

โครงการวิจัยทัศนคติและพฤติกรรม
การบริหารการลงทุนของผู้จัดการกองทุน
(Fund manager survey program)

รศ. ดร. พันทิสภา ภาวบุตร

ผศ. ดร. อัญชดา เจริญรุกษ์

ผศ. ดร. สราวุธ นาทะพันธ์

ธันวาคม 2554



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Stock Exchange of Thailand

Disclaimer : รายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์
เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น มิได้สะท้อนความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่อย่างใด

สารบัญ

Executive summary	i
บทสรุปผู้บริหาร	vi
บทนำ	1
บทที่ 1 วรรณกรรมปริทัศน์	3
บทที่ 2 ระเบียบวิธีการวิจัย	5
บทที่ 3 ผลการสำรวจและบทวิเคราะห์	9
บทที่ 4 การใช้ข่าวสารในการตัดสินใจลงทุนและปฏิภานของนักลงทุน	37
บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	48
บรรณานุกรม	57
ภาคผนวก	58

สารบัญภาพ

ภาพที่ 1	ตำแหน่งงานของผู้ตอบรับแบบสอบถาม	7
ภาพที่ 2	ประเภทองค์กรที่ผู้ตอบแบบสอบถามทำงานอยู่	8
ภาพที่ 3	ตราสารลงทุนที่ผู้จัดการกองทุนใช้	11
ภาพที่ 4	สัดส่วนในการลงทุนเฉลี่ยของกองทุนผสม	12
ภาพที่ 5	การกำหนดแผนการลงทุนและการตัดสินใจการซื้อขายหลักทรัพย์ในกองทุนตราสารทุน และกองทุนผสม	15
ภาพที่ 6	มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ มูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (AUM) มูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร กองทุนรวมตราสารทุน (AUM EQUITY) หน่วยล้านล้านบาท และอัตราเติบโตประจำปี (CAGR)	18
ภาพที่ 7	อุปสรรคมาจากนโยบาย ข้อจำกัดของกองทุน และตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลต่อสัดส่วนการลงทุน ในตราสารทุน	21
ภาพที่ 8	อุปสรรคมาจากระเบียบ ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับที่มีผลต่อสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุน	22
ภาพที่ 9	มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่ออุปสรรคในการลงทุนตราสารทุนจากระเบียบข้อบังคับภายในกองทุน และตลาดหลักทรัพย์	23
ภาพที่ 10	มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่ออุปสรรคในการลงทุนตราสารทุนจากระเบียบข้อบังคับ	24
ภาพที่ 11	มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่อปัจจัยที่นักลงทุนพิจารณาตัดสินใจลงทุน	27
ภาพที่ 12	มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่อช่องทางการจำหน่าย บริการ และการประชาสัมพันธ์ที่นักลงทุน	28
ภาพที่ 13	มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่อปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุน	29
ภาพที่ 14	ความพอใจของผู้จัดการกองทุนต่อผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	31
ภาพที่ 15	ความพอใจของผู้จัดการกองทุนแต่ละประเภทในผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	33
ภาพที่ 16	ผลิตภัณฑ์ที่ผู้จัดการกองทุนสนใจในอนาคต	35
ภาพที่ 17	ปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจกรรม short หุ่นมีประสิทธิภาพ	36
ภาพที่ 18	การรับรู้ข้อมูลข่าวสาร	38

สารบัญภาพ (ต่อ)

ภาพที่ 19	สำคัญของข่าวที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุน	39
ภาพที่ 20	ยอดการซื้อรายเดือนสะสมของกองทุนไทยและโบรกเกอร์ ในช่วงเวลา 2538 - 2554	41
ภาพที่ 21	ยอดการซื้อรายเดือนสะสมของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนรายย่อย ในช่วงเวลา 2538 - 2554	42

สารบัญตาราง

ตารางที่ 1	จำนวนกองทุนและขนาดของกองทุนเฉลี่ยที่บริหาร	10
ตารางที่ 2	การจัดสรรเงินทุนส่วนตัวของผู้จัดการกองทุน	13
ตารางที่ 3	นโยบายการลงทุนที่ผู้จัดการกองทุนใช้บริหารกองทุน	14
ตารางที่ 4	ความถี่ในการปรับพอร์ตการลงทุนของกองทุนตราสารทุนและกองทุนผสม	16
ตารางที่ 5	การกำหนดสัดส่วนการลงทุนเพื่อเสนอเป็น Employee choice	17
ตารางที่ 6	ทัศนคติเกี่ยวกับการเติบโตของกองทุนตราสารทุน	19
ตารางที่ 7	ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ของข้อมูลรายวัน (ม.ค. 2548- พ.ค. 2554)	43
ตารางที่ 8	ค่าอัตสหสัมพันธ์ (Autocorrelation) ของข้อมูลรายวัน (ม.ค. 2548- พ.ค. 2554)	44
ตารางที่ 9	ค่าอัตสหสัมพันธ์แบบไขว้ (Cross autocorrelation) ของข้อมูลรายวัน (ม.ค. 2548- พ.ค. 2554)	44
ระหว่างยอดการซื้อ-ขายสุทธิของกองทุนไทยและของนักลงทุนต่างชาติ		
ตารางที่ 10.1	ปฏิภริยาของกองทุนไทยที่มีต่อข่าวสาร	46
ตารางที่ 10.2	ปฏิภริยาของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อข่าวสาร	46
ตารางที่ 10.3	ปฏิภริยาของนักลงทุนรายย่อยที่มีต่อข่าวสาร	47
ตารางที่ 10.4	ปฏิภริยาของพอร์ตโบรกเกอร์ที่มีต่อข่าวสาร	47

ดัชนีตัวย่อ

กบข.	=	กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
ก.ล.ต.	=	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
AUM	=	มูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (asset under management)
ETF	=	Exchange traded fund
LTF	=	กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (long-term equity fund)
OTC	=	การซื้อขาย หรือลงทุนในตลาดเจรจาต่อรอง (Over-the-counter: OTC)

ดัชนีศัพท์

Active fund management	=	การบริหารกองทุนแบบเชิงรุก
Employee choice	=	ทางเลือกการลงทุนสำหรับสมาชิกกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และสมาชิก กบข. ที่จะเลือกนโยบายการลงทุนที่เหมาะสม กับตนเอง
Fund mart	=	ตลาดกองทุนรวม
Holding limit	=	ข้อจำกัดเกี่ยวกับประเภท หรือสัดส่วนการถือครอง หลักทรัพย์ต่อ AUM ของกองทุนรวม
Investment committee	=	คณะกรรมการลงทุน
Market Capitalization	=	มูลค่าตามราคาตลาด
Passive fund management	=	การบริหารกองทุนแบบเชิงรับ
Short sales	=	การขายหลักทรัพย์ที่ผู้ขายไม่ได้ถือครองหลักทรัพย์นั้น
Trigger point	=	จุดหรือระดับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ กำหนดไว้เพื่อการตัดสินใจปรับสัดส่วนการลงทุนใน หลักทรัพย์

Executive Summary

Thailand's mutual fund industry will likely grow in the near future due to liberalization of capital markets and also as need for an alternative for investment for retirement income grow (by 2027, the International Labor Organization predicts the ratio between working population to retirees in Thailand will become 1:3 compared to 1:6 in 2007). While we have seen healthy growth rate of the mutual fund industry of 64% over the past five years with AUM growing from THB 1,760 billion in 2006 to THB 2,882 billion in 2010, we still do not fully understand how different agents in the industry make decisions on how and what assets to invest in. Peculiar aspects of the Thai mutual fund industry are for example: 1. largely bank dominant, with bank-related mutual funds accounting for over 80% of the industry market share, which raises questions whether there is sufficient competitive drive in the industry, 2 Thai investors invest only 38% of GDP in stocks compared to 91% in Taiwan, 146% in Singapore, and 85% in Malaysia, and 3 fixed income fund control the majority share of fund market.

Some anecdotal evidences exist about decision making in the Thai mutual fund industry. However, not much has been learned from the mutual fund managers directly. The objectives of this study are two folds. First, we want to understand the perception of mutual fund managers overall and of different type of mutual funds on investors as well as regulatory and market environment that impedes industry growth and investment in equity. We do so with electronic survey and interviews with fund executives. Second, we use an event study approach to measure the reaction of fund managers in response to market news between January 2005- May 2011. The study help delineate news that are important in the buy/sell decision of Thai funds in aggregate and test the validity of survey responses which at best are only self-reporting individual perceptions.

Details of the study are as follows:

- 1) Direct electronic survey to fund managers or those involving the fund investment process. The electronic survey is grouped in the following categories.

Section 1 Respondent personal information

Section 2 Current fund status and policy

Section 3 Investment attitude and perception towards investing in Stock Exchange Thailand (SET)

Section 4 Impediments in fund management

Section 5 Fund managers' perception of fund buyer

Section 6 Satisfaction towards SET products and future product needs

2) Interview a group of fund executives for their candid comments on obstructions to industry growth to strengthen survey findings

3) Measure the reaction of fund managers in response to market news between January 2005-May 2011 in an event study. By using market return and daily net flow positions of Thai mutual funds, we measure actual reactions of fund managers compared to other investor groups i.e., retail investors, foreign investors, and proprietary trade.

Our survey and interview reveal that fund managers believe that their investment dispositions and compensation plan are not the most important factors that inhibit industry growth and efficiency, but rather regulatory environment, investors' saving culture, and SET's limited product availability and liquidity. Specifically, they rank regulatory impediment in the order of importance from holding limits of investment classes, lengthy process of fund set-up, 10% ceiling on holding value of a single firm, short sales limitations, limitations on direct foreign investment, and limitations on use of derivatives. Next they view investors' savings culture that focuses on preservation of capital as additional hurdle. They point out that investors are largely in favor of bank deposits and fixed income products, which they view as bank deposit substitutes. Finally, they believe that SET do not have sufficiently large pool of firms with high liquidity that can support the growing size of funds.

However, we find supporting evidence from the survey and event study that managers' own perception and investment behavior are also not conducive to competitiveness.

1) There is limited individual discretion of fund managers in asset allocation process suggesting that fund managers are not incentivized to be active. We also ask fund managers in our survey to rank the constraints to equity investments. Bank related fund managers rank constraint due to fund objective the most important constraint whereas fund managers of foreign funds place more importance to liquidity and the ability of the Thai market to produce satisfactory risk-adjusted return than Thai funds.

2) Thai fund managers do not rank fund performance as the most important criteria investors use for fund selection. Unlike fund managers of foreign funds, bank related fund managers view that clients place more importance on internet trading service than past fund performance when making investment choice in funds. Thai non-bank related funds believe that parent firm reputation and distribution channels matters more than past performance.

3) The majority of fund managers in our sample view that fund expense ratio is the least important factor investors use in selecting funds. Although beyond the scope of our study, existing academic research does show that fund fees in countries where commercial banks dominates are relatively higher.

4) Fund managers of Thai funds report a lower level of satisfaction with derivatives products compared to fund managers of foreign funds, and yet they report that they would like more training and skills in derivatives. Regardless, of their report on satisfaction, only one fund in our survey report use of derivatives. The combined evidence point to limited use of derivatives as yield enhancing instruments. This could be due to insufficient incentives to produce superior performance, insufficient know-how and/or costly implementation.

5) In our event study, we find that fund managers' reaction to local news such as politics and industry specific news are stronger than international news. This may reflect their investment policy largely based on local stock picking . The finding confirms managers' survey response that

they weigh interest rate news, stock and industry specific news as most important factors. The evidence shows that Thai fund managers are not responding enough to foreign news in a market where foreign portfolio flow is a key determinant of market direction. The negative daily correlation between foreign portfolio flows and local fund flows suggest that local funds may be passive to volatility from foreign market news.

From our study, we tentatively conclude that many factors contribute to disincentives for competition in the industry and bias towards fixed income investment. We propose a four-point recommendation to address each area as follows:

Recommendation 1: Promote investment education.

There needs to be better understanding of risk and return concepts among retail investors. In particular, retail investors must understand that fixed income are not substitutes of savings account. Commercial banks need to delineate their core banking products from investment products.

Recommendation 2: Amend regulations that obstructs efficient fund management and reduce excess cost.

For example, to foster better competition, the Securities Exchange Commission (SEC) must reduce the fund set-up process time and cost. The rules governing mutual funds appear to be convoluted. As in a small society, there needs to be protection of small investors by SEC. However, going forward, the SEC may consider adopting more lax regulations for sophisticated investors and finance professionals separately.

Recommendation 3: Improve market microstructure environment of the SET that can better support institutional investors.

From our survey, fund managers say that insufficient liquidity caps their equity investment. It is important that the SET seeks ways to increase firm size. One approach already underway is to repeal the tax laws that makes mergers too costly, subsequently allowing firms to merge and

grow in size. Other approaches are to look for potential listings of neighboring country business entities.

Recommendation 4: Improve within industry environment to encourage more competition.

To date, the Thai mutual fund industry structure does not promote diversification for investors. To instill more competitive attitude, we need to induce more competition, which can be done by allowing more foreign funds to operate. Another approach is to allow more flexibility in overseas investment. International investment can generate higher reward to risk benchmarks. To reduce bank related funds' distributional channel advantage, there needs to be new distribution channels allowed for non-bank related funds. Perhaps commercial banks may consider offering investment products outside its own "brand." Finally, independent analysts report to recommend mutual funds can help relay fund performance to the public.

In conclusion, the current operating environment and fund managers perception leads to industry that emphasizes conformity, consequently manifesting in inactive fund management behavior that may not be most conducive to efficiency and greater industry competitiveness. Changing perception and encouraging active investment attitude of fund managers requires push from both supporting external investment environment and industry practice that generates more competition.

บทสรุปผู้บริหาร

อุตสาหกรรมจัดการลงทุนไทยมีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้นเนื่องจากการเปิดตลาดหุ้นเสรีและความต้องการความหลากหลายสำหรับการลงทุนเพื่อการเกษียณอายุซึ่งจะเพิ่มสูงขึ้น ตามรายงานขององค์การแรงงานระหว่างประเทศระบุว่าสัดส่วนของผู้เกษียณอายุต่อคนทำงานจะปรับจาก 1/6 ในปี 2550 เป็น 1/3 ในปี 2580

ตลาดหุ้นไทยมีความเจริญแตกต่างจากตลาดของประเทศเศรษฐกิจใกล้เคียงในหลายรูปแบบ อาทิ เช่น อัตราส่วนการลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีน้อยเพียง 28 % (สิงคโปร์ 146% มาเลเซีย 85%) อีกทั้งนักลงทุนไทยมีการลงทุนส่วนใหญ่ผ่านธนาคาร และการลงทุนกระจุกตัวในตราสารหนี้

การทำความเข้าใจถึงความสำคัญในการเติบโตและความแตกต่างของตลาดหุ้นไทยจากประเทศเศรษฐกิจใกล้เคียงอื่นๆ เป็นส่วนสำคัญในการพัฒนาตลาดหุ้นและตลาดหุ้นโดยรวม ตัวแทนที่สำคัญในการตัดสินใจลงทุนคือผู้จัดการบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และคณะผู้วิจัยจึงดำเนินการศึกษาทัศนคติและปัจจัยการตัดสินใจลงทุนของผู้จัดการบลจ.

คณะผู้วิจัยได้ทำการศึกษา 3 แบบ คือ

1. ใช้แบบสอบถามทางอิเล็กทรอนิกส์ (email) กับผู้จัดการบลจ. ที่ลงทะเบียนโดยตรง
2. ทำการสัมภาษณ์กลุ่ม (Focus group) กับผู้บริหารกองทุนระดับสูง (Executive)
3. การศึกษาโดยวิธีเชิงประจักษ์ (Event study)

โดยมีวัตถุประสงค์ของการศึกษาคือ สืบค้นและศึกษาทัศนคติของผู้จัดการกองทุนต่อนักลงทุน ระเบียบข้อบังคับ และสถานะของตลาดหุ้นที่เป็นอุปสรรคต่ออัตราเติบโตของอุตสาหกรรมและการลงทุนในตราสารทุน นอกจากนี้การศึกษาโดยวิธีหลักฐานเชิงประจักษ์เป็นการศึกษาเพื่อระบุถึงประเภทข่าวสารที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อขายตราสารทางการเงินของผู้จัดการกองทุนโดยรวม โดยศึกษาปฏิกิริยาของผู้จัดการกองทุนต่อข่าวสารต่างๆ ระหว่างเดือนมกราคม 2547 ถึงเดือนพฤษภาคม 2553 และเป็นการทดสอบความน่าเชื่อถือของผลจากการสำรวจ

ผลจากแบบสอบถามและการสัมภาษณ์ระบุว่า ระบบผลตอบแทนและการตัดสินใจลงทุนของผู้จัดการกองทุน ไม่ใช่อุปสรรคต่อการเติบโตของอุตสาหกรรมที่สำคัญที่สุด และระบุถึง 3 ปัจจัยที่สำคัญที่เป็นอุปสรรค ปัจจัยแรกคือระเบียบข้อบังคับ เช่นเพดานการถือครองตราสารทุนของบริษัทใดๆ ที่ออกเพื่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนรวมกันทุกกองต้องไม่เกิน 25% ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมดของบริษัทนั้น และเพดานการถือครองตราสารทุนของบริษัทหนึ่งๆ ต้องไม่เกิน 10% ของมูลค่าพอร์ตลงทุนระยะเวลาในการอนุมัติกองทุนใหม่ ข้อจำกัดการขายตราสารทางการเงินที่กองทุนไม่ได้ถือครอง (short sales) การลงทุนในต่างประเทศโดยตรง และข้อจำกัดการใช้ตราสารอนุพันธ์ ปัจจัยที่สองคือวัฒนธรรมการออมของนักลงทุนไทยที่เน้นการลงทุนเพื่อรักษาเงินต้น ทำให้การลงทุนเน้นหนักไปที่ตราสารหนี้ที่เป็นตราสารทดแทนเงินฝาก และปัจจัยที่สามคือความไม่เพียงพอของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องสูงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์ฯ) ทำให้ไม่สามารถรองรับอัตราเติบโตของกองทุนไทย

จากผลสำรวจชี้ว่าทัศนคติและพฤติกรรมการลงทุนของผู้จัดการกองทุนไม่ได้เป็นไปเพื่อการแข่งขันดังนี้

1. นโยบายการบริหารกองทุนเป็นแบบเชิงรับ (passive fund management) เนื่องจากโครงสร้างตลาดที่บริษัทจัดการลงทุนส่วนใหญ่เป็นบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์ และมีการกำหนดเกณฑ์ในการประเมินที่ไม่ส่งเสริมการบริหารกองทุนแบบเชิงรุก (active fund management) หรือที่เรียกว่าการบริหารกองทุนเพื่อให้เป็นไปตามเกณฑ์ประเมินขั้นต่ำ (benchmark play) ผู้จัดการกองทุนไม่ได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจกำหนดกลยุทธ์การลงทุนเพื่อบริหารกองทุนที่เน้นผลตอบแทนมากเท่าที่ควร โดยผลจากแบบสอบถามส่วนที่ถามถึงปัจจัยที่เป็นอุปสรรคต่อการลงทุนในตราสารทุนระบุว่า ผู้จัดการกองทุนของบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์ไทยชี้ว่าข้อจำกัดที่สำคัญที่สุดคือ วัตถุประสงค์ของกองทุน ในขณะที่ผู้จัดการกองทุนต่างชาติชี้ให้เห็นว่าความสามารถในการบริหารกองทุนเพื่อผลตอบแทนที่สะท้อนระดับความเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นข้อจำกัดที่สำคัญที่สุด
2. ความต้องการลงทุนของนักลงทุนไทยที่เน้นการให้บริการทางการเงินที่ครบวงจรมากกว่าผลตอบแทนทำให้ไม่มีแรงจูงใจในการนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย จากทัศนคติของผู้จัดการกองทุนไทยต่อเกณฑ์ในการเลือกลงทุนของนักลงทุนไทยมี 2 ประเด็นที่สำคัญ คือ

- 2.1 ผลตอบแทนของกองทุนไม่ใช่ปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการเลือกลงทุน โดยผู้จัดการกองทุนที่เป็นบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์ไทยชี้ว่านักลงทุนให้ความสำคัญต่อการซื้อขายผ่านระบบอินเทอร์เน็ตมากกว่าผลตอบแทนของกองทุน ในขณะที่ผู้จัดการกองทุนที่ไม่ได้เป็นบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์ไทยชี้ว่าชื่อเสียงของบริษัทแม่ และช่องทางกำหนดยield เป็นปัจจัยเลือกลงทุนของนักลงทุนไทยมากกว่าผลตอบแทนของกองทุนในอดีต
- 2.2 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการบริหารกองทุนเป็นปัจจัยที่สำคัญน้อยที่สุดในการเลือกลงทุนของนักลงทุนไทย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตที่ระบุว่าค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุนของบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์ซึ่งมีส่วนแบ่งของตลาดโดดเด่นจะสูงกว่ากองทุนที่ไม่ได้เป็นบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์
3. ข้อจำกัดจากระเบียบข้อบังคับในการลงทุนทำให้ผู้จัดการกองทุนไม่มีแรงจูงใจในการบริหารกองทุนเพื่อเพิ่มอัตราผลตอบแทน (yield enhancement) เมื่อเปรียบเทียบความพอใจในตราสารอนุพันธ์ของผู้จัดการกองทุนต่างประเทศกับผู้จัดการกองทุนไทยพบว่า ผู้จัดการกองทุนไทยไม่ได้ใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อการเพิ่มอัตราผลตอบแทนของกองทุน ทั้งนี้ผู้จัดการกองทุนเพียงรายเดียวในกลุ่มตัวอย่างที่ระบุการใช้ตราสารอนุพันธ์ โดยผลสำรวจระบุว่า ผู้จัดการกองทุนไทยมีความพอใจในตราสารอนุพันธ์ต่ำกว่าผู้จัดการกองทุนต่างชาติ และแสดงความต้องการความรู้ในเรื่องตราสารอนุพันธ์เพิ่มเติม
4. นโยบายการลงทุนของกองทุนไทยเน้นการเลือกลงทุนในตราสารทุนในประเทศเป็นหลักและเป็นการลงทุนเชิงรับ ผลจากการสำรวจและการศึกษาหลักฐานเชิงประจักษ์ ระบุว่าผู้จัดการกองทุนไทยตอบสนองต่อข่าวสารในประเทศมากกว่าข่าวต่างประเทศ และทิศทางการไหลเข้าออกของเงินลงทุนจากนักลงทุนในประเทศมีทิศทางตรงข้ามกับเงินลงทุนไหลเข้าออกโดยนักลงทุนต่างชาติ โดยผู้จัดการกองทุนไทยให้น้ำหนักกับข่าวสารในประเทศที่เกี่ยวกับ อัตราดอกเบี้ย ภาวะเศรษฐกิจไทย และข่าวสารของกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศมากที่สุด ทำให้การแข่งขันในอุตสาหกรรมจัดการลงทุนไทยไม่ตอบสนองต่อข่าวสารในต่างประเทศเท่ากับข่าวสารในประเทศ

การสรุปว่าปัจจัยใดเช่น โครงสร้างตลาดที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นผู้นำตลาด การบริหารกองทุนแบบเชิงรับของผู้จัดการกองทุนไทยหรือ ปัจจัยภายนอกเช่น ความต้องการการลงทุนของนักลงทุนไทย ระเบียบข้อบังคับในการลงทุนโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) หรือความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ เป็นอุปสรรคที่สำคัญต่อการแข่งขันในอุตสาหกรรมจัดการลงทุนเป็นสิ่งที่เกินขอบเขตของการศึกษานี้ สิ่งที่คณะผู้วิจัยพบคือปัจจัยดังกล่าวข้างต้นล้วนมีความเกี่ยวข้องต่อการแข่งขันโดยเสนอข้อแนะนำ 4 ข้อดังนี้

ข้อแนะนำที่ 1 ประชาสัมพันธ์และให้ความรู้เรื่องความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนแก่สาธารณะอย่างเป็นระบบ ซึ่งจะนำไปสู่ความรู้ความเข้าใจในตราสารทางการเงินต่าง ๆ ทำให้การนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายมีมากขึ้นในอนาคต

ข้อแนะนำที่ 2 ปรับแก้ระเบียบข้อบังคับที่เป็นอุปสรรคหรือเป็นต้นทุนต่อการบริหารกองทุนให้มีประสิทธิภาพ เช่นส่งเสริมการแข่งขัน โดย ก.ล.ต. ควรปรับลดกระบวนการในการอนุมัติกองทุนใหม่ และปรับปรุงกฎระเบียบที่กำกับบริษัทจัดการลงทุนมากกว่าการเน้นที่การคุ้มครองนักลงทุน โดยมีการคัดค้านกระบวนการกำกับและติดตามผลกระทบจากระเบียบข้อบังคับที่ออกใหม่ หรือใช้กำกับดูแลว่า ระเบียบข้อบังคับดังกล่าวเป็นการส่งเสริมธุรกิจจัดการลงทุนหรือเป็นการเพิ่มต้นทุนแก่ผู้ประกอบการ ภายใต้เงื่อนไขที่ว่านักลงทุนยังคงได้รับการคุ้มครองตามลักษณะความเสี่ยงที่เลือกลงทุน

ข้อแนะนำที่ 3 ตลาดหลักทรัพย์ฯพัฒนาโครงสร้างตลาดทุนเพื่อส่งเสริมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันให้มากขึ้น โดยมีการเพิ่มขนาดของบริษัทจดทะเบียนผ่านการสนับสนุนการควบรวมกิจการ หรือนำบริษัทจากประเทศเพื่อนบ้านที่มีศักยภาพเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งเป็นการเสริมสภาพคล่องให้นักลงทุนสถาบันสามารถลงทุนได้โดยไม่ติดข้อบังคับเรื่องเพดานการถือครองตราสารทุน หรือซื้อขายในปริมาณมากโดยไม่ทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงมากซึ่งจะเป็นการลดต้นทุนในการซื้อขาย

ข้อแนะนำที่ 4 ส่งเสริมการแข่งขันในอุตสาหกรรมจัดการลงทุนโดยอนุญาตให้กองทุนต่างชาติเข้ามาดำเนินการภายใต้ระเบียบข้อบังคับเดียวกับกองทุนไทย หรือมีการผ่อนคลายนโยบายการลงทุนในต่างประเทศเนื่องจากการลงทุนในต่างประเทศสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงได้สูงกว่าการลงทุนในประเทศ ลดทอนความได้เปรียบเนื่องจากช่องทางการจำหน่ายผ่านสาขาธนาคารพาณิชย์โดยสร้าง

ช่องทางการจำหน่ายเช่น ตลาดกองทุนรวม (fund mart) เพื่อให้บริษัทจัดการกองทุนที่ไม่ได้เป็นบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์ไทยมีช่องทางเข้าถึงนักลงทุนได้มากขึ้น นอกจากนี้ส่งเสริมนักวิเคราะห์อิสระที่รายงานและแนะนำกองทุนรวมเพื่อการลงทุนตามเกณฑ์ผลตอบแทนและความเสี่ยงให้สาธารณะรับรู้อย่างต่อเนื่องและง่ายต่อการเข้าถึง

โดยสรุป การส่งเสริมให้มีผลิตภัณฑ์ทางการเงินโดยกองทุนรวมมากขึ้น จะยังคงไม่มีผลต่อการเปลี่ยนพฤติกรรมการลงทุนระยะสั้น และ ประโยชน์ของการมีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ ดังกล่าวจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อนักลงทุนมีความรู้ความเข้าใจตลาดทุนผ่านการให้ความรู้เกี่ยวกับตลาดทุนเสียก่อนและผู้ที่ได้รับอนุญาตจำหน่ายกองทุนรวมได้รับความยืดหยุ่นในการดำเนินการจากผู้วางนโยบาย การพัฒนา การปรับเปลี่ยนทัศนคติและมุมมองของผู้จัดการกองทุน และส่งเสริมการบริหารกองทุนแบบเชิงรุก (active fund management) จำเป็นต้องอาศัยแรงผลักดันและการส่งเสริมจากปัจจัยภายนอก เช่น หน่วยงานกำกับ และนักลงทุน เพื่อให้มีการแข่งขันมากขึ้น

