

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อเป็นศูนย์กลางการระดมเงินทุนจากผู้ที่มีเงินออมไปยังธุรกิจที่ต้องการเงินทุน ซึ่งนับว่าเป็นกลไกที่สำคัญประการหนึ่งในการส่งเสริมการลงทุนและการออมในประเทศ อย่างไรก็ตามการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยง หากธุรกิจที่ผู้ลงทุนเลือกลงทุนเผชิญสถานะที่ไม่เอื้ออำนวยหรือผลประกอบการตกต่ำลง ย่อมส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนพึงได้รับลดลงไปด้วย ดังนั้นจึงมีความจำเป็นยิ่งที่นักลงทุนจะต้องทราบถึงปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องก่อนตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ การตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ซึ่งได้แก่ การลงทุนในตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญ เป็นต้น ซึ่งการลงทุนในตราสารทุนเหมาะสำหรับนักลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงสูง มีเวลาติดตามข้อมูลข่าวสาร การลงทุนในตราสารหนี้เหมาะสำหรับนักลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงค่อนข้างต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีการลงทุนอีกประเภทหนึ่งซึ่งก็คือการลงทุนในหน่วยลงทุนกับกองทุนรวม เหมาะสำหรับผู้ลงทุนรายย่อย ที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน แต่ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ได้มากพอเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนดังกล่าว

กองทุนรวมจึงเป็นหนึ่งในหลายๆเครื่องมือในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพซึ่งมีการจัดการลงทุนอย่างเป็นระบบ โดยมีจุดมุ่งหมายให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ภายใต้กรอบความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ ดังนั้นเพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยสามารถเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยมีผลตอบแทนที่ดีและมีความเสี่ยงต่ำนั้น รัฐบาลและหน่วยงานเกี่ยวข้องจึงมุ่งหวังการพัฒนาสถาบันการเงินประเภทจัดการลงทุน ซึ่งจะมีส่วนช่วยในการสนับสนุนและคุ้มครองการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย โดยที่เงินของนักลงทุนรายย่อยจะบริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน หรือเรียกย่อว่า “บลจ.” เป็นผู้นำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนนั้น ไปลงทุนในตราสารหรือหลักทรัพย์ต่างๆ อาทิ หุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรือหลักทรัพย์อื่น โดยผู้จัดการกองทุนรวมจะเป็นผู้เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ตามวัตถุประสงค์และนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมประเภทนั้นๆ

กองทุนรวมในประเทศไทยมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังจะเห็นได้จากพ.ศ. 2544 มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมเท่ากับ 392,871.86 ล้านบาท และมีแนวโน้มสูงขึ้นในปีต่อๆมาจนถึงปี พ.ศ. 2548 มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมเท่ากับ 963,806.31 ล้านบาท

แสดงดังตารางที่ 1.1 กองทุนรวมถูกแบ่งตามประเภทการขายคืนหน่วยลงทุนแบ่งเป็นกองทุนปิด (Closed-End Fund) และกองทุนเปิด (Opened-End Fund) ณ กรกฎาคม พ.ศ. 2549 มีกองทุนปิดจำนวน 139 กองทุน และกองทุนเปิดจำนวน 612 กองทุน เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนส่วนใหญ่มักจะเสนอขายกองทุนเปิดเป็นหลัก เพราะมีสภาพคล่องมากกว่ากองทุนปิดแสดงดังตารางที่ 1.2 นอกจากนี้กองทุนรวมแต่ละกองทุนก็จะมีนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกันไป ซึ่งนโยบายการลงทุนหลักๆของกองทุนรวมมี 3 แนวทาง ประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในตราสารทุน นโยบายการลงทุนในตราสารแห่งนี้ และนโยบายการลงทุนแบบผสม จึงเป็นโอกาสที่ดีสำหรับนักลงทุนในการเลือกลงทุนได้ตามความเหมาะสมของแต่ละคน ตามสภาพการณ์และภาวะเศรษฐกิจขณะนั้นๆ โดยกองทุนรวมตราสารหนี้มีจำนวน 351 กองทุน มีสัดส่วนถึงร้อยละ 48.20 ของจำนวนกองทุนรวมทั้งหมด ซึ่งถือว่าเป็นสัดส่วนที่สูงกว่ากองทุนรวมประเภทอื่นๆ แสดงดังตารางที่ 1.3 ณ กรกฎาคม พ.ศ. 2549 มีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมทั้งสิ้น 18 บริษัท มีจำนวนกองทุนรวม 760 กองทุน มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรวม 1.06 ล้านล้านบาท และมีส่วนแบ่งตลาดโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมที่มีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุด คือ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กลีกรไทย จำกัด มีส่วนแบ่งตลาดร้อยละ 15.91 ของสินทรัพย์สุทธิรวม แสดงดังตารางที่ 1.4

ตารางที่ 1.1 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด
พ.ศ. 2544-2548

	(หน่วย: ล้านบาท)				
ปี พ.ศ.	2544	2545	2546	2547	2548
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ของกองทุนรวม	392,871.86	466,794.54	727,214.20	682,633.22	963,806.31
มูลค่าหลักทรัพย์ตาม ราคาตลาด	1,607,309.60	1,986,236.47	4,789,857.03	4,521,894.55	5,105,113.48

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2549)

ตารางที่ 1.2 จำนวนกองทุนรวมแบ่งตามประเภทการขายคืนหน่วยลงทุน ณ 28 กรกฎาคม
พ.ศ. 2549

(หน่วย: ล้านบาท)

ประเภทกองทุน	จำนวนกองทุน	สินทรัพย์สุทธิรวม	ส่วนแบ่งตลาด(%)
กองทุนปิด	139	361,817.72	33.94
กองทุนเปิด	612	694,520.03	65.15
Country Funds*	9	9,763.66	0.92
รวม	760	1,066,101.40	100.00

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการกองทุน (2549)

ตารางที่ 1.3 สถานะกองทุนรวมในประเทศไทยแบ่งตามนโยบายการลงทุน
ณ 28 กรกฎาคม พ.ศ. 2549

(หน่วย: ล้านบาท)

ประเภทกองทุน	จำนวนกองทุน	สินทรัพย์สุทธิรวม	ส่วนแบ่งตลาด(%)
กองทุนรวมตราสารทุน	150	71,535.91	6.73
กองทุนรวมตราสารหนี้	351	512,723.12	48.20
กองทุนรวมประเภทอื่นๆ	259	479,394.18	45.07
รวม	760	1,063,653.21	100.00

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการกองทุน (2549)

ตารางที่ 1.4 ส่วนแบ่งตลาดของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนในประเทศไทย

ณ 28 กรกฎาคม พ.ศ. 2549

(หน่วย: ล้านบาท)

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน	จำนวน กองทุน	สินทรัพย์สุทธิรวม	ส่วนแบ่งตลาด (%)
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงไทย จำกัด (มหาชน)	46	111,291.17	10.44
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด	75	169,612.85	15.91
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ทหารไทย จำกัด	38	86,038.75	8.07
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ทีสโก้ จำกัด	28	9,430.06	0.88
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด	57	131,651.54	12.35
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ธนชาติ จำกัด	51	36,117.46	3.39
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน นครหลวงไทย จำกัด	22	13,337.76	1.25
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน บีที จำกัด	18	7,810.97	0.73
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ฟินันซ่า จำกัด	6	1,722.33	0.16
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ยูโอบี (ไทย) จำกัด	61	52,832.36	4.96
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน อเบอร์ดีน จำกัด	21	27,400.72	2.57
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน อูซุชยาเจเอฟ จำกัด	47	27,832.30	2.61
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)	79	131,909.68	12.37
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน แอสเซท พลัส จำกัด	26	11,026.77	1.03
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไอเอ็นจี (ประเทศไทย) จำกัด	66	102,894.57	9.65
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด	35	85,790.51	8.05
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม พรีเมเวสต์ จำกัด	29	16,300.97	1.53
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม วรณ จำกัด	55	43,100.63	4.04
รวม	760	1,066,101.40	100.00

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการกองทุน (2549)

ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารหนี้ เนื่องจากกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ มีจำนวนทั้งหมด 351
กองทุนคิดเป็นสัดส่วนเกือบร้อยละ 50 ของกองทุนทั้งหมด โดยงานวิจัยนี้จะเลือกศึกษากองทุนเปิด
ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด เนื่องจากมีสัดส่วนการลงทุนในหน่วยลงทุน

สูงที่สุดร้อยละ 15.91 จากทั้งหมด 760 กองทุน นอกจากนั้นยังมีจำนวนกองทุนมากที่สุด มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิและส่วนแบ่งตลาดสูงที่สุดในปัจจุบันของประเภทกองทุนทั้งหมด สำหรับกองทุนตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด เมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนตราสารหนี้ทั้งหมดนั้นยังมีสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิสูงที่สุดเช่นกัน จึงเป็นที่น่าสนใจว่าจะมีปัจจัยใดที่จะมีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาลักษณะทั่วไปของกองทุนรวมตราสารหนี้
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษานี้จะทำให้ทราบถึงผลกระทบของปัจจัยต่างๆต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งจะมีส่วนช่วยในการตัดสินใจของนักลงทุนให้ดียิ่งขึ้นเพื่อเพิ่มอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเนื่องจากนักลงทุนสามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้ในการพยากรณ์ผลตอบแทนของกองทุนรวมได้อย่างสมเหตุสมผลมากขึ้นและสามารถใช้เป็นแนวทางในการดำเนินงานให้แก่ผู้จัดการกองทุนหรือผู้ที่สนใจเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้และเพิ่มอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมให้สูงขึ้นจนเป็นที่น่าพอใจแก่นักลงทุน ซึ่งมีผลต่อการพัฒนาอุตสาหกรรมกองทุนรวม และผลจากการพัฒนาอุตสาหกรรมนี้จะส่งผลดีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและต่อเนื่องถึงเศรษฐกิจไทยโดยรวม

สมมติฐานของการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด โดยมีสมมติฐานในงานวิจัยดังนี้ คือ กองทุนรวมที่มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่ต่างกัน มีนโยบายการจ่ายปันผลที่ต่างกัน มีขนาดกองทุนที่ต่างกัน ย่อมจะมีปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนที่แตกต่างกัน

ขอบเขตการวิจัย

การศึกษานี้จะศึกษาเฉพาะปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด โดยคัดเลือกกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารหนี้ที่จดทะเบียนมาแล้วไม่น้อยกว่า 4 ปี ประกอบด้วย 3 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดรวงข้าวหุ้นกู้ กองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ และกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผล สาเหตุที่เลือกศึกษา กองทุนรวมตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด เนื่องจากมีจำนวนกองทุน จำนวนสินทรัพย์สุทธิรวมและสัดส่วนการลงทุนในหน่วยลงทุนสูงที่สุด ซึ่งแต่ละกองทุนจะมีระดับผลตอบแทนและความเสี่ยงแตกต่างกัน

1. กองทุนเปิดรวงข้าวหุ้นกู้ มีนโยบายการลงทุนที่เน้นลงทุนในหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้และเงินฝาก โดยในสถานการณ์ที่เหมาะสม กองทุนอาจพิจารณาลงทุนส่วนใหญ่ในตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทเอกชนหรือรัฐวิสาหกิจซึ่งคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนในระดับที่สูง เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการอัตราผลตอบแทนปานกลางถึงค่อนข้างสูง และสามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้ในระดับปานกลางถึงค่อนข้างสูง

2. กองทุนรวมรวงข้าวตราสารหนี้มีนโยบายการลงทุนที่เน้นลงทุนในหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้และเงินฝากซึ่งจะมุ่งเน้นผลตอบแทนและความมั่นคงของสถาบันที่ออกตราสารเป็นหลัก เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการผลตอบแทนที่มั่นคงและสม่ำเสมอภายใต้ความเสี่ยงต่ำ

3. กองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผลมีนโยบายการลงทุนและระดับความเสี่ยงเช่นเดียวกับกองทุนรวมรวงข้าวตราสารหนี้แต่จะมีการจ่ายปันผลไม่เกินปีละ 2 ครั้ง ในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 90 ของการเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์สุทธิจากการดำเนินงานประจำแต่ละงวดบัญชี

ซึ่งการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด จะใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2548 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 48 เดือน

นิยามศัพท์

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (Asset Management Company) หมายถึง บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการจัดการกองทุนรวม โดยจะต้องมีบุคลากรที่เชี่ยวชาญด้านการลงทุนทั้งในตลาดเงินและตลาดทุน เพื่อสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

กองทุนรวม (Mutual Fund) หมายถึง กองทุนที่ระดมเงินทุนจากผู้ลงทุนหลายๆราย โดยบริษัทหลักทรัพย์ จัดการกองทุนรวม จำกัด (บลจ.) ออกหน่วยลงทุนจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน แล้วนำเงินที่ได้ไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ ตามนโยบายการลงทุนและเงื่อนไขที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนของแต่ละกองทุน

หน่วยลงทุน (Unit Trust) หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม เพื่อระดมเงินไปลงทุนในตลาดการเงิน ได้แก่ ลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ลงทุนในตลาดเงินต่างๆและฝากไว้กับสถาบันการเงิน เป็นต้น ผู้ถือหน่วยลงทุนมีฐานะร่วมเป็นเจ้าของกองทุนนั้นๆ และมีสิทธิได้รับเงินปันผลตอบแทน มีสิทธิได้รับกำไรจากการขายหน่วยลงทุนเมื่อราคาสูงขึ้น หากถือไว้จนครบกำหนดไถ่ถอน ก็จะได้รับส่วนแบ่งคืนจากเงินกองทุนนั้นตามสัดส่วนของหน่วยลงทุนที่ถือ

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value: NAV) หมายถึง มูลค่าสุทธิของสินทรัพย์รวมที่กองทุนรวมถือไว้ ลบด้วย หนี้สินรวม

กองทุนเปิด (Open-end Fund) หมายถึง กองทุนที่มีได้กำหนดอายุการไถ่ถอนคืน เป็นกองทุนแบบที่เปิดให้มีการจำหน่ายและรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจากผู้ถือหน่วยลงทุนได้ทุกเมื่อ ผู้ลงทุนสามารถซื้อหน่วยลงทุนกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม หรือตัวแทนของบริษัทดังกล่าว ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับการแต่งตั้ง และผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถไถ่ถอน (ขายคืน) หน่วยลงทุนได้ทุกเมื่อ โดยกองทุนเปิดจะประกาศมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยลงทุนรายวัน ซึ่งเป็นราคามาตรฐานในการกำหนดราคาซื้อขายหน่วยลงทุนในแต่ละวัน

