ้น 235 กองทุนที่เป็นไปตามเงื่อนไข รวบรวมข้อมูลจาก SEC Application Programming Interface (API) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้ศึกษาเลือกใช้โปรแกรม Stata 16 ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ทำการแบ่งข้อมูลกองทุนที่รวบรวมมาเป็นกลุ่มตามกลยุทธ์การลงทุนของกองทุนกับการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี

ตารางที่ 1 ข้อมูลกลยุทธ์การลงทุนกับการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีของกองทุนรวม

| กลยุทธ์การลงทุน | สิทธิประโยชน์ทางภาษี | | ผลรวม |
|--|------------------------------|---------------------------------|-------|
| | กองทุนที่ได้รับสิทธิประโยชน์ | กองทุนที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ | |
| กองทุนที่มุ่งหวังให้ผลประกอบการไม่เคลื่อนไหวตามดัชนี (Active fund) | 79 | 113 | 192 |
| มุ่งหวังให้ผลประกอบการเคลื่อนไหวตามดัชนี (Passive fund) | 11 | 21 | 32 |
| อื่น ๆ | 4 | 7 | 11 |
| ผลรวม | 94 | 141 | 235 |

จากตารางที่ 1 แสดงรายละเอียดกลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวมกับการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีของกองทุน โดยกองทุนที่มีจำนวนมากที่สุดคือกองทุนที่มุ่งหวังให้ผลประกอบการสูงกว่าดัชนีชี้วัดและไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีคิดเป็น 48% ของกองทุนรวมทั้งหมด

การวิเคราะห์ข้อมูล

นำข้อมูลของกองทุนมาคำนวณหาค่าที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอย

จากงานวิจัยของ Ratanabanchuen and Saengchote (2021) การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิกองทุนรวม (Fundflow) คือค่าที่สะท้อนถึงเปอร์เซ็นต์การเติบโตของกองทุนที่เกิดขึ้นโดยไม่ขึ้นกับผลตอบแทนของกองทุน ตามสมการ

$$\text{Fundflow}_{i,t} = \frac{\text{TNA}_{i,t} - \text{TNA}_{i,t-1}(1+\text{Return}_{i,t})}{\text{TNA}_{i,t-1}}$$

โดย $\text{TNA}_{i,t}$ คือ มูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนรวม i ณ เวลา t

$\text{Return}_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนของกองทุนรวม i ณ เวลา t



คำนวณผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยใช้ข้อมูลมูลค่าต่อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม (NAV per unit) ส่วนความเสี่ยงของกองทุนรวมหาโดยใช้สมการ Single index model โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคมปี พ.ศ. 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 มาคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีและความเสี่ยงของกองทุนรวม

คำนวณผลตอบแทนของกองทุนรวม

$$\text{Return}_{i,t} = \frac{\text{NavPer_unit}_{i,t} + \text{Dividend}_{i,t}}{\text{NavPer_unit}_{i,t-1}}$$

| | | | |
|-----|-----------------------------|-----|--|
| โดย | $\text{Return}_{i,t}$ | คือ | ผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม i ณ เวลา t |
| | $\text{NavPer_unit}_{i,t}$ | คือ | มูลค่าต่อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม i ณ เวลา t |
| | $\text{Dividend}_{i,t}$ | คือ | เงินปันผลจ่ายของกองทุนรวม i ณ เวลา t |

คำนวณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนด้วย Single index model

$$R_i = \alpha_i + \beta_i(R_m) + \varepsilon_i$$

| | | | |
|-----|-----------------|-----|---|
| โดย | R_i | คือ | ผลตอบแทนของกองทุนรวม |
| | β_i | คือ | เบต้า หรือ ค่าความชัน (Slope) ของเส้น Characteristic line |
| | R_m | คือ | ผลตอบแทนของตลาด |
| | α_i | คือ | ค่าคงที่ |
| | ε_i | คือ | ค่าความผิดพลาด |

การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เป็นวิธีการทางสถิติใช้เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป ประกอบด้วย ตัวแปรที่เราทราบค่า เรียกว่าตัวประมาณการหรือตัวแปรต้น (Predictor, Independent variable, X) และตัวแปรที่เราต้องการทราบค่า เรียกว่าตัวตอบสนองหรือตัวแปรตาม (Response, Dependent variable, Y) ว่าเป็นตัวแปรที่เป็นปัจจัยหรือเป็นเหตุผลของกันและกันหรือไม่ สำหรับการศึกษาวิจัยนี้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันต่อความเสี่ยงและผลตอบแทนในอนาคตของกองทุนรวม โดยมีตัวแบบจำลอง (Model) ดังนี้