บทนำ

การลงทุนผ่านหลักทรัพย์สถาบัน หรือ กองทุน ทวีความสำคัญในตลาดการเงินของไทยมากขึ้นเป็นลำดับ เพราะนอกจากจะเป็นฐานเงินทุนขนาดใหญ่ที่สร้างสภาพคล่องให้กับระบบการเงินแล้ว ยังเป็นทางเลือกในการลงทุนที่สำคัญสำหรับนักลงทุนบุคคลที่ขาดความรู้ ความสามารถหรือมีข้อจำกัดในการบริหารเงินทุนด้วยตนเองเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพ

ทั้งนี้หากพิจารณารูปแบบการลงทุนของนักลงทุนสถาบันในปัจจุบันพบว่า การลงทุนในตราสารทุนยังมีในสัดส่วนที่น้อย โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค โดย ณ ธันวาคม 2553 สัดส่วนการลงทุนในตราสารทุนของนักลงทุนสถาบันได้แก่ สำนักงานกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ สำนักงานประกันสังคม และบริษัทประกันชีวิต ยังคงมีสัดส่วนไม่เกิน 20% ของมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (asset under management) แม้ว่าผลตอบแทนที่ได้จากตราสารทุนในช่วง 35 ปีที่ผ่านมา (2518 -2553) จะให้ผลตอบแทนสูงสุด คือเฉลี่ย 12% ต่อปี เมื่อเปรียบเทียบกับตราสารการเงินประเภทอื่นๆ อาทิ เงินฝาก และทองคำ ที่ให้ผลตอบแทนคิดเป็น 7% และ 6% ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างประชากรของประเทศไทยที่กำลังก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุในอนาคต โดยการคาดการณ์ขององค์การแรงงานระหว่างประเทศ (International Labour Organization) พบว่า สัดส่วนของวัยทำงานต่อผู้สูงอายุที่ระดับ 6 ต่อ 1 ในปี 2550 จะปรับลดลงเหลือเพียง 3 ต่อ 1 ในปี 2570 ซึ่งให้เห็นถึงความจำเป็นในการส่งเสริมประสิทธิภาพของตลาดทุนไทยเพื่อสนับสนุนการออมเงินระยะยาวของประชากรเพื่อสร้างหลักประกันด้านรายได้ที่มากเพียงพอสำหรับการดำรงชีพในวัยเกษียณจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งการลงทุนผ่านหลักทรัพย์สถาบันจึงถือเป็นอีกช่องทางสำคัญที่สนับสนุนรูปแบบการลงทุนระยะยาวให้กับประชาชน

อัตราการเติบโตของกองทุนรวมในประเทศไทยมีอัตราเฉลี่ย 24% ต่อปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา และมีปริมาณสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร ณ เดือนธันวาคม 2553 อยู่ที่ประมาณ 1.7 ล้านล้านบาท แต่เป็นการเติบโตอันมีผลจากการขยายตัวของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยมีสัดส่วนของมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (Asset under Management: AUM) ประมาณ 72% ของ AUM รวม ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนมีสัดส่วนเพียง 15% ของ AUM รวม นอกจากนี้ การที่บริษัทจัดการลงทุนที่เป็นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินของธนาคารพาณิชย์ (บริษัทที่เป็นบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์) มีข้อได้เปรียบด้านช่องทางการ

จัดจำหน่ายทำให้ผลิตภัณฑ์ในอุตสาหกรรมกระจุกตัวอยู่เฉพาะกองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีลักษณะคล้ายเงินฝาก

ในส่วนของวรรณกรรมปริทัศน์ในบทถัดไปจะเห็นว่า ลักษณะดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับหลายประเทศในเอเชียที่ธนาคารพาณิชย์ยังคงมีความสำคัญ และถือครองส่วนแบ่งตลาดส่วนใหญ่ในระบบการออมและการลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าการมีสภาพแวดล้อมทางการลงทุนที่เอื้ออำนวยได้แก่ สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ และความเข้มข้นของการแข่งขันระหว่างกองทุนจะส่งผลให้กองทุนมีต้นทุนค่าธรรมเนียมที่ต่ำ หรือ ต้นทุนการลงทุนของผู้ลงทุนต่ำนั่นเอง

เมื่อพิจารณาลักษณะของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย ประกอบกับการส่งเสริมการลงทุนเพื่อการเกษียณอายุในประเทศไทย และการพัฒนาตลาดทุนตามแผนพัฒนาตลาดทุนไทย "การวิจัยทัศนคติและพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของผู้จัดการกองทุน" มีวัตถุประสงค์เพื่อจะนำไปสู่การตอบคำถามสำคัญว่า เหตุใดผู้จัดการกองทุนไม่ลงทุนในตราสารทุนมากกว่าที่เป็นอยู่ ส่วนที่จะกล่าวถึงในบทที่เหลือคือ 1) วรรณกรรมปริทัศน์ 2) ระเบียบวิธีการวิจัยและข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง 3) ผลการสำรวจและบทวิเคราะห์ 4) การใช้ข่าวสารในการตัดสินใจลงทุนและปฏิกิริยาของนักลงทุน 5) บทสรุป และ ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

บทที่ 1

วรรณกรรมปริทัศน์

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการบริหารกองทุนและการพัฒนาตลาดทุนสามารถแบ่งได้กว้างๆเป็น 3 กลุ่ม ดังนี้

1.1 วรรณกรรมเกี่ยวกับการบริหารกองทุนและนโยบายของผู้ลงทุน

ผลจากการศึกษาของ Khorana et al. (2005) นั้นพบลักษณะการแข่งขันและสภาพอุตสาหกรรมกองทุนที่มีความคล้ายคลึงกับกองทุนรวมไทย ดังเช่นในการศึกษาของ สรายุทธ์ (2553) สำหรับประเทศไทย เช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Walter and Sisli (2006) สำหรับอุตสาหกรรมกองทุนรวมในตลาดเอเชียเกิดใหม่อันได้แก่ จีน อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ และ ไทย ทั้งนี้ สรายุทธ์ (2553) ได้สะท้อนให้เห็นว่าในประเทศไทยกลุ่มธุรกิจการเงินของธนาคารพาณิชย์เป็นกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงที่สุดทั้งในกองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมตราสารทุน โดยบริษัทจัดการลงทุนที่เป็นบริษัทในเครือธุรกิจการเงินของธนาคารพาณิชย์มีส่วนแบ่งตลาด 89% ณ เดือนมิถุนายน 2553 เพิ่มขึ้นจาก 83% ในปี 2549 เนื่องจากกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีช่องทางการจัดจำหน่ายที่เข้าถึงลูกค้าและมีบริการทางการเงินที่ครบวงจร

Walter and Sisli (2006) ตั้งข้อสังเกตว่าธนาคารพาณิชย์ในเอเชียยังคงมีความสำคัญและถือครองส่วนแบ่งตลาดส่วนใหญ่ในระบบการออมและการลงทุนในเอเชีย คือเกิน 70% ซึ่งเป็นลักษณะที่ต่างจากสหรัฐอเมริกาที่ธนาคารพาณิชย์ถือครองส่วนแบ่งตลาดเงินออมและเงินลงทุนน้อยกว่า 25% Kwok and Tadasse (2006) พบว่าประเทศที่ธนาคารพาณิชย์มีบทบาทสูงในตลาดการเงินมักจะอยู่ในสังคมที่มีนักลงทุนที่มี Risk aversion สูง

1.2 วรรณกรรมที่เกี่ยวกับการนำเสนอประเภทตราสารการลงทุนใหม่

Jobst (2007) นักวิจัยของ IMF ระบุว่า การนำเสนอตราสารอนุพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับตราสารทุนในตลาดทุนเกิดใหม่ (Emerging Markets) ได้รับการตอบรับที่ดีจากผู้บริหารกองทุน จึงมีปริมาณซื้อขายสูงพอที่จะทำให้สามารถดำเนินการซื้อขายต่อไป จากประสบการณ์ของตลาดที่อยู่ในการศึกษาดังกล่าวเป็นตัวอย่างว่าการนำเสนอตราสารการลงทุนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็น่าจะได้รับการตอบรับที่

ดีเช่นกัน ทั้งนี้การเปิดเสรีทางการเงินรวมทั้งตลาดทุนเช่น ความร่วมมือของตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศอาเซียน ที่จะมีขึ้นภายในปี 2011 จะเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดการนำเสนอตราสารการลงทุนใหม่เช่น ASEAN 40 index เป็นต้น

1.3 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับสภาพแวดล้อมตลาดทุน

Khorana et al. (2005) ทำการศึกษากองทุนรวม 56 ประเทศแล้วพบว่า ประเทศที่มีขนาดของกองทุนต่อ GDP สูงคือประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองนักลงทุนที่ดี มีประชากรที่มีรายได้และระดับการศึกษาสูง มีต้นทุนการทำธุรกรรมซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่ำและระบบธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ทำการแข่งขันโดยตรงกับกองทุน นอกจากนี้ Khorana et al. (2009) ยังพบว่าบทบาทของธนาคารพาณิชย์ในตลาดการบริหารกองทุนยังมีผลกระทบต่อค่าธรรมเนียม กล่าวคือ ค่าธรรมเนียม (fund fee) ในประเทศที่ภาคธนาคารพาณิชย์มีความสำคัญจะสูงกว่า แม้ว่าธนาคารมีช่องทางจัดจำหน่ายที่สะดวกกว่า

ความสำคัญของการมีอุตสาหกรรมกองทุนที่มีขนาดใหญ่และมีความหลากหลายสูง อีกทั้งการมีสภาพแวดล้อมทางการลงทุนที่เอื้ออำนวยอันได้แก่ สภาพคล่องของตลาดและความเข้มข้นของการแข่งขันระหว่างกองทุนจะส่งผลให้กองทุนมีต้นทุนค่าธรรมเนียมที่ต่ำตามการศึกษาของ Ferriera and Ramos (2004) และ Khorana et al. (2009)

Harrison (2003) เปรียบเทียบพัฒนาการและการเติบโตของอุตสาหกรรมการบริหารกองทุนในสิงคโปร์และฮ่องกงแล้วสรุปว่า สิงคโปร์อยู่ในฐานะที่ได้เปรียบเนื่องจากได้รับการสนับสนุนจากรัฐอย่างจริงจัง นโยบายสนับสนุนเช่น นโยบายลดเว้นภาษีใน 2 ปีแรกของการจัดตั้งกองทุนในสิงคโปร์ การได้เงินสนับสนุนค่าจ้างพนักงานและการได้รับส่วนร่วมในการบริหาร Central provident fund ดังนั้นกองทุนในสิงคโปร์จึงมีลักษณะพิเศษที่เป็นส่วนผสมระหว่างกองทุนสำรองเลี้ยงชีพและกองทุนเพื่อการลงทุน

Bekaert, et.al. (2004) ทำการศึกษาเรื่องสภาพคล่องในตลาดเกิดใหม่พบว่า สภาพคล่องของตลาดที่เปลี่ยนแปลงมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยผู้ลงทุนจะต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเมื่อความไม่แน่นอนในสภาพคล่องของตลาดสูงขึ้น

บทที่ 2

ระเบียบวิธีการวิจัยและข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง

การดำเนินการวิจัยใช้รูปแบบ 3 วิธี

1. สํารวจโดยการออกแบบสอบถาม (e-Survey) ผ่านทางอิเล็กทรอนิกส์กลุ่มตัวอย่างผู้จัดการกองทุนในตลาดทุนไทย โดยไม่ใช้ website เพื่อจะทำให้สามารถควบคุมและตรวจสอบคุณภาพของข้อมูลได้อย่างแท้จริง

ในการวิจัยนี้ ผู้จัดการกองทุน หมายถึง บุคคลผู้มีอำนาจตัดสินใจลงทุนในตราสารทางการเงินเพื่อลงทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนประกันสังคม กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ บริษัทประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต

ผู้วิจัยได้ส่งแบบสอบถามให้กับผู้จัดการกองทุนที่ขึ้นทะเบียนกับก.ล.ต. และติดตามผลกับผู้จัดการกองทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ สามารถจัดหาข้อมูลเพิ่มเติมจากการติดตามโดยตรงต่อผู้จัดการกองทุนที่ติดต่อได้ทั้งหมด 95 ราย ได้รับแบบสอบถามคืน 83 ชุด แบบสอบถามที่ได้รับจากผู้จัดการกองทุนมีการกระจายตัวของข้อมูลในมิติต่างๆ ที่สำคัญอย่างเหมาะสมใกล้เคียงกับโครงสร้างอุตสาหกรรมการจัดการลงทุนที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน

2. สัมภาษณ์เฉพาะกลุ่ม (Focus group interview) ของผู้บริหารระดับสูงกองทุน 10 ราย (รายนามผู้ให้สัมภาษณ์อยู่ในภาคผนวกที่ 1)

3. ศึกษาปฏิกริยาต่อข่าวโดยวัดจากกระแสเงินลงทุนสุทธิแยกตามประเภทผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ อันได้แก่ นักลงทุนรายย่อย กองทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ และ โบรกเกอร์ โดยการทํา Event study ในช่วงปี 2538-2554

การรวบรวมข้อมูลและวิจัยทางด้านสถิติ

- ขั้นที่ 1 กำหนดเลขประจำตัว 3 หลักสำหรับบริษัท และ อีก 3 หลักสำหรับผู้บริหารกองทุน ในกรณี ที่ บลจ. ตอบแบบสอบถามเพียงชุดเดียวเพื่อเป็นตัวแทนผู้จัดการกองทุนทั้งหมดของ บลจ. (mean group response) รหัสผู้ตอบจะถูกกำหนดให้เป็นหมายเลข "000"
- ขั้นที่ 2 สร้างระบบบันทึกข้อมูลจากแบบสอบถามที่มีลักษณะข้อมูลเชิงคุณภาพให้อยู่ในรูปที่จะนำไปประมวลผลได้อย่างมีความหมายในเชิงปริมาณสถิติ ในรายละเอียดกรณีที่บลจ.ตอบเพียงชุดเดียวสำหรับผู้จัดการกองทุนทั้งหมดจะนับคำตอบในข้อนั้นว่าเป็นข้อมูลชุดเดียวหรือในกรณีที่ข้อมูลที่ขาดหายไป (missing data) จะไม่นับเป็นจำนวน observation ที่ใช้ในการคำนวณค่าทางสถิติ
- ขั้นที่ 3 หลังจากการวิเคราะห์ข้อมูลแล้วได้มีการสุ่มตัวอย่างเพื่อตรวจสอบความถูกต้องของการบันทึกข้อมูลจากแบบสอบถาม

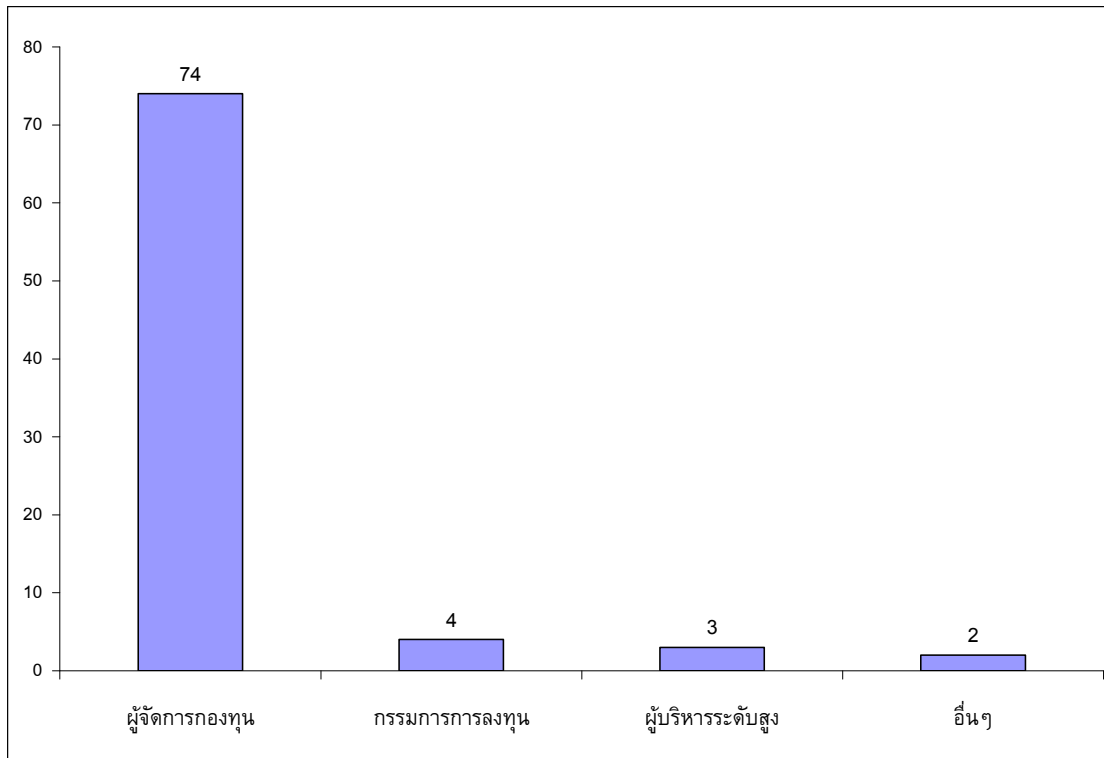
กลุ่มตัวอย่างแบบสอบถาม

กลุ่มตัวอย่างผู้จัดการกองทุนประกอบด้วยชาย 58% และหญิง 42% อายุของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเฉลี่ย อยู่ที่ 36 ปี การศึกษาของกลุ่มตัวอย่างมีระดับการศึกษาระดับปริญญาโทถึง 90% ที่น่าสนใจคือ 60% ของผู้จัดการกองทุนมีประสบการณ์ในการทำงานเท่ากับหรือมากกว่า 6 ปีขึ้นไป (ภาพรวมรายละเอียดข้อมูลอยู่ภาคผนวกที่ 2)

จากภาพที่ 1 กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่เป็นผู้จัดการกองทุน 74 ตัวอย่าง แบบสอบถาม 4 ชุดมาจากกรรมการการลงทุน แบบสอบถาม 3 ชุดมาจากผู้บริหารกองทุนระดับสูง และในส่วนประเภทอื่นๆ มี 2 ชุด ซึ่งได้รับจากผู้แทนสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ รวมทั้งสิ้นเป็น 83 ตัวอย่าง หนึ่งในจำนวนผู้ตอบทั้งหมดนี้มี 3 แบบสอบถามซึ่งได้รับจาก จาก บลจ.กสิกรไทย, สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์, และ บลจ.กรุงศรี ที่ใช้วิธีตอบแบบสอบถามรวมกันมาหนึ่งชุด

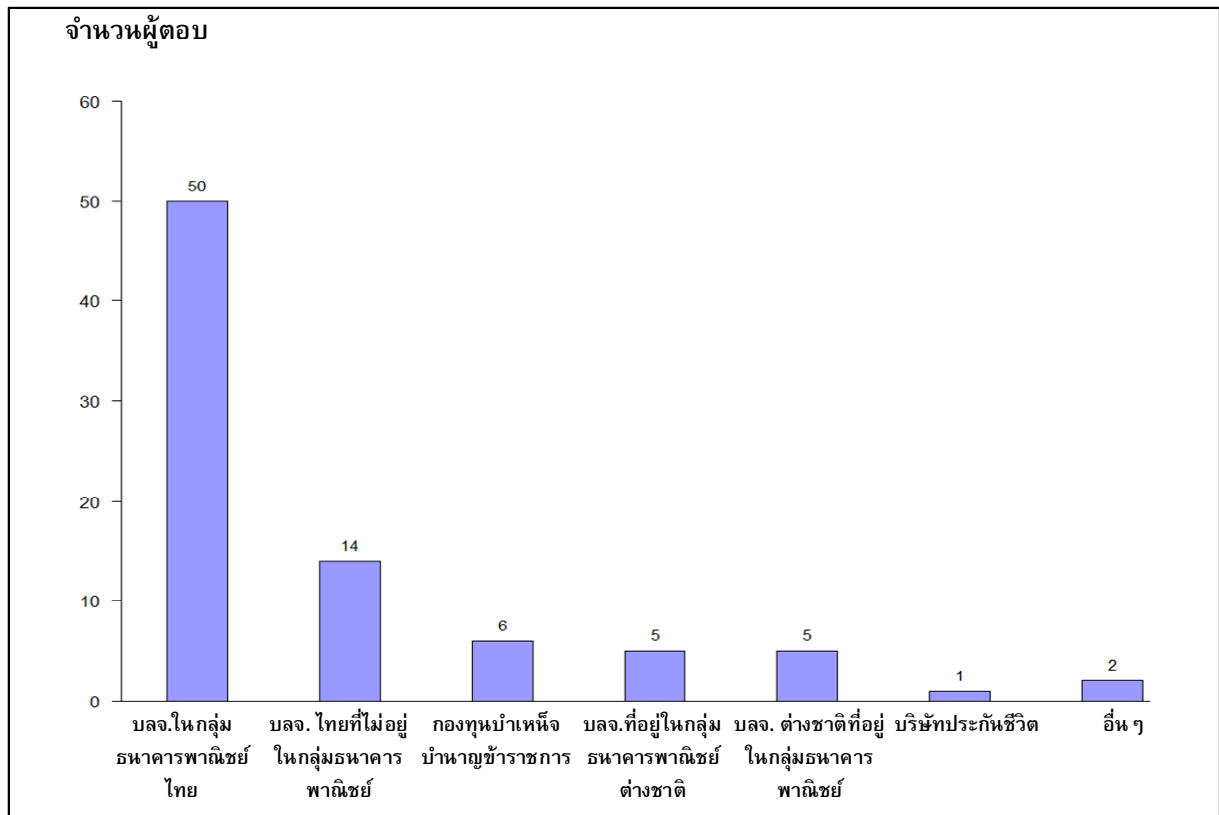
ภาพที่ 1 ตำแหน่งงานของผู้ตอบรับแบบสอบถาม

จำนวนผู้ตอบ



ภาพที่ 2 แสดงให้เห็นชัดว่าอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย นั้นมาจากกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทยเป็นส่วนใหญ่ กล่าวคือผู้ตอบที่เป็นตัวแทนจาก บลจ.ในเครือธนาคารพาณิชย์ไทยมีอยู่เป็นจำนวน 50 ชุด หรือ 60% ของจำนวนผู้ตอบแบบสอบถาม และมีอีก 10 ชุด (12%) ที่มาจากเครือข่ายต่างชาติ นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างยังประกอบไปด้วยกลุ่ม บลจ.ไทยที่ไม่อยู่ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ 14 ชุด (17%) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ 6 ชุด (7%) ที่เหลือเป็นบริษัทประกันชีวิตและ บลจ.ต่างชาติที่ไม่อยู่ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ นับว่ากลุ่มตัวอย่างดังกล่าวมีความหลากหลายสะท้อนสภาพตลาดตามจริงได้อย่างเหมาะสม

ภาพที่ 2 ประเภทองค์กรที่ผู้ตอบแบบสอบถามทำงานอยู่



บทที่ 3

ผลการสำรวจและบทวิเคราะห์

บทที่ 3 เป็นการสรุปและวิเคราะห์ผลการสำรวจทัศนคติของผู้จัดการกองทุนโดยแบ่งเป็น 3 ช้อย่อย คือ ข้อ 3.1 สถานภาพการลงทุนในปัจจุบันของกองทุน และการกำหนดแผนการลงทุน ข้อ 3.2 พฤติกรรม และทัศนคติของผู้จัดการกองทุนต่ออุปสรรคการบริหารกองทุนและมุมมองต่อนักลงทุน และ ข้อ 3.3 ความพอใจในผลิตภัณฑ์และการบริการของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.1 สถานภาพการลงทุนในปัจจุบันของกองทุน และการกำหนดแผนการลงทุน

การวิเคราะห์ในส่วนนี้แบ่งเป็น 2 ส่วนคือ สถานภาพการลงทุนของกองทุนในภาพรวม และ กระบวนการกำหนดนโยบายการลงทุนและการตัดสินใจปรับพอร์ตลงทุนของกองทุน

3.1.1 ภาพรวมสถานภาพการลงทุนของกองทุน

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลจำนวนกองทุนเฉลี่ยและขนาดของกองทุนคำนวณโดยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วย จำนวนผู้ตอบที่ผู้จัดการกองทุนแต่ละรายบริหาร ตัวเลขในวงเล็บใต้ชื่อของแต่ละสดมภ์ระบุจำนวนผู้จัดการกองทุนที่ระบุประเภทกองทุนที่ตนบริหารต่อจำนวนกลุ่มตัวอย่างผู้จัดการกองทุนทั้งหมด 83 ราย พบว่าโดยเฉลี่ยผู้จัดการกองทุน 1 ราย บริหาร 5 กองทุน และบริหารกองทุนรวมตราสารหนี้ด้วยขนาด AUM เฉลี่ยสูงที่สุด รองลงมาเป็นการบริหารกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long term equity fund: LTF) โดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. จำนวนกองทุนรวมตราสารหนี้เฉลี่ยที่ผู้จัดการกองทุนแต่ละรายบริหารคือ 6 กองทุน และมีค่าสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนรวมประเภทอื่นๆ โดยมีขนาด AUM เฉลี่ยสูงสุดที่ 15,123.81 ล้านบาท
2. จำนวนกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) เฉลี่ยที่ผู้จัดการกองทุน 1 รายคือ 2 กองและมีขนาด AUM เฉลี่ยใหญ่เป็นลำดับ 2 อยู่ที่ 3,725 ล้านบาทรองจากกองทุนรวมตราสารหนี้
3. กองทุนส่วนบุคคลนั้นแม้จะมีค่าเฉลี่ยรวมจำนวนมากถึง 14 กองแต่ก็มีขนาด AUM เฉลี่ยเพียง 358 ล้านบาท

4. กองทุนผสมที่เป็นกองทุนผสมทั่วไป มีค่าเฉลี่ยรวมจำนวน 2 กองและมีขนาด AUM เฉลี่ยที่ 86 ล้านบาท และ 1,759 ล้านบาทสำหรับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และหากพิจารณาขนาดเฉลี่ยของกองทุนผสมทุกประเภทแล้วอยู่ที่ 1,395 ล้าน โดยที่กองที่เล็กที่สุดมีขนาด 10 ล้านบาท กองที่ใหญ่ที่สุดมีขนาด 14,000 ล้านบาท คิดเป็นมูลค่ารวม 99,048 ล้านบาท¹

เป็นที่น่าสังเกตว่ากองทุนไทยมีขนาดที่แตกต่างกันเป็นอย่างมาก ดังนั้นการสำรวจความเห็นของผู้จัดการกองทุนที่บริหารกองทุนขนาดต่างๆ กันเพื่อสอบถามข้อจำกัดที่เป็นปัญหาเฉพาะเจาะจงก็ไม่สามารถตอบคำถามว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือหน่วยงานกำกับจะส่งเสริมให้เกิดการลงทุนในตลาดทุนเพิ่มขึ้นได้อย่างไร ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าข้อจำกัดของการลงทุนในตราสารทุนของกองทุนขนาดใหญ่อาจเป็นเรื่องของผลกระทบต่อทางด้านราคา (price impact) ที่มีผลมาจากสภาพคล่องที่จำกัด และผลกระทบนี้ย่อมก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงกว่าสำหรับกองทุนขนาดใหญ่