กองทุนปิด (Closed-end Fund) หมายถึง กองทุนที่มีการเปิดขายหน่วยลงทุนเพียงครั้งเดียวเมื่อเริ่มโครงการ ในจำนวนที่แน่นอน และไม่มีการออกหน่วยลงทุนเพิ่ม โดยจะกำหนดอายุของกองทุนไว้ตั้งแต่แรกออกกองทุนและมีกำหนดระยะเวลาการไถ่ถอนที่แน่นอน ไม่มีการรับไถ่ถอนหน่วยลงทุนก่อนถึงเวลาครบอายุของกองทุนนั้น แต่ผู้ลงทุนสามารถขายหน่วยลงทุนก่อนกำหนดได้ในตลาดรอง

ตราสารทุน (Equity Securities) หมายถึง ตราสารที่ออกโดยบริษัทมหาชนจำกัด มีลักษณะเป็นทุนของบริษัท กล่าวคือ ผู้ถือตราสารทุนจะมีฐานะเป็นหนึ่งในเจ้าของบริษัทมหาชนนั้นๆ ด้วย ซึ่งมูลค่าตลาดของตราสารทุนสามารถขึ้นหรือลงได้ตลอดเวลา โดยจะขึ้นกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท ความสามารถในการบริหารและผลประกอบการ เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์และอุปทานของตราสารทุนนั้นๆ ในตลาดรอง เนื่องจากมูลค่าของตราสารต้องขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย ดังนั้นลักษณะโดยทั่วไปของตราสารทุน จึงเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงสูง และให้อัตราผลตอบแทนที่สูง

ตราสารหนี้ (Debt Securities) หมายถึง ตราสารที่ออกโดยรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และบริษัททั่วไป มีลักษณะเป็นหนี้ กล่าวคือ ผู้ออกตราสารมีฐานะเป็นลูกหนี้ ส่วนผู้ถือตราสารมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ ผลตอบแทนที่จะได้รับจากตราสารหนี้จะถูกกำหนดไว้ตายตัวและเงินต้นจะได้รับคืนเท่าจำนวนที่ให้กู้ยืมไป ดังนั้นลักษณะของตราสารหนี้จึงเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงน้อยและให้ผลตอบแทนน้อย

กองทุนรวมตราสารทุน (Equity Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งทุน จำพวก หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ เป็นต้น โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีจะมีการลงทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม หรือที่เราเรียกกันว่า “กองทุนหุ้น” กองทุนรวมตราสารทุนจะมีการเคลื่อนไหวของมูลค่าหน่วยลงทุน (NAV) ค่อนข้างมาก ตามภาวะความผันผวนของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฉะนั้นความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทนี้จึงมีค่อนข้างสูง แต่ผู้ลงทุนก็มีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงด้วยเช่นกัน (High Risk High Return)

กองทุนรวมตราสารแห่งหนึ่ง (Fixed Income Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง เช่น ตั๋วเงินคลัง พันธบัตรรัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจ ตั๋วสัญญาใช้เงิน บัตรเงินฝาก ตั๋วแลกเงิน หุ้นกู้ เป็นต้น โดยไม่มีการลงทุนในหุ้น ฉะนั้นความเสี่ยงจากการลงทุนผ่านกองทุนประเภทนี้จึงไม่รุนแรงมากนัก ผลตอบแทนก็ไม่สูงเช่นกัน ทั้งนี้เพราะรายได้หลักของกองทุนประเภทนี้ คือ ดอกเบี้ยจากตราสารที่กองทุนเข้าไปลงทุนนั่นเอง หากกองทุนทำการซื้อขายตราสารหนึ่งในตลาดรอง ก็จะมีกำไรหรือขาดทุนจากการซื้อขายมาเกี่ยวข้องด้วย

กองทุนรวมผสม (Mixed Fund) หมายถึง กองทุนรวมที่กำหนดสัดส่วนการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่ง ในขณะที่ขณะหนึ่งน้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม หรือไม่มีการกำหนดสัดส่วนการลงทุน ขึ้นกับการตัดสินใจของบริษัทจัดการกองทุนรวม โดยผู้จัดการกองทุนรวม ตามความเหมาะสมกับสภาพการณ์ในแต่ละขณะ (ซึ่งก็คือกองทุนผสมแบบยืดหยุ่นเดิมนั่นเอง) ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทนี้ก็จะอยู่ในระดับกลางๆ

Country Fund หมายถึง กองทุนรวมที่ระดมทุนมาจากต่างประเทศ คือกองทุนรวมที่บริษัทจัดการจัดตั้งขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อระดมเงินทุนทั้งจำนวนจากผู้ลงทุนต่างประเทศ เพื่อนำมาลงทุนในประเทศไทย กองทุนรวมลักษณะนี้มักจดทะเบียนซื้อขายอยู่ในหลักทรัพย์ต่างประเทศ

บทที่ 2

การตรวจเอกสาร

ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การตรวจเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด มีดังนี้

วนิดา จริยารเมท (2543) ศึกษาปัจจัยกำหนดอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ ใน การศึกษามีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่ามีปัจจัยบ้างที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเอกชนใน ประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทศวรรษปฏิทินรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2543 ที่รวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย และศูนย์ซื้อขายตราสาร หนี้ไทยเพื่อเป็นข้อมูลในการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเอกชนโดยใช้ สมการถดถอยพหุเชิงซ้อน

ผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ อัตราผลตอบแทนของ หุ้นสามัญในช่วงเวลาที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา อัตราดอกเบี้ยฝากของธนาคาร พาณิชย์ อายุของตราสารหนี้ และการจัดอันดับเครดิตของตราสารหนี้ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การกำหนดอัตราดอกเบี้ยเอกชนในประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน ส่วนมูลค่าตามราคาตลาดของ หุ้นสามัญในช่วงเวลาที่ผ่านมาและการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การกำหนดอัตราดอกเบี้ยเอกชนในประเทศไทยใน ทิศทางตรงกันข้าม

ศิริพร พรไชยะ (2543) ศึกษาการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย กรณีศึกษา: กองทุนตราสารทุน ช่วงปีพ.ศ. 2539-2542 วัตถุประสงค์ของการศึกษาเพื่อ ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอยและตลาดทุน ตกต่ำ โดยศึกษาทั้งกองทุนเปิดและปิด วิธีการศึกษาใช้การวิเคราะห์ถดถอยอย่างง่าย ด้วยวิธีกำลัง สองน้อยที่สุด ใช้แบบจำลองการตั้งราคาสินทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) เป็น เครื่องมือในการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนที่นำมาศึกษาเกือบทั้งหมดจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ ส่วนในแง่ความเสี่ยงเกือบทุกกองทุนมีผลตอบแทนในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แต่มีการตอบสนองต่อผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ผลการศึกษาสะท้อนว่า ในช่วงตลาดอยู่ในภาวะตกต่ำ กองทุนจะลงทุนอย่างระมัดระวัง โดยเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างจะมั่นคง และโดยเฉลี่ยกองทุนปิดและกองทุนเปิดมีผลการดำเนินงานใกล้เคียงกันทั้งในแง่ผลตอบแทนและความเสี่ยง

จักรฉัตรเทพ กรินชัย (2544) ได้ศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบความเสี่ยง อัตราผลตอบแทน และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทยจำแนกตามนโยบายการลงทุน ซึ่งแบ่งเป็นกองทุนรวมตราสารทุน ตราสารหนี้ และตราสารผสม วัตถุประสงค์ของการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบความเสี่ยงอัตราผลตอบแทน และการดำเนินงานของกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน ในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึงมิถุนายน พ.ศ. 2543 ซึ่งเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ วิธีการศึกษาเป็นการนำข้อมูลมาคำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนและใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในการหาความเสี่ยงในการลงทุน จากนั้นจะหาค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ในส่วนของการประเมินผลการดำเนินงานจะใช้มาตรวัดตามตัวแบบของ Jensen, Traynor, Sharpe และ Traynor-Black

ผลการศึกษาพบว่ากองทุนรวมที่มีความสัมพันธ์กับตลาดน้อยที่สุด คือ กองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งเป็นกลุ่มที่ให้อัตราผลตอบแทนมากที่สุดและความเสี่ยงต่ำที่สุด รองลงมาเป็นกองทุนผสม และสุดท้ายเป็นกองทุนรวมตราสารทุน โดยเป็นกองทุนรวมที่มีความสัมพันธ์กับตลาดมากที่สุดด้วย ในส่วนของการประเมินผลการดำเนินงานผลที่ออกมาเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ในส่วนของการวัดผลการดำเนินงานในเรื่องของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ไม่มีกองทุนใดที่ให้ผลตอบแทนส่วนเกินปกติ

สิริ ประสมศักดิ์ (2544) ปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยทางคุณลักษณะบางด้านของ กองทุน เช่น ขนาดของกองทุน ชนิดของกองทุน มูลค่าการซื้อขายหุ้นของกองทุน เป็นต้น ต่อผลตอบแทน ของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยในช่วงเดือน มกราคม พ.ศ. 2541 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2543 ซึ่งเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจและตลาดหุ้นถดถอย จาก วิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2540 การศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาทั้งกองทุนแบบปิด (Close-end Fund) กองทุนที่เปลี่ยนประเภทจากประเภทปิดเป็น

เปิดในช่วงที่ทำการศึกษ และกองทุนแบบเปิด (Open-end Fund) จำนวน 77 กองทุน ซึ่งเป็นกองทุนที่เปิดดำเนินงานตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ข้อมูลที่ใช้จะอยู่ในลักษณะ Panel Data การประมาณค่าแบบจำลองใช้วิธี Fixed Effect

ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนตลาด (Market Return) ขนาดของกองทุน และมูลค่าการซื้อขายหุ้นของกองทุนรวม (Turnover) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกองทุน แต่ประเภทของกองทุน มูลค่าการซื้อขายหน่วยลงทุนของนักลงทุน ไม่มีความสัมพันธ์ผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุน ผลตอบแทนของกองทุนรวมจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนตลาด ผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.72 (t-statistic เท่ากับ 108.91) กองทุนขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนที่มากกว่ากองทุนที่มีขนาดใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องมาจากการที่กองทุนรวมขนาดใหญ่จะมีต้นทุนในการซื้อขายหุ้นมากกว่ากองทุนขนาดเล็ก การศึกษายังพบว่ามูลค่าการซื้อขายหุ้นจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับผลตอบแทน ของกองทุน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.09 ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าบริษัทจัดการกองทุนรวมควรที่จะเปิดกองทุนที่มีขนาดเล็กและซื้อขาย หุ้น น้อยลง เพราะมีแนวโน้มที่จะทำให้ผลประกอบการของกองทุนดีขึ้น

ธีรยุทธ โกศลวิริยะกิจ (2548) ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทย ในช่วงอายุคงเหลือต่างๆ โดยการศึกษาได้นำเทคนิค Co-integration มาประยุกต์ใช้ ทดสอบการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย โดยข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2544 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547

จากการศึกษาพบว่าผลการทดสอบ Unit Root ของตัวแปรอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลแบบไม่จ่ายดอกเบี้ย อายุคงเหลือ 1 ปี 5 ปี 10 ปี 15 ปี ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีราคา SET 50 สัดส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก Federal Funds Rate และอัตราดอกเบี้ยที่คาดหวัง มีลักษณะ Non-Stationary ส่วนตัวแปรอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่คาด อัตราอัตราผลตอบแทนดัชนีราคา SET 50 มีลักษณะ Stationary และจากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของพันธบัตรพบว่า ในระยะสั้น อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ย Federal Funds Rate มีส่วนกำหนดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลแบบไม่จ่ายดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ในระยะยาว อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน อัตราดอกเบี้ย Federal Funds Rate สัดส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยที่คาดหวัง มีส่วนกำหนดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลแบบไม่จ่ายดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ

จิรวัดน์ ลิขิตวารกุล (2548) ความสัมพันธ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS และอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชนซึ่งคัดเลือกว่าแปรอิสระจากทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ (The Theory of Asset Demand) ทฤษฎีการคาดหมายของตลาด (Pure Expectation Theory) และทฤษฎีโครงสร้างของค่าชดเชยความเสี่ยงตามอายุการลงทุน (Liquidity Theory) และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างการจัดความน่าเชื่อถือของ TRIS และอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน

จากการศึกษาพบว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS จะพิจารณากำหนดอันดับความน่าเชื่อถือโดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลในเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ ซึ่งการพิจารณาจะให้น้ำหนักสำหรับแต่ละปัจจัยตามอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอันดับความน่าเชื่อถือและปัจจัยอื่นๆกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้เอกชน พบว่าอัตราเงินฝากประจำ 3 เดือน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ระยะเวลากำหนดหุ้นกู้ และอันดับความน่าเชื่อถือ มีทิศทางความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน ส่วนอัตราเงินเฟ้อพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชน การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอันดับความน่าเชื่อถือและปัจจัยอื่นๆกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้เอกชนเชิงปริมาณในรูปแบบสมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด จากตัวอย่าง 48 ตราสารพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอันดับความน่าเชื่อถือและปัจจัยอื่นๆกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้มากที่สุด รองลงมาได้แก่ อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้และอายุคงเหลือของตราสารหนี้ที่มีความสัมพันธ์กับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอันดับความน่าเชื่อถือและปัจจัยอื่นๆกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้เอกชนอย่างมีนัยสำคัญ

แนวคิดที่ได้จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวกับกองทุนรวม โดยส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาเกี่ยวกับวิวัฒนาการบทบาท ประโยชน์ของกองทุนรวม และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน ความเสี่ยงและความสามารถในการดำเนินงาน โดยศึกษาในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี พ.ศ. 2540-2543 ทั้งนี้เพื่อให้เป็นแนวทางสำหรับผู้สนใจจะลงทุนในกองทุนรวมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการลงทุน โดยพิจารณาอัตราผลตอบแทนความเสี่ยงและนโยบายการลงทุนของกองทุน สำหรับแนวคิดที่ได้จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม ที่มี

การศึกษาทั้งในช่วงในปี พ.ศ. 2539-2547 งานวิจัยจะเกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้เอกชน และกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งยังไม่มีผู้ที่ศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ ซึ่งวิธีการวิจัยครั้งนี้จะใช้วิธีการสร้างแบบจำลองโดยใช้ APT Model ผลการศึกษาที่ได้จากงานวิจัยจะนำมาสู่การเลือกตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเข้าไปในแบบจำลอง ซึ่งได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และมูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม

แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับ การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม จะได้ประยุกต์ใช้ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์และทฤษฎีด้านการบริหารการลงทุนที่เกี่ยวข้อง ประกอบด้วย

1. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุน
2. แนวคิดเกี่ยวกับการตัดสินใจลงทุน
3. ทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ (The Theory of Asset Demand)
4. ทฤษฎีการกำหนดขึ้นเป็นดอกเบี้ยคุณภาพโดยความพอใจในการถือเงิน
5. ทฤษฎี APT (Arbitrage Pricing Theory)

โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุน

ความหมายของการลงทุน (เพชรี ชุมทรัพย์, 2544: 1-3)

การลงทุน (Investment) หมายถึง การซื้อหาอสังหาริมทรัพย์หรือหลักทรัพย์ของบุคคลหรือสถาบันซึ่งให้ผลตอบแทนเป็นสัดส่วนกับความเสี่ยงตลอดเวลายาวนานประมาณ 10 ปี แต่ไม่ต่ำกว่า 3 ปี การลงทุนแบ่งเป็นประเภทใหญ่ๆ ได้ 3 ประเภท คือ

1.1 การลงทุนเพื่อการบริโภค (Consumer Investment) การลงทุนของผู้บริโภคเป็นเรื่องเกี่ยวกับการซื้อสินค้าประเภททนถาวร (Durable Goods) เช่น รถยนต์ โทรทัศน์ ฯลฯ การลงทุนในลักษณะนี้ไม่ได้หวังกำไรในรูปตัวเงิน แต่ผู้ลงทุนหวังความพอใจในการใช้ทรัพย์สินเหล่านั้นมากกว่า

1.2 การลงทุนในธุรกิจ (Business or Economic Investment) หมายถึงการซื้อทรัพย์สินเพื่อประกอบธุรกิจหารายได้ โดยหวังว่าอย่างน้อยที่สุดรายได้ที่ได้นี้เพียงพอที่จะชดเชยกับความเสี่ยงในการลงทุน มีข้อสังเกตว่าเป้าหมายในการลงทุนของธุรกิจคือกำไร ซึ่งจะเป็นตัวดึงดูดผู้ลงทุน สรุปได้ว่าเป็นการนำเงินออมที่สะสมไว้ หรือกู้ยืมจากธนาคารมาลงทุนเพื่อจัดสร้างหรือจัดหาสินค้าประเภททุน ซึ่งประกอบด้วยเครื่องจักร อุปกรณ์ และสินทรัพย์ประเภทอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ ที่ดิน โรงงาน อาคารสิ่งปลูกสร้าง เพื่อนำมาใช้ประโยชน์ผลิตสินค้าและบริการเพื่อสนองความต้องการของผู้บริโภค ธุรกิจที่ลงทุนในสินทรัพย์เหล่านี้มุ่งหวังกำไรจากการลงทุนเป็นผลตอบแทน

1.3 การลงทุนในหลักทรัพย์ (Financial or Securities Investment) การลงทุนตามความหมายทางการเงินหรือการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการซื้อสินทรัพย์ (Asset) ในรูปของหลักทรัพย์ (Securities) เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ หรือหุ้นทุน การลงทุนลักษณะนี้เป็นการลงทุนทางอ้อมซึ่งแตกต่างจากการลงทุนของธุรกิจ ผู้มีเงินออมเมื่อไม่ต้องการที่จะเป็นผู้ประกอบการเองเนื่องจากมีความเสี่ยงหรือผู้ออมยังมีเงินไม่มากพอ ผู้ลงทุนอาจนำเงินที่ออมได้ไปซื้อหลักทรัพย์ โดยได้ผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยหรือเงินปันผลแล้วแต่ประเภทหลักทรัพย์ที่ลงทุน นอกจากนี้ผู้ลงทุนอาจได้ผลตอบแทน อีกลักษณะหนึ่งคือ กำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) หรือขาดทุนจากการซื้อหลักทรัพย์ (Capital Loss) อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้จากการลงทุนเรียกว่า Yield ซึ่งไม่ได้หมายถึงอัตราดอกเบี้ย หรือเงินปันผลที่ได้รับเพียงอย่างเดียว แต่ได้คำนึงถึงกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ที่เกิดขึ้นหรือคาดว่าจะเกิดขึ้น Yield ที่ผู้ลงทุนได้รับจากการลงทุนจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความเสี่ยง ของหลักทรัพย์ลงทุนนั้นๆ โดยปกติแล้วผู้ลงทุนพยายามเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง

การลงทุนในหลักทรัพย์ หมายถึง การซื้อหลักทรัพย์ที่ได้มีการวิเคราะห์อย่างเหมาะสม และเป็นหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนมีความพอใจในอัตราผลตอบแทน ทั้งนี้ได้คำนึงถึงความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นตลอดช่วงเวลาการลงทุนนั้นแล้ว จากคำจำกัดความข้างต้นแสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์ที่ลงทุนนั้นจะต้องเป็นหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีการซื้อขายอยู่แล้ว ซึ่งได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ

และพันธบัตรชนิดต่างๆ ส่วนการวิเคราะห์ที่เหมาะสมเป็นการใช้วิธีการวิเคราะห์ทั้งเชิงปริมาณ และการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ ของหลักทรัพย์นั้นจากข้อมูลที่รวบรวมได้ เพื่อกำหนดระดับความปลอดภัยของเงินที่จะจ่ายลงทุน (Degree of Safety of Principal) ระดับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น (Degree of Risk) และวิเคราะห์ต่อไปว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้เป็นที่พอใจหรือไม่เมื่อเทียบกับความเสี่ยง เพื่อจะได้ใช้เป็นเครื่องช่วยในการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ลงทุนต่อไป

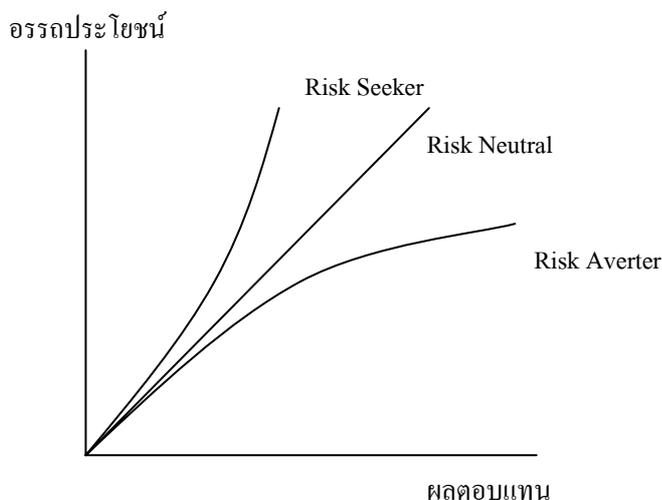
2. แนวคิดเกี่ยวกับการตัดสินใจในการลงทุน (สมหมาย ปฐมชัยวัฒน์, 2542: 453-454)

การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนจะพิจารณาทั้งอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนขึ้นอยู่กับอรรถประโยชน์ (Utility) ของนักลงทุนนั้น ซึ่งอาจจำแนกรูปแบบของเส้นอรรถประโยชน์ของบุคคลซึ่งมีทัศนคติต่อความเสี่ยงในลักษณะต่างๆที่สำคัญ 3 แบบ คือ

2.1 บุคคลที่ไม่ชอบรับความเสี่ยงโดยปราศจากเหตุผลที่สมควร หรือ Risk Averter เส้นอรรถประโยชน์ในกรณีนี้จะมีลักษณะโค้งคว่ำ แสดงว่า ภายใต้ภาวะความไม่แน่นอนของอนาคตผู้ลงทุนจะเรียกร้องผลตอบแทนที่สูงขึ้นในขณะที่ต้องรับความเสี่ยงสูงขึ้นเป็นลำดับทั้งนี้ผลตอบแทนที่ต้องการจะยิ่งมากขึ้นสำหรับทุกหน่วยความเสี่ยงที่เพิ่ม หรือกล่าวได้ว่าอรรถประโยชน์จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงมากขึ้นสำหรับทุกๆ หน่วยความเสี่ยงที่มากขึ้น

2.2 บุคคลที่มีความรู้สึกไม่แตกต่างจากเดิมแม้ต้องประสบความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น หรือ Risk Neutral เส้นอรรถประโยชน์กรณีนี้จะมีลักษณะเป็นเส้นตรง แสดงว่าทุกๆ หน่วยความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น ผู้ลงทุนก็ต้องการผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นเป็นสัดส่วนเท่ากันตลอด เนื่องจากความพอใจของผู้ลงทุนไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม คือไม่มีความแตกต่างสำหรับระดับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น

2.3 บุคคลที่มีความพอใจที่ได้รับความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น หรือ Risk Seeker เส้นอรรถประโยชน์ในกรณีนี้จะเป็นเส้นโค้งหงายขึ้น แสดงว่าผู้ลงทุนมีความพอใจสูงขึ้นต่อทุกๆ หน่วยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นอัตราผลตอบแทนของผู้ลงทุนจะลดลงเป็นลำดับเมื่อต้องรับความเสี่ยงสูงขึ้น เพราะมีความพึงพอใจต่อความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนั้น ดังแสดงในภาพที่ 2.1



ภาพที่ 2.1 รูปแบบของเส้นอรรถประโยชน์ของบุคคลซึ่งมีความเสี่ยงในลักษณะต่างๆกัน
ที่มา: สมหมาย ปฐมชัยวัฒน์ (2542)

3. ทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ (The Theory of Asset Demand)

ทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ (Mishkin, 2003) กล่าวว่า การที่ผู้ลงทุนจะเลือกถือสินทรัพย์ใดสินทรัพย์หนึ่งนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยดังต่อไปนี้

3.1 ความมั่งคั่ง (Wealth) ถ้าบุคคลใดมีรายได้เพิ่มขึ้นและบุคคลนั้นจะเลือกถือทรัพย์สินมากขึ้นด้วย ขึ้นอยู่กับความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อรายได้ในการถือทรัพย์สินนั้นๆ ซึ่งจะมีอยู่ 2 ลักษณะคือ ถ้าสินทรัพย์นั้นเป็นสินทรัพย์ที่จำเป็น ค่าความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อรายได้ จะมีค่าน้อยกว่า 1 คือ ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงความต้องการถือทรัพย์สินน้อยกว่าร้อยละของการเปลี่ยนแปลงรายได้ แต่ถ้าทรัพย์สินนั้นมีลักษณะเป็นสินค้าฟุ่มเฟือย ค่าความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อรายได้จะมีค่ามากกว่า 1 นั่นคือ ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงความต้องการถือทรัพย์สินมากกว่าร้อยละของการเปลี่ยนแปลงรายได้

3.2 อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ถ้าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการถือทรัพย์สิน โดยเปรียบเทียบเพิ่มขึ้นแล้ว จะส่งผลให้ความต้องการถือทรัพย์สินนั้นเพิ่มขึ้นด้วย โดยสามารถแยกเป็น 2 กรณีดังนี้ กรณีที่ 1 เมื่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการถือสินทรัพย์ชนิดนี้เพิ่มขึ้นในขณะที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ชนิดอื่นไม่เปลี่ยนแปลง และกรณีที่ 2 เมื่ออัตรา

ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการถือสินทรัพย์ชนิดนี้ไม่เปลี่ยนแปลงในขณะที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ชนิดอื่นลดลง

3.3 ความเสี่ยง (Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความไม่แน่นอนของอัตราผลตอบแทนของการถือสินทรัพย์ ซึ่งโดยส่วนใหญ่ผู้ลงทุนจะเป็นคนไม่ชอบความเสี่ยง จึงมักเลือกถือทรัพย์สินที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า แทนสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมาก ดังนั้นถ้าความเสี่ยงในการถือสินทรัพย์มากขึ้น โดยเปรียบเทียบกับทางเลือกอื่นแล้ว จะทำให้ความต้องการในการถือสินทรัพย์สินลดลงด้วย

3.4 สภาพคล่อง (Liquidity) หมายถึง ความสามารถที่จะเปลี่ยนทรัพย์สินไปเป็นเงินสดได้เร็ว โดยมีต้นทุนในการเปลี่ยนที่ไม่สูงนัก เช่น หุ้นเป็นทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องสูงกว่าบ้าน เป็นต้น ดังนั้น ถ้าสินทรัพย์ใดมีสภาพคล่องสูงโดยเปรียบเทียบแล้ว ก็จะทำให้ปริมาณความต้องการถือสินทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นด้วย

4. ทฤษฎีการกำหนดขึ้นเป็นดอกเบี้ยดุลยภาพโดยความพอใจในการถือเงิน ของ Keynes

แนวคิดนี้ให้ความหมายของดอกเบี้ยว่าเป็นสิ่งจูงใจให้บุคคลยินดีที่จะเสียสละความคล่องตัวของเงินที่มีอยู่ โดยอัตราดอกเบี้ยจะเป็นตัวชี้วัดความต้องการทางการเงินและปริมาณเงินขณะใดขณะหนึ่ง ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพในตลาดเงินจะถูกกำหนดขึ้นโดยอุปสงค์และอุปทานของเงิน ซึ่งแนวคิดนี้จะให้ความสำคัญต่ออุปสงค์ของเงินเป็นอย่างมาก โดยได้แยกอุปสงค์ต่อการถือเงินออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่ ความต้องการถือเงินเพื่อจับจ่ายใช้สอย ความต้องการถือเงินเพื่อใช้ในยามฉุกเฉิน ซึ่งปัจจัยที่กำหนดการถือเงินประเภทนี้คือ รายได้และอัตราดอกเบี้ย และการถือเงินเพื่อการเก็งกำไร ความต้องการถือเงินประเภทนี้จะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือหากดอกเบี้ยลดลงความต้องการถือเงินประเภทนี้จะเพิ่มขึ้น เนื่องจากต้นทุนในการถือลดลง ในขณะที่หากอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ความต้องการถือเงินเพื่อเก็งกำไรก็จะลดลง ตามแนวคิดของเคนส์นั้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจากระดับดุลยภาพจะนำไปสู่การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ซึ่งราคาของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งมีลักษณะตรงกันข้ามกับความต้องการถือเงิน คือหากอัตราดอกเบี้ยต่ำราคาหลักทรัพย์สูง แต่ความต้องการถือเงินจะต่ำ และหากอัตราดอกเบี้ยสูง ราคาหลักทรัพย์จะต่ำแต่ความต้องการถือเงินจะสูง

5. ทฤษฎี APT (Arbitrage Pricing Theory)

ปีค.ศ. 1976 Stephen Ross และ Richard Roll ได้เสนอแนวคิดในการลดความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือ Market Risk ซึ่งความเสี่ยงนี้ไม่สามารถลดได้โดยทฤษฎี CAPM โดยความเสี่ยงดังกล่าวเป็นความเสี่ยงจากปัจจัยมหภาค ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย การขยายตัวทางเศรษฐกิจ เป็นต้น โดยบริษัทแต่ละบริษัทจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยมหภาคไม่เท่ากัน จึงสร้างแบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยมหภาคของแต่ละประเภทธุรกิจ และนำแบบจำลองดังกล่าวไปใช้ตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำสุด ซึ่งสันนิษฐานว่าบริษัททุกบริษัทจะพบกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคเหมือนกัน แต่จะกระทบกับแต่ละบริษัทไม่เท่ากัน เพราะแต่ละธุรกิจจะมีลักษณะเฉพาะของตัวเอง จึงได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทที่ทำธุรกิจ แต่ละประเภทมาศึกษาโดยดูจากงบดุล งบกำไรขาดทุน แล้วทำการศึกษา โดยใช้สมการถดถอย จะได้ค่าสัมประสิทธิ์และทราบผลว่าผลประกอบการของธุรกิจนั้น ปัจจัยตัวเดียวกันมีผลต่อธุรกิจแต่ละอย่างไม่เท่ากัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ สมการเหล่านี้สามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์ผลประกอบการของธุรกิจต่อไป

แบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์ APT (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2548: 158-161) แบบจำลอง APT มาจากแนวคิดของการค้ากำไร (Arbitrage) โดยที่รูปแบบของการค้ากำไรที่ง่ายที่สุดคือการซื้อและขายหลักทรัพย์ใดๆ ภายในเวลาเดียวกัน ด้วยราคาที่แตกต่างกันในตลาดที่ต่างกัน อันจะทำให้การค้ากำไรดังกล่าวปราศจากความเสี่ยง เนื่องจากได้ซื้อหลักทรัพย์นั้นๆ ที่ราคาต่ำในตลาดหนึ่ง แล้วขายต่อไปได้ในราคาที่สูงกว่าในตลาดอื่น ในเวลาเดียวกัน การกระทำได้กล่าวสามารถทำให้ราคาของหลักทรัพย์ที่ยังไม่อยู่ ณ จุดสมดุลที่สมดุลที่สมควรมีราคาเท่ากันกลับเข้าสู่สมดุลได้เร็วขึ้น

เมื่อขยายหลักการของการค้ากำไรดังกล่าวไปยังรูปแบบอื่น การค้ากำไรสามารถมาจากการซื้อขายหลักทรัพย์กลุ่มหนึ่งแล้วขายกลุ่มของหลักทรัพย์อีกกลุ่มหนึ่งที่ให้ผลตอบแทนเท่ากัน โดยราคาขายกลุ่มหลักทรัพย์นั้นๆ มีราคาสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ซื้อเข้ามาใหม่ทั้งที่มีผลตอบแทนเท่ากัน จะเห็นได้ว่าหลักการหากำไรมาจากหลักการพื้นฐานของการเงิน อันได้แก่ “Law of One Price” ซึ่งสามารถประยุกต์ใช้ได้ว่าหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่สังเคราะห์ขึ้นมาให้มีผลตอบแทนเท่ากันก็สมควรจะมีราคาเท่ากันด้วย เมื่อราคาสมควรมีราคาเท่ากัน ปรากฏว่ามีราคาไม่เท่ากัน สะท้อนความไม่สมดุลของตลาด ดังนั้นนักลงทุนที่เห็นโอกาสดังกล่าวจะเข้าไปทำธุรกรรมเพื่อซื้อในสิ่งที่

ราคาต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกัน และในขณะเดียวกันทำธุรกรรมขายในสิ่งที่มีราคาสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกัน ส่วนต่างของราคาซื้อขายหมายถึงกำไรจากการค้ากำไรนั่นเอง

ข้อสมมติของแบบจำลอง APT ที่ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของการลงทุนในหลักทรัพย์จะถูกกระทบจากหลายปัจจัย มีดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของการลงทุนในหลักทรัพย์กับปัจจัยต่างๆ มีความสัมพันธ์เป็นเส้นตรง
2. จำนวนหลักทรัพย์มีจำนวนมาก (เข้าใกล้ค่าอนันต์)
3. ตลาดทุนเป็นตลาดแบบสมบูรณ์ (การแข่งขันแบบสมบูรณ์ ไม่มีต้นทุนดำเนินการ)

แบบจำลอง APT เป็นแบบจำลองการประเมินราคาหลักทรัพย์ ณ จุดดุลยภาพ ด้วยเงื่อนไขที่ว่านักลงทุนไม่ควรได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่ม ถ้าไม่มีการใช้เงินทุนเพิ่มและไม่มีความเสี่ยงจากการลงทุนที่สูงขึ้น

จากแนวคิดและทฤษฎีที่ศึกษาข้างต้นทำให้ได้การวิเคราะห์เรื่องปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยจะประยุกต์ใช้ APT ในการสร้างแบบจำลอง โดยปัจจัยที่จะนำมาศึกษาจะได้แนวคิดจากทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ (The Theory of Asset Demand) ทฤษฎีการกำหนดขึ้นเป็นดอกเบี้ยดุลยภาพโดยความพอใจในการถือเงิน และจากการตรวจสอบเอกสารได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และมูลค่าหลักทรัพย์ โดยรวมตามราคาตลาดกองทุนรวม

บทที่ 3

วิธีวิจัย

การศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2548 ในครั้งนี้ แบ่งการวิจัยออกเป็น 2 ส่วนได้แก่

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทอนุกรมเวลา เป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงธันวาคม พ.ศ. 2548 รวมทั้งสิ้น 48 เดือน โดยข้อมูล ที่นำมาใช้ในการศึกษาสามารถเก็บรวบรวมจากแหล่งข้อมูลต่างๆ ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ และมูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดของ กองทุนรวม ใช้ข้อมูลรายเดือนจากฐานข้อมูลทางอินเทอร์เน็ตของสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (Association of Investment Management Companies: AIMC)
2. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (MLR) ดัชนีการอุปโภคบริโภค ภาคเอกชน (PCI) ปริมาณเงิน (MS) และดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ใช้ข้อมูลรายเดือนจากฐานข้อมูล ทางอินเทอร์เน็ตของธนาคารแห่งประเทศไทย
3. ดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ ไทย (Total Return of ThaiBMA Government Bond Index: GBI) ใช้ข้อมูลรายเดือนจาก ฐานข้อมูล ทางอินเทอร์เน็ตของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (The Thai Bond Market Association)
4. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ใช้ข้อมูลรายเดือนจากฐานข้อมูล ทางอินเทอร์เน็ตของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Method) และการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Method) ดังนี้

1. จากวัตถุประสงค์ของการวิจัยข้อ 1 เพื่อศึกษาลักษณะทั่วไปของกองทุนรวมตราสารหนี้ จะการวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Method) ซึ่งจะเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลลักษณะทั่วไปของกองทุนรวมตราสารหนี้ และข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่เลือกเข้ามาใส่ในแบบจำลอง

2. จากวัตถุประสงค์ของการวิจัยข้อ 2 เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ จะใช้ การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Method) โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) และใช้วิธีการศึกษาทางเศรษฐมิติ มาเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวม มาสร้างแบบจำลองในรูปสมการถดถอยพหุเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) โดยใช้โปรแกรม EViews โดยมีขั้นตอนในการศึกษาดังนี้

2.1 การทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationary)

การทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูลนำมาใช้เพื่อจัดปัญหาเกี่ยวกับข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) ที่นำมาศึกษา เนื่องจากการวิเคราะห์ ข้อมูลอนุกรมเวลาทางเศรษฐศาสตร์อาจไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างแท้จริง ถ้าหากนำตัวแปรที่ไม่ได้มีทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูลก่อนอาจจะพบว่าตัวแปรเหล่านั้นไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างแท้จริง (Spurious Regression) ดังนั้นก่อนที่จะประมาณค่าในแบบจำลอง จึงต้องมีการทดสอบข้อมูลของตัวแปรที่นำมาใช้โดยการทดสอบ Unit Root ว่าตัวแปรทุกตัวมีคุณสมบัติเป็น Stationary หรือ Non Stationary โดยถ้าหากข้อมูลอนุกรมเวลาที่ใช้มีลักษณะ Non Stationary กล่าวคือมีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าความแปรปรวน (Variance) ของข้อมูลเปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลา อาจทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2538: 22-24)

ตัวแปรที่มีลักษณะ Stationary และ Non Stationary จะมีคุณสมบัติ 3 ข้อดังนี้

สมมติให้ตัวแปร Y_t มีลักษณะ Stationary ตัวแปร Y_t จะมีคุณสมบัติดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Mean:} & \quad E(Y_t) = \mu \\ \text{Variance:} & \quad \text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \\ \text{Covariance:} & \quad E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = \gamma_k \end{aligned}$$

สมมติให้ตัวแปร Y_t มีลักษณะ Non Stationary ตัวแปร Y_t จะมีคุณสมบัติดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Mean:} & \quad E(Y_t) = \mu \\ \text{Variance:} & \quad \text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = t\sigma^2 \\ \text{Covariance:} & \quad E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = t\gamma_k \end{aligned}$$

ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้การทดสอบ Unit Root ตามวิธีการของ Augmented Dickey – Fuller (ADF) (1979) โดยใช้โปรแกรม EView Version 4.0 เป็นเครื่องมือในการคำนวณ ซึ่งหากตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลองที่ศึกษา มีคุณสมบัติเป็น Stationary ก็สามารถประมาณค่าสัมประสิทธิ์โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) ได้ แต่ถ้าหากตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งในแบบจำลองที่ศึกษามีคุณสมบัติเป็น Non Stationary ก็ต้องทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว (Cointegration Test)

2.2 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลอง

หลังจากทำการทดสอบคุณสมบัติของตัวแปรต่างๆ ในแบบจำลองเบื้องต้นแล้ว ก็จะทำกรประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลองด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square) เพื่อหาทิศทางและขนาดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ซึ่งหากเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรอิสระเป็นบวกแสดงว่า ตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ในทางกลับกันหากเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรอิสระเป็นลบแสดงว่า ตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

การศึกษานี้จะกำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมการศึกษานี้ จะใช้ข้อมูลของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่เปิดดำเนินการตลอดในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2545 – 2548 โดยจะแยก

ออกเป็น 3 กองทุน ประกอบด้วย 3 สมการ ซึ่งแต่ละสมการจะศึกษากองทุนรวมตราสารหนี้ของ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ดังนี้ คือ กองทุนเปิดรวมข้าวหุ่นกู่ กองทุนเปิดรวม ข้าวตราสารหนี้ และกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้เป็นผล เพื่อทำการเปรียบเทียบปัจจัยที่กำหนด ผลตอบแทนของแต่ละกองทุนว่าปัจจัยที่นำมาศึกษามีผลต่ออัตราผลตอบแทนของทั้ง 3 กองทุน ต่างกันหรือไม่ เนื่องจากกองทุนรวมทั้ง 3 ที่นำมาศึกษาที่มีการลงทุนในตราสารหนี้ที่ต่างกัน มี นโยบายการจ่ายปันผลที่ต่างกัน มีขนาดกองทุนที่ต่างกัน

แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมที่มีนโยบายการ ลงทุนตราสารหนี้

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 MLR_t + \beta_2 PCI_t + \beta_3 MS_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 GBI_t + \beta_6 SET_t + \beta_7 MM_t + \varepsilon_t$$

โดยที่

R_{it}	= อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้	(หน่วย: ร้อยละ)
β_0	= ค่าคงที่	
β_1, \dots, β_7	= ค่าสัมประสิทธิ์	
MLR_t	= อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์	(หน่วย: ร้อยละต่อปี)
PCI_t	= ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน	(ปีฐาน พ.ศ. 2543)
MS_t	= ปริมาณเงิน M2a	(หน่วย: ล้านบาท)
CPI_t	= ดัชนีราคาผู้บริโภค	(ปีฐาน พ.ศ. 2545)
GBI_t	= ดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนใน พันธบัตรรัฐบาลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย	(ปีฐาน พ.ศ. 2542)
SET_t	= ดัชนีตลาดหลักทรัพย์	(ปีฐาน พ.ศ. 2518)
MM_t	= มูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดกองทุนรวม	(หน่วย: ล้านบาท)
ε_t	= ค่าความคลาดเคลื่อน	

จากแบบจำลองหลักข้างต้นสามารถเขียนแบบจำลองอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่จะทำการศึกษาได้ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 อัตราผลตอบแทนของกองทุนปีตรงข้ามหุ้นกู้

$$RL = \beta_0 + \beta_1 MLR_t + \beta_2 PCI_t + \beta_3 MS_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 GBI_t + \beta_6 SET_t + \beta_7 MM_t + \varepsilon_t$$

แบบจำลองที่ 2 อัตราผลตอบแทนของกองทุนปีตรงข้ามตราสารหนี้

$$RM = \beta_0 + \beta_1 MLR_t + \beta_2 PCI_t + \beta_3 MS_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 GBI_t + \beta_6 SET_t + \beta_7 MM_t + \varepsilon_t$$

แบบจำลองที่ 3 อัตราผลตอบแทนของกองทุนปีตรงข้ามตราสารหนี้ปีนผล

$$RS = \beta_0 + \beta_1 MLR_t + \beta_2 PCI_t + \beta_3 MS_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 GBI_t + \beta_6 SET_t + \beta_7 MM_t + \varepsilon_t$$

การลงทุนในกองทุนรวมนั้นไม่ได้มีการรับประกันผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับ (ยกเว้นกรณีของกองทุนรวมมีประกัน) ผู้ลงทุนอาจจะได้รับผลตอบแทน หรือ ไม่ได้ หรืออาจจะขาดทุนจากการขายหน่วยลงทุนก็ได้ เมื่อการลงทุนของกองทุนรวมมีกำไร ผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปแบบของเงินปันผล (Dividend) ในกรณีที่กองทุนรวมนั้นมีนโยบายที่จะจ่ายเงินปันผล และมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยที่เพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนก็จะได้รับกำไรส่วนเกินมูลค่าหน่วยลงทุน (Capital Gain) เมื่อผู้ลงทุนนั้นขายคืนหน่วยลงทุน สำหรับความเสี่ยงของกองทุนรวมแต่ละประเภทนั้น มีความเสี่ยงในทำนองเดียวกันกับตราสารหรือหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมนั้น ๆ เน้นลงทุน เช่น กองทุนรวมตราสารทุนก็มีความเสี่ยงแบบเดียวกันความเสี่ยงของตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ก็มีความเสี่ยงแบบเดียวกับตราสารหนี้ เป็นต้น

ผลตอบแทน (Return)

ผลตอบแทน คือ ผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้จะประกอบด้วย 2 ส่วน คือ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2543: 155-156)

1. ผลตอบแทน (Yield) คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินปันผล หรือดอกเบี้ยที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือผู้ลงทุนจะได้รับดอกเบี้ยเป็นประจำ ตามจำนวนเงินที่คำนวณจากอัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้ (Coupon Rate) บนตราสารหนี้ และตามกำหนดเวลาที่ระบุไว้ ดังนั้นมูลค่าของเงินปันผลอาจเป็นบวกหรือศูนย์ได้