สมการที่ 1

$$\text{Fundbeta}_{i,t+1} = \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{Fundflow}_{i,t} + \beta_2 \text{Fundbeta}_{i,t} + \beta_3 \text{Fundsize}_{i,t} + \beta_4 \text{Expense ratio}_{i,t} + \varepsilon_i$$

สมการที่ 2

$$\text{FundReturn}_{i,t+1} = \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{Fundflow}_{i,t} + \beta_2 \text{Fundbeta}_{i,t} + \beta_3 \text{Fundsize}_{i,t} + \beta_4 \text{Expense ratio}_{i,t} + \beta_5 \text{Marketreturn}_{i,t+1} + \varepsilon_i$$



ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

จำแนกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้

1. ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ใช้เป็นตัวรายปีของกองทุนรวมและผลตอบแทนของกองทุนรวม
2. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ประกอบด้วย

| | | | |
|-------|------------------------|-----|--|
| เมื่อ | $Fundflow_{i,t}$ | คือ | การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนรวม i ณ เวลา t |
| | $Fundbeta_{i,t+1}$ | คือ | เบต้ารายปีของกองทุนรวม i ณ เวลา t |
| | $Fundreturn_{i,t}$ | คือ | ผลตอบแทนของกองทุนรวม i ณ เวลา t |
| | $Fundsize_{i,t}$ | คือ | มูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุนรวม i ณ เวลา t |
| | $Expense\ ratio_{i,t}$ | คือ | อัตราส่วนค่าใช้จ่ายรวมของกองทุนรวม i ณ เวลา t |
| | $Marketreturn_{t+1}$ | คือ | ผลตอบแทนตลาด ณ เวลา $t+1$ |

ทำการแบ่งกลุ่มของข้อมูลแบ่งตามกลยุทธ์การลงทุน และการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีของกองทุนรวมที่ใช้ศึกษาดังนี้

1. กลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวม
 - กองทุนที่มุ่งหวังให้ผลประกอบการไม่เคลื่อนไหวตามดัชนี (Active fund)
 - กองทุนที่มุ่งหวังให้ผลประกอบการเคลื่อนไหวตามดัชนี (Passive fund)
2. การได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีของกองทุนรวม
 - กองทุนที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax)
 - กองทุนที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Non-Tax)

4. ผลการวิจัย

จากข้อมูลกองทุนทั้ง 235 กองทุนนำมาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิต่อปี ความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยแบ่งข้อมูลเป็นกลุ่มเพื่อสังเกตถึงความแตกต่างของกองทุนแต่ละประเภท โดยมีรายละเอียดดังนี้



ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลสัมพัทธ์ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันต่อความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคต โดยแบ่งกลุ่มตามกลยุทธ์การลงทุนกับการได้รับสิทธิพิเศษทางภาษี (หมายเหตุ * มีระดับนัยสำคัญ 0.1 ,** ระดับนัยสำคัญ 0.05 ,*** ระดับนัยสำคัญ 0.01 ,**** ระดับนัยสำคัญ 0.001)

| Fundbeta _{i,t+1} | Pooled | Tax | Non-Tax | Active fund | Passive fund |
|---|------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| การเติบโตของกองทุน (Fundflow _{i,t}) | 0.000306 (4.62E-04) | -2.41E-04 (1.42E-03) | 3.63E-04 (5.03E-04) | 1.73E-03 (1.28E-03) | -1.38E-04 (4.50E-04) |
| ความเสี่ยงของกองทุน (Fundbeta _{i,t}) | 0.717**** (0.0162) | 0.747**** (0.0222) | 0.630**** (0.0246) | 0.705**** (0.0181) | 0.568**** (0.0518) |
| มูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของ กองทุน (Fundsize _{i,t}) | -0.00339* (0.00203) | 0.000811 (0.00299) | -0.00529* (0.00279) | -0.00434* (0.00229) | -0.00736 (0.00476) |
| อัตราส่วนค่าใช้จ่ายรวมของ กองทุนรวม (Expense ratio _{i,t}) | -0.290 (0.261) | -0.778 (0.502) | -0.248 (0.289) | -0.161 (0.309) | -0.663 (0.514) |
| _cons | 0.345**** (0.0468) | 0.232**** (0.0658) | 0.476**** (0.0651) | 0.367**** (0.0526) | 0.625**** (0.124) |
| R-sq | 0.6571 | 0.797 | 0.4388 | 0.6559 | 0.311 |
| Observation | 2250 | 961 | 1289 | 1873 | 296 |