ตารางที่ 1 จำนวนกองทุนและขนาดของกองทุนเฉลี่ยที่ผู้จัดการกองทุนบริหาร

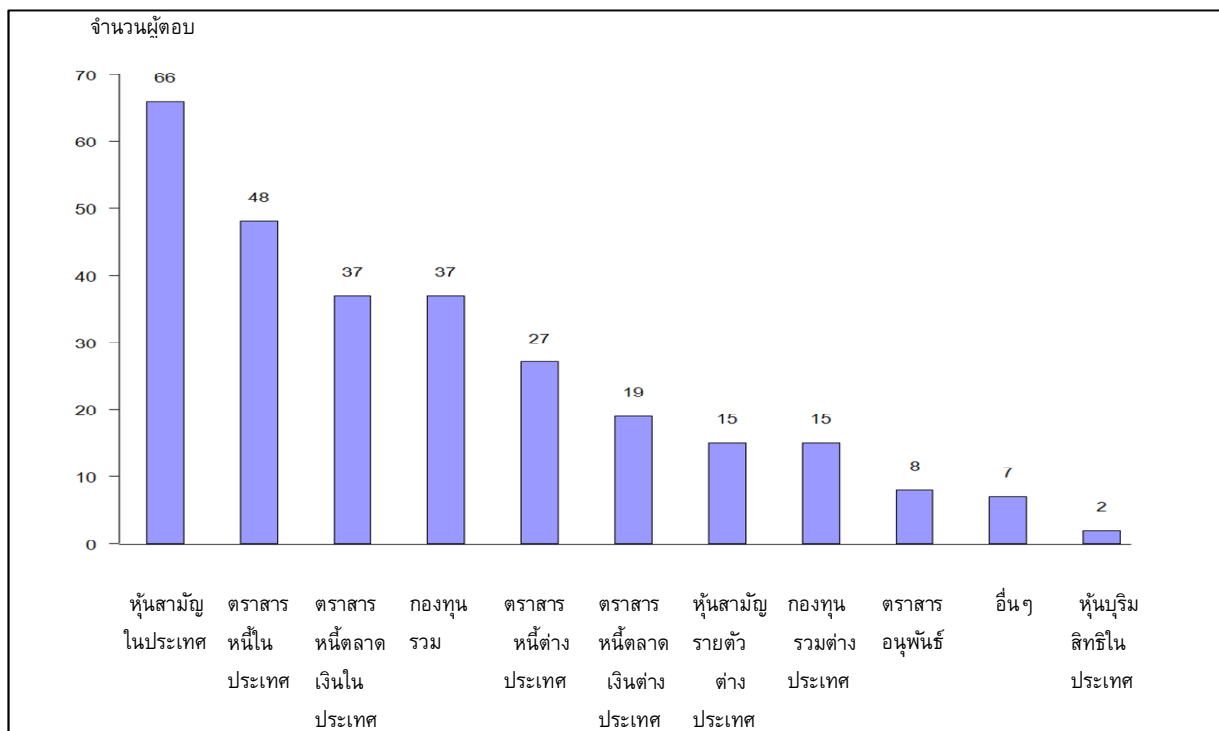
	กองทุนรวมทั่วไป (57/83)	กองทุนตราสาร		กองทุน สำรองเลี้ยงชีพ	กองทุนส่วน บุคคล
		กองทุนรวมทั่วไป (37/83)	กองทุนรวมเพื่อ การเลี้ยงชีพ		
จำนวนกองทุนเฉลี่ยต่อราย					
รวม	5	1	2	8	14
กองทุนตราสารทุน	3	2	1	2	11
กองทุนตราสารหนี้	6	N/A	1	9	7
กองทุนผสม	2	1	2	6	6
มูลค่าAUMเฉลี่ยต่อราย (ล้านบาท)					
รวม	4,789	3,420	884	1,862	358
กองทุนตราสารทุน	970	3,725	464	513	566
กองทุนตราสารหนี้	15,123.81*	N/A	1,245	758	481
กองทุนผสม	86	1,752	799	1,759	308

* มูลค่าสูงเนื่องจาก ผู้จัดการกองทุน ของบลจ.1 ราย บริหารกองทุนตราสารหนี้ที่มีมูลค่าAUMเฉลี่ย 120,000 ล้านบาท

¹ เพื่อเป็นการนำเสนอที่กระชับ รายละเอียดสามารถขอได้จากผู้เขียน

หากพิจารณาความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ที่เลือกลงทุน พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีการใช้ตราสารทุน และตราสารหนี้มากที่สุด และ มีการใช้ตราสารอนุพันธ์อย่างจำกัดและน้อยกว่าการลงทุนในตราสารหนี้และตราสารทุนต่างประเทศ สำหรับการลงทุนในตราสารหนี้ส่วนใหญ่จะเป็นการลงทุนผ่านตลาดเจรจาต่อรอง (Over-the-counter: OTC) ดังแสดงในภาพที่ 3

ภาพที่ 3 ตราสารลงทุนที่ผู้จัดการกองทุนใช้

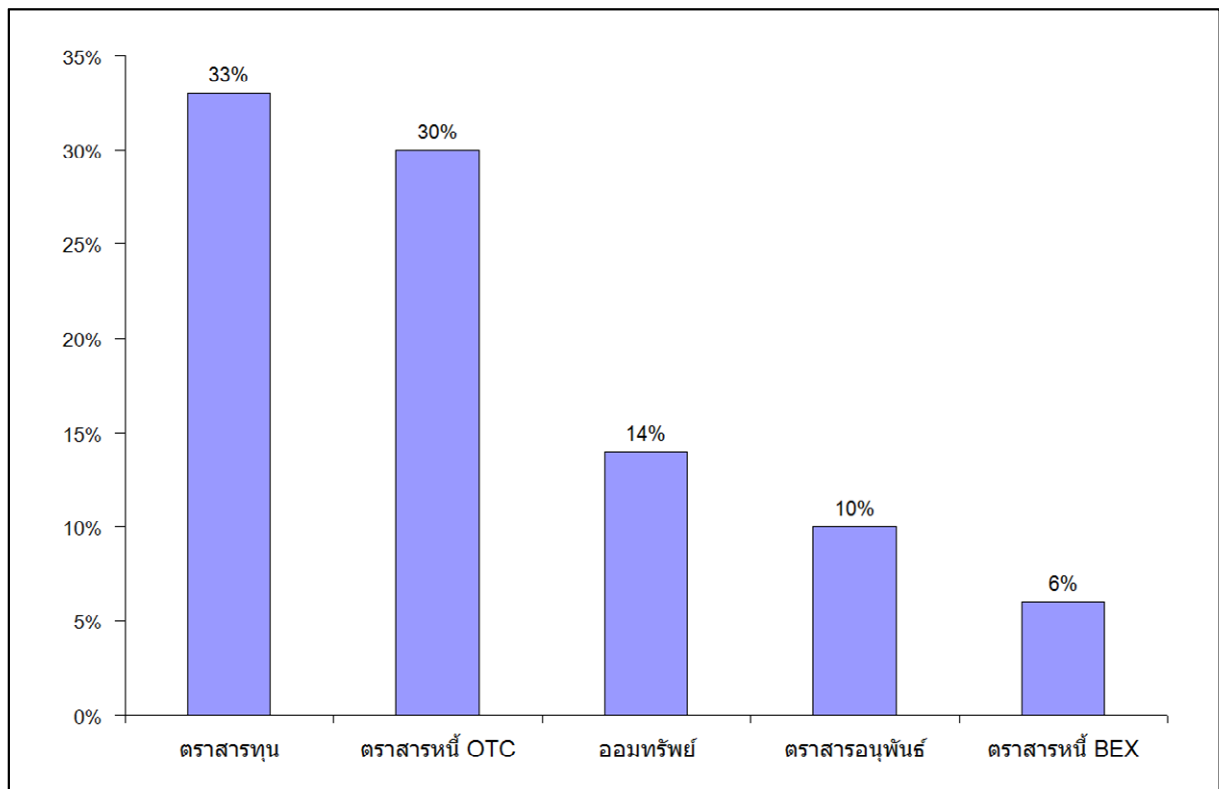


คณะผู้วิจัยตั้งข้อสังเกตว่าแม้กฎเกณฑ์ของ ก.ล.ต. ที่อนุญาตให้กองทุนผสมลงทุนในตราสารทุนในสัดส่วนระหว่าง 35% ถึง 65% ของ AUM แต่ปรากฏว่ามีสัดส่วนการลงทุนเฉลี่ยในตราสารทุนจริงอยู่ที่ระดับ 33% ตามที่แสดงในภาพที่ 4 จึงเป็นประเด็นที่ควรศึกษาว่าเหตุใดจึงมีสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุนค่อนข้างต่ำ

คณะผู้วิจัยได้สอบถามแนวคิดของผู้จัดการกองทุนในการเลือกรูปแบบการลงทุนหากสามารถจัดสรรเงินลงทุนส่วนตัวดังแสดงในตารางที่ 2 ซึ่งแสดงสัดส่วนการจัดสรรเงินลงทุนส่วนตัวของผู้จัดการกองทุนซึ่งมีค่าเฉลี่ยสัดส่วนเงินลงทุนในตราสารทุนอยู่ที่ประมาณ 46% ซึ่งสูงกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่กลุ่มตัวอย่าง

บริหารรายงานอยู่ประมาณ 33% สำหรับการจัดสรรการลงทุนในช่วงเวลา 1 และ 5 ปีข้างหน้า และเพื่อการเกษียณอายุไม่มีความแตกต่างกัน แต่สิ่งที่น่าสนใจเมื่อเปรียบเทียบข้อมูลการลงทุนที่เป็นอยู่ในตารางที่ 2 พบว่าผู้จัดการกองทุนมีความสนใจที่จะลงทุนในตราสารทุนที่เป็นเงินของตัวเองสูงกว่าซึ่งน่าจะแสดงว่าการลงทุนผ่านกองทุนน่าจะมีข้อจำกัดและอุปสรรคบางอย่าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มกองทุนผสมที่มีกรอบการลงทุนในตราสารทุนได้ถึง 65% ของ AUM

ภาพที่ 4 สัดส่วนในการลงทุนในตราสารประเภทต่างๆ เฉลี่ยของกองทุนผสม



ตารางที่ 2 การจัดสรรเงินทุนส่วนตัวของผู้จัดการกองทุน

	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน		ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
เงินสด (%)			ตราสารทุน (%)		
1 ปี	8.46%	13.25%	1 ปี	46.09%	25.81%
5 ปี	6.04%	9.16%	5 ปี	46.30%	24.37%
เพื่อการเกษียณอายุ	6.74%	11.59%	เพื่อการเกษียณอายุ	41.82%	25.95%
ตราสารหนี้ (%)			ทองคำ (%)		
1 ปี	30.67%	26.63%	1 ปี	10.41%	10.87%
5 ปี	29.30%	24.17%	5 ปี	12.25%	13.44%
เพื่อการเกษียณอายุ	31.36%	24.28%	เพื่อการเกษียณอายุ	11.25%	10.40%

3.1.2 กระบวนการกำหนดแผนการลงทุนและการตัดสินใจปรับพอร์ตการลงทุน

การลงทุนในตราสารทุนโดยผู้จัดการกองทุนเป็นไปตามนโยบายการลงทุนและมีการวางแผนการลงทุนเลือกหรือปรับสัดส่วนลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามกรอบนโยบายการลงทุน เพื่อเข้าใจทัศนคติของผู้จัดการกองทุนโดยรวมจำเป็นต้องพิจารณากระบวนการกำหนดแผนการลงทุนและการตัดสินใจในขั้นต้นว่า ผู้จัดการกองทุนรวมมีส่วนร่วมในกระบวนการกำหนดแผนการลงทุนอย่างไรเช่น ผู้จัดการกองทุนแต่ละรายทำการตัดสินใจเพียงลำพังในการกำหนดแผนการลงทุน หรือเสนอแผนการลงทุนต่อคณะผู้จัดการกองทุนเพื่อตัดสินใจร่วมกันก่อนที่จะนำไปสู่การตัดสินใจในการปรับสัดส่วนการลงทุน ทั้งนี้รูปแบบของการมีส่วนร่วมของผู้จัดการกองทุนในการกำหนดแผนการลงทุนสามารถแปลความได้ว่าเป็นการบริหารกองทุนแบบเชิงรุก หรือเป็นการบริหารเพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามระดับความเสี่ยงที่กำหนดไว้

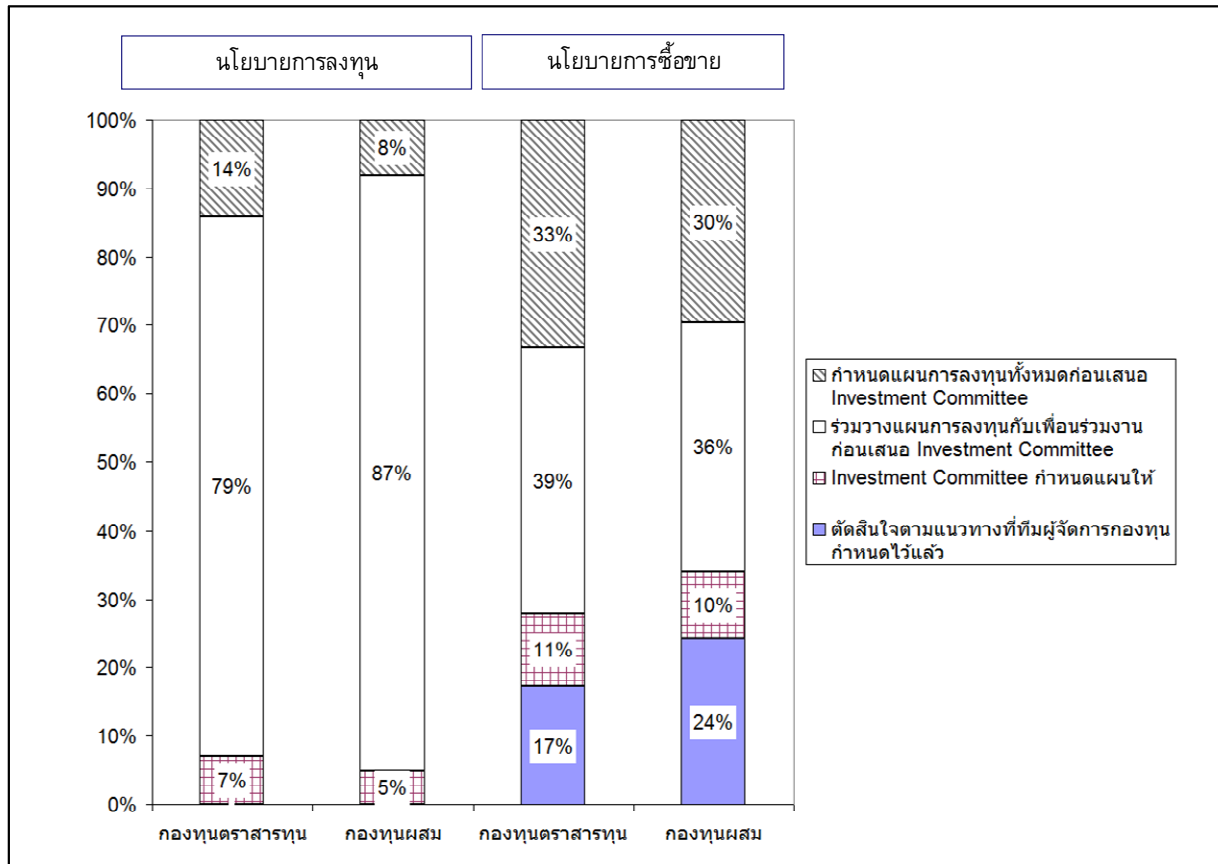
ตารางที่ 3 แสดงค่าเฉลี่ยของนโยบายการลงทุนที่ใช้ในการบริหารกองทุน 5 คือเห็นด้วยมากที่สุด และ 1 คือเห็นด้วยน้อยที่สุด ผลจากแบบสำรวจระบุว่า ผู้จัดการกองทุนใช้กลยุทธ์เลือกหุ้นรายตัวมากที่สุด

ตารางที่ 3 นโยบายการลงทุนที่ผู้จัดการกองทุนใช้บริหารกองทุน

	ค่าเฉลี่ย	จำนวนผู้ตอบ
นโยบายการลงทุน		
ดัชนีอ้างอิง (Index tracking)	2.90	73
อัตราผลตอบแทนเป้าหมาย (Target fund)	2.90	72
เลือกหุ้นรายตัว (Stock picking)	4.32	73

ผู้จัดการกองทุนมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายหรือกลยุทธ์การลงทุนของกองทุนโดยนำเสนอแผนการลงทุนต่อคณะผู้จัดการกองทุนเพื่อทำการตัดสินใจร่วมกัน ในขณะที่การกำหนดนโยบายการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นประมาณ 30% ของผู้จัดการกองทุนสามารถทำการตัดสินใจโดยลำพัง ภาพที่ 5 อธิบายการกำหนดนโยบายหรือกลยุทธ์การลงทุนดังแสดงในกราฟ 2 แห่งด้านซ้าย และการกำหนดนโยบายการซื้อขายหรือกลวิธีการซื้อขายหลักทรัพย์แสดงในกราฟ 2 แห่งด้านขวา พบว่าในการกำหนดนโยบายการลงทุน 78% ของผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุน และ 87% ของผู้จัดการกองทุนผสม ตัดสินใจร่วมกันกับคณะผู้จัดการกองทุนก่อนนำเสนอคณะกรรมการลงทุน สำหรับแผนการซื้อขายหลักทรัพย์ ประมาณ 30% ของผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนผสมสามารถกำหนดแผนการซื้อขายโดยลำพัง และประมาณ 40% จะทำการตัดสินใจร่วมกันกับคณะผู้จัดการกองทุนก่อนที่จะนำเสนอคณะกรรมการลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าไม่มีความแตกต่างมากนักระหว่างการกำหนดนโยบายการลงทุน และแผนการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนผสม

ภาพที่ 5 การกำหนดแผนการลงทุนและการตัดสินใจการซื้อขายหลักทรัพย์ในกองทุนรวมตราสารทุน และ กองทุนผสม



จากข้อมูลดังกล่าวผู้จัดการกองทุนสามารถกำหนดกลวิธีในการตัดสินใจลงทุนและซื้อขายตราสารทุนได้พอสมควรภายใต้กรอบนโยบายการลงทุน ดังนั้นการที่กองทุนลงทุนในตราสารทุนในสัดส่วนที่น้อยกว่ากรอบการลงทุนอาจเป็นไปได้จากหลายสาเหตุ เช่นอุปสรรคด้านเงื่อนไขการลงทุน ปัญหาสภาพคล่องหรือการขาดแรงจูงใจ เป็นต้น

ตารางที่ 4 แสดงความถี่ในการปรับพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนผสม ผู้จัดการกองทุน ประมาณ 50%ของกลุ่มตัวอย่าง ที่ตอบคำถามนี้ระบุว่ามีการปรับพอร์ตการลงทุนทุกเดือน และมีอีกประมาณ 26% ที่ปรับทุกสัปดาห์ มีผู้จัดการกองทุนผสมเพียงรายเดียวที่ทำการปรับพอร์ตรายวัน ทั้งนี้หากการที่ผู้จัดการส่วนใหญ่มีแนวการลงทุนแบบเลือกหุ้นรายตัว (stock picking) และมีการปรับพอร์ต

เพียงเดือนละครั้ง น่าจะสะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานไม่ได้ใช้วิธีการลงทุนแบบเทคนิค

ผู้จัดการกองทุนจำนวน 10 รายระบุว่า การปรับพอร์ตจะกระทำเมื่อราคาของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปตามขนาดที่กำหนดไว้ เช่น 10% หรือเรียกว่าเป็นการปรับพอร์ตการลงทุนแบบ trigger point โดยผู้จัดการกองทุนทั้ง 10 รายระบุว่า เมื่อราคาของตราสารทุนที่ได้ลงทุนเปลี่ยนแปลงโดยเฉลี่ย 7.15% จะเป็นจุดตัดสินใจปรับพอร์ตการลงทุน ซึ่งเป็นการสะท้อนให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุนส่วนหนึ่งมีการบริหารกองทุนในเชิงรุก

ตารางที่ 4 ความถี่ในการปรับพอร์ตการลงทุนของกองทุนตราสารทุนและกองทุนผสม

ประเภทกองทุน	รายวัน	รายสัปดาห์	รายเดือน	รายไตรมาส	อื่น ๆ	จำนวนผู้ตอบทั้งหมด
ตราสารทุน	0	14	25	7	4	50
ผสม	1	1	0	2	4	8

อีกประเด็นที่ทำการสอบถามผู้จัดการกองทุนประเภทกองทุนเพื่อการเกษียณอายุ คือ การเปิด Employee choice จะกระทบต่อสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุนอย่างไร ผลตามตารางที่ 5 ปรากฏว่าในจำนวนผู้จัดการกองทุนที่บริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพทั้งหมด 20 ราย มี 9 ราย ที่จะเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุน เป็น 30.4% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 27.8% แต่ก็สังเกตได้ว่าค่าดังกล่าวมีความใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกองทุนผสม ดังนั้นโอกาสที่ทางตลาดหลักทรัพย์ฯ จะขยายฐานการลงทุนของกลุ่มนักลงทุนสถาบันขึ้นอยู่กับการขยายตัวของกองทุนเพื่อการเกษียณอายุใหม่ ๆ อีกทั้งความต้องการของเจ้าของเงินเกษียณอายุเนื่องจากสัดส่วนดังกล่าวเป็นไปตามความต้องการเจ้าของเงิน สำหรับกองทุนเพื่อการเกษียณอายุที่มีลักษณะพิเศษเช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) ถึงแม้จะมีขนาด AUM ใหญ่ แต่ก็ถูกกฎเกณฑ์จำกัดสัดส่วนการลงทุนในหุ้นเพียง 15%

ตารางที่ 5 การกำหนดสัดส่วนการลงทุนเพื่อเสนอเป็น Employee choice

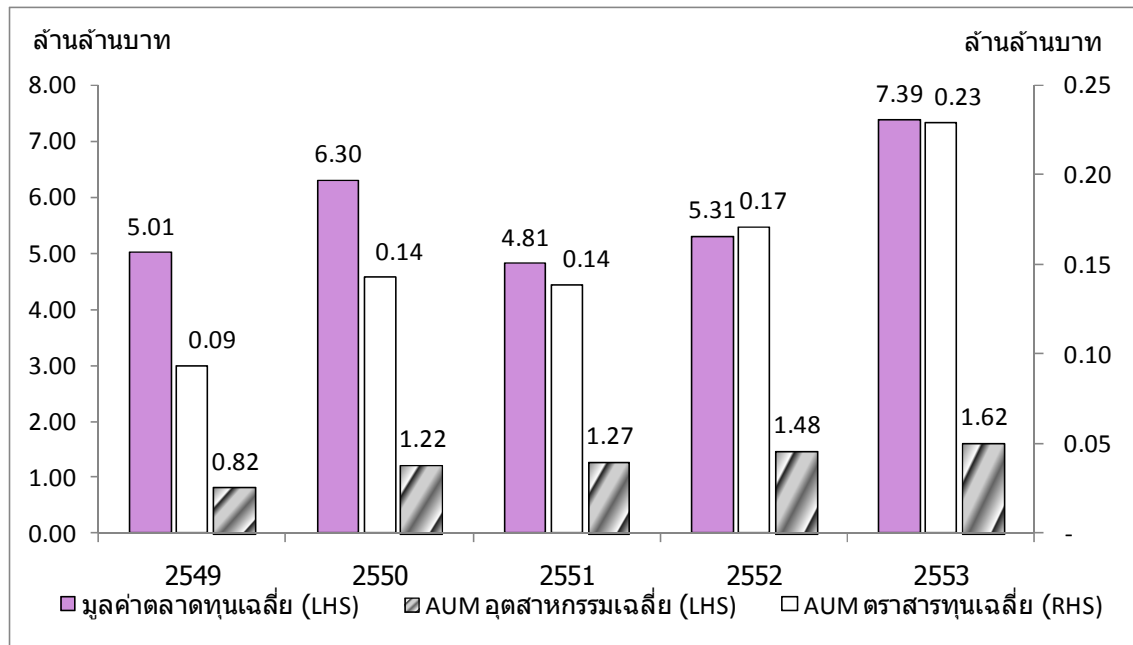
จำนวนผู้จัดการ กองทุนที่บริหาร กองทุนสำรองเลี้ยง ชีพ	ค่าเฉลี่ยของของ มูลค่ากองทุนสำรอง เลี้ยงชีพในตลาดตรา สารทุน (ร้อยละ)	เพิ่มสัดส่วนในการ ลงทุนตราสารทุน (จำนวนผู้จัดการ กองทุน)	ในกรณีที่มี Employee choice		
			ลดสัดส่วนในการ ลงทุนตราสารทุน (จำนวนผู้จัดการ กองทุน)	ไม่เปลี่ยนแปลงการ ลงทุนในตราสารทุน (จำนวนผู้จัดการ กองทุน)	สัดส่วนการ ลงทุนในตรา สารทุนที่จะ เพิ่มเป็น(%)
20	27.8	9	1	10	30.4

**3.2 พฤติกรรมและทัศนคติของผู้จัดการกองทุนต่ออุปสรรคการบริหารกองทุนและมุมมองต่อหลัก
ลงทุน**

3.2.1 พฤติกรรมและทัศนคติของผู้จัดการกองทุนต่ออุปสรรคต่อการลงทุนในตราสารทุน

เมื่อพิจารณามูลค่าตลาดตราสารทุนไทย (market capitalization) ที่มีการเติบโตจากขนาดประมาณ 5.5 ล้านล้านบาทในปี 2549 เป็นประมาณ 8.3 ล้านล้านบาทในปี 2553 โดยมีอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (compound annual growth rate: CAGR) ที่ 8.74% ในช่วงเวลา 5 ปี ในขณะที่มูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (asset under management: AUM) ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนมีอัตราเติบโต CAGR ที่ 20.87% และหากพิจารณาเฉพาะกองทุนรวมตราสารทุนอัตราเติบโต CAGR ที่ 23.14% ในช่วงเวลาเดียวกัน สัดส่วนของ AUM ต่อมูลค่าตลาดตราสารทุน เติบโตจากประมาณ 15% ในปี 2549 เป็นประมาณ 23% ในปี 2553 อย่างไรก็ตาม AUM จะมีอัตราเติบโตที่น่าพอใจแต่สัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนต่อ AUM ทั้งหมดมีสัดส่วนน้อย ที่ประมาณ 11%-14% ตลอดช่วงเวลา 5 ปี (ภาพที่ 6)

ภาพที่ 6 มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ มูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (AUM) มูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารกองทุนรวมตราสารทุน (AUM EQUITY) และอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR)



โครงสร้างการออมส่วนใหญ่ในประเทศไทยอยู่ในรูปเงินฝาก ดังนั้นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในประเทศไทยจึงคุ้นเคยกับตราสารเงินและตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน ดังจะเห็นได้จากสัดส่วน AUM ของกองทุนรวมตราสารทุน ต่อ AUM ทั้งหมดในระยะเวลา 5 ปี ค่อนข้างคงที่ประมาณ 11%-14% และสัดส่วน AUM ของกองทุนรวมตราสารทุน ต่อมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ รวมในช่วงเวลาเดียวกันอยู่ที่ 1.8%-3.1% แสดงให้เห็นถึงปริมาณการลงทุนในตราสารทุนผ่านกองทุนรวมที่ไม่เติบโตเท่าที่ควร อาจมีสาเหตุมาจากความต้องการลงทุนในตราสารทุนที่จำกัดของนักลงทุนไทย ทำให้การลงทุนในตราสารทุนไม่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ผู้จัดการกองทุนตราสารทุน และกองทุนผสมส่วนใหญ่กล่าวถึงสาเหตุสำคัญที่จำกัดสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุนคือ ข้อจำกัดจากนโยบายการบริหารกองทุน สภาพคล่องของหลักทรัพย์และขนาดของหลักทรัพย์

ประเด็นแรกคือการสำรวจทัศนคติของผู้จัดการกองทุนที่เกี่ยวกับการเติบโตของตราสารทุน ตามที่ปรากฏผลในตารางที่ 6 เป็นการให้คะแนนความสำคัญของปัจจัยที่เป็นอุปสรรคต่อการการเติบโตของกองทุนตราสารทุน โดย 1 หมายถึงสำคัญมาก และ 6 สำคัญน้อยที่สุด ปัจจัยที่ได้รับความสำคัญที่สุดคือ เรื่องโครงสร้างของการออมในประเทศที่อยู่ในรูปของเงินฝาก และความคุ้นเคยที่มีต่อตราสารในตลาดเงิน