2. กำไรส่วนเกินหรือขาดทุนส่วนเกิน (Capital Gain หรือ Capital Loss) คือ กำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้นหรือต่ำกว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ กำไรส่วนเกินทุน (Capital Gain) ส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลง และมีผลให้อัตราผลตอบแทนในการลงทุน (Current Yield) ที่มีผู้ประสงค์ซื้อจะลดลงด้วย ราคาซื้อขายของตราสารหนี้ที่มี Coupon Rate ที่ตราไว้ในอัตราสูงกว่า Current Yield จะขยับตัวสูงขึ้น และเป็นที่มาของกำไรส่วนเกินทุน

ผลตอบแทนทั้งหมด = เงินปันผลหรือดอกเบี้ย + กำไร (ขาดทุน) ส่วนเกิน

สำหรับการลงทุนในหน่วยลงทุนนั้น ส่วนของ Yield ก็คือเงินปันผลที่นักลงทุนได้รับ ดังนั้นสามารถหาร้อยละของผลตอบแทนรวมในช่วงเวลาหนึ่ง ๆ ได้จากการคำนวณ 2 วิธี คือ

วิธีแรก คำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนโดยใช้ราคาหน่วยลงทุน

วิธีที่สอง คำนวณโดยใช้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value: NAV)

1. คำนวณอัตราผลตอบแทนโดยใช้ราคาปิดการซื้อขายหน่วยลงทุน

$$R_{pt} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \times 100$$

โดย R_{pt} คือ อัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนในเดือน t

D_t คือ เงินปันผลของหน่วยลงทุน ซึ่งมีวันหมดสิทธิในการรับเงินปันผลในเดือน t

P_t คือ ราคาปิดของหน่วยลงทุนในเดือน t

P_{t-1} คือ ราคาปิดของหน่วยลงทุนในเดือน t-1

2. คำนวณอัตราผลตอบแทนโดยใช้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV)

$$R_{pt} = \frac{D_t + (NAV_t - NAV_{t-1})}{NAV_{t-1}} \times 100$$

โดย	R_{pt}	คือ อัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนในเดือน t
	D_t	คือ เงินปันผลของหน่วยลงทุน ซึ่งมีวันหมดสิทธิ์ในการรับเงินปันผลในเดือน t
	NAV_t	คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของหน่วยลงทุนในเดือน t
	NAV_{t-1}	คือ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของหน่วยลงทุนในเดือน t-1

ความเสี่ยง (Risk)

ความเสี่ยงในการลงทุน คือ การที่ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนจริงจากการลงทุน เบี่ยงเบนไปจากผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ว่าจะได้รับเมื่อแรกเริ่มลงทุน ไม่ว่าจะผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะมากกว่า หรือน้อยกว่าที่คาดหวัง ถือว่าเป็นความเสี่ยงทั้งสิ้น ดังนั้น จึงไม่มีการลงทุนประเภทใดที่ไม่มีความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้ (สมาคมบริษัทจัดการกองทุน: www.thaimutualfund.com)

โดยทั่วไปแล้ว การลงทุนในตราสารหนี้ จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในตราสารทุน แต่ในสถานการณ์ที่นโยบายการเงินของภาครัฐไม่ชัดเจน อัตราดอกเบี้ยขยับตัวขึ้นลงมาก ตลาดตราสารหนี้อาจมีความผันผวนและมีความเสี่ยงสูง การลงทุนในตราสารหนี้ในสถานการณ์ดังกล่าวก็อาจมีความเสี่ยงสูงกว่าการลงทุนในตราสารทุนก็เป็นได้ ความเสี่ยงของตราสารหนี้มีอยู่ 10 ประเภท ได้แก่

1. Interest Rate Risk หรือ Market Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินผันผวน ตัวอย่างเช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินขยับตัวสูงขึ้น หรือมีท่าทีว่าจะขยับตัวสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้ (Coupon Rate) ของตราสารหนี้ที่ออกใหม่ก็จะสูงขึ้นด้วย ตราสารหนี้ที่ออกมาก่อนหน้าและมีการซื้อขายในตลาดรองก็จะมีการซื้อขายในระดับราคาที่ลดลง เพื่อตั้งให้อัตราผลตอบแทน (Yield) ขยับสูงขึ้นไปอยู่ในระดับที่เทียบเคียงกันกับอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน ฉะนั้น

ยังตราสารหนี้ที่มีอายุยาวเพียงใด หรือ มีอัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้ (Coupon Rate) ต่ำเพียงใด ตราสารหนี้ นั้น ก็จะมีความเสี่ยงต่ออัตราดอกเบี้ยที่อาจจะปรับตัวสูงขึ้นในอนาคตมากขึ้นเท่านั้น

2. Credit Risk หรือ Default Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการที่ผู้ออกตราสารหนี้ ไม่สามารถจ่ายชำระดอกเบี้ย หรือ ชำระคืนเงินต้นได้เต็มตามจำนวนเงิน หรือ ตามเวลาที่กำหนดไว้ ในบรรดาตราสารหนี้ทั้งหมดของภาครัฐและภาคเอกชน ตัวเงินคลังของรัฐบาล จะไม่มี Credit Risk เลย ในขณะที่ ตัวเงิน หรือ หุ้นกู้ หรือ ตราสารหนี้ประเภทอื่น ๆ ที่ออกโดยภาคเอกชน จะมี Credit Risk มากน้อยในระดับที่แตกต่างกันไป ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความสามารถในการจ่ายชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยของผู้ออกตราสารหนี้ นั้น ๆ

การพิจารณาความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสารหนี้ อาจดูจาก ผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ตราสารหนี้ นั้น ๆ ที่จัดทำโดย บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) ซึ่งเป็นองค์กรอิสระ ไม่มีความสัมพันธ์กับผู้ออกตราสารหนี้ ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้น อาจมีการจัดอันดับทั้งด้านคุณภาพของผู้ออกตราสารหนี้ (ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้) และด้านคุณภาพของตัวตราสารหนี้เอง (ความเหมาะสมของเงื่อนไขในการชำระหนี้)

3. Purchasing Power Risk หรือ Inflation Risk คือ ความเสี่ยงต่อการมีอำนาจซื้อที่ลดลงในอนาคต ภาวะเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่ออำนาจซื้อของผู้ลงทุน ในขณะที่ภาวะเงินเฟ้อเป็นสิ่งที่คู่กันไปกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ผู้ลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุยาวเกินกว่า 10 ปี จึงมีความเสี่ยงต่อภาวะเงินเฟ้อและอำนาจซื้อที่ลดลงในอนาคต เพราะดอกเบี้ยที่ได้รับจากการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุยาว จะมีจำนวนเงินที่ได้รับในแต่ละงวดเท่าเดิมตลอดอายุของตราสารหนี้ นั้น ในขณะที่ภาวะเงินเฟ้อทำให้ราคาสินค้าของแพงขึ้น

ผลตอบแทนที่แท้จริง = อัตราดอกเบี้ยรับ - อัตราเงินเฟ้อ

ถ้าภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้น ผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Return) ของการลงทุนในตราสารหนี้จะลดลง และทำให้อำนาจซื้อของผู้ลงทุนลดลงด้วย หากภาวะเงินเฟ้อในปีใดสูงเกินกว่าดอกเบี้ยรับของตราสารหนี้ นั้น ผลตอบแทนที่แท้จริงที่ผู้ลงทุนจะได้รับอาจถึงขั้นติดลบก็ได้ กล่าวได้ว่า รายรับจากดอกเบี้ยของตราสารหนี้ที่ลงทุนไว้ ไม่เพียงพอกับรายจ่าย ฉะนั้น ผู้ลงทุนที่นำเงินออมจำนวน

มาก ๆ ไปลงทุนในตราสารหนี้อายุยาวที่มีดอกเบี้ยในอัตราคงที่ (Fixed Coupon Rate) อาจประสบกับความเสี่ยงประเภท Purchasing Power Risk เมื่อเงินเพื่อฟุ้งสูงขึ้นไปเรื่อยๆ เพิ่มขึ้นตามภาวะเงินเฟ้อ แต่มีรายได้จากดอกเบี้ยรับคงที่ โดยส่วนใหญ่แล้ว ผู้ลงทุนมิได้คำนึงถึงความเสี่ยงประเภทนี้มากนัก ผู้ลงทุนจึงควรกระจายเงินที่จะลงทุนไปในตราสารหนี้ที่มีอายุ (Maturity) หลากหลาย เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงประเภท Purchasing Power Risk ไปในตัว

4. Reinvestment Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการที่ ผู้ลงทุนนำเอาดอกเบี้ยรายงวดที่ได้รับจากตราสารหนี้ ไปลงทุนต่อในตราสารหนี้ให้อัตราผลตอบแทนที่ลดลงจากเดิม ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดต่ำลง ถึงแม้ว่าตราสารหนี้ที่ลงทุนไว้ จะมีอัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้คงที่ก็ตาม แต่กระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนได้รับจากดอกเบี้ยเป็นงวด ๆ จะถูกนำไปลงทุนใหม่อีกครั้งในตราสารอื่นที่มีอัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง กล่าวง่าย ๆ ก็คือ อัตราดอกเบี้ยบนดอกเบี้ยรับลดลงนั่นเอง จึงทำให้อัตราผลตอบแทนโดยรวมในการลงทุนในตราสารหนี้ของผู้ลงทุนนั้นลดลง

5. Rollover Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดในกรณีที่ตราสารหนี้ที่ลงทุนไว้เดิมครบกำหนดอายุ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลง และผู้ลงทุนต้องนำเงินคืนที่ได้รับชำระคืนจากตราสารหนี้ นั้น ไปลงทุนใหม่ในตราสารหนี้ใหม่ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำลง ในกรณีเช่นนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนรอบใหม่จะลดลง เป็นความเสี่ยงที่มีลักษณะเหมือนกับ Reinvestment Risk แต่จะเกิดกับเงินคืนที่อ่อนตัวและอัตราดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาลง ตราสารหนี้ระยะสั้น จะมี Rollover Risk สูงสุด แต่ในช่วงที่ตลาดเงินตึงตัว และดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาขึ้น ตราสารหนี้ระยะสั้นก็จะมี Rollover Risk ต่ำ และสามารถปรับตัวได้เร็วกว่าตราสารหนี้ประเภทอื่น

6. Call Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการที่ผู้ออกตราสารหนี้ ขอชำระคืนหนี้ก่อนครบกำหนด ความเสี่ยงประเภทนี้จะเกิดขึ้นเฉพาะกับตราสารหนี้ที่มีการระบุเงื่อนไข Call Option ไว้ล่วงหน้าว่า ผู้ออกตราสารหนี้มีสิทธิที่จะจ่ายชำระคืนหนี้ได้ก่อนกำหนด ส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง และผู้ออกตราสารหนี้สามารถหาแหล่งเงินทุนอื่น ที่มีต้นทุนต่ำกว่ามาจ่ายคืน (Refinancing) ผู้ลงทุนในตราสารหนี้ประเภทนี้จะถูกบังคับให้รับคืนเงิน และต้องนำเงินที่ได้รับคืนนั้น ไปลงทุนใหม่ในตราสารอื่น ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเดิมที่เคยได้รับ

7. Repayment Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการที่ลูกหนี้จ่ายชำระคืนหนี้ก่อนครบกำหนดอายุ เช่นเดียวกันกับ call risk แต่ความเสี่ยงประเภท Repayment Risk นี้ มักจะเกิดขึ้นกับตราสารหนี้ประเภทที่มีบัญชีลูกหนี้พร้อมหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นประกันการชำระคืนของตราสารหนี้ (Mortgage-Back Securities) หากลูกหนี้ตามสัญญาจ่ายชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยก่อนกำหนด และถอนหลักทรัพย์ค้ำประกัน ตราสารหนี้ก็จะต้องรับคืนเงินก่อนกำหนด และหากอยู่ในระหว่างอัตราดอกเบี้ยขาลง ผู้ลงทุนในตราสารหนี้ก็จะเสียเปรียบ เช่นเดียวกับกรณีของ Reinvestment Risk

8. Currency Risk หรือ Exchange Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเปลี่ยนแปลงจะเกิดขึ้นกับกรณีของการลงทุนข้ามประเทศ

9. Liquidity Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการขาดสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือของตราสารหนี้ ๆ มักจะเกิดขึ้นกับกรณีที่ผู้ลงทุนลงทุนในตราสารหนี้ที่ไม่เป็นที่นิยม และมีปริมาณซื้อขายในตลาดรองน้อยมาก หากผู้ลงทุนประสงค์จะขายตราสารหนี้เพื่อแลกเปลี่ยนเป็นเงินสดในกรณีจำเป็น ผู้ลงทุนอาจจะต้องยอมลดราคาขายต่ำกว่าราคาตลาดโดยทั่วไป เพื่อดึงให้อัตราผลตอบแทนสูงขึ้นและดึงดูดความสนใจให้มีผู้ซื้อเข้ามาซื้อ ราคาซื้อขายดังกล่าวไม่ใช่ราคาที่ยุติธรรมต่อผู้ขายอย่างแน่นอน หรืออาจจะถึงขั้นที่เป็นราคาขาดทุนก็เป็นได้ ฉะนั้น การลงทุนในตราสารหนี้ที่ไม่มีสภาพคล่อง ก็เป็นความเสี่ยงอย่างหนึ่งที่สำคัญ

10. Event Risk คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญต่อนโยบายในการดำเนินงานของผู้ออกตราสารหนี้ เช่น การเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นรายใหญ่หลังจากการถือครองกิจการ และอาจมีคุณพินิจที่ไม่เป็นคุณแก่เจ้าหนี้ตราสารหนี้เดิม เช่น การประกาศเพิ่มอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลต่อกำไร (Payout Ratio) หรือประกาศเพิ่มทุนครั้งใหญ่ซึ่งหมายถึง กระแสเงินสดจำนวนมากที่จะต้องจ่ายเป็นเงินปันผลประจำปีและมีผลทำให้ฐานทุนของบริษัทลดความเข้มแข็งลง

สำหรับการคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนในการวิจัยครั้งนี้ใช้ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย ณ วันสิ้นเดือนของแต่ละกองทุนเพื่อหาส่วนเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย (NAV) รายเดือนของกองทุนนั้น สาเหตุที่เลือกใช้ส่วนเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยเนื่องจาก NAV จะบ่งบอกถึงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมทั้งแท้จริง ณ วันใดวันหนึ่งได้ดีกว่าราคาปิด เพราะราคาปิดเป็นราคาที่ซื้อ - ขาย ที่ขึ้นอยู่กับอุปสงค์ (Demand) และอุปทาน (Supply) ของ

กองทุนรวมนั้น จึงไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม ซึ่งบางครั้ง NAV สูงขึ้น แต่นักลงทุนไม่ได้ทำการซื้อขายกองทุนรวมนั้น ก็จะส่งผลให้ราคาปิดไม่มีการเคลื่อนไหว