| Fundbeta _{i,t+1} | Active fund & Tax | Passive fund & Tax | Active fund & Non-Tax | Passive fund & Non-Tax |
|---|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| การเติบโตของกองทุน (Fundflow _{i,t}) | -1.66E-04 (1.49E-03) | -6.29E-03 (1.03E-02) | 0.00540** (2.17E-03) | -3.00E-04 (-5.19E-04) |
| ความเสี่ยงของกองทุน (Fundbeta _{i,t}) | 0.726**** (0.0246) | 0.840**** (0.0482) | 0.618**** (0.0282) | 0.337**** (0.0790) |
| มูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของ กองทุน (Fundsize _{i,t}) | 0.000114 (0.00333) | -0.0127** (0.00646) | -0.00786** (0.00324) | -0.00357 (0.00621) |
| อัตราส่วนค่าใช้จ่ายรวมของ กองทุนรวม (Expense ratio _{i,t}) | -0.902 (0.591) | 0.257 (0.823) | 0.133 (0.339) | -1.220* (0.655) |
| _cons | 0.268**** (0.0738) | 0.431** (0.165) | 0.516**** (0.0756) | 0.817**** (0.164) |
| R-sq | 0.7878 | 0.7601 | 0.4391 | 0.1339 |
| Observation | 796 | 118 | 1077 | 178 |

จากตารางที่ 2 จากการสังเกตกองทุนตามกลยุทธ์การลงทุนกับการได้รับสิทธิพิเศษทางภาษี พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์ต่อความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคต ยกเว้น ในกองทุนที่มุ่งหวังให้ผลประโยชน์การไม่เคลื่อนไหวตามดัชนี (Active fund) และไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ที่สินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคต ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05



ตารางที่ 3 ตารางแสดงผลสัมพัทธ์ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมในอนาคต โดยแบ่งกลุ่มตามกลยุทธ์การลงทุนกับการได้รับสิทธิพิเศษทางภาษี (หมายเหตุ * มีระดับนัยสำคัญ 0.1 ,** ระดับนัยสำคัญ 0.05 ,*** ระดับนัยสำคัญ 0.01 ,**** ระดับนัยสำคัญ 0.001)

| Fundreturn _{t,t+1} | Pooled | Tax | NonTax | Active | Passive |
|---|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| การเติบโตของกองทุน (Fundflow _{t,t}) | -9.35E-06 (2.22E-04) | 1.38E-04 (2.88E-04) | -2.55E-05 (2.94E-04) | -3.94E-05 (6.72E-04) | -4.09E-06 (1.85E-04) |
| ผลตอบแทนของกองทุน (Fundreturn _{t,t}) | 0.419**** (0.0198) | 0.501**** (0.0287) | 0.382**** (0.0266) | 0.413**** (0.0218) | 0.408**** (0.0542) |
| มูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิ ของกองทุน (Fundsize _{t,t}) | -8.13E-04 (7.96E-04) | 0.00109** (4.39E-04) | -3.94E-04 (1.50E-03) | -9.87E-04 (9.03E-04) | 4.25E-04 (2.08E-03) |
| อัตราส่วนค่าใช้จ่ายรวมของ กองทุนรวม (Expense ratio _{t,t}) | 0.0763 (0.0920) | -0.0988 (0.0607) | 0.0704 (0.147) | 0.0569 (0.108) | -0.181 (0.229) |
| ผลตอบแทนของตลาด (Marketreturn _{t,t}) | 0.0128** (0.00494) | 0.0106**** (0.00287) | 0.0163** (0.00821) | 0.0135** (0.00560) | 0.00373 (0.0112) |
| _cons | 0.0201 (0.0169) | -0.0228** (0.00921) | 0.0179 (0.0317) | 0.0254 (0.0191) | -0.00517 (0.0460) |
| R-sq | 0.1813 | 0.2823 | 0.1502 | 0.1851 | 0.1897 |
| Observation | 2062 | 878 | 1184 | 1719 | 269 |