และตราสารหนี้ ปัจจัยที่สำคัญเป็นลำดับที่ 2 คือผู้ลงทุนยังขาดความเข้าใจในตราสารทุน หรืออาจเข้าใจแต่กลัวความเสี่ยง ซึ่งปัจจัยนี้สอดคล้องกับความเห็นของผู้บริหารกองทุนระดับสูงที่จะกล่าวว่า ความเข้าใจในเรื่องความสัมพันธ์ของผลตอบแทนกับความเสี่ยงของผู้ลงทุนยังอยู่ในระดับต่ำมาก นักลงทุนไทยเน้นการลงทุนเพื่อรักษาเงินต้นมากกว่า การลงทุนเพื่อทำให้มูลค่าเงินลงทุนที่สูงที่สุด ภายใต้ระดับความเสี่ยงหนึ่ง เช่น เข้าใจว่าการฝากเงินกับธนาคารมีปลอดภัยกว่าการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ที่ลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีการกระจายการลงทุน แม้ว่าตราสารหนี้ที่ลงทุนจะได้รับการจัดอันดับเครดิตเท่ากับของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นความคิดที่ไม่ถูกต้อง เนื่องจากการฝากเงินกับธนาคารไม่มีกระจายความเสี่ยง แต่นักลงทุนมองไม่เห็น เนื่องจากเห็นว่าการฝากเงินกับธนาคารให้ผลตอบแทนที่แน่นอน ในขณะที่ตราสารการเงินที่มี ราคาไม่แน่นอน มีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าในระดับความเสี่ยงที่เท่ากันหรือเสี่ยงต่ำกว่า ไม่เป็นที่นิยม อย่างไรก็ตาม นักลงทุนอาจมีการกระจายความเสี่ยงในรูปการลงทุนอื่นเช่นอสังหาริมทรัพย์แต่เราประเมินเพียงเงินออมที่ฝากธนาคาร อยู่ในหุ้นกู้และที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์

สำหรับเรื่องภาพลักษณ์เกี่ยวกับวิกฤตการณ์กองทุนตราสารทุนในปี 2540-2541 มีความสำคัญน้อยที่สุดตามความเห็นของผู้จัดการกองทุน

ตารางที่ 6 ทศนคติเกี่ยวกับการเติบโตของกองทุนตราสารทุน

ประเภท	วิกฤตการณ์ลงทุนเมื่อปี 2540-2541 สร้างทัศนคติที่ไม่ดีแก่การลงทุน	โครงสร้างการออมส่วนใหญ่อยู่ในรูปเงินฝาก	ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ไม่เข้าใจตราสารทุน	ผู้ลงทุนส่วนใหญ่เข้าใจตราสารทุนแต่กลัวความเสี่ยง	ช่องทางการจำหน่ายใหญ่ผ่านธนาคาร ซึ่งคุ้นเคยกับการแนะนำตราสารหนี้มากกว่า	อื่นๆ
บลจ.ที่เกี่ยวข้องกับ ธพ. ไทย	3.68	1.78	3.03	2.83	3.45	3.5
บลจ.ต่างชาติ	4.00	1.67	3.00	3.67	3.17	NA
บลจ. ไทยที่ไม่เกี่ยวข้องกับ ธพ.	4.53	1.70	2.50	2.64	3.65	3.5

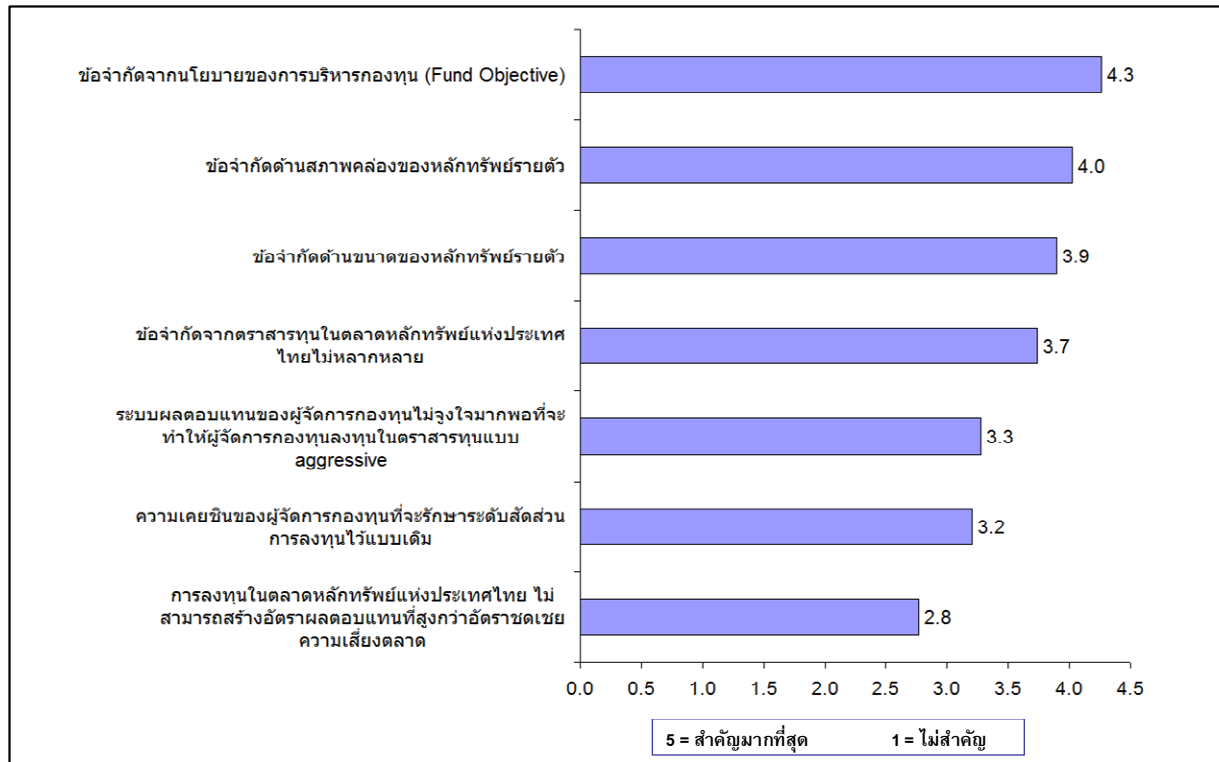
6 = สำคัญน้อยที่สุด
1 = สำคัญมากที่สุด

ในขั้นต่อไปการศึกษานี้แบ่งประเภทอุปสรรคต่อการลงทุนในตราสารทุนเป็น 2 ประเภท นั่นคือ อุปสรรคที่มาจาก นโยบายและข้อจำกัดต่างๆ อันเกิดจากทั้งระเบียบข้อบังคับภายในกองทุนและตลาดหลักทรัพย์ ในที่นี้เรียกว่าอุปสรรคที่มีสาเหตุมาจากปัจจัยภายในอุตสาหกรรม และอุปสรรคจากระเบียบข้อบังคับ ของหน่วยงานกำกับ หรืออุปสรรคที่มีสาเหตุมาจากปัจจัยภายนอก

หากพิจารณาทัศนคติของผู้จัดการกองทุนในภาพรวมต่ออุปสรรคการลงทุนในตราสารทุนที่มีสาเหตุมาจากปัจจัยภายในพบว่า ปัจจัยที่เป็นอุปสรรคสูงสุด 3 อันดับแรกคือข้อจำกัดจากนโยบายการบริหารกองทุน (fund objective) ข้อจำกัดด้านสภาพคล่องของหลักทรัพย์รายตัว และขนาดของหลักทรัพย์รายตัวตามลำดับ (ภาพที่ 7) เนื่องจากตราสารทุนรายตัวไทยมีขนาดเล็กและมีเพียงไม่กี่หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายเช่น ตราสารทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 หรือหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน ทำให้การซื้อขายที่มีปริมาณมากอาจไม่สามารถทำได้ ณ ระดับราคาและปริมาณที่วางแผนไว้ ทำให้ตราสารทุนที่เป็นทางเลือกในการลงทุนมีจำกัด

ผู้บริหารที่สัมภาษณ์กล่าวเพิ่มเติมว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ มีความผันผวนสูงและมีความอ่อนไหวของราคาต่อปริมาณซื้อทั้งนี้เป็นผลมาจากการมีสภาพคล่องที่จำกัด ทำให้กองทุนที่มีการจัดการกับข้อจำกัดทางกฎเกณฑ์การลงทุน เช่น กบข. หรือ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ปรับเปลี่ยนสัดส่วนการลงทุนได้ยาก

ภาพที่ 7 อุปสรรคมาจากนโยบาย ข้อจำกัดของกองทุน และตลาดหลักทรัพย์ที่มีผลต่อสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุน

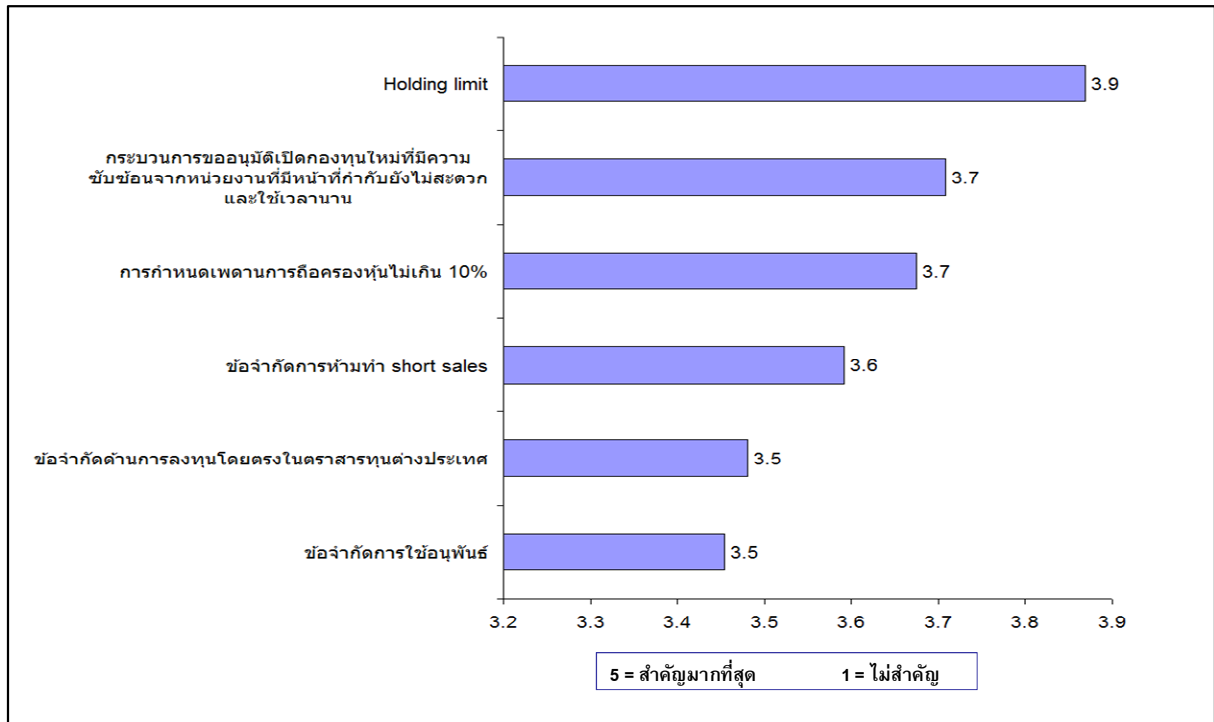


ผลของการสำรวจพบว่าผู้จัดการกองทุนให้คะแนนประเด็นเรื่องผลตอบแทนของผู้จัดการกองทุนไม่จูงใจสำหรับการลงทุนในตราสารแบบ aggressive ด้วยคะแนนความสำคัญ 3.3 และความเคยชินในการรักษาระดับสัดส่วนการลงทุนไว้แบบเดิมด้วยคะแนนใกล้เคียงคือ 3.2 คาดว่าความเคยชินและผลตอบแทนในการบริหารของผู้จัดการกองทุนน่าจะมีความเกี่ยวข้องกันมากและเป็นประเด็นสำคัญที่จะผลักดันให้ผู้จัดการกองทุนใช้กลยุทธ์ในการบริหารกองทุนแบบเชิงรุก (actively managed fund) มากขึ้น

หากพิจารณาทัศนคติของผู้จัดการกองทุนในภาพรวมต่ออุปสรรคการลงทุนในตราสารทุนที่มีสาเหตุมาจากปัจจัยภายนอกพบว่า เกณฑ์เพดานถือครองหลักทรัพย์ (holding limit) กระบวนการอนุมัติกองทุนใหม่ที่มีความซับซ้อนที่ยุ่งยากและใช้เวลานาน และการกำหนดเพดานการถือหุ้นรายตัวไม่เกิน 10% เป็นอุปสรรคที่มีความสำคัญลำดับต้นๆ ต่อการขยายการลงทุนในตราสารทุน (ภาพที่ 8) อีกทั้งข้อจำกัดในการใช้อนุพันธ์และการลงทุนโดยตรงในตราสารทุนต่างประเทศ เป็นอีก 2 อุปสรรคสำคัญที่กองทุนไม่สามารถทำ

การป้องกันความเสี่ยง กระจายความเสี่ยงได้ตามต้องการ หรือบริหารกองทุนเพื่อสร้างอัตราผลตอบแทน (yield enhancement)

ภาพที่ 8 อุปสรรคจากระเบียบ ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับที่มีผลต่อสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุน

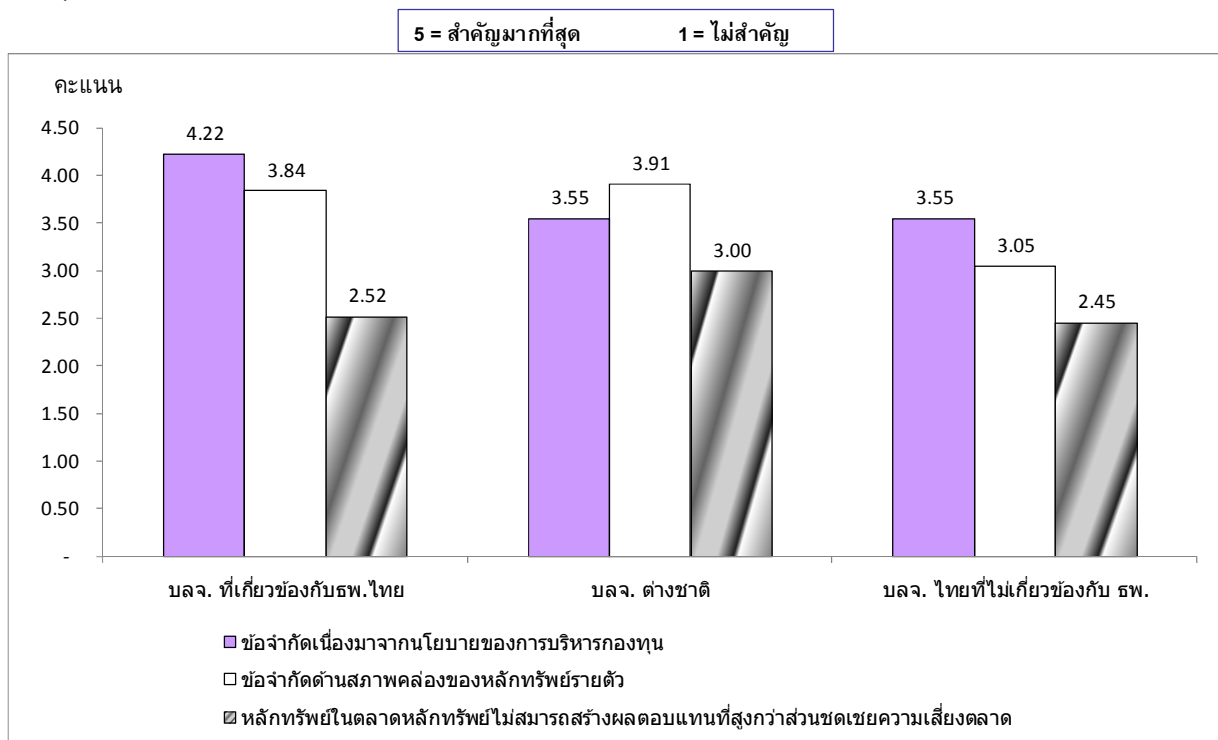


เพื่อเสริมความเข้าใจว่า บลจ. ประเภทต่างๆ มองอุปสรรคการลงทุนเหมือนกันหรือไม่ การศึกษาในส่วนถัดไปแบ่งประเภทผู้จัดการกองทุนออกเป็น 3 ประเภทคือ ผู้จัดการกองทุนที่มีธนาคารพาณิชย์ไทยเป็นบริษัทแม่ ผู้จัดการกองทุนต่างชาติ และผู้จัดการกองทุนไทยที่ไม่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่ เพื่อการวิเคราะห์เชิงลึกด้านอุปสรรคการลงทุนในตราสารทุน ข้อสรุป 3 ข้อจากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า

1. บริษัทแม่ของ บลจ. หรือกองทุนเป็นผู้กำหนดนโยบายการบริหารกองทุนที่เข้มงวดและจำกัดปริมาณและสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุนผ่านคณะกรรมการลงทุน เช่น นโยบายที่ไม่ส่งเสริมการนำเสนอผลิตภัณฑ์ตราสารทุนต่อนักลงทุน เนื่องจากไม่สามารถกำหนดอัตราผลตอบแทนจากกองทุนรวมตราสารทุนได้แน่นอนและอาจขาดทุนได้ ซึ่งจะทำให้บริษัทแม่เสียชื่อเสียงได้

ผู้จัดการกองทุนทุกประเภทระบุว่านโยบายการบริหารกองทุนที่กำหนดโดยคณะกรรมการ
ลงทุนของกองทุนที่มีความเข้มงวดเป็นอุปสรรคที่สำคัญลำดับแรก (ภาพที่ 9) หากพิจารณา
ระดับความสำคัญอุปสรรคที่เกิดจากนโยบายการบริหารกองทุน พบว่ากองทุนไทยที่มีธนาคาร
พาณิชย์เป็นบริษัทแม่มีความเข้มงวดกว่ากองทุนประเภทอื่น ดังจะเห็นว่าคะแนนเฉลี่ยของ
ความเป็นอุปสรรคในการขยายการลงทุนเนื่องมาจากนโยบายการบริหารกองทุนของผู้จัดการ
กองทุนไทยที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่มีค่าสูงที่สุดที่ 4.22 และเป็นผู้จัดการกองทุน
ประเภทเดียวที่ให้คะแนนเกิน 4

ภาพที่ 9 มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่ออุปสรรคในการลงทุนตราสารทุนจากระเบียบข้อบังคับภายใน
กองทุนและตลาดหลักทรัพย์

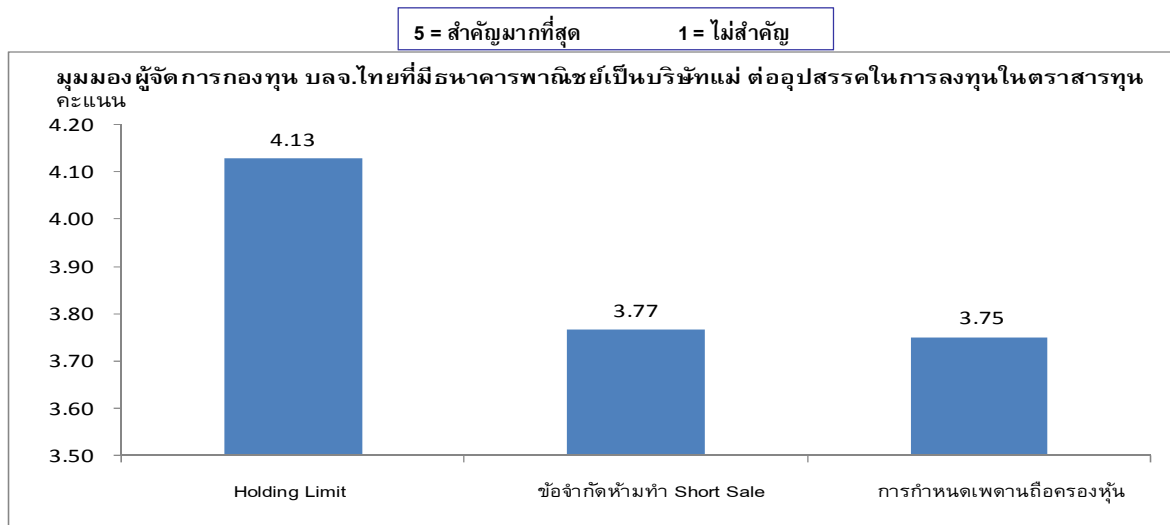


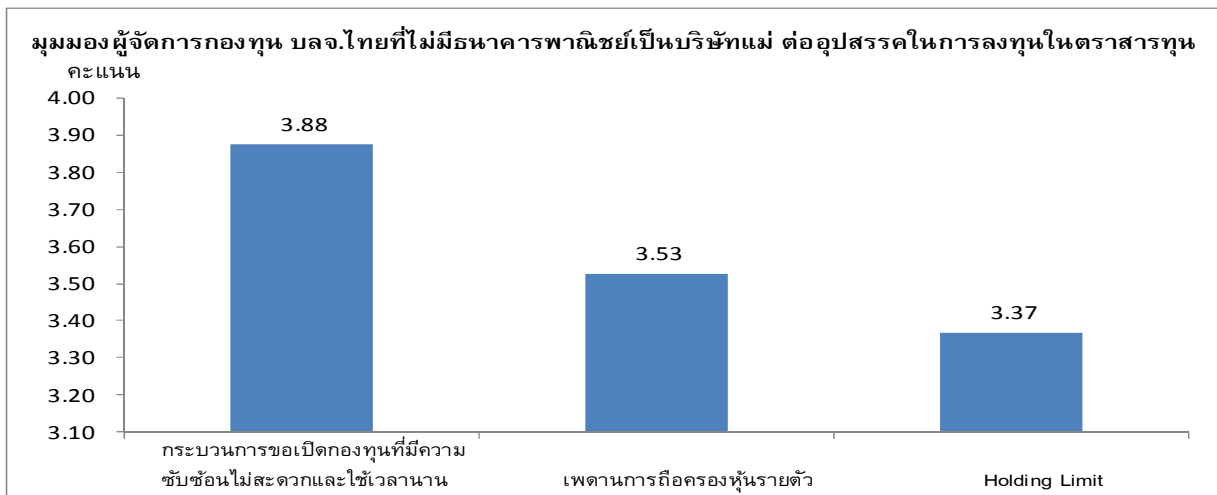
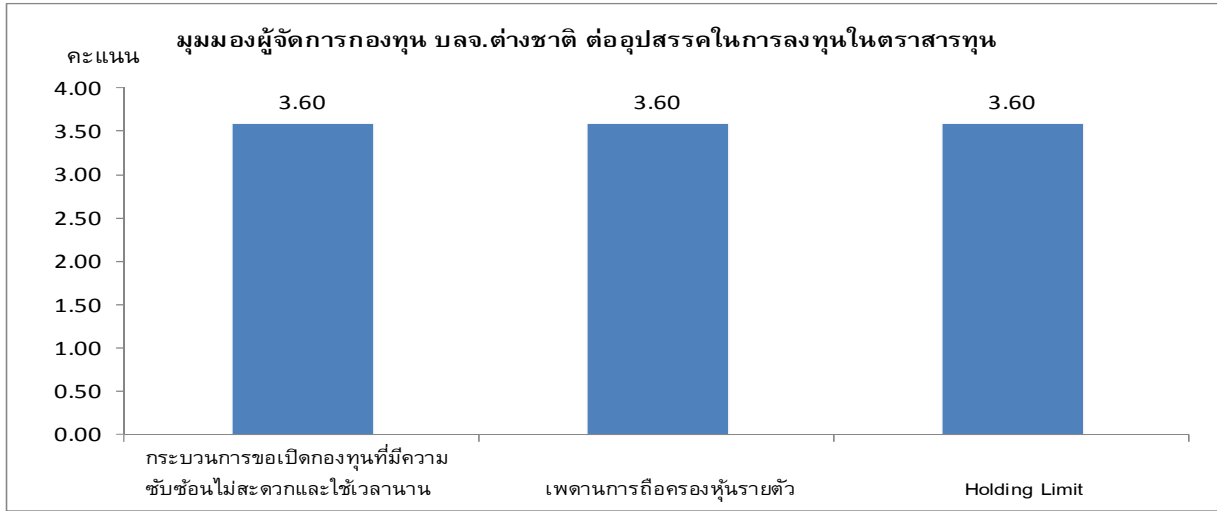
2. อุปสรรคจากนโยบายและข้อจำกัดต่างๆอันเกิดจากกองทุนและตลาดหลักทรัพย์ ที่สำคัญ
อีก 2 ประการคือ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า
ส่วนชดเชยความเสี่ยงตลาด และสภาพคล่องของหลักทรัพย์รายตัว (ภาพที่ 9) โดยผู้จัดการ
กองทุนต่างชาติให้ระดับความสำคัญจากอุปสรรคทั้ง 2 ข้อข้างต้นสูงกว่าผู้จัดการกองทุน
ประเภทอื่น เมื่อเปรียบเทียบกับทัศนคติของผู้จัดการกองทุนไทยที่ไม่ได้เน้นการบริหารกองทุน

เพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงกว่าส่วนชดเชยความเสี่ยง โดยระดับความสำคัญเฉลี่ยที่ผู้จัดการกองทุนไทยให้คือระดับคะแนนที่ต่ำกว่า 3

3. ผู้จัดการกองทุนต่างชาติให้น้ำหนักกลยุทธ์การบริหารกองทุนที่สร้างอัตราผลตอบแทนสูงกว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงตลาดมากกว่ากองทุนไทยที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่ เพื่อสร้างจุดเด่นของกองทุนผ่านการเลือกตราสารทุนรายตัวเพื่อสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนที่โดดเด่น แต่ให้ความเห็นว่าไม่สามารถบริหารจัดการได้อย่างมีประสิทธิภาพเนื่องจากอุปสรรคจากระเบียบ และข้อบังคับหน่วยงานกำกับ และสภาพคล่องของหลักทรัพย์รายตัว ผู้จัดการกองทุนต่างชาติระบุว่าอุปสรรคจากระเบียบ หนึ่งในข้อบังคับที่สำคัญที่สุดคือ กระบวนการขออนุมัติเปิดกองทุนที่มีความซับซ้อนจากหน่วยงานกำกับมีความไม่สะดวกและใช้เวลานาน (ภาพที่ 10)

ภาพที่ 10 มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่ออุปสรรคในการลงทุนตราสารทุนจากระเบียบข้อบังคับ





4. ผู้จัดการกองทุนทุกประเภทมีความเห็นตรงกันว่า ข้อจำกัดเกี่ยวกับประเภท หรือสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ต่อ AUM ของกองทุนรวม ในการศึกษาเรียกว่า holding limit เป็นอุปสรรคจากปัจจัยภายนอกที่มีผลมาจาก ระเบียบ ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับเป็นอุปสรรคต่อกระบวนการตัดสินใจบริหารกองทุนที่สำคัญ

เมื่อพิจารณาแยกกันนอกจาก holding limit แล้ว กองทุนไทยที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่ระบุว่าข้อจำกัดการใช้เงินทุน เป็นอีกหนึ่งอุปสรรคที่สำคัญ ซึ่งต่างจากกองทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ที่ระบุว่า ข้อจำกัดการใช้เงินทุนไม่เป็นอุปสรรคที่สำคัญมากนัก โดยผู้จัดการกองทุนต่างชาติให้ความสำคัญข้อจำกัดทุกข้อใกล้เคียงกันหมดในระดับ 3.4-3.6

ผู้บริหารบริษัทจัดการลงทุนที่สัมภาษณ์กล่าวสรุปว่าหน่วยงานกำกับดูแล เน้นนโยบาย ในด้านการป้องกันความเสี่ยงนักลงทุนมากเกินไป ซึ่งมีสาเหตุจากการที่ประเทศไทยยังขาดการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพและสามารถคุ้มครองนักลงทุนได้อย่างแท้จริง โดยผู้บริหารบริษัทจัดการลงทุนมีความเห็นว่า กฎเกณฑ์ที่ออกมาจากหน่วยงานกำกับดูแลที่เน้นการปกป้องนักลงทุนมากเกินไป ทำให้นักลงทุนขาดการเรียนรู้ในการรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้ด้วยตัวเอง