สมมติฐานของแบบจำลอง

การศึกษาเรื่องปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ เพื่อหาสมการที่เหมาะสมที่สุดจากแบบจำลองที่สร้างขึ้นเพื่อหาปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ จากปัจจัยต่างๆ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ ดัชนีการอุปโภคบริโภค ภาคเอกชน ปริมาณเงิน อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีหลักทรัพย์ และมูลค่าหลักทรัพย์ โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม โดยมีเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่ควรจะเป็นไปตามทฤษฎีดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ (MLR)

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีคิดจาก 5 ธนาคารพาณิชย์ใหญ่ ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารกรุงศรีอยุธยา อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์เป็นอัตราดอกเบี้ยที่สะท้อนจากอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และจากทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) หากดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นผู้ลงทุนจะคาดหวังว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรจะมากขึ้น ส่งผลให้การลงทุนในพันธบัตรเป็นที่ดึงดูดมากขึ้น ดังนั้นอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ก็จะสูงขึ้น โดยตัวแปรจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน

$$\frac{\partial R}{\partial \text{MLR}} = \beta_1 > 0$$

2. ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index)

ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเป็นเครื่องชี้ที่แสดงถึงความมั่งคั่ง (Wealth) ของประชาชนในการบริโภค จากทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ของ Mishkin ที่กล่าวว่าถ้าบุคคลมีรายได้เพิ่มขึ้นก็จะต้องการถือถือทรัพย์สินมากขึ้นด้วยเพราะฉะนั้นเมื่อดัชนีการอุปโภคบริโภค

ภาคเอกชนสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้เพิ่มขึ้น โดยตัวแปรจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ในทิศทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial R}{\partial \text{PCI}} = \beta_2 < 0$$

3. ปริมาณเงิน MS

ปริมาณเงินในการศึกษานี้ใช้ปริมาณเงิน M2a หมายถึงปริมาณเงินที่อยู่ในมือประชาชน โดย M2a ประกอบด้วย ธนบัตร เหรียญกษาปณ์ เงินฝากกระแสรายวัน เงินฝากออมทรัพย์ และเงินฝากประจำของประชาชนที่ฝากไว้ที่ระบบธนาคาร รวมถึง เงินของประชาชนที่ถืออยู่ในรูปตัวสัญญาใช้เงินที่บริษัทเงินทุน ปริมาณเงินเป็นตัวแปรที่แสดงถึงสินทรัพย์หรือเงินที่หมุนเวียนอยู่ในมือประชาชน เพื่อใช้เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนกับสินค้าหรือบริการ เพราะฉะนั้นเมื่อปริมาณเงินมากขึ้นแสดงว่าสภาพคล่องในระบบมีมากก็จะส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ลดลง ซึ่งตัวแปรจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ในทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial R}{\partial \text{MS}} = \beta_3 < 0$$

4. ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) หรืออัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate)

ดัชนีราคาผู้บริโภค เป็นเครื่องวัดการเปลี่ยนแปลงของราคาขายปลีกของสินค้าและบริการที่ผู้บริโภคจ่ายเพื่อการบริโภค ณ ตลาดและร้านค้าปลีกในงวดเวลาใดเวลาหนึ่ง เมื่อเปรียบเทียบกับงวดเวลาฐาน

การวัดอัตราการเปลี่ยนแปลงว่าระดับราคาเปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนจะวัดจากดัชนีราคาผู้บริโภคซึ่งก็คืออัตราเงินเฟ้อนั่นเอง

เงินเฟ้อ คือ การที่ระดับราคาสินค้าทั่วไปเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ เมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อจะทำให้ราคาสินค้าสูงขึ้นทำให้ประชาชนมีรายได้อันแท้จริงลดลง ทำให้ต้องเพิ่มการใช้จ่ายมากขึ้นเพื่อแลกกับสินค้าและบริการที่เท่าเดิม การออมก็จะลดลงส่งผลให้การลงทุนลดลง มีผลต่อตลาดหลักทรัพย์ในทิศทางที่แย่ง ทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้มีทิศทางเพิ่มขึ้น โดยตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้

$$\frac{\partial R}{\partial INF} = \beta_4 > 0$$

5. ดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ในการวิจัยครั้งนี้จะใช้ดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (GBI) เป็นดัชนีที่คำนวณโดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยใช้เป็นเครื่องมือในการติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้ และเป็นเครื่องบ่งชี้ผลตอบแทนอ้างอิงที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับเนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลจัดเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงในด้านการผิดชำระหนี้ ดังนั้นดัชนีพันธบัตรรัฐบาล จึงเป็นตัวสะท้อนอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ ถ้าดัชนีพันธบัตรรัฐบาลมีค่าสูงก็ว่าจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้สูงขึ้นด้วย โดยตัวแปรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน

$$\frac{\partial R}{\partial GBI} = \beta_5 > 0$$

6. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) เป็นดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้เป็นเครื่องมือสะท้อนการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET) จะเป็นตัววัดสถานะตลาดของกองทุนรวมต่างๆ กล่าวคือ ถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้สูงก็จะสูงขึ้น ซึ่งจะตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้

เพราะฉะนั้นหากดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้นจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ลดลง โดยตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ในทิศทางตรงกันข้าม

$$\frac{\partial R}{\partial \text{SET}} = \beta_6 < 0$$

7. มูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดกองทุนรวม (MM)

มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม เป็นเครื่องชี้สถานะโดยรวมของตลาดกองทุนรวมในขณะนั้น โดยตัวแปรดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในทิศทางเดียวกัน ถ้ากองทุนมีอัตราการเติบโตที่สูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้สูงขึ้นด้วย

$$\frac{\partial R}{\partial \text{MM}} = \beta_7 > 0$$

บทที่ 4

กองทุนรวมในประเทศไทย ภาวะเศรษฐกิจและลักษณะของกองทุนรวมตราสารหนี้ ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

ในบทนี้จะกล่าวถึงสภาพทั่วไปของธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยและภาวะความเคลื่อนไหวของปัจจัยทางเศรษฐกิจในช่วง พ.ศ. 2545–2548 ตลอดจนลักษณะของกองทุนรวมตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ที่นำมาศึกษา ซึ่งจะช่วยให้ทราบถึงลักษณะทั่วไปของกองทุนรวมตราสารหนี้ซึ่งมีบทบาทและความสำคัญในตลาดการเงินไทยมากขึ้น โดยในบทนี้จะแบ่งการศึกษาเป็น 3 ส่วน ดังนี้

1. กองทุนรวมในประเทศไทย
2. ภาวะเศรษฐกิจในช่วง พ.ศ. 2545-2548
3. กองทุนรวมตราสารหนี้ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

กองทุนรวมในประเทศไทย

กองทุนรวม คือ โครงการลงทุนที่จัดตั้งและบริหารงานโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) มีวัตถุประสงค์ที่จะระดมทุนจากผู้มีเงินออมหรือนักลงทุนทั่วไปที่ต้องการลงทุนในตลาดทุน แต่ติดขัดด้วยอุปสรรคหลายประการที่ทำให้ไม่สามารถลงทุนได้ด้วยตนเอง เช่น มีทุนทรัพย์จำนวนจำกัด ไม่มีประสบการณ์ ความรู้ ความชำนาญในการลงทุน ไม่มีเวลาจะศึกษาค้นหา และติดตามข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุน โดยการเสนอขายหน่วยลงทุน (Unit Trust) แล้วนำเงินที่ได้ไปบริหารการลงทุนให้ตรงกับนโยบายที่กำหนดไว้แล้วนำผลกำไรจากการลงทุนมาเฉลี่ยคืนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนตามสัดส่วนจำนวนหน่วยลงทุน มีผู้จัดการกองทุน (Fund Manager) เป็นผู้รับผิดชอบดูแลการบริหารการลงทุนกองทุน โดยกองทุนรวมถือเป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้น แยกต่างหากออกไปจากบริษัทจัดการลงทุน

ในการศึกษากองทุนรวมในประเทศไทยในบทนี้จะแบ่งการศึกษาเป็น 2 ส่วน คือ ภาวะธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยในช่วงที่ทำการวิจัย และกองทุนรวมตราสารหนี้

1. ภาวะธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2545 - 2548

ในส่วนนี้จะสรุปภาวะการเคลื่อนไหวของธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2548 โดยมีรายละเอียดดังนี้

ปี พ.ศ. 2545 มีการออกพันธบัตรออมทรัพย์ช่วยชาติจำนวน 305 พันล้านบาท ซึ่งมีการชำระเงินในช่วงเดือนกันยายน - ตุลาคม พ.ศ. 2545 ซึ่งเป็นการช่วยดูดซับสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินบางส่วนแล้วก็ตาม แต่สภาพคล่องโดยรวมก็ยังคงอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินอยู่ในระดับต่ำ และปรับลดลงเป็นระยะตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยโดยธนาคารแห่งประเทศไทยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจากร้อยละ 2 เป็นร้อยละ 1.75 เมื่อวันที่ 19 พฤศจิกายน พ.ศ. 2545 เพื่อรองรับความไม่แน่นอนของภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจต่างประเทศ ธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ได้ทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ลงทั้งในช่วงต้นปีและปลายปีเพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยและสภาพคล่องของแต่ละธนาคาร ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 4 แห่งประเภทฝากประจำระยะ 3 เดือนลดลงจากร้อยละ 2.25 ต่อปี ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2544 มาอยู่ที่ร้อยละ 1.75 ต่อปี และอัตราดอกเบี้ย MLR ลดลงจากร้อยละ 7.125 ต่อปี มาอยู่ที่ร้อยละ 6.69 ต่อปี ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2545 ทำให้โอกาสในการทำกำไรในการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ในอนาคลดลง ผลตอบแทนในการลงทุนจึงลดลง ในขณะที่ช่วงกันยายนกลับฟื้นตัวจากผลประกอบการที่ดีขึ้นของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นระดับ 400 จุด ในไตรมาสแรกของปี ทำให้มูลค่าต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารทุนปรับตัวสูงขึ้นตาม และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้อนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อลงทุนในต่างประเทศ เพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถลงทุนในต่างประเทศได้ซึ่งผู้ลงทุนจะสามารถกระจายเงินลงทุนของตนให้มากขึ้นและเป็นการลดความเสี่ยงในการลงทุน มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นปี พ.ศ. 2545 อยู่ที่ 448,021 ล้านบาท (ไม่รวมกองทุนที่ระดมทุนจากต่างประเทศ)

ปี พ.ศ. 2546 สภาพคล่องในระบบการเงินที่ยังคงมีสูงประกอบกับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยในเดือนมิถุนายนจากร้อยละ 1.75 ต่อปีเป็นร้อยละ 1.25 ต่อปี ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์โน้มลดลงและอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องตลอดทั้งปี พ.ศ. 2546 ซึ่งภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำนี้มีส่วนช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายของภาคเอกชน

โดยเฉพาะการใช้จ่ายในสินค้าคงทนและลดภาระต้นทุนกู้ยืมของภาคธุรกิจ ทั้งนี้ภาวะการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ปรับตัวดีขึ้นชัดเจนในปีนี้ โดยสินเชื่อที่ปล่อยสู่ภาคอุตสาหกรรม การค้าและการส่งออกขยายตัวต่อเนื่องทั้งปีเป็นปีแรกนับตั้งแต่ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ขณะที่สินเชื่อเพื่อการบริโภคส่วนบุคคลและที่อยู่อาศัยขยายตัวสูงต่อเนื่องจากปีก่อน กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวสูงขึ้นโดยตลอดทุกๆ ไตรมาสทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจในปัจจัยพื้นฐานที่ดีขึ้น ตลาดหุ้นจึงกลับมาตึกคักขึ้นอีกครั้ง ดัชนีหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นกว่าร้อยละ 116 ทำให้นักลงทุนบางส่วนปรับนำหน้การลงทุน โดยลดการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นมาลงทุนในหุ้นสามัญมากขึ้น จึงทำให้มูลค่าต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารทุนปรับตัวสูงขึ้น แต่ยังไม่สามารถเรียกความมั่นใจของผู้ถือหน่วยลงทุนในตราสารทุนกลับมาได้ ในทางตรงกันข้ามตลาดตราสารหนี้กลับมีความผันผวน มีการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาจะปรับตัวสูงขึ้นและมีผลให้อัตราดอกเบี้ยของไทยขยับขึ้นตามไปด้วยทำให้อัตราผลตอบแทนของการซื้อขายพันธบัตรและหุ้นกู้ระยะสั้นและระยะปานกลางปรับตัวสูงขึ้น ราคาซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้จึงปรับตัวลดลงส่งผลให้มูลค่าต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้ลดลง และทำให้มีการไถ่ถอนหน่วยลงทุนเป็นวงกว้าง ซึ่งส่งผลให้การขยายตัวของกองทุนรวมตราสารหนี้มีการชะลอตัวลง และในปีพ.ศ. 2546 รัฐบาลได้จัดตั้งกองทุนรวมวายุภักษ์ 1 ขึ้น ซึ่งเป็นกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นปี พ.ศ. 2546 อยู่ที่ 695,328 ล้านบาท (ไม่รวมกองทุนที่ระดมทุนจากต่างประเทศ)

ปีพ.ศ. 2547 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย 3 ครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี พ.ศ. 2547 ประกอบกับภาวะตลาดหุ้นในช่วงไตรมาสที่สี่ของปี พ.ศ. 2546 เริ่มลดลง ดัชนีหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงด้วยแรงขายเก็งกำไรจากนักลงทุนต่างชาติ เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมีความวิตกกังวลกับเหตุการณ์ความไม่สงบที่เกิดขึ้นใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ของไทย และการระบอบาใหม่ของโรคใช้หวัดนก ประกอบกับราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนสินค้าและบริการปรับตัวสูงขึ้น อาจทำให้เงินเพื่อเพิ่มมากขึ้น อีกทั้งนักลงทุนต่างชาติยังมองตลาดหุ้นไทยเป็นตลาดสำหรับการซื้อขายระยะสั้น จึงทำให้ดัชนีหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงกว่าร้อยละ 13 ในช่วงปลายปี ในขณะที่ตลาดตราสารหนี้ยังคงซบเซาอย่างต่อเนื่อง ปริมาณของตราสารหนี้มีสภาพคล่องลดลง อัตราผลตอบแทนปรับตัวสูงขึ้นจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานมาอยู่ที่ร้อยละ 2 ทำให้กองทุนตราสารหนี้ได้รับความนิยมลดลง เนื่องจากสาเหตุนี้เองจึงทำให้บริษัทจัดการกองทุนหัน

มาเน้นการตลาด โดยออกกองทุนผสมและกองทุนผสมแบบยืดหยุ่น มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 อยู่ที่ 658,586 ล้านบาท (ไม่รวมกองทุนที่ระดมทุนจากต่างประเทศ)