| Fundreturn _{t,t+1} | Active fund & Tax | Passive fund & Tax | Active fund & Non-Tax | Passive fund & Non-Tax |
|---|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|
| การเติบโตของกองทุน (Fundflow _{t,t}) | 1.32E-04 (3.01E-04) | 1.12E-03 (2.98E-03) | 1.89E-04 (1.54E-03) | -5.17E-05 (2.35E-04) |
| ผลตอบแทนของกองทุน (Fundreturn _{t,t}) | 0.476**** (0.0320) | 0.501**** (0.0879) | 0.374**** (0.0294) | 0.361**** (0.0732) |
| มูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิ ของกองทุน (Fundsize _{t,t}) | 0.000886* (4.80E-04) | 0.00591** (2.15E-03) | 6.82E-05 (1.76E-03) | -2.03E-03 (3.06E-03) |
| อัตราส่วนค่าใช้จ่ายรวมของ กองทุนรวม (Expense ratio _{t,t}) | -0.182** (0.0722) | 0.159 (0.220) | 0.0877 (0.168) | -0.438 (0.327) |
| ผลตอบแทนของตลาด (Marketreturn _{t,t}) | 0.0113**** (0.00330) | 0.00843 (0.00632) | 0.0175* (0.00923) | 0.00209 (0.0194) |
| _cons | -0.0158 (0.0101) | -0.133** (0.0489) | 0.00963 (0.0368) | 0.0551 (0.0681) |
| R-sq | 0.2649 | 0.5056 | 0.1429 | 0.1731 |
| Observation | 728 | 108 | 991 | 161 |



จากตารางที่ 3 จากการสังเกตกองทุนตามกลยุทธ์การลงทุนกับการได้รับสิทธิพิเศษทางภาษี พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบัน ไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมในอนาคต

5. สรุปผลการวิจัย

จากงานวิจัยฉบับนี้ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิ (Fundflow) ในปัจจุบันต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบและผลตอบแทนที่แท้จริงของกองทุนในอนาคต โดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวางตามเวลา (Panel data) พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิไม่ส่งผลให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวมในอนาคตมีการเปลี่ยนแปลง ยกเว้นในกองทุนที่มุ่งหวังให้ผลประกอบการไม่เคลื่อนไหวตามดัชนี (Active fund) และไม่ได้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ที่การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันส่งผลให้ความเสี่ยงของกองทุนรวมในอนาคตเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่า การเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิในปัจจุบันไม่ส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมในอนาคตมีการเปลี่ยนแปลง

ข้อค้นพบจากงานวิจัยนี้มีความแตกต่างจากงานวิจัยของ Ratanabanchuen and Saengchote (2021) พอสสมควรรักวิจัยคาดการณ์ว่าจะเกิดจากการใช้ช่วงของข้อมูลที่แตกต่างกัน มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายของกองทุนที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีในช่วงเวลาที่ใช้ ไม่ว่าจะเป็นการที่กองทุนรวมระยะยาว (LTF) หมดสิทธิการได้ลดหย่อนภาษีในปี พ.ศ. 2562 และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) ปรับเกณฑ์การลงทุนใหม่ในปี พ.ศ. 2563 จึงอาจเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ผลลัพธ์ที่ได้แตกต่างกัน

6. ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของสินทรัพย์รวมสุทธิต่อความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมในประเทศไทย สามารถปรับเปลี่ยนเงื่อนไขของกองทุนรวม เช่น กองทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์อื่น นอกจากตราสารทุน กองทุนที่มีมูลค่าสินทรัพย์รวมสุทธิของกองทุน น้อยกว่า 100 ล้านบาท เพื่อสังเกตถึงผลลัพธ์ที่ได้จากการเปลี่ยนเงื่อนไข

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). กองทุนรวมคืออะไร. [PDF], สืบค้นจาก

<https://www.set.or.th/education/th/begin/>

รศกิติ ศรีอัยแสงจันทร์. (2561). การลงทุนทางเลือก. [เว็บไซต์]. สืบค้นจาก <https://bualuang.fund/archives/>

สิริ ประสมศักดิ์. (2544). ปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).

Black, F. (1972) Capital market equilibrium with restricted borrowing, *The Journal of Business*, 45(3), 444-455.

Carhart, Mark, 1997, On the persistence of mutual fund performance, *Journal of Finance* 52,57-82.

Frazzini, A., and Pedersen, L. H. (2014) Betting against beta. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 1-25.

Ha, Y., and Ko, K. (2017) Why do fund managers increase risk?, *Journal of Banking & Finance*, 78, 108-116.



Ratanabancheun, R., and Saengchote, K. (2021) Chasing returns with high-beta stocks: Evidence from tax-privileged mutual funds in Thailand, *Economics and Business Letters*, 10(1), 37-44.

Saengchote, K. (2017). The low-risk anomaly: Evidence from the Thai stock market. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 13(1), 143–158.
<https://doi.org/10.21315/aamjaf2017.13.1.6>

Sirri, E. R., and Tufano, P. (1998) Costly search and mutual fund flows, *The Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.