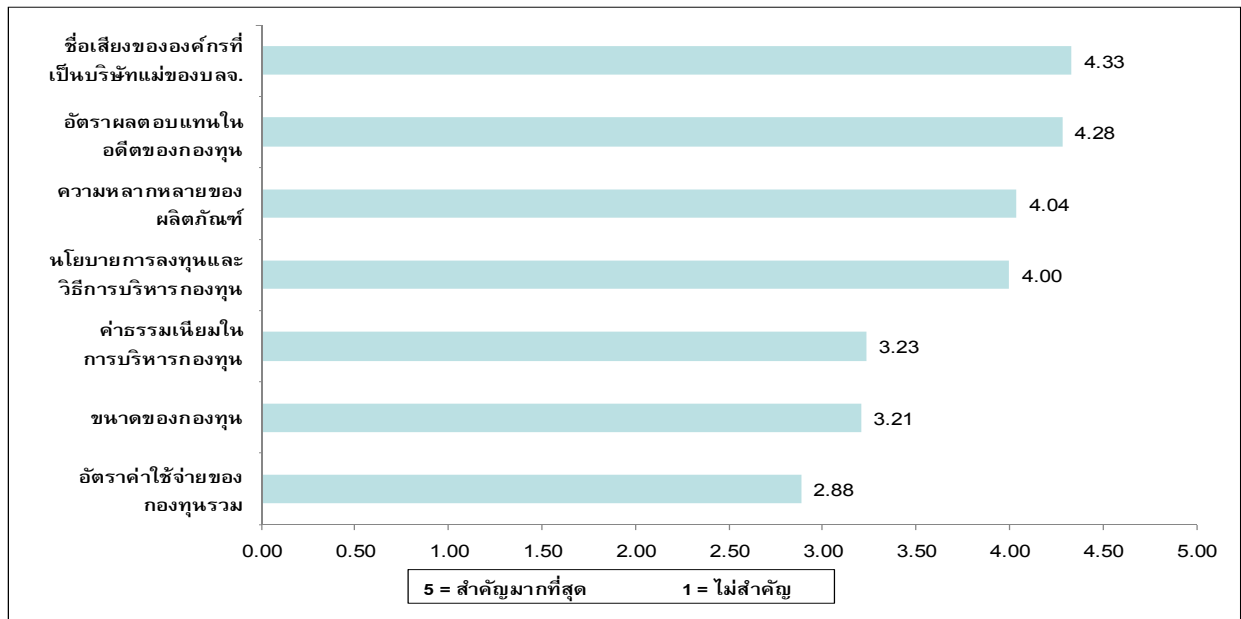
3.2.2 พฤติกรรมและทัศนคติของผู้จัดการกองทุนต่อนักลงทุน

ความสนใจของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนในการซื้อกองทุนในมุมมองของผู้จัดการกองทุน ซึ่งความเข้าใจดังกล่าวจะสะท้อนทัศนคติของผู้จัดการกองทุนในด้านการแข่งขันซึ่งจะเสริมความเข้าใจด้านแนวคิดการลงทุนของนักลงทุน การวิเคราะห์ในภาพรวมจะแบ่งปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนเป็น 2 กลุ่ม กลุ่มที่ 1 คือปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน และประสิทธิภาพการบริหารกองทุน กลุ่มที่ 2 คือปัจจัยเกี่ยวกับช่องทางการจัดจำหน่าย และบริการที่กองทุนเสนอให้นักลงทุน การศึกษาในส่วนนี้แบ่งประเภทผู้จัดการกองทุนเป็น 3 ประเภทเช่นเดิม เพื่อทำการวิเคราะห์ของพฤติกรรมและทัศนคติของผู้จัดการกองทุนประเภทต่างๆ

ภาพที่ 11 แสดงถึงปัจจัยกลุ่มที่ 1 สะท้อนถึงมุมมองของผู้จัดการกองทุนโดยรวมต่อสิ่งที่นักลงทุนพิจารณาลงทุน พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนมากที่สุด 2 ปัจจัยคือ ชื่อเสียงขององค์กรที่เป็นบริษัทแม่ของ บลจ. และความสามารถในการดำเนินงานหรืออัตราผลตอบแทนในอดีต อีก 2 ปัจจัยที่มีความสำคัญรองลงมาและผู้จัดการกองทุนให้ความสำคัญพอๆกันคือ นโยบายการลงทุนและความสะดวกในการซื้อขายหน่วยลงทุน ในขณะที่อัตราค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมและขนาดของกองทุนมีความสำคัญน้อยที่สุด ผลการศึกษานี้ต่างจากรายงานการสอบถามนักลงทุนของ Nielson² ที่จัดทำทาง internet ซึ่งพบว่านักลงทุนระบุว่าพิจารณาความสามารถในการดำเนินงานหรืออัตราผลตอบแทนในอดีตเป็นสิ่งที่สำคัญกว่าชื่อเสียงและภาพลักษณ์ขององค์กร

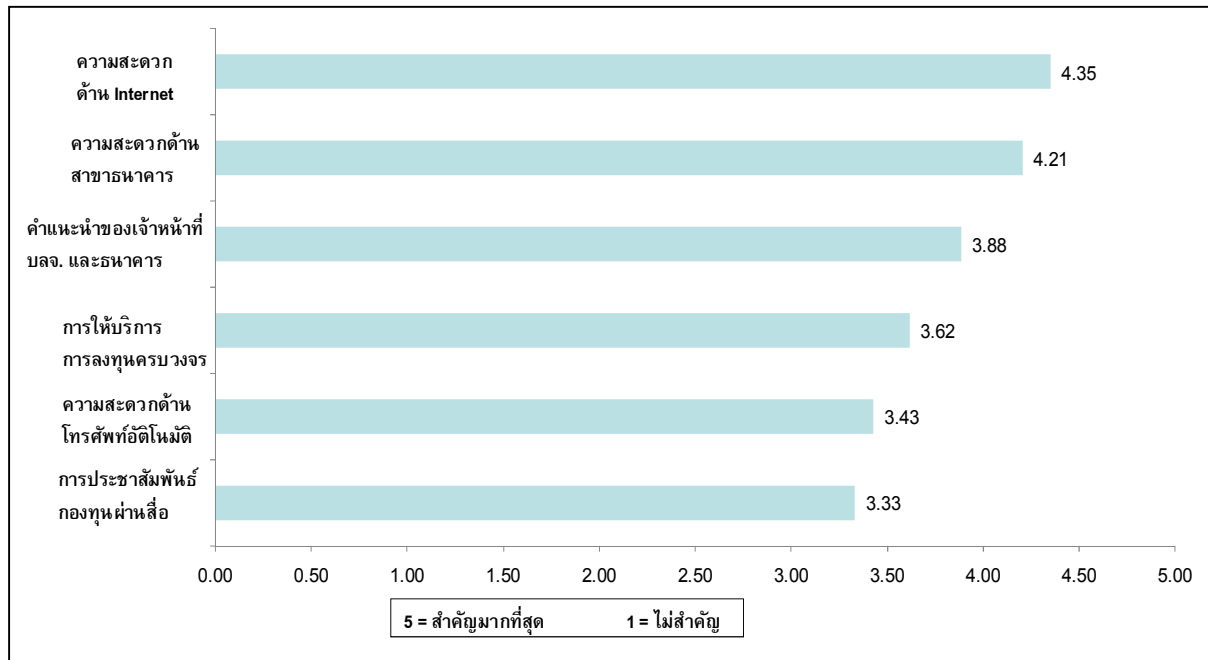
² บริษัทเดอะ นีลสัน คอมปะนี (ประเทศไทย) จำกัด 2554 โครงการวิจัยตลาดทุน (Investor research survey)

ภาพที่ 11 มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่อบัจจัยที่นักลงทุนพิจารณาตัดสินใจลงทุน



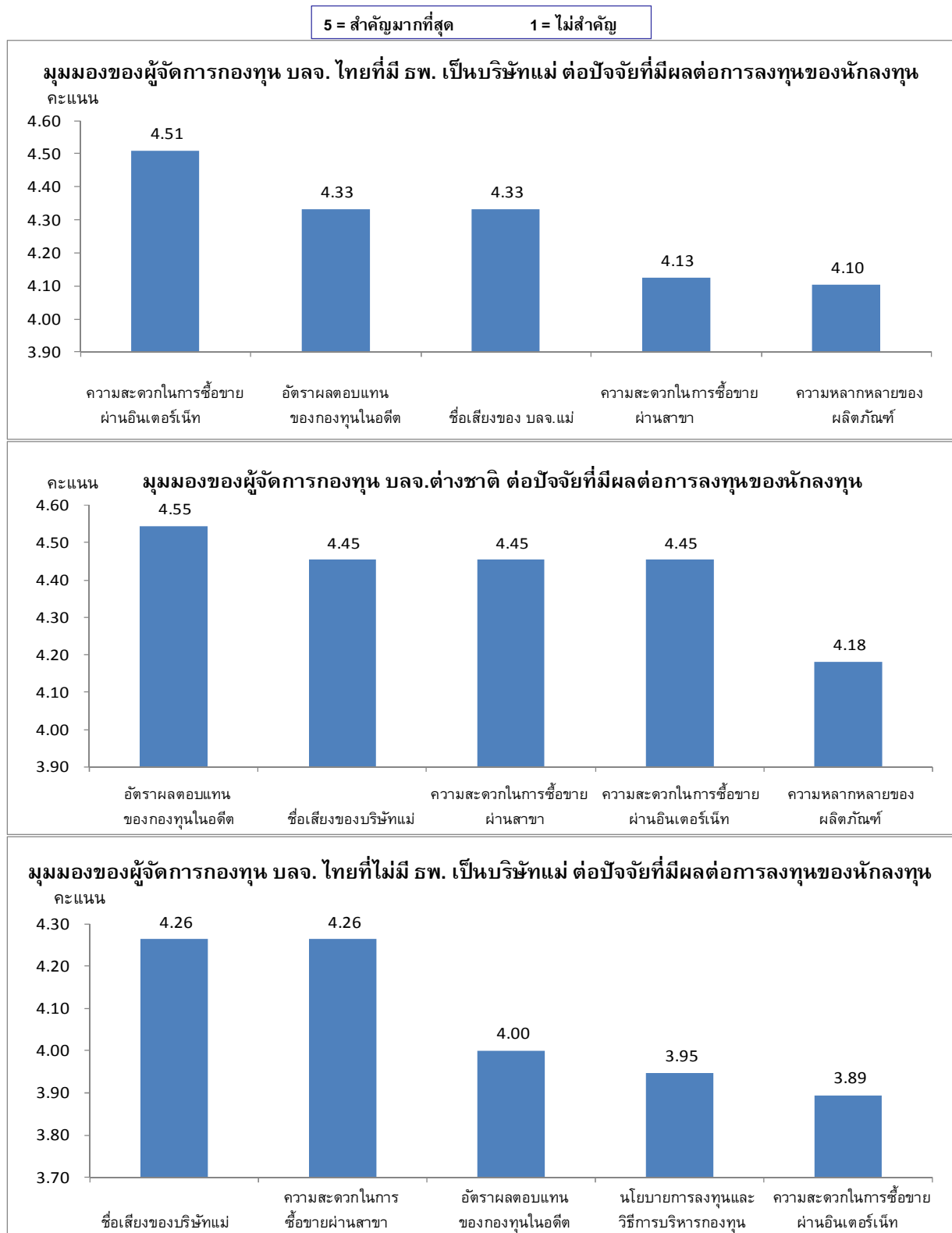
ภาพที่ 12 แสดงถึงปัจจัยกลุ่มที่ 2 สะท้อนถึงมุมมองของผู้จัดการกองทุนต่อบัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน พบว่าความสะดวกในช่องทางจัดจำหน่ายมีความสำคัญต่อการดึงดูดลูกค้าสูงสุดและการโฆษณาประชาสัมพันธ์ผ่านสื่อมีความสำคัญในลำดับต่ำสุด เมื่อพิจารณามุมมองที่มีต่อช่องทางการจัดจำหน่ายผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่เห็นว่า ความสะดวกในการซื้อขายหน่วยลงทุนผ่านอินเทอร์เน็ตมีความสำคัญที่สุด อีก 2 ปัจจัยที่สำคัญคือสาขาของธนาคารพาณิชย์ และคำแนะนำของเจ้าหน้าที่ บลจ.และธนาคาร ผลจากการสำรวจข้างต้นน่าจะมีผลมาจากกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ที่เป็นผู้จัดการกองทุนที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่ เนื่องจาก บลจ.ที่เป็นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินของธนาคารพาณิชย์ได้ประโยชน์จากช่องทางจำหน่ายและบริการจากพนักงานประจำสาขาธนาคารพาณิชย์ในการให้คำปรึกษาและบริการแก่นักลงทุน ทำให้ทัศนคติของผู้จัดการกองทุนเป็นไปอย่างที่ปรากฏ

ภาพที่ 12 : มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่อช่องทางการจำหน่าย บริการ และการประชาสัมพันธ์ที่นักลงทุนพิจารณาตัดสินใจลงทุน



หากพิจารณาปัจจัยทั้ง 2 กลุ่มที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนตามความเห็นของผู้จัดการกองทุนพบว่า ช่องทางการจัดจำหน่ายผ่านอินเทอร์เน็ต ชื่อเสียงของบริษัทแม่ของ บลจ. และผลการดำเนินงานในอดีตเป็นสามปัจจัยหลักที่ผู้จัดการกองทุนคิดว่านักลงทุนให้น้ำหนักความสำคัญมากที่สุด จากการสัมภาษณ์ได้ความเห็นเพิ่มเติมว่า ปัจจัยสำคัญของการเติบโตของอุตสาหกรรมอยู่ที่อำนาจในการควบคุมช่องทางจัดจำหน่าย โดยเฉพาะช่องทางจัดจำหน่ายของธนาคารพาณิชย์ที่เป็นผู้ถือหุ้นหลักของ บลจ. อย่างไรก็ตาม ยังมีปัญหาของผู้ซื้อที่ไม่เข้าใจและไม่สามารถแยกแยะ ผลผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือกองทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุน ออกจากผลิตภัณฑ์ที่เสนอขายโดยธนาคารพาณิชย์ ทำให้กองทุนไทยสามารถขายได้แต่ผลิตภัณฑ์ ที่มีลักษณะคล้ายกับเงินฝากของธนาคารเช่น กองทุนรวมตลาดเงิน และนักลงทุนยังคงซื้อกองทุนโดยเชื่อถือในตัวธนาคารมากกว่าจะพิจารณาหรือเข้าใจผลิตภัณฑ์ นอกจากนี้ ยังมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interests) เมื่อธนาคารต้องการเงินฝากก็จะไม่ขายกองทุนอีกด้วย

ภาพที่ 13 มุมมองของผู้จัดการกองทุนต่อปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุน



จากภาพที่ 13 ปัจจัยที่มีผลต่อการแข่งขันของกองทุนแต่ละประเภทตามทัศนคติต่อผู้ลงทุนของผู้จัดการกองทุนมีดังนี้

1. กองทุนไทยที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่จะใช้ประโยชน์จากจุดแข็งของชื่อเสียง และการมีช่องทางกำหนายที่ครอบคลุมของธนาคารพาณิชย์และเน้นการประหยัดต้นทุนโดยการลดค่าใช้จ่ายค่าธรรมเนียมจ่ายให้บริษัทแม่ผ่านการใช้ช่องทางกำหนายอินเทอร์เน็ต พร้อมนำเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ที่สุดคล้องกับความต้องการของนักลงทุนโดยเห็นว่าการสร้างผลตอบแทนที่สามารถแข่งขันได้เป็นปัจจัยที่สำคัญในการแข่งขัน
2. กองทุนไทยที่ไม่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่มองว่าชื่อเสียงและช่องทางกำหนายมีความสำคัญพอๆกันและมากกว่าผลตอบแทนในอดีต และเนื่องจากกลุ่มบลจ. นี้เน้นการเจาะกลุ่มนักลงทุนโดยใช้กลยุทธ์ลูกค้าสัมพันธ์เนื่องจากช่องทางจัดกำหนายที่น้อยกว่า บลจ. ที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่ กลุ่มนักลงทุนที่เป็นกลุ่มเป้าหมายเช่นกลุ่มนักลงทุนที่มีความมั่งคั่งสูง (high net worth) กลุ่มกองทุนสำรองเลี้ยงชีพของบริษัทเอกชน จึงให้คะแนนช่องทางกำหนายผ่านระบบอินเทอร์เน็ตต่ำกว่าข้ออื่นๆ
3. กองทุนที่มีบริษัทแม่เป็นต่างชาติ ผู้จัดการกองทุนเห็นว่าอัตราผลตอบแทนในอดีตเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญที่สุดในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ในขณะที่ชื่อเสียงและความสะดวกในการซื้อขายผ่านสาขาและอินเทอร์เน็ตมีความสำคัญพอๆกัน

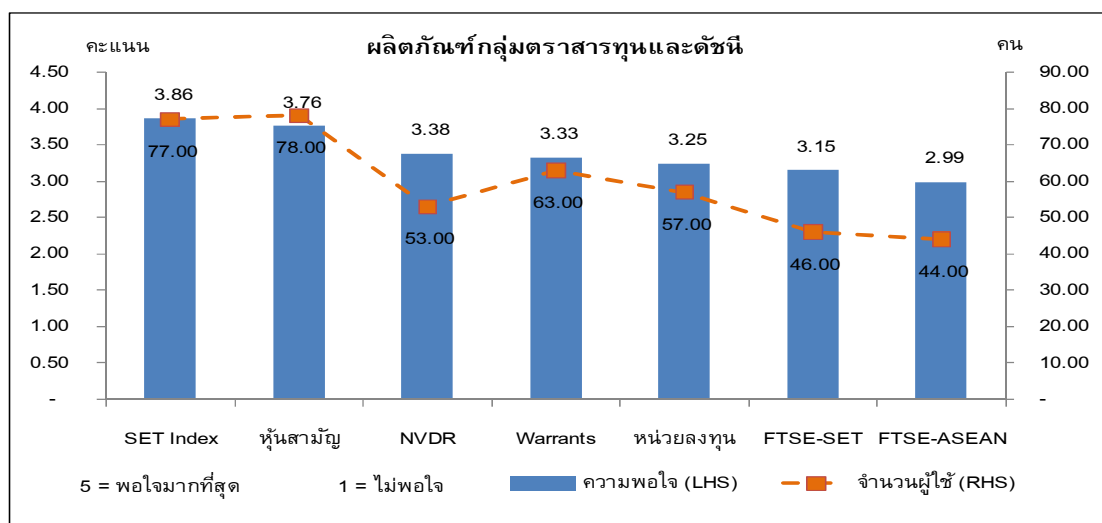
3.3 ความพอใจในผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

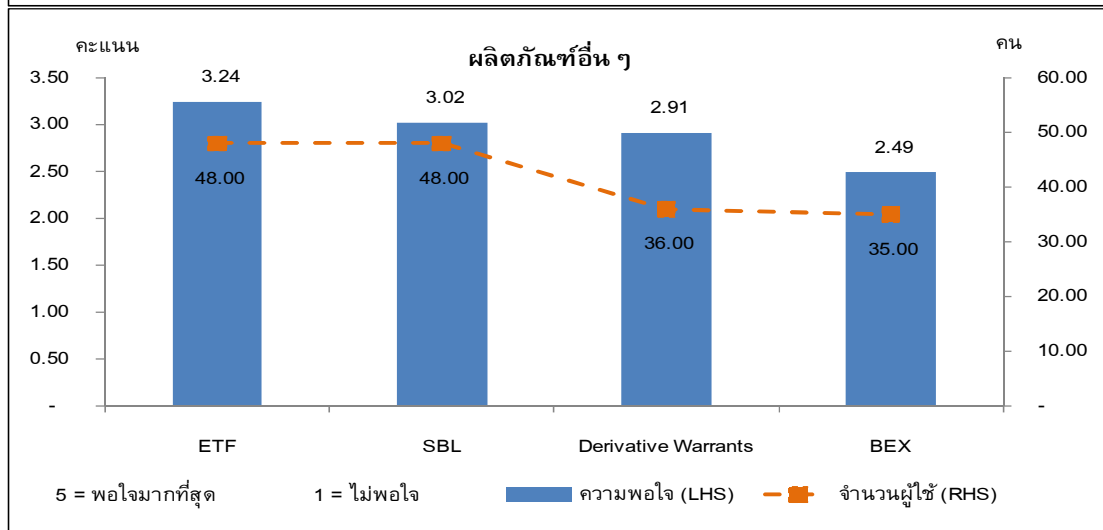
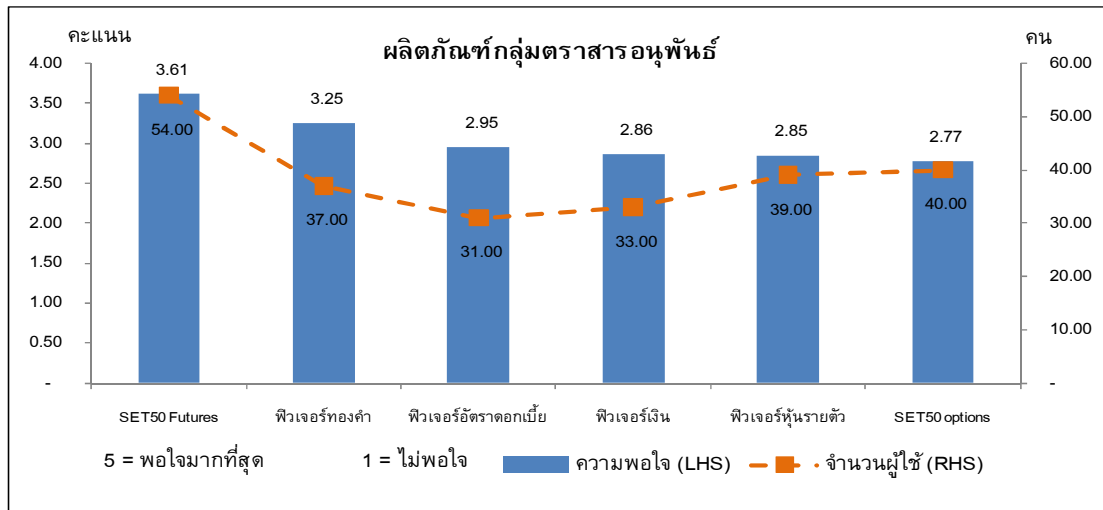
เนื่องจากประเภทของผลิตภัณฑ์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีหลากหลาย ดังนั้นบทวิเคราะห์ผลการสำรวจความพอใจของผู้จัดการกองทุนต่อผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแบ่งประเภทผลิตภัณฑ์ออกเป็น 3 กลุ่มดังนี้ กลุ่มแรกคือผลิตภัณฑ์ตราสารทุนและดัชนีต่างๆ กลุ่มที่สองคือตราสารอนุพันธ์ และกลุ่มที่สามคือผลิตภัณฑ์อื่นๆ เช่น ETF ตราสารหนี้ เป็นต้น การวิเคราะห์จะแสดงในสองมิตินั้นคือการวิเคราะห์ภาพรวมของผู้จัดการกองทุนทั้งหมดจากกลุ่มตัวอย่าง และการวิเคราะห์โดยแยกประเภทผู้จัดการกองทุนตามลักษณะการวิเคราะห์ในส่วนที่แล้ว

ความพอใจในผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในภาพรวมของผู้จัดการกองทุนระบุว่า
 อุตสาหกรรมการจัดการลงทุนเป็นอุตสาหกรรมที่กำหนดโดยความต้องการและทัศนคติของผู้ลงทุนมากกว่า
 ผู้จัดการกองทุน และผลิตภัณฑ์ตราสารหนี้เป็นผลิตภัณฑ์ที่ต้องการนโยบายและกลยุทธ์เพื่อทำให้เป็น
 ผลิตภัณฑ์ที่ตอบสนองต่อความต้องการทั้งผู้ลงทุนและผู้จัดการกองทุนได้ดีต่อไป ผลจากการสำรวจเบื้องต้น
 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มผลิตภัณฑ์ตราสารทุนและดัชนีที่เป็นผลิตภัณฑ์พื้นฐานได้รับความพอใจสูงสุด

จากกลุ่มผลิตภัณฑ์ทั้ง 3 กลุ่ม ตราสารหนี้เป็นผลิตภัณฑ์ที่ผู้จัดการกองทุนมีความพอใจน้อยที่สุด
 รองลงมาเป็น พิวเจอร์สหุ้นรายตัว และ SET50 option ในขณะที่ผลิตภัณฑ์ที่ผู้จัดการกองทุนพอใจมากที่สุด
 3 อันดับแรกคือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) หุ้นสามัญ และ SET50 Futures ตามลำดับ หาก
 พิจารณาจำนวนผู้จัดการกองทุนที่ใช้ผลิตภัณฑ์พบว่า มีเพียงกลุ่มตราสารอนุพันธ์ที่ความพอใจกับจำนวน
 ผู้ใช้ผลิตภัณฑ์ไม่ได้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน นั่นคือผลิตภัณฑ์ที่ได้รับความพอใจแต่กลับมีผู้ใช้น้อย
 เช่น พิวเจอร์สทองคำ พิวเจอร์สอัตราดอกเบี้ย และพิวเจอร์สเงิน ได้รับความพอใจสูงเป็นอันดับที่ สอง สาม
 และสี่ ตามลำดับ แต่กลับเป็น 3 ผลิตภัณฑ์ที่มีผู้ใช้น้อยที่สุดในกลุ่มตราสารอนุพันธ์ โดยพิวเจอร์สอัตรา
 ดอกเบี้ยมีผู้ใช้น้อยที่สุด นั่นคือผู้จัดการกองทุนแสดงทัศนคติว่าตราสารอนุพันธ์ที่มีความซับซ้อนเป็น
 ผลิตภัณฑ์ที่มีประโยชน์ น่าสนใจ แต่กลับมีจำนวนผู้จัดการกองทุนที่ใช้ผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนดังกล่าว
 น้อย ทำให้ผลจากการสำรวจดังกล่าวเป็นหลักฐานที่สำคัญว่าผู้ลงทุนเป็นกำหนดทิศทางของตลาดและ
 ผลิตภัณฑ์ (ภาพที่ 14)

ภาพที่ 14 ความพอใจของผู้จัดการกองทุนต่อผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย





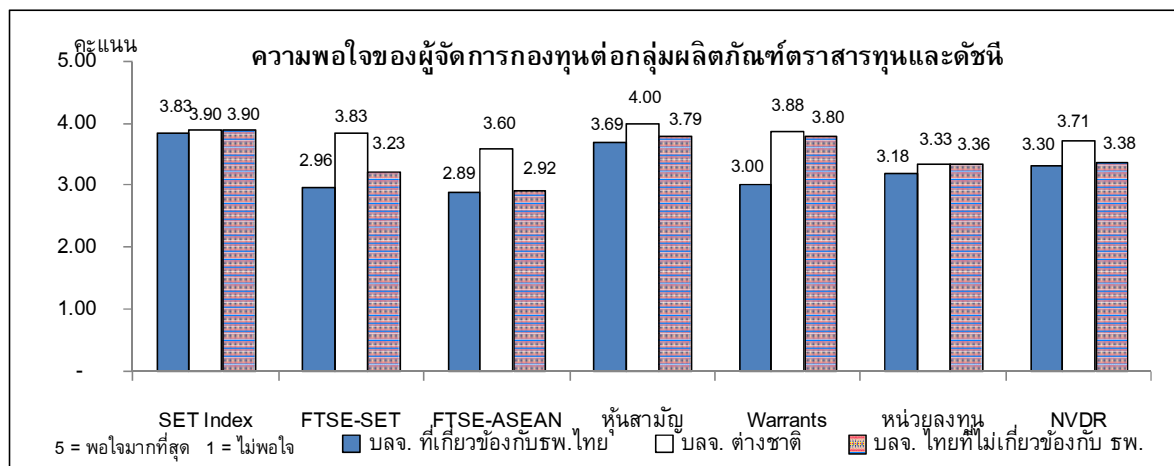
เมื่อพิจารณาความพอใจของผู้จัดการกองทุนแต่ละประเภทและกลุ่มผลิตภัณฑ์ การวิเคราะห์พบประเด็นสำคัญ 4 ประเด็นดังนี้