ปีพ.ศ. 2548 ทางด้านภาคการเงินอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินได้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ทำให้กองทุนตราสารหนี้ระยะสั้นได้รับความนิยมเป็นอย่างมากและทำให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้เพิ่มขึ้นจาก 1.17 แสนล้านบาท ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 เป็น 3.91 แสนล้านบาท ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548 ในทางตรงกันข้ามมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารทุนได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยจาก 8.0 ล้านบาท ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 เป็น 8.2 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548 ทั้งนี้สาเหตุที่ทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้นได้รับความนิยมสูงเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารยังคงอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งเป็นผลมาจากระบบการเงินยังคงมีสภาพคล่องอยู่มาก ทำให้ผู้ที่มีเงินออมต้องการแสวงหาการลงทุนที่ได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น ประกอบกับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นตามภาวะตลาดและนโยบายดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของผลตอบแทนในตลาดตราสารหนี้กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากปรับตัวสูงขึ้นอย่างชัดเจน และในขณะนั้นมีปริมาณตราสารหนี้ระยะสั้นทั้งภาครัฐและเอกชนออกสู่ตลาดมากขึ้น โดยเฉพาะพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งเป็นพันธบัตรระยะสั้นที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี อีกทั้งภาวะตลาดหุ้นยังมีความผันผวนจากแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นและเหตุการณ์ความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 อยู่ที่ 949,827 ล้านบาท (ไม่รวมกองทุนที่ระดมทุนจากต่างประเทศ)

อนึ่งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ที่เปิดจนถึงเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2549 มีทั้งสิ้น 18 แห่ง (ไม่นับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม เพื่อผู้ลงทุนต่างดาว จำกัดและบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ซีมิโก้ จำกัด) บลจ.กสิกรไทยมีส่วนแบ่งการตลาด มากที่สุดคือมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ 169,612.85 ล้านบาท จากกองทุนที่บริหาร 75 กองทุน ส่วนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ที่มีมูลค่าสินทรัพย์น้อยที่สุดคือ บลจ.ฟินันซ่า ซึ่งมีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรวมของกองทุนที่บริหารอยู่ 1,722.33 ล้านบาทจากกองทุนที่บริหาร 6 กองทุน

2. กองทุนรวมตราสารหนี้

กองทุนรวมตราสารหนี้ คือ กองทุนที่มีนโยบายในการลงทุนในตราสารหนี้เป็นหลัก เมื่อเริ่มต้นโครงการนักลงทุนสามารถลงทุนได้ในราคาเริ่มต้นของหน่วยลงทุน เมื่อผู้จัดการกองทุนได้รวบรวมเงินจากการขายหน่วยลงทุนแล้ว ก็จะนำเงินนั้นไปลงทุนในตราสารหนี้ ตามนโยบายที่ได้ประกาศไว้ อาทิ การลงทุนในพันธบัตรภาครัฐหรือหุ้นกู้ภาคเอกชน รวมทั้งตราสารหนี้ระยะสั้นและตราสารหนี้ระยะยาว ซึ่งก็จะทำให้เกิดเป็นกลุ่มของสินทรัพย์หรือที่เรียกว่า พอร์ตโฟลิโอ (Portfolio) ธรรมชาติของสินทรัพย์ทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นตราสารหนี้ หรือตราสารทุน และแม้แต่ตราสารการเงินประเภทอื่น ๆ ราคาของสินทรัพย์เหล่านั้นจะมีความเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ทำให้มูลค่ารวมของสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่อยู่ในพอร์ตโฟลิโอเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา บางวันขึ้นได้กำไร บางวันขาดทุน ทำให้มูลค่าโดยรวมของพอร์ตโฟลิโอนั้นสูงขึ้นหรือต่ำลงได้ และเมื่อนำสินทรัพย์ที่เกิดอยู่ในการบริหารงานนั้น ไปหักจากมูลค่าของสินทรัพย์ที่อยู่ในพอร์ตโฟลิโอทั้งหมดนั้น ก็จะทำให้ได้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value: NAV) ของกองทุนนั้น และหากนักลงทุนรายใหม่ที่ต้องการลงทุนในกองทุนนั้น ก็จะต้องซื้อหน่วยลงทุนด้วยราคา NAV ที่ปรากฏ ณ เวลาที่ต้องการซื้อนั่นเอง หรือผู้ถือหน่วยลงทุนที่ต้องการขาย ก็ต้องขายหน่วยลงทุนด้วยราคา NAV ที่ปรากฏในเวลาขายนั้น ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการถือหน่วยลงทุน ก็คือ กำไรจากการขายหน่วย (Capital Gain) และเงินปันผล (Dividend) ซึ่งเงินปันผลนั้น ก็จะมาจากผลการบริหารกองทุน หากกองทุนมีกำไร ก็จะสามารถนำกำไรนั้นมาจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นได้ ตามเกณฑ์และนโยบายที่ได้มีการกำหนดไว้ (สันติ กิรินันท์, 2549: 2 -4)

ข้อดีของการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

1. การกระจายความเสี่ยง (Diversification) เพราะเหตุที่การลงทุนด้วยเงินลงทุนที่เท่ากันนั้น ทำให้เกิดการถือครองตราสารหนี้เพียง 1 รายการเท่านั้น แต่การถือหน่วยลงทุน 1 หน่วยนั้นเป็นตัวแทนของกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนหรือพอร์ตโฟลิโอที่กระจายการลงทุนไปในตราสารหนี้หลาย ๆ รายการ

2. เปิดโอกาสให้ผู้ที่มีเงินออมน้อยสามารถลงทุนในตราสารหนี้ได้ เนื่องจากการลงทุนในตราสารหนี้มักจะใช้เงินลงทุนในจำนวนมาก การลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้จึงทำให้นักลงทุนที่มีเงินลงทุนไม่มากนักมีโอกาสที่จะลงทุนในตราสารหนี้ได้

3. การจัดการลงทุนโดยผู้เชี่ยวชาญ การลงทุนในกองทุนรวมนั้น มีผู้จัดการกองทุนมืออาชีพคอยดูแลให้ การที่กองทุนรวมมีผู้จัดการกองทุน ซึ่งถือได้ว่าเป็นมืออาชีพ ดูแลการลงทุนในกองทุนนั้น ก็ย่อมทำให้เกิดความมั่นใจในระดับหนึ่งว่า กองทุนนั้น น่าจะมีผลการดำเนินงานที่เป็นระดับที่น่าไว้วางใจ

4. การลงทุนในกองทุนเปิดมีสภาพคล่องสูง เพราะเนื่องจากกองทุนที่มีได้กำหนดอายุการไถ่ถอนคืนหรือกองทุนแบบเปิดสามารถจำหน่ายและรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจากผู้ถือหน่วยลงทุนได้ทุกเมื่อ

การลงทุนด้วยวิธีการใด ๆ ก็ตาม ย่อมจะมีทั้งข้อดีและข้อเสีย แม้ว่าการลงทุนในกองทุนรวม จะเป็นทางเลือกที่ดีด้วยเหตุผลหลายประการ แต่ก็มีข้อเสียบางประการด้วยเหมือนกัน

1. การลงทุนในกองทุนพันธบัตรรัฐบาลที่คาดว่าจะมีความเสี่ยงต่ำที่สุดนั้น ซึ่งเป็นความเสี่ยงเนื่องจากผิดนัดของรัฐบาลผู้ออกพันธบัตร หรือ Credit Risk นั้นมีอยู่น้อยมาก แต่การลงทุนในกองทุนก็ยังจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงอันเนื่องมาจากความผันผวนของราคา หรือ Price Risk ด้วย เหตุที่พันธบัตรรัฐบาล ยังคงต้องเผชิญความผันผวนของราคาเมื่อมีความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดซึ่งมีผลโดยตรงต่อกองทุนซึ่งเป็นผู้ถือพันธบัตรนั้น แต่หากกองทุนนั้น เกิดความผิดพลาดขึ้นจากสินทรัพย์อื่นที่มีอยู่ในกองทุนด้วย เพราะกองทุน ไม่ได้มีแต่เพียงพันธบัตรรัฐบาลเท่านั้น อาจจะมีหุ้นกู้ภาคเอกชนอื่น ๆ ที่มีโอกาสผิดนัดรวมอยู่ด้วย ก็อาจจะทำให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนนั้น ต้องลดลงไปก็ได้

2. ขาดอิสรภาพในการตัดสินใจ เนื่องจากการลงทุนในกองทุนนั้นผู้ลงทุนไม่มีสิทธิในการตัดสินใจลงทุนเหมือนกับการลงทุนด้วยตนเอง ผู้ที่ทำหน้าที่ตัดสินใจคือผู้จัดการกองทุน นักลงทุนย่อมไม่มีสิทธิในการตัดสินใจใด ๆ เกี่ยวกับการบริหารกองทุน

ภาวะเศรษฐกิจในช่วง พ.ศ. 2545-2548

ในส่วนนี้จะสรุปภาวะอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ปริมาณเงิน ดัชนีราคาผู้บริโภค ดัชนีผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลโดยพิจารณาจากภาวะตลาดรองตราสารหนี้ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประเทศไทย มูลค่าตามราคาตลาดของกองทุนรวม และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลซึ่งน่าจะ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยอธิบายได้ดังนี้

1. ภาวะอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกค้ำรายใหญ่ขึ้นดีของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ (MLR)

พ.ศ. 2545 - 2548

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545 อัตรา ดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ในปี พ.ศ. 2545 มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีเนื่องจาก ธนาคารพาณิชย์มีการปรับดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับสภาพคล่องของแต่ละธนาคาร และสอดคล้อง กับการส่งสัญญาณทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยโดยอัตราดอกเบี้ย MLR ลดลงจากร้อยละ 7.125 ต่อปีมาอยู่ที่ร้อยละ 6.69 ต่อปี โดยอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR ของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ทั้ง 4 แห่ง ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2545 เฉลี่ยร้อยละ 5.83

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2546 อัตรา ดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ในปี พ.ศ. 2546 ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ทยอย ปรับลดอัตรา ดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ในช่วงเดือนมีนาคม มิถุนายน และกรกฎาคม ซึ่งเป็นการปรับตัวตาม การส่งสัญญาณทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย.และสอดคล้องกับการ บริหารสภาพคล่องของแต่ละธนาคาร โดยอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 4 แห่ง ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR ลดลงจากร้อยละ 6.69 ต่อปีเป็นร้อยละ 5.69 ต่อปี ทั้งนี้ การ โน้มลดลงของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR มีส่วนช่วยส่งเสริมการขยายตัวของภาคเศรษฐกิจ และ ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2546 อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR ที่แท้จริงของธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่ทั้ง 4 แห่งเฉลี่ยร้อยละ 4.46 ต่อปี

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2547 อัตรา ดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ ธนาคารแห่งประเทศไทยมี การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายใน เดือนสิงหาคม ตุลาคม และธันวาคมปี พ.ศ. 2547 แต่ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ ก็ยังไม่ได้รับเงิน ให้กู้ยืมตาม ส่วนหนึ่งเพราะสภาพคล่องส่วนเกินในระบบธนาคารพาณิชย์ยังอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็กหลายแห่งได้เริ่มปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะยาว เพื่อระดม ทุนให้สอดคล้องกับการขยายตัวของสินเชื่อ ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR ของธนาคาร พณิชย์ขนาดใหญ่ 4 แห่ง อยู่ที่ร้อยละ 5.69 ต่อปี

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2548 อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ คณะกรรมการนโยบายการเงินได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปลายปี พ.ศ. 2547 แต่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ มิได้ปรับขึ้นตามจนกระทั่งในราวกลางปี พ.ศ. 2548 เนื่องจากในช่วงต้นระบบธนาคารพาณิชย์ ยังมีสภาพคล่องส่วนเกินอยู่มาก ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่มีความจำเป็นต้องปรับอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เพื่อระดมเงินออมการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของธนาคารพาณิชย์เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 ของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 4 แห่ง อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม MLR เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 6.50 ต่อปี สูงขึ้นจากร้อยละ 5.69 ต่อปี ณ สิ้นปีก่อน อนึ่งจากการที่ธนาคารพาณิชย์ทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในปี พ.ศ. 2548

จากภาวะอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ (MLR) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2548 จะเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยมีการเคลื่อนไหวที่ผันผวนอยู่ตลอดเวลาซึ่งได้รับผลกระทบจากการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ จึงทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่สูงขึ้น แต่อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ยังคงไม่ปรับตัวสูงขึ้นตามเนื่องจากสภาพคล่องของธนาคารมีมากอยู่ ซึ่งอาจเป็นสาเหตุให้นักลงทุนชะลอการลงทุนจึงส่งผลกระทบกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

2. ภาวะการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ในช่วง พ.ศ. 2545–2548

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545 การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนขยายตัวจากปี พ.ศ. 2544 ดัชนีเร่งตัวขึ้นในแต่ละไตรมาสเครื่องชี้การอุปโภคบริโภคขยายตัวในเกณฑ์ดี โดยเฉพาะกลุ่มยานพาหนะดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเฉลี่ยทั้งปีพ.ศ. 2545 อยู่ที่ระดับ 106.6 สูงขึ้นร้อยละ 3.7 จากระดับ 102.9 ของปี พ.ศ. 2544 โดยดัชนีเร่งตัวขึ้นในแต่ละไตรมาส เนื่องจากสภาพคล่องทางการเงินและอัตราดอกเบี้ยที่เอื้ออำนวยต่อการบริโภค ซึ่งสะท้อนจากเครื่องชี้ที่สำคัญ ได้แก่ ปริมาณจำหน่ายรถยนต์นั่งและรถจักรยานยนต์ ปริมาณการใช้น้ำมันเบนซิน และภาษีมูลค่าเพิ่มจากสินค้าอุปโภคบริโภคที่ขยายตัวในปีนี้ เช่นเดียวกับยอดการค้าปลีกทั่วประเทศ (โดยเฉพาะการค้าปลีกวัสดุก่อสร้าง เครื่องใช้ไฟฟ้าและเครื่องดื่ม) นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยสำคัญด้านอื่นที่ทำให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของปีพ.ศ. 2545 ขยายตัวดี ได้แก่ (1) อำนาจซื้อที่เพิ่มขึ้นของประชาชน จากรายได้เกษตรกรที่

ขยายตัวดี (2) ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่แม้จะอยู่ในระดับต่ำ แต่ก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (3) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลคู่ท้องถิ่นในช่วงที่ผ่านมา