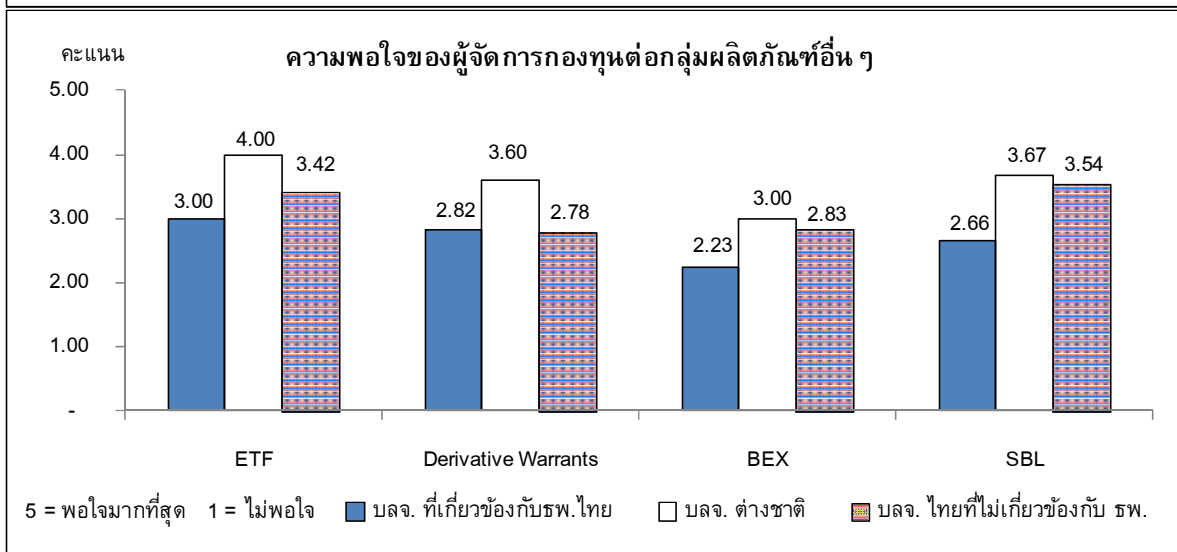
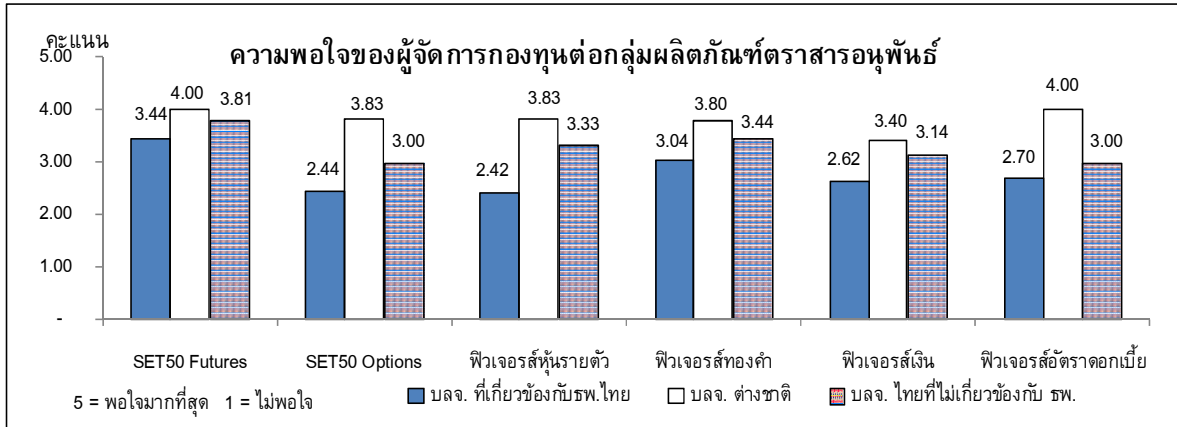
1. ผู้จัดการกองทุนที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่มีทัศนคติและพฤติกรรมลงทุนตามความต้องการของลูกค้า โดยแสดงความพอใจต่อกกลุ่มผลิตภัณฑ์ตราสารทุนและดัชนีสูงกว่ากลุ่มผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น มีเพียง SET Index และหุ้นสามัญเท่านั้นที่ได้รับความพอใจแตกต่างจากผลิตภัณฑ์ตราสารทุนอื่นๆอย่างชัดเจน
2. เนื่องจากข้อจำกัดในการเข้าถึงผู้ลงทุนผ่านช่องทางจำหน่าย ผู้จัดการกองทุนต่างชาติ และผู้จัดการกองทุนไทยที่ไม่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่ ใช้ ETF การทำธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ (Security borrowing and lending: SBL) และ derivative warrants เพื่อการบริหาร

ความเสี่ยง หรือเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่แก่ผู้ลงทุนมากกว่า ผู้จัดการกองทุนที่มีธนาคารพาณิชย์ เป็นบริษัทแม่ และสังเกตได้จากระดับความพอใจในกลุ่มตราสารอนุพันธ์ของผู้จัดการกองทุนทั้ง 2 ประเภทนี้สูงกว่าระดับความพอใจของผู้จัดการกองทุนที่มีธนาคารพาณิชย์เป็นบริษัทแม่

3. ผู้จัดการกองทุนต่างชาติมีความพอใจต่อตราสารหนี้มากที่สุด โดยมีความพอใจต่อผลิตภัณฑ์ตราสารหนี้ และฟิวเจอร์สอัตรดอกเบี้ย สูงกว่าผู้จัดการกองทุนประเภทอื่น
4. ดัชนีอ้างอิงนานาชาติ เช่น FTSE SET และ FTSE ASEAN ได้รับความพอใจน้อยที่สุดในกลุ่มผลิตภัณฑ์ตราสารทุนและดัชนีจากผู้จัดการกองทุนทุกประเภทเนื่องมาจากการลงทุนส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในประเทศและอาจเป็นเพราะการเสียค่าใช้จ่ายในการใช้ ดังนั้นการใช้ดัชนีอ้างอิงนานาชาติอาจยังไม่มีความจำเป็น

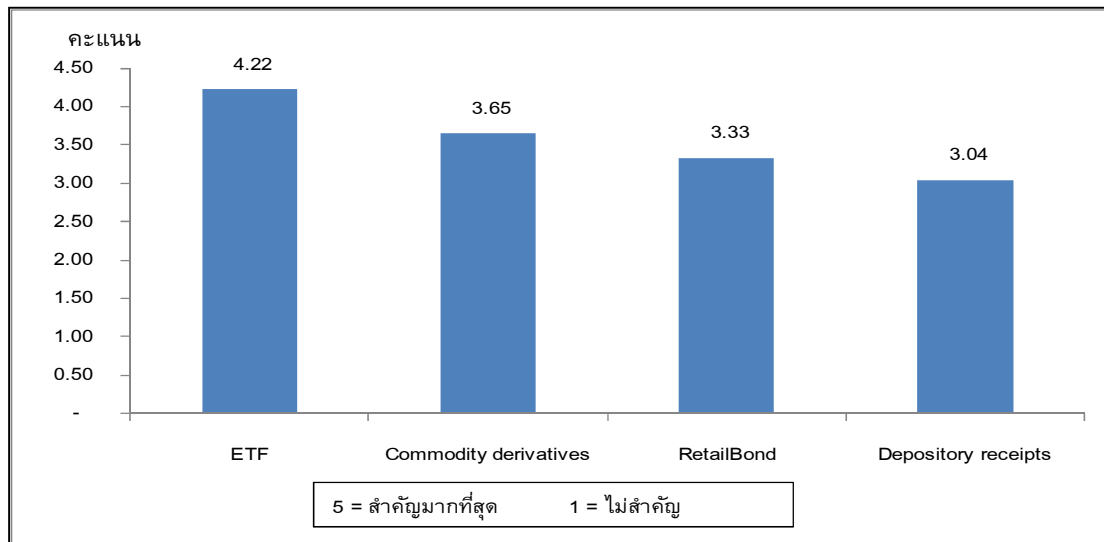
ภาพที่ 15 ความพอใจของผู้จัดการกองทุนแต่ละประเภทในผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย





ผู้จัดการกองทุนได้แสดงทัศนคติถึงผลิตภัณฑ์ที่ต้องการในอนาคตสำหรับการเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ให้นักลงทุน ภาพที่ 16 แสดงให้เห็นว่า ETF เป็นผลิตภัณฑ์ในอนาคตที่ผู้จัดการกองทุนต้องการมากที่สุด รองลงมาเป็น ตราสารอนุพันธ์ที่มีสินค้าโภคภัณฑ์เป็นสินค้าอ้างอิง นอกจากนี้ retail bond ก็เป็นอีกผลิตภัณฑ์ที่ผู้จัดการกองทุนต้องการ ผลจากการสำรวจแสดงให้เห็นว่าผู้จัดการกองทุนคาดการณ์ว่าผลิตภัณฑ์ที่จะเป็นประโยชน์ต่อการแข่งขันและรักษาฐานลูกค้าได้คือการพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนกว่าตราสารพื้นฐานที่ทำการซื้อขายในปัจจุบัน และการมีผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนมากขึ้นเป็นอีกช่องทางในการสร้างอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงตลาดได้

ภาพที่ 16 ผลลัพธ์ที่ผู้จัดการกองทุนสนใจในในอนาคต

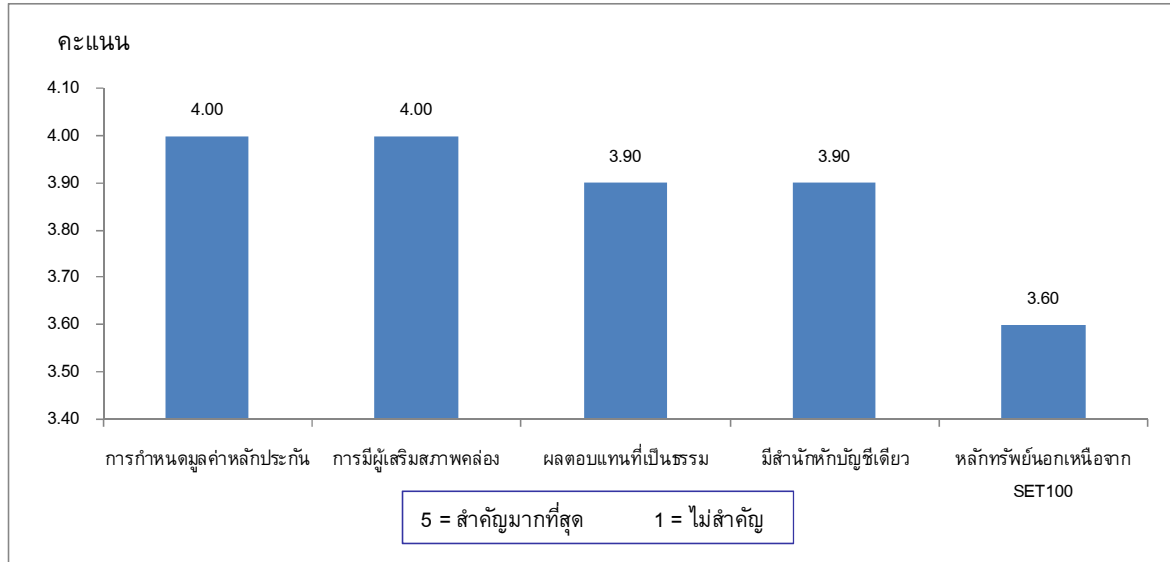


ผลการสำรวจการขายหลักทรัพย์ที่กองทุนไม่ได้ถือครองหลักทรัพย์ (short sales) ของกองทุนประเภทต่างๆ มีผู้จัดการกองทุนเพียง 5 รายที่ทำกิจกรรม short sales และในจำนวนนี้มีผู้จัดการกองทุนเพียง 2 รายที่ทำการ short sales ผ่านบริการของศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ภาพที่ 17)

จากคำถามว่า ปัจจัยใดในมุมมองของผู้จัดการกองทุนที่เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจกรรมขายหลักทรัพย์ที่กองทุนไม่ได้ถือครองหลักทรัพย์หรือ short sales มีประสิทธิภาพ ผู้จัดการกองทุนที่ตอบคำถามนี้จำนวน 10 รายระบุว่า สองปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการส่งเสริมให้กิจกรรม short sales ที่มีประสิทธิภาพคือ การกำหนดมูลค่าหลักประกันที่เหมาะสม และการมีผู้เสริมสภาพคล่อง (market maker) เนื่องจากกิจกรรม short sales จะต้องผ่านเงื่อนไขของก.ล.ต. ที่จะสามารถกระทำได้อีกต่อเมื่อราคาซื้อขายล่าสุดไม่ต่ำกว่าราคาก่อนราคาล่าสุด หรือที่เรียกว่าเงื่อนไข zero plus tick³ ได้ นอกจากนี้ทางตลาดหลักทรัพย์ควรพิจารณาต้นทุนของการ short sale ที่ใกล้เคียงกับการที่บริษัทหลักทรัพย์ให้กู้ยืมหุ้นกันในระบบ

³ การทำ short sale ด้วยเงื่อนไข zero plus tick นั้นเพื่อป้องกันการเทขายระหว่างราคาหุ้นเป็นขาลง

ภาพที่ 17: ปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจกรรม short หุ่นมีประสิทธิภาพ



ผู้จัดการกองทุนยังได้ให้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์และบริการของตลาดหลักทรัพย์เพื่อเพิ่มความสนใจการลงทุนในตราสารทุน และเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารกองทุน ผู้จัดการกองทุนเห็นว่าการเพิ่มการให้ความรู้แก่นักลงทุน และ สำหรับผู้จัดการกองทุนเองต้องการความรู้เพิ่มในเรื่องตราสารอนุพันธ์และ Structured products

บทที่ 4

การใช้ข่าวสารในการตัดสินใจลงทุนและปฏิบัติการของกองทุนไทยต่อข่าวสาร

ข้อที่ 4.1 ของบทที่ 4 รายงานการรับรู้ข่าวสารเพื่อประกอบการตัดสินใจบริหารกองทุนจากข้อมูลแบบสอบถามซึ่งช่วยให้เข้าใจพฤติกรรมการลงทุนของกองทุนไทย ข้อที่ 4.2 วัดการตอบสนองของกองทุนไทยต่อข่าวสารจากค่าความคาดเคลื่อนสะสมของการซื้อขายสุทธิของกองทุนหลังจากที่มีข่าวโดยวิธีทางสถิติ ค่าความคาดเคลื่อนสะสมที่มีนัยสำคัญทางสถิติสูงหมายถึงข่าวนั้นมีผลกระทบต่อตัดสินใจลงทุนมาก การศึกษาในส่วนนี้มีความสำคัญอยู่สามประเด็น ประเด็นแรกการใช้วิธีทางสถิติช่วยทดสอบความน่าเชื่อถือของผลแบบสอบถามซึ่งวัดได้เพียงทัศนคติที่อาจมิใช่สิ่งที่เกิดขึ้นจริง ประเด็นสองเพื่อเข้าใจแนวคิดในเรื่องการตัดสินใจลงทุนของกองทุนไทยโดยพิจารณาจากปริมาณการซื้อขายภายหลังการเกิดเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ได้แยกประเภทของข่าวสารว่าเป็นข่าวเศรษฐกิจในประเทศ ข่าวการเมืองในประเทศ และข่าวต่างประเทศ ประเด็นที่สามการใช้วิธีทางสถิติดังกล่าวยังทำให้สามารถเปรียบเทียบปฏิบัติการของกองทุนไทยกับนักลงทุนประเภทอื่นในตลาดหลักทรัพย์อันได้แก่นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนรายย่อย และ โบรกเกอร์ ตลอดจนประเมินผลเชิงปริมาณที่ข่าวนั้นจะกระทบการตัดสินใจลงทุนและมีนัยสำคัญต่อระดับการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาด

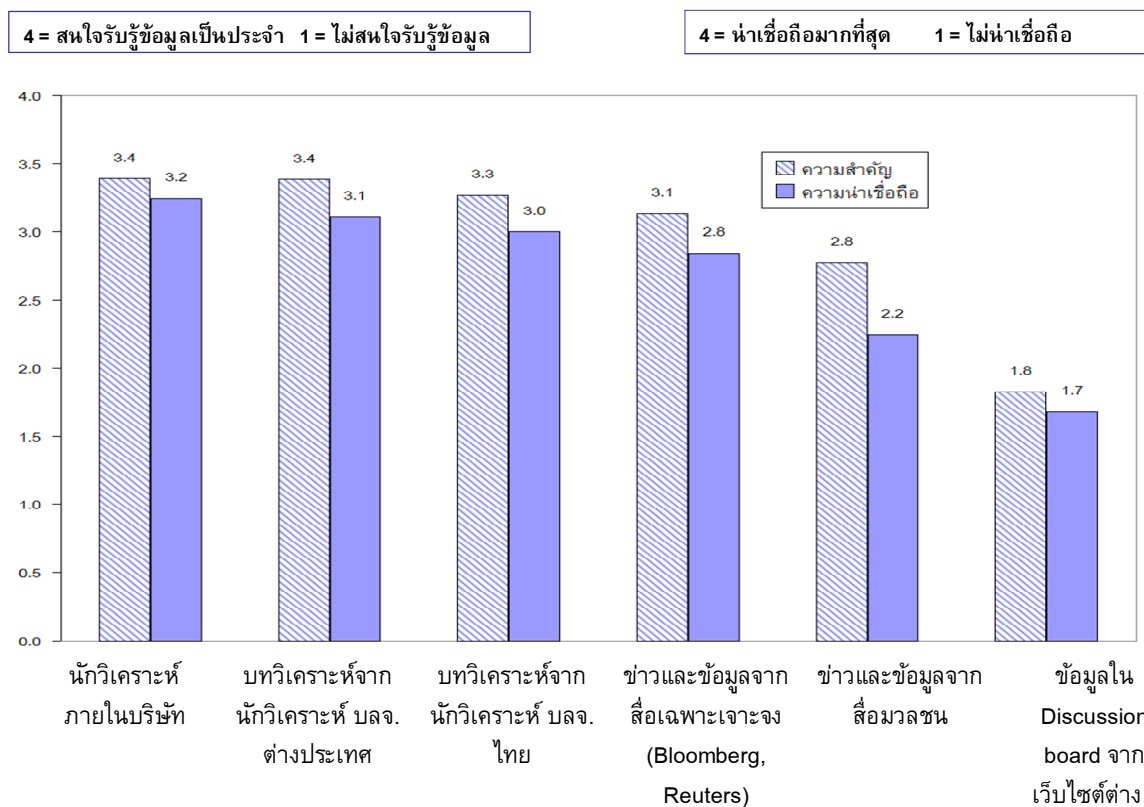
4.1 การใช้ข่าวสารในการตัดสินใจลงทุน

จากการสอบถามผู้จัดการกองทุนว่าแหล่งข่าวสารใดที่ให้ความสำคัญและความน่าเชื่อถือ โดยคะแนน 4 หมายถึงมีความสำคัญหรือน่าเชื่อถือมากที่สุด และ 1 หมายถึงน้อยที่สุด (ภาพที่ 18) แหล่งข่าวที่ผู้จัดการกองทุนให้ความสำคัญมากที่สุด 3 อันดับแรกด้วยคะแนนความสำคัญและความน่าเชื่อถือที่ใกล้เคียงคือ การวิเคราะห์จากผู้บริหารหรือนักวิเคราะห์ภายในบริษัทเอง รองลงมาคือ บทวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ต่างประเทศ และบทวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเทศ สำหรับข้อมูลจากแหล่งข่าวสาธารณะที่เฉพาะทางเช่น จาก Bloomberg, Reuters นั้นมีความสำคัญ และมีความน่าเชื่อถือมากกว่า ข่าวจากสื่อมวลชน หรือ Discussion board

คะแนนบทวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ต่างประเทศ และบทวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเทศไม่ต่างกันมากแม้ว่าจะเป็นการประเมินบริษัทไทย อาจเป็นเพราะผู้จัดการกองทุน

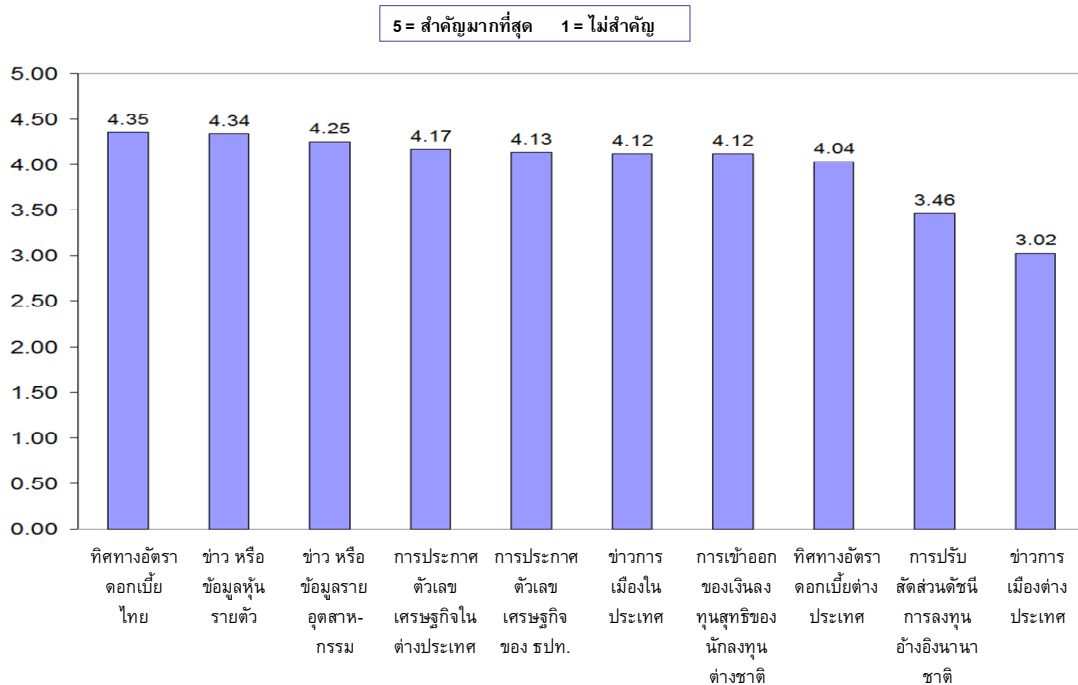
ต้องการทราบข้อมูลการประเมินมูลค่าของนักลงทุนต่างชาติ หรือเป็นเพราะไม่เห็นความแตกต่างของความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลระหว่างบล.ในประเทศกับบล.ต่างประเทศ

ภาพที่ 18 การรับรู้ข้อมูลข่าวสารเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนของผู้จัดการกองทุน



ภาพที่ 19 แสดงค่าเฉลี่ยความสำคัญของประเภทข่าวสาร โดยคะแนน 5 หมายถึงมีความสำคัญมากที่สุด และ 1 หมายถึงน้อยที่สุด กล่าวโดยสรุปคือผู้จัดการกองทุนให้ความสำคัญกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยในประเทศมากที่สุด รองลงมาคือข่าวข้อมูลหุ้นรายตัวและข่าวข้อมูลรายอุตสาหกรรม สำหรับข่าวการเมืองต่างประเทศมีความสำคัญน้อยที่สุด โดยมีคะแนนความสำคัญเพียง 3.02 นอกจากนี้ ผู้จัดการกองทุนยังให้ความสำคัญกับการเข้าออกของเงินลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากได้รับคะแนนความสำคัญถึง 4.0

ภาพที่ 19 ความสำคัญของข่าวที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุน



4.2 ปฏิบัติการของกองทุนไทยต่อข่าวสาร

การวัดปฏิบัติการของกองทุนไทยต่อข่าวสารมีขั้นตอนดังต่อไปนี้

ขั้นที่ 1: รวบรวมการซื้อขายสุทธิ รายวันของนักลงทุนทั้ง 4 กลุ่มอันได้แก่ อันได้แก่ กองทุนไทย นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนรายย่อย และ โบรกเกอร์ในช่วงเวลา 2548-2554 จากฐานข้อมูล SETSMART และรวบรวมข่าวทางการเมืองในประเทศและเศรษฐกิจระหว่างประเทศในช่วงเวลาเดียวกันเป็นจำนวนทั้งสิ้น 124 ข่าว

ขั้นที่ 2: พิจารณาเลือกเฉพาะข่าวที่เกิดขึ้นในวันที่อัตราผลตอบแทนรายวันน้อยกว่าหรือเท่ากับ -1 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และมากกว่าหรือเท่ากับ +1 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ที่คำนวณจากอัตราผลตอบแทนรายวันตลอดช่วงเวลา 2548-2554 ดังกล่าว คงเหลือข่าวที่นำมาใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 35 ข่าว ทั้งนี้ในตารางที่ 1 ใน

ภาคผนวกแสดงรายละเอียดของข่าวที่ได้รับการรับเลือกมารายงานซึ่ง เป็นข่าวการเมืองทั้งหมด 19 ข่าว เป็นข่าวเศรษฐกิจและนโยบาย 5 ข่าว และเป็นข่าวเศรษฐกิจระหว่างประเทศทั้งหมด 11 ข่าว⁴

ขั้นตอนที่ 3: คำนวณค่าความคลาดเคลื่อนของเงินลงทุนสุทธิที่ผิดปกติ (Abnormal investor net flow) หรือค่า ε_t สำหรับนักลงทุนแต่ละประเภทจาก autoregressive model ของเงินลงทุนสุทธิรายวันหารด้วยมูลค่าของตลาดวันก่อนหน้า F_t ตามที่ปรากฏในสมการต่อไป

$$F_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^L \omega_i \cdot F_{t-i} + \varepsilon_t$$

ขั้นตอนที่ 4: คำนวณค่าความคลาดเคลื่อนสะสมของเงินลงทุนสุทธิที่ผิดปกติ (Cumulative abnormal investor net flow) ในช่วงเกิดเหตุการณ์ 3 วันก่อนเหตุการณ์รวมถึงวันเกิดเหตุการณ์

ขั้นตอนที่ 5: ทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของความคลาดเคลื่อนสะสมด้วย ค่า t statistics ที่มาจากการนำความคลาดเคลื่อนสะสมของเงินลงทุนสุทธิที่ผิดปกติหารด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าเดียวกัน

ขั้นตอนที่ 6: เรียงลำดับค่าสัมบูรณ์ของค่า t statistics เพื่อสรุปน้ำหนักความสำคัญที่นักลงทุนให้กับข่าวสาร t statistics ที่มีค่าสัมบูรณ์เกิน 1.64 คือค่าที่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าข่าวนั้นทำให้เกิดการสะสมของเงินลงทุนสุทธิที่ผิดปกติไปจากเดิม

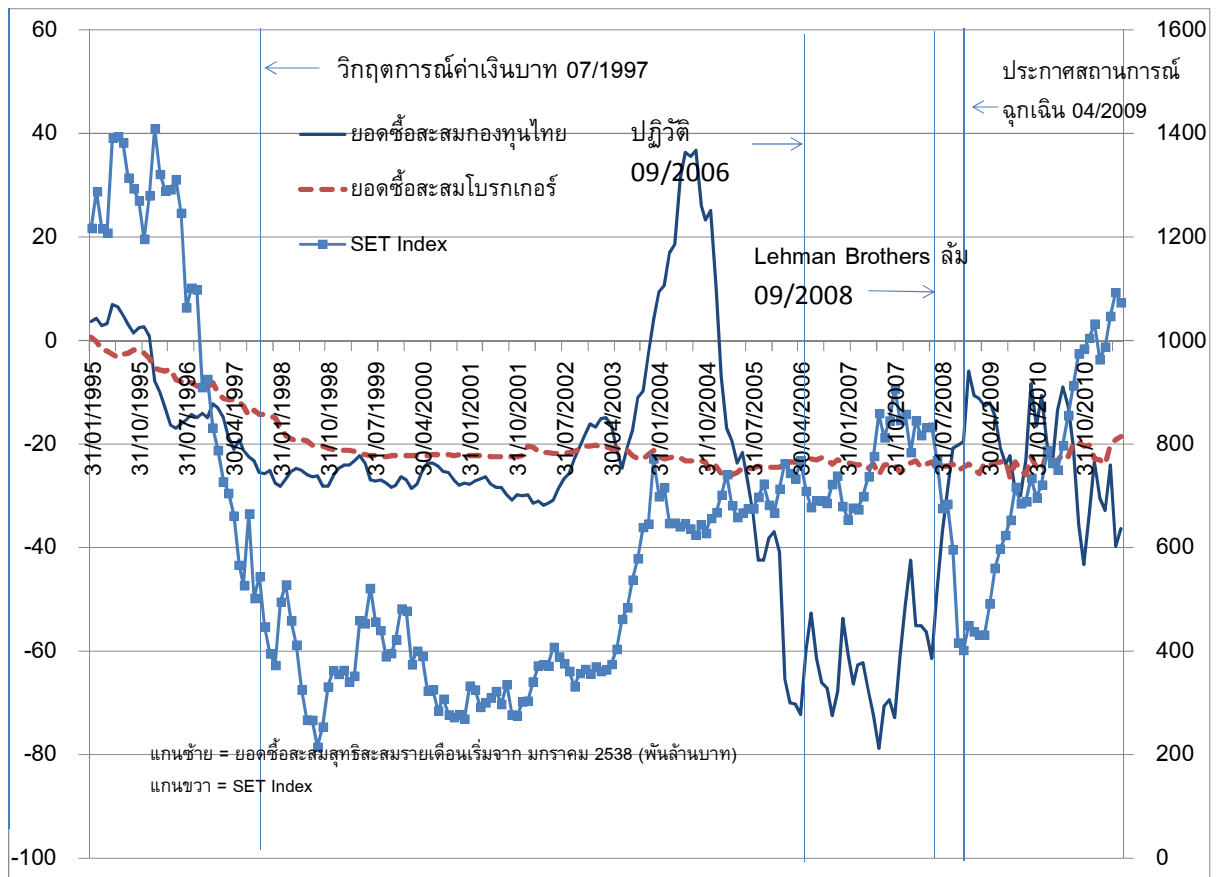
สถิติเบื้องต้นเกี่ยวกับการซื้อขายสุทธิ

ภาพที่ 20 แสดงยอดการซื้อขายเดือนสะสมของกองทุนรวมไทยและโบรกเกอร์ ในช่วงเวลา 2538 - 2554 และ ภาพที่ 21 แสดงยอดการซื้อขายเดือนสะสมของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนรายย่อย ในช่วงเวลา 2538 - 2554 ซึ่งย้อน 10 ปีก่อนระยะเวลาที่เริ่มเก็บข่าวที่เริ่มปี 2548 เพื่อจับภาพการเคลื่อนไหวในระยะยาวของการซื้อขายเดือนสะสมของนักลงทุนแต่ละประเภทว่ามีการเปลี่ยนแปลงเมื่อเวลาผ่านไปหรือไม่ก่อนที่จะทำการวัดปฏิกริยาของนักลงทุน จะเห็นว่าตลอดช่วงเวลาที่ศึกษานักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสะสมสุทธิ

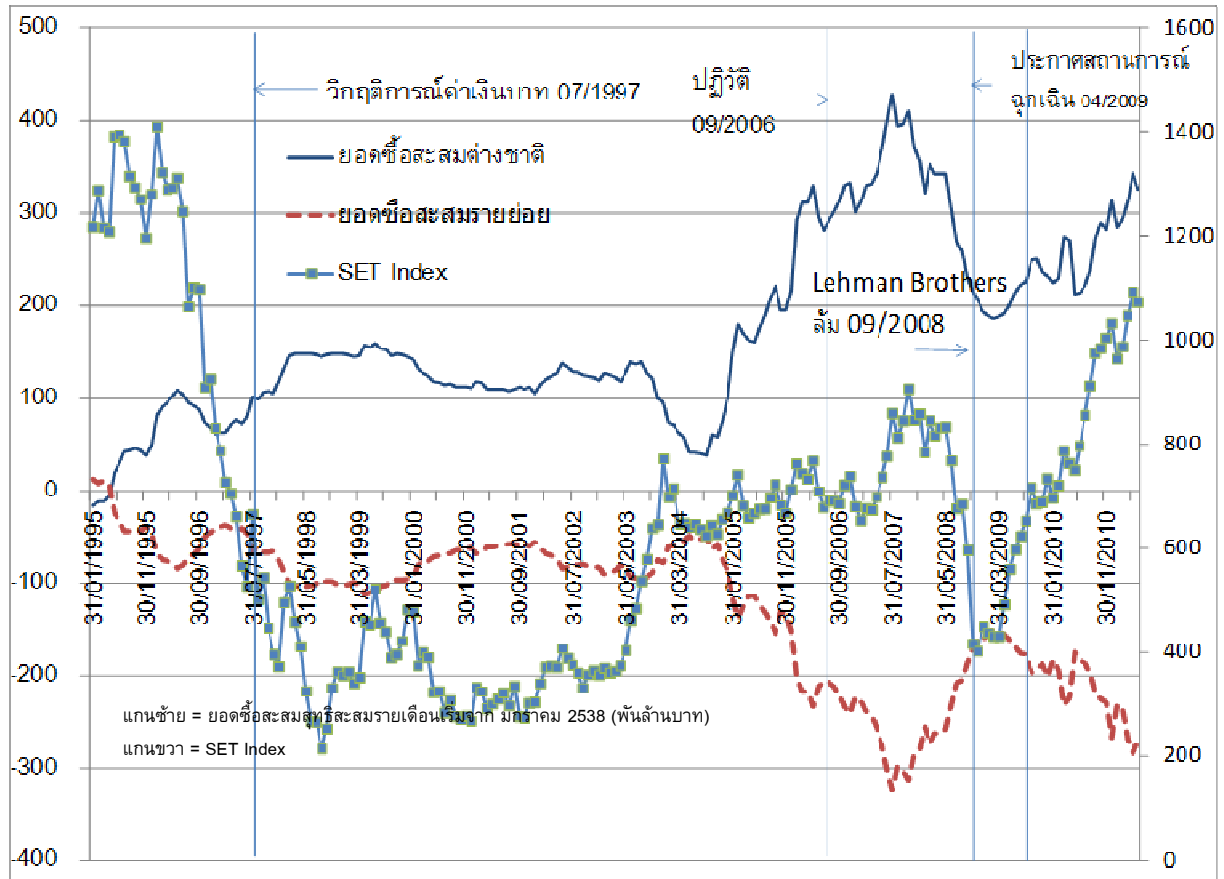
⁴ แหล่งที่มาของข่าวได้แก่ Bloomberg, www.okanation.net, และ www.dof.ca.gov

ในขณะที่นักลงทุนประเภทอื่นๆ มียอดขายสะสม นอกจากนี้ภาพทั้งสองยังแสดงว่า นักลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มที่จะเข้าซื้อในช่วงที่ตลาดลง และแรงซื้อสุทธิของนักลงทุนชาติมักเป็นไปในทิศทางเดียวกับทิศทางของตลาด

ภาพที่ 20 ยอดการซื้อขายรายเดือนสะสมของกองทุนไทยและโบรกเกอร์ ในช่วงเวลา 2538 - 2554 (ค.ศ. 1995-2011)



ภาพที่ 21 ยอดการซื้อขายรายเดือนสะสมของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนรายย่อย ในช่วงเวลา 2538 - 2554 (ค.ศ. 1995-2011)



ตารางที่ 7 แสดงค่าสหสัมพันธ์รายวันระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาด (RET) อัตราส่วนปริมาณซื้อขายต่อมูลค่าตลาด (TURN) และยอดการซื้อขายสุทธิของกองทุนไทย (FUND) โบรกเกอร์ (PROPRIETARY) นักลงทุนต่างชาติ (FOREIGN) และนักลงทุนรายย่อย (RETAIL)

ตารางที่ 7 ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ของข้อมูลรายวัน (ม.ค. 2548- พ.ค. 2554)

	Return	Turnover	Fund	Proprietary	Foreign	Retail
Return	1.00	0.07	0.38	0.38	0.40	-0.63
Turnover		1.00	-0.11	0.06	0.26	-0.22
Fund			1.00	0.12	-0.24	-0.21
Proprietary				1.00	-0.02	-0.19
Foreign					1.00	-0.88
Retail						1.00

ค่าสหสัมพันธ์นั้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนรายย่อยและกองทุนรวมไทยมีสถานะการถือครองการลงทุน (position) ที่ตรงข้ามกับนักลงทุนต่างชาติ ดังจะเห็นได้จากค่าสหสัมพันธ์ระหว่างยอดการซื้อ-ขายสุทธิของนักลงทุนไทยและนักลงทุนต่างชาติ ที่มีค่าสูงประมาณ 0.9 ทั้งในระดับรายวัน และ ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างยอดการซื้อ-ขายสุทธิของกองทุนไทยและนักลงทุนต่างชาติที่มีค่าเท่ากับ -0.24 รายวัน

จากการศึกษาสถิติในเบื้องต้นนี้ทำให้เห็นว่านักลงทุนแต่ละประเภทน่าจะมีการตอบสนองต่อข่าวสารที่ต่างกันไป อย่างไรก็ตามจะสังเกตได้ว่ายอดการซื้อ-ขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติและกองทุนรวมไทยมีค่าสหสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนกับตลาดเป็นบวกและมีค่าใกล้เคียงกันอยู่ที่ประมาณ 0.40 จากข้อมูลในระดับรายวัน ซึ่งหมายความว่าโดยรวมภาวะการการซื้อ-ขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติและกองทุนรวมไทยเป็นไปในทิศทางเดียวกันแต่ความแตกต่างจะเกิดขึ้นเมื่อมีข่าวที่สำคัญมากระทบและทำให้เกิดปฏิกิริยาแตกต่างตามที่จะแสดงต่อไป

ตารางที่ 8 แสดงค่าอัตสหสัมพันธ์ (วัดค่าความต่อเนื่องของตัวแปร) ของนักลงทุนแต่ละประเภทตั้งแต่วันที่ 1 ถึงวันที่ 8 ซึ่งแสดงให้เห็นว่ายอดการซื้อ-ขายสุทธิของนักลงทุนทุกประเภทยกเว้นโบรกเกอร์ มีความต่อเนื่องจนถึงประมาณวันที่ 6 โดยค่า อัตสหสัมพันธ์ของนักลงทุนทุกประเภท หลังวันที่ 6 มีค่าต่ำกว่า 0.2 จากข้อสังเกตดังกล่าวการคำนวณค่าความคลาดเคลื่อนของเงินลงทุนสุทธิที่ผิดปกติ (Abnormal investor net flow) สำหรับนักลงทุนแต่ละประเภทจาก autoregressive model จึงใช้แบบจำลองที่มีค่า lag 6 วัน

ตารางที่ 8 ค่าอัตโนมัติสัมพันธ์ (Autocorrelation) ของข้อมูลรายวัน (ม.ค. 2548- พ.ค. 2554)

Lag	Funds	Proprietary	Foreign	Retail
1	0.36	0.02	0.55	0.44
2	0.25	0.02	0.37	0.24
3	0.17	-0.04	0.29	0.16
4	0.17	-0.04	0.24	0.13
5	0.14	0.01	0.21	0.11
6	0.09	0.02	0.21	0.11
7	0.08	0.04	0.19	0.09
8	0.08	0.03	0.17	0.09

เพื่อให้ทราบปฏิกิริยาการตอบสนองของกองทุนไทยต่อนักลงทุนต่างชาติ ตารางที่ 9 จึงแสดง ค่าอัตโนมัติสัมพันธ์แบบไขว้ (Cross autocorrelation) ของข้อมูลรายวัน (มค 2538- พค 2554) ระหว่างยอดการซื้อ-ขายสุทธิของกองทุนไทยและของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งทำให้เห็นว่าแรงขายต่อเนื่องของนักลงทุนต่างชาติในวันที่ผ่านมาจะกระตุ้นให้กองทุนไทยซื้อ และในทำนองกลับกันแรงซื้อต่อเนื่องของนักลงทุนต่างชาติในวันที่ผ่านมาจะกระตุ้นให้กองทุนไทยขาย

ตารางที่ 9 ค่าอัตโนมัติสัมพันธ์แบบไขว้ (Cross autocorrelation) ของข้อมูลรายวัน (ม.ค. 2548- พ.ค. 2554) ระหว่างยอดการซื้อ-ขายสุทธิของกองทุนไทยและของนักลงทุนต่างชาติ

Lag	Foreign
1	-0.44
2	-0.35
3	-0.34
4	-0.28
5	-0.24
6	-0.20
7	-0.18
8	-0.15

ผลของการวัดปฏิภิกิริยา

ตารางที่ 10.1 ถึง 10.4 แสดงปฏิภิกิริยาของนักลงทุนรายประเภทที่มีต่อข่าว 10 ข่าว จาก 35 ข่าว โดยในแต่ละตารางจะเรียงลำดับข่าวที่มีนัยสำคัญทางสถิติ (ค่าสัมบูรณ์ของ t-stat) ต่อปริมาณการลงทุนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative abnormal flow, CAF) 3 วันก่อนเกิดเหตุการณ์จนถึงวันเกิดเหตุการณ์ ปริมาณการลงทุนที่ผิดปกติสะสมคือส่วนของเงินลงทุนสุทธิที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้จึงถือเป็นส่วนของการลงทุนที่ตอบสนองข่าวที่ไม่ได้คาดการณ์มาก่อน ทั้งนี้ข่าวที่ควรให้ความสำคัญเป็นพิเศษได้แก่ข่าวที่ทำให้ t statistics มีค่าสัมบูรณ์เกิน 1.64 เพราะหมายถึงข่าวนั้นทำให้เกิดการสะสมของเงินลงทุนสุทธิที่ผิดปกติไปจากเดิมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กองทุนไทยมีปฏิภิกิริยาต่อข่าวเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศมากกว่าข่าวต่างประเทศโดยเมื่อพิจารณาจากการเรียงลำดับข่าวที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อปริมาณการลงทุนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative abnormal flow, CAF) ข่าวใน 4 อันดับแรกที่มีค่า t-stat สูงอย่างมีนัยสำคัญล้วนเป็นข่าวในประเทศทั้งสิ้นเช่น ข่าวการยุบสภาในปี 2549 (ค.ศ. 2006) มีนัยสำคัญทางสถิติลำดับที่ 1 นำไปสู่การซื้อสะสมสุทธิ 1,322 ล้านบาท ข่าวการประกาศนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจและข่าวปัญหาสิ่งแวดล้อมที่นิคมอุตสาหกรรมมาบตาพุด มีนัยสำคัญทางสถิติลำดับที่ 2 และ 3 โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัญหาที่มาบตาพุดนำไปสู่การขายสะสมสุทธิที่สูงที่สุดถึง 6,813 ล้านบาท สูงกว่าวันที่เกิดการเทขายหุ้นจากการตื่นตระหนกปัญหา sub prime ในสหรัฐที่มีการขายสะสมสุทธิเพียง 2,060 ล้านบาท ฟังสังเกตว่านัยสำคัญทางสถิติที่สูงกว่าไม่จำเป็นต้องให้ยอดการซื้อขายสะสมสุทธิที่สูงกว่าเสมอไปเนื่องจากนัยสำคัญยังขึ้นอยู่กับความแปรปรวนหรือการกระจายตัวของยอดการซื้อขายสะสมสุทธิในช่วงการเกิดข่าวด้วย

อีกประเด็นที่น่าสนใจคือในวันที่ประกาศข่าวการลดอันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตรกรีซ กองทุนไทยกลับมียอดซื้อสะสม 4,274 ล้านบาทซึ่งตรงข้ามกับกองทุนต่างชาติที่มียอดขายสะสมสุทธิ 8,581 ล้านบาท นับว่าผลของการศึกษานี้สอดคล้องกับคำตอบของผู้จัดการกองทุนที่ให้ความสำคัญกับข่าวเศรษฐกิจในประเทศค่อนข้างมาก ทั้งนี้ผลดังกล่าวตอกย้ำว่าลักษณะการลงทุนของผู้จัดการกองทุนที่เป็นแบบเลือกหุ้นรายตัว (Stock picking) ทำให้มุ่งหน้าหนักความสำคัญไปที่เหตุการณ์ที่จะกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทและอุตสาหกรรมโดยตรง

อย่างไรก็ตามจากการศึกษาค่าสหสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างการซื้อขายสุทธิของกองทุนไทยเมื่อเทียบการซื้อขายของกองทุนต่างชาติซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนสถาบันไทยหากได้รับการส่งเสริมให้เติบโตจะมีบทบาทสำคัญในการช่วยสร้างเสถียรภาพทางราคาให้กับตลาดหลักทรัพย์ไทย

ตารางที่ 10.1 ปฏิบัติการของกองทุนไทยที่มีต่อข่าวสาร

อันดับ	วันที่	ข่าว	ประเภท	ค่าความ		ยอดซื้อสะสม สุทธิ (ล้านบาท)
				คาดเคลื่อน สะสม	tstat*	
1	2/24/2006	ยุบสภา	การเมือง	0.04	2.76	1,322
2	3/24/2009	แผนการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะที่หนึ่ง	เศรษฐกิจ	-0.01	-2.22	(681)
3	1/25/2010	ศาลสั่งให้โครงการมาบตะพุดดำเนินการต่อ	เศรษฐกิจ	-0.09	-2.20	(6,813)
4	12/25/2007	เลือกตั้งไทย	การเมือง	0.05	1.79	4,415
5	1/14/2011	ลดอันดับพันธบัตรกรีซเป็น junk grade	ต่างประเทศ	0.03	1.61	4,274
6	4/18/2005	ดัชนีดาวโจนส์ตกแรงจากผลดำเนินงานที่ไม่ดี	ต่างประเทศ	0.03	1.31	96
7	4/3/2007	New century ล้ม (ผู้ปล่อยกู้ subprime ที่ใหญ่ที่สุด)	ต่างประเทศ	0.02	1.22	992
8	3/2/2010	ศาลประกาศยึดทรัพย์สินทักษิณ ชินวัตร	การเมือง	-0.03	-1.12	(271)
9	10/10/2008	ตลาดตระหนกปัญหา subprime : ตลาดใช้ circuit breaker	ต่างประเทศ	-0.07	-1.07	(2,060)
10	9/15/2008	Lehman Brothers ประกาศล้มละลาย Chapter 11	ต่างประเทศ	-0.02	-1.05	587

*ค่าสัมบูรณ์ของ t-stat ตั้งแต่ 1.64 ขึ้นไปแสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 10.2 ปฏิบัติการของนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อข่าวสาร

อันดับ	วันที่	ข่าว	ประเภท	ค่าความ		ยอดซื้อสะสม สุทธิ (ล้านบาท)
				คาดเคลื่อน สะสม	tstat*	
1	9/19/2006	ปฏิวัติ	การเมือง	0.07	4.04	6,751
2	3/24/2009	แผนการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะที่หนึ่ง	เศรษฐกิจ	0.09	2.84	2,889
3	3/12/2010	กลุ่มต่อต้านเสื้อแดงรวมตัว	การเมือง	-0.06	-2.54	5,478
4	3/2/2010	ศาลประกาศยึดทรัพย์สิน พตท. ทักษิณ ชินวัตร	การเมือง	0.12	2.44	9,094
5	2/24/2006	ยุบสภา	การเมือง	-0.08	-2.03	1,216
6	1/16/2009	Bank of America ประกาศ rescue fund	ต่างประเทศ	0.03	1.73	(2,059)
7	3/28/2008	กลุ่มพันธมิตรรวมตัวขับไล่ พตท. ทักษิณ ชินวัตร	การเมือง	0.03	1.68	2,690
8	7/27/2010	วางระเบิดราชดำริ	การเมือง	0.06	1.56	5,589
9	4/3/2007	New century ล้ม (ผู้ปล่อยกู้ subprime ที่ใหญ่ที่สุด)	ต่างประเทศ	0.02	1.52	3,694
10	1/14/2011	ลดอันดับพันธบัตรกรีซเป็น junk grade	ต่างประเทศ	-0.09	-1.40	(8,581)

*ค่าสัมบูรณ์ของ t-stat ตั้งแต่ 1.64 ขึ้นไปแสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 10.3 ปฏิบัติการของนักลงทุนรายย่อยที่มีต่อข่าวสาร

อันดับ	วันที่	ข่าว	ประเภท	ค่าความ		ยอดซื้อสะสม สุทธิ (ล้านบาท)
				คาดเคลื่อน สะสม	tstat	
1	4/3/2007	New century ล้ม (ผู้ปล่อยกู้ subprime ที่ใหญ่ที่สุด)	ต่างประเทศ	-0.05	-4.13	(5,178)
2	9/19/2006	ปฏิวัติ	การเมือง	-0.05	-3.26	(5,302)
3	7/27/2010	วางระเบิดราชดำริ	การเมือง	-0.10	-1.92	(5,252)
4	5/19/2010	เผา Central world	การเมือง	0.15	1.91	16,872
5	10/10/2008	ตลาดตระหนกปัญหา subprime : ตลทใช้ circuit breaker	ต่างประเทศ	0.09	1.88	7,445
6	9/15/2008	Lehman Brothers ประกาศล้มละลาย Chapter 11	ต่างประเทศ	0.04	1.80	4,935
7	1/25/2010	ศาลสั่งให้โครงการมาบตะพุดดำเนินการต่อ	เศรษฐกิจ	0.09	1.77	10,247
8	4/16/2009	ประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในกรุงเทพฯ	การเมือง	0.10	1.74	2,903
9	2/24/2006	ยุบสภา	การเมือง	0.05	1.68	(2,433)
10	10/24/2007	Merrill Lynch ประกาศผลขาดทุนสูงสุดใน 93 ปี	ต่างประเทศ	0.04	1.67	5,969

*ค่าสัมบูรณ์ของ t-stat ตั้งแต่ 1.64 ขึ้นไปแสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 10.4 ปฏิบัติการของพอร์ตโบรกเกอร์ที่มีต่อข่าวสาร

อันดับ	วันที่	ข่าว	ประเภท	ค่าความ		ยอดซื้อสะสม สุทธิ (ล้านบาท)
				คาดเคลื่อน สะสม	tstat	
1	4/18/2005	ดัชนีดาวโจนส์ตกแรงจากผลดำเนินงานที่ไม่ดี	ต่างประเทศ	0.002	6.11	73
2	1/16/2009	Bank of America ประกาศ rescue fund	ต่างประเทศ	-0.048	-3.62	(1,448)
3	2/7/2005	เลือกตั้งไทย	การเมือง	0.007	3.61	124
4	5/9/2011	ยุบสภา	การเมือง	-0.022	-2.05	(1,866)
5	10/24/2007	Merrill Lynch ประกาศผลขาดทุนสูงสุดใน 93 ปี	ต่างประเทศ	-0.006	-1.82	(324)
6	4/3/2007	New century ล้ม (ผู้ปล่อยกู้ subprime ที่ใหญ่ที่สุด)	ต่างประเทศ	0.008	1.62	492
7	1/29/2008	สมัคร สุนทรเวช เป็นนายกรัฐมนตรีใหม่	การเมือง	0.021	1.62	896
8	1/14/2011	ลดอันดับพันธบัตรกรีซเป็น junk grade	ต่างประเทศ	0.015	1.56	1,051
9	7/14/2008	รัฐประกาศช่วยเหลือ Fannie Mae และ Freddie Mac	ต่างประเทศ	0.019	1.52	1,037
10	10/14/2009	ข่าวลือเกี่ยวกับพระราชสำนัก	การเมือง	-0.021	-1.22	(1,102)

*ค่าสัมบูรณ์ของ t-stat ตั้งแต่ 1.64 ขึ้นไปแสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติ

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ศึกษาทัศนคติและพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของผู้จัดการกองทุนและผู้บริหารระดับสูงของกองทุนหลายประเภทซึ่งลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมุ่งทำความเข้าใจทัศนคติของผู้จัดการกองทุนต่อนักลงทุน สภาพแวดล้อมด้านกฎเกณฑ์และผลิตภัณฑ์และบริการของตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เป็นอุปสรรคต่อการเติบโตและศักยภาพในการแข่งขันของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย งานวิจัยนี้ยังศึกษาการรับรู้ข่าวสาร เพื่อประกอบการตัดสินใจบริหารกองทุนจากข้อมูลแบบสอบถามและวัดการตอบสนองของกองทุนรวมไทยต่อข่าวสารโดยวิธีทางสถิติซึ่งช่วยให้เข้าใจพฤติกรรมการลงทุนของผู้จัดการกองทุนมากขึ้น คณะวิจัยใช้วิธีการวิจัย 3 วิธี ได้แก่การส่งแบบสอบถามผ่านอีเมล และสำรวจโดยตรง การสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูงของกองทุน และการศึกษาหลักฐานเชิงประจักษ์ (event study)

กลุ่มตัวอย่างแบบสอบถาม 83 ตัวอย่าง โดย 74 ตัวอย่างเป็นผู้จัดการกองทุนส่วนที่เหลือเป็นผู้บริหารระดับสูงหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้การกระจายตัวของกลุ่มตัวอย่างเป็นไปอย่างทั่วถึงในอุตสาหกรรม กล่าวคือ บลจ. ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ บลจ. ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ต่างชาติ บลจ. ที่ไม่อยู่ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ทั้งไทยและต่างชาติ กองทุนบำเหน็จบำนาญราชการ และบริษัทประกันชีวิต คณะวิจัยได้สรุปประเด็นสำคัญจากการศึกษาดังนี้

5.1 สภาพการลงทุนในตลาดทุนและนโยบายการลงทุน

5.1.1 สภาพการลงทุนในตลาดทุน

เมื่อพิจารณารายงานเกี่ยวกับกองทุนรวมทั้งหมดพบว่า กองทุนรวมส่วนใหญ่ลงทุนในตราสารหนี้และตราสารเงิน มากกว่าลงทุนในตราสารทุน ในรายละเอียดสัดส่วนการลงทุนพบว่ากองทุนประเภทกองทุนสำรองเลี้ยงชีพและกองทุนส่วนบุคคล มีสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุนมากกว่ากองทุนประเภทอื่นๆ

คณะวิจัยพบว่ากองทุนผสมมีขนาดเฉลี่ย 1,395 ล้านบาท ในขณะที่ส่วนใหญ่เป็นกองทุนที่มีขนาดเล็ก (เท่ากับหรือน้อยกว่า 140 ล้านบาท) มีเพียง 5% ของกองทุนผสมทั้งหมดเป็นกองทุนผสมขนาดใหญ่ โดยขนาดของกองทุนผสมที่ใหญ่ที่สุดมีขนาด 14,000 ล้านบาท

5.1.2 นโยบายการลงทุนของผู้จัดการกองทุน

การบริหารกองทุน การตัดสินใจเชิงนโยบายการลงทุนจะกระทำผ่านกรรมการการลงทุนเป็นส่วนใหญ่ถึง 80% ส่วนการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของกองทุนตราสารทุนและกองทุนผสมนั้น 40% ของกลุ่มตัวอย่างจะกระทำผ่านคณะกรรมการการลงทุน และ 30% ของกลุ่มตัวอย่างผู้จัดการกองทุนเป็นผู้ตัดสินใจเพียงลำพัง

การบริหารเพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุน ผู้จัดการกองทุนใช้วิธีการเลือกหุ้นรายตัว (stock picking) มากที่สุด ในเรื่องการปรับพอร์ต จากจำนวน 83 ผู้จัดการกองทุน มีเพียง 16 รายที่ปรับพอร์ตเมื่อราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงถึงระดับที่กำหนดไว้ (trigger point) ผู้จัดการกองทุนใช้แหล่งข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจในการตัดสินใจลงทุนโดยให้ความสำคัญต่อข่าวทิศทางอัตราดอกเบี้ยและข่าวเศรษฐกิจเป็นอันดับต้นๆ และในการทำ event study พบว่ากองทุนไทยโดยรวมมีปฏิกริยาต่อข่าวเศรษฐกิจในประเทศมากกว่าต่างประเทศ ผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่ปรับพอร์ตด้วยความถี่หนึ่งสัปดาห์ถึงหนึ่งเดือน

นอกจากนี้ผู้จัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ มีความเห็นว่าการเสนอ employee choice จะเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในตลาดหุ้นเล็กน้อยจาก 27.8% ถึง 30.4% เท่านั้น

5.2. ทักษะที่เกี่ยวข้องกับสภาพแวดล้อมการลงทุน

5.2.1 ทักษะเกี่ยวกับนักลงทุน

ความต้องการของนักลงทุนมีความสำคัญมากต่อการกำหนดพฤติกรรมของผู้จัดการกองทุน อีกทั้งนักลงทุนยังขาดความเข้าใจเรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงและมีความต้องการลงทุนเพื่อรักษาเงินต้นเป็นหลักจึงทำให้โครงสร้างการออมส่วนใหญ่ในประเทศไทยอยู่ในรูปเงินฝาก จากข้อมูลของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน ณ ครึ่งปีแรกของปี 2554 เงินออมของครัวเรือนกว่า 50% อยู่ในรูปของเงินฝาก และมีประมาณ 23% ที่เป็นการลงทุนในกองทุน ดังนั้นผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในประเทศไทยจึงคุ้นเคยกับตราสารเงินและตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน

ผู้จัดการกองทุนให้ความเห็นว่านักลงทุนไทยจะให้นำหนักไปที่ชื่อเสียงขององค์กรที่เป็นบริษัทแม่ของ บลจ. ในระดับที่ใกล้เคียงกับ ช่องทางการจัดจำหน่ายทางอินเทอร์เน็ต และอัตราผลตอบแทนในอดีตของกองทุน รองลงมาคือความสะดวกจากช่องทางจัดจำหน่ายที่เข้าถึงได้ง่ายผ่านสาขาธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตามในมุมมองของผู้จัดการกองทุน นักลงทุนให้ความสำคัญต่ออัตราค่าใช้จ่ายของกองทุนรวมในการเลือก บลจ. น้อยที่สุด ในแง่การบริการ ความสำเร็จของอินเทอร์เน็ต และการเติบโตของการซื้อขายผ่านอินเทอร์เน็ตเป็นสิ่งสำคัญ

5.2.2 ทศนคติเกี่ยวกับกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการลงทุน

ผู้จัดการกองทุนรายงานว่าปัจจัยสำคัญที่สุดที่เป็นอุปสรรคและข้อจำกัดต่อการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในตราสารทุน ได้แก่ นโยบายการบริหารกองทุน รองลงมากระบวนการอนุมัติเปิดกองทุนที่มีความซับซ้อนและ short sale ข้อจำกัดการลงทุนในตราสารต่างประเทศและการใช้ทุนพันธบัตรโดยลำดับ การที่ตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยความเสี่ยงเป็นอุปสรรคที่ผู้จัดการกองทุนให้นำหนักน้อยที่สุด นอกจากนี้ข้อจำกัดการกำหนดเพดานการถือครองหุ้นรายตัว เป็นอุปสรรคจากระเบียบภายนอกที่ผู้จัดการกองทุนให้นำหนักมากที่สุด

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูงของกองทุนได้ความเห็นเกี่ยวกับการเปิดตลาดทุนโดยการเพิ่มความเป็นนานาชาติให้กับตลาดทุนไทยเป็นประโยชน์แต่จำเป็นต้องเตรียมความพร้อมให้ดี ผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุนแนะนำประเด็นที่ต้องคำนึงดังต่อไปนี้

ก) ความพร้อมของตลาดทุนไทยในการเปิดตลาดทันที

ข) กฎระเบียบที่จะเสริมความสามารถของบริษัทไทยให้แข่งขันกับนานาชาติได้

ค) ความแปรปรวนของการเมืองไทยที่อาจทำให้กระบวนการเปิดตลาดต้องล่าช้า

ง) กฎเกณฑ์และนโยบายการซื้อขายหลักทรัพย์ การโอนย้ายเงินตราต่างประเทศ และกฎระเบียบเกี่ยวกับภาษีจะต้องเท่าเทียมกับต่างประเทศ เพื่อที่บริษัทหลักทรัพย์ไทยจะสามารถแข่งขันกับต่างประเทศได้เมื่อเปิดตลาดเสรีในปี 2555

ก.ล.ต. ควรทบทวนกฎเกณฑ์ในปัจจุบันที่จำกัดการลงทุนของกองทุนบางประเภทเช่น กบข. หรือผู้ลงทุนระดับย่อยในตราสารบางประเภท ทำให้ประสิทธิภาพการลงทุนในตลาดทุนไทยไม่ดีเท่าที่ควร ในความเห็นของผู้เกี่ยวข้องในตลาดทุนไทยส่วนใหญ่ต้องการให้ ก.ล.ต. จัดการลงทะเบียนกองทุนใหม่หรือตราสารใหม่ให้เร็วขึ้นเพื่อส่งเสริมการแข่งขันกับตลาดทุนต่างชาติ

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารระดับสูง และผู้จัดการกองทุนบางรายพบว่าหลายกองทุนใช้หลักทรัพย์อนุพันธ์ในปัจจุบันและมีความต้องการจะเพิ่มมากขึ้น แต่เหตุผลที่ปัจจุบันใช้น้อยเนื่องจากกฎระเบียบของ ก.ล.ต. ที่ต้องขออนุมัติเป็นครั้งคราวไป และที่ใช้อยู่ก็ผ่าน OTC เนื่องจากค่าใช้จ่ายซื้อขายและmargin ถูกกว่าการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ

5.2.3 ความพอใจในผลิตภัณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ

ผู้จัดการกองทุนมีความเชื่อว่าปัญหาด้านสภาพคล่องหุ้นรายตัวและการขาดหุ้นขนาดใหญ่ในจำนวนที่พอเพียงเป็นข้อจำกัดที่สำคัญมาก และเป็นลักษณะโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เป็นอุปสรรคสำคัญในการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

ด้านความพอใจต่อผลิตภัณฑ์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ใน 2 กลุ่มผลิตภัณฑ์นั้นคือ กลุ่มผลิตภัณฑ์ตราสารทุนและดัชนี และกลุ่มผลิตภัณฑ์ตราสารหนี้ ตราสารอนุพันธ์ และ ETF โดยผู้จัดการกองทุนมีความพอใจในกลุ่มผลิตภัณฑ์แรกตามลำดับดังนี้ 1) ดัชนี SET (ได้คะแนน 3.85 จาก 5) 2) หุ้นสามัญและอื่นๆ ที่น่าสนใจคือผู้จัดการกองทุนมีความพอใจต่อดัชนี FTSE/ASEAN (ได้คะแนน 3 จาก 5) เป็นลำดับสุดท้าย ทั้งนี้อาจจะมีสาเหตุจากพื้นฐานหลักทรัพย์และการประชาสัมพันธ์ที่น้อยไปของตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือเป็นเพราะมีต้นทุนในการใช้ค่าใช้จ่าย

ความพอใจในกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่สองเป็นไปตามลำดับดังนี้ 1) ETFs 2) ตราสารอนุพันธ์สินค้าโภคภัณฑ์ โดยมีความพอใจใน gold futures มากที่สุด 3) ตราสารหนี้ใน BEX ที่น่าสนใจคือความพอใจในตราสารทุนต่างๆ ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวมากนัก จากการขอมูลการซื้อขาย silver future และ interest rate future พบว่า แม้ silver future และ interest rate future จะได้รับความพอใจสูง แต่ปริมาณการซื้อขายกลับมีไม่มาก ส่วนผลิตภัณฑ์ที่ผู้จัดการกองทุนมีความสนใจในอนาคตคือ retail bond, depository receipts, REITs, และ commodity derivative

สำหรับธุรกรรม Security Borrowing and Lending (SBL) สามปัจจัยหลักที่ส่งเสริมธุรกรรม SBL คือ การแต่งตั้งหรือจัดให้มีผู้สร้างสภาพคล่อง (market maker) และ การมีสำนักหักบัญชี (central clearing house) เพื่อธุรกรรม SBL การกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันใหม่ จากการสัมภาษณ์ผู้จัดการกองทุน และผู้บริหารระดับสูงพบว่า มีความสนใจอย่างยิ่งในการทำธุรกรรม SBL เพื่อปรับความเสี่ยงของพอร์ต แต่มีข้อจำกัดจากกฎเกณฑ์ของก.ล.ต. นอกจากนี้ค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรม SBL สูงและในบางกรณีต้องวางหลักทรัพย์ค้ำประกันถึง 100% ของมูลค่าสินทรัพย์ จึงมีการธุรกรรมผ่าน OTC มากกว่า อีกทั้งผู้ถือหลักทรัพย์ไม่มีความเข้าใจในธุรกรรมแบบนี้ จึงไม่ยอมให้ยืมหลักทรัพย์ ซึ่งนำไปสู่การขาดสภาพคล่อง

จากผลการสัมภาษณ์ของผู้บริหารระดับสูงและผลของแบบสอบถามผู้จัดการกองทุน คณะวิจัยเสนอข้อสรุปรวมเกี่ยวกับข้อจำกัดในการลงทุนในตลาดทุน ดังนี้

ข้อจำกัดในการลงทุนในตลาดทุน	ระดับความสำคัญ
ด้านนักลงทุน	
ความนิยมของนักลงทุนที่จะออมเงินในรูปแบบเงินฝาก และตราสารหนี้ เนื่องจากความคุ้นเคยกับการฝากเงินในระบบธนาคาร	สำคัญมาก
ความต้องการของผู้จัดการกองทุนที่สนองความต้องการของผู้ลงทุนที่จะลงทุนแบบ รักษาเงินสด	สำคัญ
นักลงทุนไม่มีความรู้ความเข้าใจเพียงพอในตราสารทุน	สำคัญน้อย
ด้านกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน	
Holding limit	สำคัญมาก
ความซับซ้อนของกระบวนการขออนุมัติเปิดกองทุน	สำคัญมาก
การกำหนดเพดานถือครองหุ้นไม่เกิน 10%	สำคัญมาก
การห้ามทำ short sale	สำคัญมาก
ข้อจำกัดด้านการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ	สำคัญมาก
ข้อจำกัดการใช้อนุพันธ์	สำคัญมาก
ด้านผลิตภัณฑ์บริการและโครงสร้างของตลาดหลักทรัพย์	
ข้อจำกัดด้านสภาพคล่องและขนาดของหลักทรัพย์ที่ทำให้ผลกระทบต่อราคาหุ้นแรง	สำคัญมาก
อัตราผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงของตลาดหุ้น	สำคัญน้อย
ผลิตภัณฑ์ตราสารทุน อนุพันธ์ และบริการ	ดีอยู่แล้วแต่ปรับปรุงได้
ด้านพฤติกรรมและนโยบายการลงทุนของผู้จัดการกองทุน	
ข้อจำกัดด้านกฎเกณฑ์ของกองทุน (Fund objective)	สำคัญมาก
พฤติกรรมการลงทุนของผู้จัดการกองทุนเอง และความเคยชินในการบริหารในอดีต ซึ่งไม่เกี่ยวกับพื้นฐานทางเศรษฐกิจ	สำคัญน้อย
ลักษณะโครงสร้างผลตอบแทนของผู้จัดการกองทุน	สำคัญน้อย

5.3. การใช้ข่าวสารในการตัดสินใจลงทุนและปฏิกิริยาของนักลงทุนต่อข่าวสาร

ผลสำรวจแสดงว่าผู้จัดการกองทุนให้ความสำคัญกับข่าวอัตราดอกเบี้ยในประเทศเป็นอันดับแรก รองมาคือข่าวข้อมูลหุ้นรายตัว และข่าวกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศ เพื่อเป็นการตรวจสอบผลสำรวจที่เป็นคำตอบรายบุคคลได้ทำการตรวจสอบโดยการศึกษาเชิงประจักษ์ และพบว่ากระแสเงินลงทุนสุทธิรายวันของกองทุนไทยที่มีต่อข่าวนั้นไม่ต่างไปจากผลสำรวจ ทั้งนี้ผลดังกล่าวยืนยันว่ากองทุนไทยที่เน้นการเลือกหุ้นรายตัวใช้ข่าวที่ให้ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานของบริษัทและหมวดอุตสาหกรรม

อีกประเด็นที่น่าสนใจจากการศึกษาเชิงประจักษ์ คือการซื้อขายสุทธิรายวันของกองทุนไทยมีสถานะตรงข้ามกับการซื้อขายของกองทุนต่างชาติซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนสถาบันไทยหากได้รับการส่งเสริมให้เติบโตก็น่าจะมีบทบาทสำคัญในการช่วยสร้างเสถียรภาพทางราคาให้กับตลาดหลักทรัพย์ไทย

5.4 ข้อเสนอแนะ

จากบทสรุปข้างต้นลักษณะกองทุนไทยยังคงมีการใช้การบริหารกองทุนเชิงรุก (active management) น้อย ซึ่งเป็นเพราะมีกฎเกณฑ์และระเบียบที่ไม่กระตุ้นความสามารถในการแข่งขัน และขาดนักลงทุนที่มีความต้องการลงทุนเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่ดีขึ้นมากกว่าการลงทุนเพื่อรักษาเงินต้น คณะผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะเชิงนโยบายโดยแบ่งเป็น 3 กลุ่มที่ควรปรับปรุง คือ ด้านการศึกษานักลงทุน ด้านสภาพแวดล้อม และ ด้านทัศนคติของผู้จัดการกองทุนให้มุ่งเน้นการแข่งขันมากขึ้น

ด้านการศึกษา

ปัจจุบันนักลงทุนขาดความรู้ความเข้าใจในผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีอยู่ในตลาด ทั้งนี้การลงทุนในปัจจุบันที่ลงทุนในผลิตภัณฑ์เพียงไม่กี่ประเภทไม่ได้เกิดจากการขาดความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ แต่เกิดจากการที่กองทุนมักเน้นขายผลิตภัณฑ์ที่นักลงทุนต้องการหรือคุ้นเคย ดังนั้นควรมีการให้ความรู้แก่นักลงทุนในเรื่องผลตอบแทนและความเสี่ยงอย่างเป็นระบบพร้อมให้ความรู้ในการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงระหว่างการฝากเงินในระบบธนาคาร ตราสารตลาดเงินตราสารหนี้ และตราสารทุน โดยเฉพาะความเกี่ยวข้องระหว่างรายได้และความเสี่ยงของตราสารแต่ละชนิด

ด้านกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการลงทุนและผลิตภัณฑ์และบริการของตลาดหลักทรัพย์

กฎระเบียบในการใช้หลักทรัพย์ดังกล่าวมีข้อจำกัดมากเกินไปและมีค่าใช้จ่ายสูง จึงทำให้การใช้หลักทรัพย์นั้นไม่มีประสิทธิภาพที่จะเอื้อประโยชน์กับการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงของพอร์ตได้เต็มที่ เช่น ข้อจำกัดในใช้หลักทรัพย์อนุพันธ์ การลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ เพดานการถือครองหุ้น เพื่อส่งเสริมธุรกรรม SBL ซึ่งจะเป็นประโยชน์กับการปรับความเสี่ยงของทุนและเพื่อที่จะมีมาตรฐานเทียบเท่ากับต่างประเทศ โดยสำนักหักบัญชี (Thailand clearing house) น่าจะปรับปรุงกฎระเบียบ เช่น ลด margin requirement

ผู้จัดการกองทุนเห็นอุปสรรคด้านสภาพคล่องและความหลากหลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ว่าเป็นข้อจำกัดซึ่งคณะวิจัยเห็นว่าควรมีการเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียน ทั้งนี้อาจต้องมีการประเมินต้นทุนของการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ไม่เหมาะสมกับลักษณะโครงสร้างธุรกิจไทยซึ่งมีลักษณะที่เป็นธุรกิจครอบครัวสูง เช่นในแง่ผลประโยชน์ทางภาษีน่าจะมีการพิจารณาว่าควรให้สิทธิพิเศษกับบริษัทจดทะเบียนหรือไม่เนื่องจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนมีต้นทุนด้าน auditing และ disclosure ที่บริษัทนอกตลาดไม่มีแต่ทั้งนี้ต้องคำนึงถึงความสอดคล้องกับอัตราภาษีภายใต้ความร่วมมือของ ASEAN

นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ควรสร้างสภาพแวดล้อมที่เอื้ออำนวยต่อการเพิ่มสภาพคล่องเพื่อลดผลกระทบทางราคาในการซื้อขายหลักทรัพย์ (price impact) ที่มีนัยสำคัญต่อนักลงทุนประเภทสถาบันโดยการสนับสนุนบริษัทขนาดใหญ่ให้มาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้การผลักดันการแก้ไขกฎหมายการรวบรวมกิจการก็จะช่วยเพิ่มขนาดของบริษัทจดทะเบียนได้และขณะนี้ก็มี การดำเนินการอยู่

ด้านทัศนคติของผู้จัดการกองทุน

จากตารางที่สรุปทัศนคติของผู้จัดการกองทุนที่มีต่อข้อจำกัดในการลงทุนในตลาดทุนพบว่าผู้จัดการกองทุนมองว่าพฤติกรรมของผู้จัดการกองทุนเองและความเคยชินในการบริหารในอดีตไม่ใช่ข้อจำกัดที่สำคัญ แต่หากมองถึงผลการสำรวจที่ผู้จัดการกองทุนเองถูกกำหนดขอบเขตการทำงานด้วยข้อจำกัดด้านกฎเกณฑ์ของกองทุน (Fund objective) ข้อจำกัดด้านกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน ความต้องการของ

นักลงทุน และสภาพคล่องของตลาด อีกทั้งโครงสร้างอุตสาหกรรมที่มีกลุ่มธนาคารครองส่วนแบ่งตลาดส่วนใหญ่ทำให้ผู้จัดการกองทุนที่เป็นกองทุนไทยเห็นความสำคัญของอัตราผลตอบแทนในอดีตเป็นเรื่องรองจากความสามารถในการให้บริการทางอินเทอร์เน็ตและชื่อเสียงของบริษัทแม่ ทั้งหมดล้วนสะท้อนว่าความเคยชินและทัศนคติของผู้จัดการกองทุนมีความสำคัญอย่างยิ่งและน่าจะต้องแก้ไขโดยการเพิ่มบรรยากาศแห่งการแข่งขัน เช่นการเปิดโอกาสให้กองทุนต่างชาติเข้ามาเสนอผลิตภัณฑ์และบริการมากขึ้น การเปิดโอกาสให้กองทุนไทยสามารถลงทุนในต่างประเทศโดยตรง การเพิ่มช่องทางจัดจำหน่ายให้บลจ.ที่ไม่เป็นบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทย และการสนับสนุนและเผยแพร่บทวิเคราะห์กองทุนโดยนักวิเคราะห์อิสระ

การเปิดตลาดทุนผ่านการเพิ่มความเป็นนานาชาติให้กับตลาดทุนไทยเป็นประโยชน์แต่จำเป็นต้องเตรียมความพร้อมให้ดี และมีประเด็นที่ต้องคำนึงดังต่อไปนี้

- ความพร้อมของตลาดทุนไทยในการเปิดตลาดทันที
- กฎระเบียบที่จะเสริมความสามารถของบริษัทไทยให้แข่งขันกับนานาชาติได้
- ความแปรปรวนของการเมืองไทยที่อาจทำให้กระบวนการเปิดตลาดต้องล่าช้า

จากทัศนคติและพฤติกรรมที่ต่างกันของผู้จัดการกองทุนในแต่ละประเภท การจัดกลุ่มนักลงทุนให้เหมาะสมตามประเภทกองทุนน่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนอัตราเติบโตของอุตสาหกรรมได้ โดยการพัฒนาอุตสาหกรรมจัดการลงทุนควรเป็นไปทีละขั้นดังนี้ ขั้นแรกคือการสร้างความคุ้นเคยให้กับนักลงทุนในวงกว้างผ่านกองทุนรวมที่เป็นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินของธนาคารพาณิชย์ไทยที่สามารถใช้ความได้เปรียบด้านช่องทางการจัดจำหน่าย นำเสนอผลิตภัณฑ์ที่ง่ายต่อการเข้าใจ ในขณะเดียวกันบริษัทจัดการลงทุนประเภทอื่นๆ กองทุนที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะเช่น กบข. และบริษัทประกันชีวิต เริ่มนำเสนอผลิตภัณฑ์เพื่อการเกษียณอายุต่อสาธารณะเชิงรุกมากขึ้น ขั้นที่สองคือ หน่วยงานกำกับ และตลาดหลักทรัพย์ ให้ความสำคัญสนับสนุนกองทุนในการเสนอผลิตภัณฑ์ที่เน้นอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราเงินฝากและมีความซับซ้อนมากขึ้นโดยผ่านคลาย ระเบียบ ข้อบังคับ และมีการจัดทำเกณฑ์ประเมินและจัดอันดับผลประกอบการของกองทุนที่สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงพร้อมส่งเสริมให้มีการเผยแพร่แก่นักลงทุนให้ทราบเป็นวงกว้าง

บรรณานุกรม

Bekaert G, Harvey, CR., and Lundblad, CT. Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets, *AFA 2004 San Diego Meetings; EFA 2003 Annual Conference Paper No. 690*
Columbia University - Graduate School of Business , Duke University - Fuqua School of Business and University of North Carolina (UNC) at Chapel Hill - Finance Area *Date Posted: August 3, 2003 Working Paper Series*

Ferriera AM, Ramos SB, 2004. Mutual fund industry competition and concentration: International evidence

Harrison M, 2003. Fund management in Hong Kong and Singapore, Research and Policy Paper, Hong Kong Stock Exchange.

Jobst, 2007. Development of Equity Derivative Markets in Emerging Asia, *International Journal of Emerging Markets, Vol. 2, No. 3,*

Kharona A, Servaes H, and Tufano P, 2005. Explaining the size of the mutual fund industry around the world, *Journal of Financial Economics, 78, 145-185.*

Kwok Chuck C.Y. and Tadesse S, 2006. National culture and financial systems, *Journal of International Business Studies, Vol. 37, No. 2 (Mar., 2006), pp. 227-247*

Kharona A, Servaes H, and Tufano P, 2009. Mutual fund fees around the world, *Review of Financial Studies, 3, 1279-1310.*

Walter I, and Sisli E, 2006. The asset management industry in Asia: Dynamics of growth, structure, and performance, New York University Working Paper.

แผนพัฒนาตลาดทุนไทย 2552 โดยคณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย

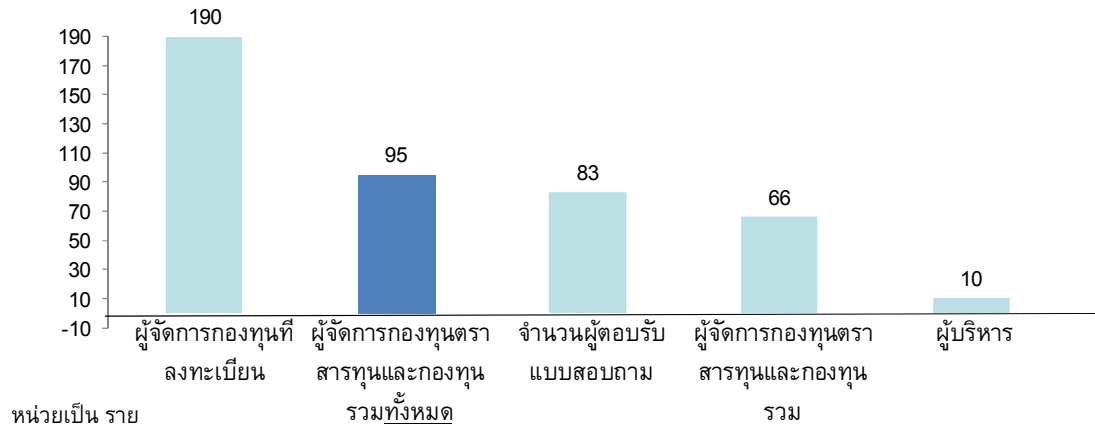
สรายุทธ์ นาทะพันธ์ 2553 พัฒนาการของอุตสาหกรรมกองทุนรวมไทย โอกาสและความท้าทายในทศวรรษหน้า เอกสารงานวิจัยที่ 4/2553 สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บริษัทเดอะ นีลสัน คอมปะนี (ประเทศไทย) จำกัด 2554 โครงการวิจัยตลาดทุน (Investor research survey)

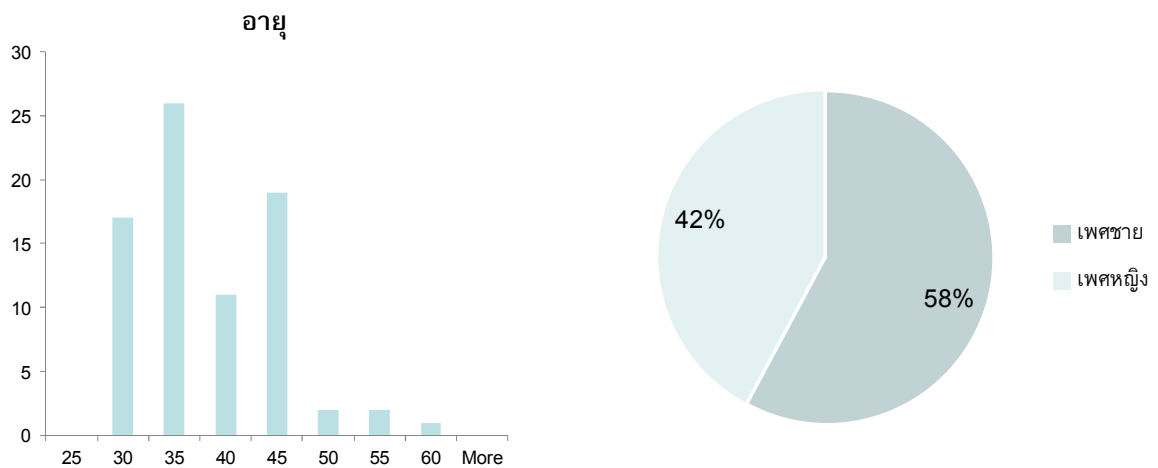
ภาคผนวกที่ 1

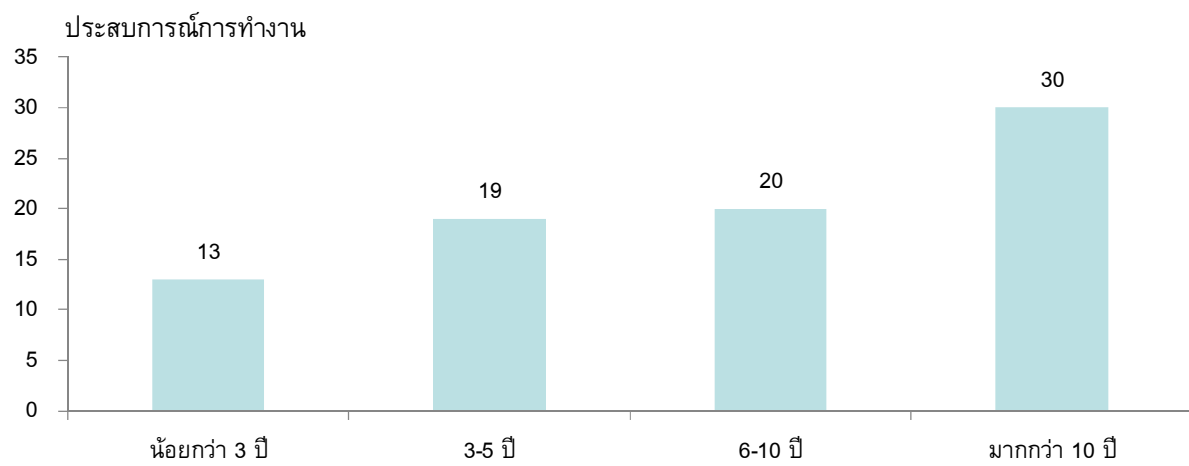
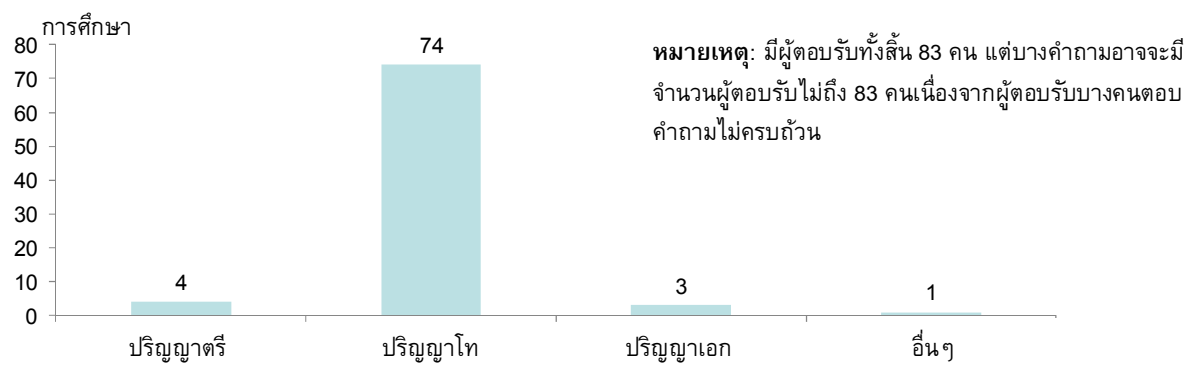
ภาพแสดงข้อมูลลักษณะกลุ่มตัวอย่าง

ภาพที่ A1 จำนวนผู้จัดการกองทุนและจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่เข้าเกณฑ์



ภาพที่ A2 ข้อมูลส่วนบุคคลของผู้ตอบแบบสอบถาม





ตารางที่ A1 การแจกแจงของขนาดกองทุนผสม

ขนาดของกองทุน ผสม (ล้านบาท)	ความถี่ สะสม(%)
10	82.44%
1,409	94.66%
2,808	97.71%
4,207	98.22%
5,606	98.98%
7,005	99.24%
8,404	99.49%
9,803	99.49%
11,202	99.75%
12,601	99.75%
14,000	100.00%