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2546 ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCI) ขยายตัวร้อยละ 5.1 ในปี พ.ศ. 2546 เทียบกับที่ขยายตัวร้อยละ 3.7 ในปี พ.ศ. 2545 ทั้งนี้ ดัชนีฯ เติบโตมากในไตรมาสแรกจากเครื่องใช้กลุ่มยานพาหนะเป็นสิ่งสำคัญ แต่ชะลอตัวในไตรมาสที่ 2 จากความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาดของโรคทางเดินหายใจเฉียบพลันรุนแรง (SARS) ต่อเนื่องมาถึงไตรมาสที่ 3 ตามการชะลอตัวของปริมาณจำหน่ายรถยนต์เนื่องจากไม่มีสินค้ารุ่นใหม่ออกมาจูงใจผู้บริโภค อย่างไรก็ตามในไตรมาสสุดท้ายของปีการเพิ่มวันหยุดราชการในช่วงการจัดประชุมเอเปคและการเพิ่มขึ้นของปริมาณจำหน่ายรถยนต์นั่งและรถจักรยานยนต์รุ่นใหม่ทำให้ดัชนีฯ เติบโตขึ้นอีกครั้ง ปัจจัยสนับสนุนการบริโภคในปีนี้ได้แก่ (1) อำนาจซื้อของผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้นตามรายได้เกษตรกรที่ขยายตัวสูงและอัตราการว่างงานที่โน้มลดลง รวมทั้งผลประกอบการของธุรกิจและผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ดีขึ้น (2) ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ยกเว้นในช่วงที่มีความกังวลเกี่ยวกับโรค SARS (3) สภาพแวดล้อมทางการเงินที่เอื้ออำนวย โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำและช่องทางการเข้าถึงสินเชื่อเพื่อการบริโภคที่สะดวกขึ้น

สำหรับเครื่องใช้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนมีรายละเอียดดังนี้ เครื่องใช้สินค้าอุปโภคบริโภคทั่วไป ได้แก่ การจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มจากสินค้าอุปโภคบริโภคที่ขยายตัวร้อยละ 15.0 ซึ่งเป็นอัตราที่เร่งตัวขึ้นจากปีก่อนสอดคล้องกับยอดค้าปลีกทั้งประเทศที่สูงขึ้นต่อเนื่อง ส่วนปริมาณการนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภคขยายตัวร้อยละ 10.4 โดยสินค้าในหมวดอาหาร เครื่องดื่มและเครื่องใช้ไฟฟ้าขยายตัวสูง เครื่องใช้กลุ่มยานพาหนะ ได้แก่ ปริมาณจำหน่ายรถยนต์นั่งที่ขยายตัวสูงถึงร้อยละ 42.0 เทียบกับร้อยละ 20.8 ในปี พ.ศ. 2545 ตามกำลังซื้อที่อยู่ในระดับสูงจากอัตราดอกเบี้ยผ่อนชำระที่อยู่ในระดับต่ำมาก ประกอบกับรถยนต์รุ่นใหม่เปิดตัวในงานมหกรรมยานยนต์ปลายปี พ.ศ. 2545 มีมากกว่าปีก่อนๆ ขณะที่ปริมาณจำหน่ายรถจักรยานยนต์แม้จะชะลอตัวจากร้อยละ 42.0 ในปี พ.ศ. 2545 เหลือร้อยละ 28.2 ในปีนี้ แต่ก็ยังเป็นอัตราการขยายตัวที่อยู่ในเกณฑ์สูง

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2547 การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนโดยรวมในปี พ.ศ. 2547 ขยายตัวในเกณฑ์ดีแต่มีแนวโน้มชะลอตัว

ต่อเนื่องโดยในช่วง 9 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2547 การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนขยายตัวร้อยละ 5.8 ทรงตัวเท่ากับในช่วงเดียวกันของปี พ.ศ. 2546 โดยเป็นการชะลอตัวของการอุปโภคบริโภคทั้งสินค้าคงทนและสินค้าไม่คงทนขณะที่การใช้จ่ายค่าบริการของครัวเรือนยังขยายตัวในอัตราที่ใกล้เคียงกับปี พ.ศ. 2546 ปัจจัยที่มีผลต่อการชะลอตัวของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ได้แก่ รายได้ของเกษตรกรจากการขายพืชผลสำคัญที่ชะลอตัวลงราคาสินค้าผู้บริโภคและราคาขายปลีกน้ำมันเบนซินในประเทศที่ปรับตัวสูงขึ้น ตลอดจนความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำและลดลงต่อเนื่อง ความกังวลต่อการระบาดของโรคไข้หวัดนกในสัตว์ปีก สถานการณ์ความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ และทิศทางอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นปัจจัยเหล่านี้ทำให้อำนาจซื้อของผู้บริโภคลดลงและบั่นทอนความเชื่อมั่นของผู้บริโภคส่งผลให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวลงตลอดช่วง 9 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2547 สำหรับไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2547 วิเคราะห์จากดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของธนาคารแห่งประเทศไทย ปัจจัยดังกล่าวยังคงมีต่อเนื่อง โดยเฉพาะราคาสินค้าผู้บริโภคและราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้น ประกอบกับเหตุการณ์ภัยธรรมชาติใน 6 จังหวัดภาคใต้ชายฝั่งทะเลอันดามันในช่วงปลายปี ทำให้ประชาชนลดการฉลองและท่องเที่ยวในเทศกาลปีใหม่ ส่งผลให้เครื่องชี้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มชะลอตัวลงมาก โดยดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในไตรมาสที่ 4 ขยายตัวร้อยละ 1.4 ชะลอตัวจากร้อยละ 3.8 ในไตรมาสที่ 3 สอดคล้องกับเครื่องชี้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนอื่น เช่น ปริมาณจำหน่ายเบียร์สุรา และเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ ที่ขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงเช่นกัน อย่างไรก็ตามการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนบางส่วนก็ยังสามารถขยายตัวได้ในเกณฑ์ดี เช่น ดัชนีมูลค่าขายปลีกในปี พ.ศ. 2547 ที่ขยายตัวในอัตราที่เร่งขึ้นจากปี พ.ศ. 2546

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2548 การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนโดยรวมในปี พ.ศ. 2548 ขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยในช่วง 3 ไตรมาสแรกของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ณ ราคาคงที่ ขยายตัวร้อยละ 4.6 จากที่ขยายตัวร้อยละ 5.9 ในปี 2547 โดยได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีส่งผลให้ราคาสินค้าและบริการและอัตราเงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้นทำให้ ผู้บริโภคขาดความเชื่อมั่นและระมัดระวังการใช้จ่ายมากขึ้นทั้งนี้การบริโภคที่ชะลอตัวสอดคล้องกับดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับค่าครองชีพที่สูงขึ้นตามราคาสินค้าและราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ที่ยังคงยืดเยื้อ สำหรับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในไตรมาสที่ 4 ของปี 2548 เมื่อพิจารณาจากดัชนีการอุปโภคบริโภค

ภาคเอกชน พบว่าดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนขยายตัวร้อยละ 0.9 ปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสที่ 3 ที่ขยายตัวร้อยละ 0.3 ซึ่งสอดคล้องกับการปรับตัวดีขึ้นของดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในไตรมาสสุดท้ายของปี ทั้งนี้เครื่องชี้สำคัญที่ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาสที่ 4 ได้แก่ ปริมาณการจำหน่ายรถยนต์นั่ง จากการผลิตที่มีรถยนต์นั่งรุ่นใหม่เปิดตัวในตลาด ประกอบกับมีกิจกรรมส่งเสริมการขาย โดยเฉพาะงานแสดงมหกรรมยานยนต์ที่จัดขึ้นในเดือนธันวาคม และมูลค่าสินค้าอุปโภคบริโภคนำเข้า ณ ราคาขงที่ซึ่งขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดี รวมทั้งปริมาณการจำหน่ายรถจักรยานยนต์ที่ยังคงขยายตัวจากรายได้เกษตรกรที่ยังคงเพิ่มขึ้น สำหรับเครื่องชี้อื่นๆ ได้แก่ ภาษีมูลค่าเพิ่ม ณ ราคาขงที่และปริมาณการใช้ไฟฟ้าสำหรับที่อยู่อาศัยยังคงขยายตัวเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อนแต่ในอัตราที่ชะลอลง อย่างไรก็ตามปริมาณการใช้น้ำมันเบนซินและแก๊สโซฮอล์ยังคงลดลงเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อนจากราคาน้ำมันที่ยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง อนึ่งอัตราดอกเบี้ยที่ยังคงอยู่ในช่วงขาขึ้น กอปรกับราคาน้ำมันที่ยังคงเคลื่อนไหวในระดับสูงยังคงสร้างแรงกดดันต่อการอุปโภคบริโภคของภาคเอกชน ทำให้ผู้บริโภคระมัดระวังในการใช้จ่ายเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่องน่าจะส่งผลดีต่อการออมและชะลอการก่อหนี้ของภาคครัวเรือนได้ในระดับหนึ่ง

จากภาวะการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545-2548 จะเห็นว่าช่วงปี พ.ศ. 2545-2546 มีการปรับตัวสูงขึ้น เนื่องมาจากผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ดีขึ้น ทำให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ช่วงปี พ.ศ. 2547 - 2548 การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนขยายตัวในอัตราที่ชะลอลง เนื่องจากราคาขายปลีกน้ำมันเบนซินที่ปรับตัวสูงขึ้น ความกังวลเกี่ยวกับโรคไข้หวัดนก สถานการณ์ความไม่สงบของ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ และทิศทางดอกเบี้ยขาขึ้น ประชาชนอาจจะนำเงินไปออมมากกว่าที่จะนำมาลงทุน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

3. ภาวะปริมาณเงิน ในช่วง พ.ศ. 2545-2548

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545 ปริมาณเงิน M2a ในปี พ.ศ. 2545 ขยายตัวชะลอลงเหลือร้อยละ 2.5 ต่อปี ซึ่งเป็นการขยายตัวต่ำกว่าฐานเงินและเคลื่อนไหวตามภาวะเงินเฟ้อที่อยู่ในเกณฑ์ต่ำ โดยในช่วง 8 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2545 อัตราการขยายตัวของปริมาณเงินได้โน้มสูงขึ้นต่อเนื่อง โดยขยายตัวประมาณร้อยละ 5.6 ตามการขยายตัวของเงินฝากของประชาชนที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน แต่ในช่วง 4 เดือนสุดท้าย

ของปี พ.ศ. 2545 อัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน M2a และ ได้ชะลอลงเหลือประมาณร้อยละ 2.2 เนื่องจากยอดเงินฝากในบัญชีของประชาชนลดลงเพื่อนำไปชำระค่าพันธบัตรออมทรัพย์ช่วยชาติ

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2546 ปริมาณเงิน M2a ในปี พ.ศ. 2546 ขยายตัวร้อยละ 5.1 ทั้งนี้ ในช่วง 8 เดือนแรกของปี อัตราการขยายตัวของปริมาณเงินทั้ง M2a อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง โดยขยายตัวเฉลี่ยเพียงร้อยละ 1.4 เนื่องจากมีการถอนเงินฝากในบัญชีของประชาชนไปลงทุนในพันธบัตรออมทรัพย์ช่วยชาติตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2545 อย่างไรก็ดี ในช่วง 4 เดือนสุดท้ายของปี อัตราการขยายตัวของปริมาณเงินได้โน้มสูงขึ้นมาใกล้เคียงกับช่วงก่อนการออกพันธบัตรออมทรัพย์ช่วยชาติ

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2547 ปริมาณเงิน M2a ในปี พ.ศ. 2547 ขยายตัวในอัตราร้อยละ 6.3 โดยในช่วงครึ่งแรกของปีปริมาณเงินขยายตัวเร่งขึ้นจากช่วงปลายปีก่อนหน้าเพราะเงินฝากเพิ่มขึ้นจากการครบกำหนดไถ่ถอน SLIPS/CAPS อย่างไรก็ดีตามตั้งแต่เดือนสิงหาคมเป็นต้นไปปริมาณเงินขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการถอนเงินฝากเพื่อซื้อพันธบัตรออมทรัพย์

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2548 ปริมาณเงิน M2a ในปี พ.ศ. 2548 ขยายตัวจากระยะเดียวกันปีก่อนในอัตราร้อยละ 5.3 ชะลอลงเมื่อเทียบกับอัตราการขยายตัวในปีก่อนที่ร้อยละ 6.3 โดย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 ปริมาณเงิน M2a อยู่ที่ระดับ 6,510.0 ในช่วงต้นปี พ.ศ. 2548 ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง ซึ่งประกอบด้วยเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ เป็นหลักขยายตัวในอัตราที่ ชะลอลงค่อนข้างมากจากปีก่อนส่วนหนึ่งเนื่องจากเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ขยายตัวต่ำเพราะผู้ฝากเงินบางส่วน โยกย้ายเงินฝากไปลงทุนในสินทรัพย์ อื่นที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่า เช่น ตราสารหนี้ ประกอบกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวชัดเจน เนื่องจากปัจจัยลบหลายประการที่เข้ามากระทบเศรษฐกิจพร้อมๆ กัน อาทิ เหตุการณ์พิบัติภัย และราคาน้ำมันที่สูงขึ้น อย่างไรก็ดีในช่วงครึ่งหลังของปี พ.ศ. 2548 ปริมาณเงินขยายตัวเร่งขึ้นจากช่วงครึ่งแรกของปี ส่วนหนึ่งเป็นผลจากจำนวนธนาคารพาณิชย์ที่เพิ่มขึ้นจากการยกระดับธนาคารพาณิชย์ ตามแผนพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (Financial Sector Master Plan) ของธนาคารแห่งประเทศไทยปีและอีกส่วนหนึ่งเป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ที่สูงใจมากขึ้นตามแนวโน้ม อัตราดอกเบี้ยขาขึ้นในช่วงปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ การขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมก็ดีกว่าในช่วงต้นปีเพราะปัจจัยลบหลายประการได้คลี่คลายไปแล้ว

จากภาวะปริมาณเงิน ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545 – 2548 จะเห็นว่าปี พ.ศ. 2545 ปริมาณเงินชะลอลง แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2546 – 2547 มีการขยายตัว และปีพ.ศ. 2548 ชะลอตัวเนื่องมาจากเงินฝากที่ ธนาคารพาณิชย์เป็นหลักขยายตัวในอัตราที่ ชะลอลงค่อนข้างมากเพราะผู้ฝากเงินบางส่วนโยกย้าย เงินฝากไปลงทุนในสินทรัพย์ อื่นที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่า เช่น ตราสารหนี้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

4. ภาวะดัชนีราคาผู้บริโภคในช่วง พ.ศ. 2545–2548

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545 ดัชนี ราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันปีก่อนร้อยละ 0.7 โดยเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคา หมวคอาหารและเครื่องดื่มร้อยละ 0.3 และราคาหมวดอื่น ๆ ที่มีใช้อาหารร้อยละ 0.8 สำหรับดัชนี ราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (ไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) ในปี พ.ศ. 2545 เพิ่มขึ้นจากระยะ เดียวกันปีก่อนร้อยละ 0.4 ปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำในช่วงที่ผ่านมาได้แก่ (1) อุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ แม้ว่ากรบริโภคและการลงทุนในประเทศจะปรับตัวดีขึ้นแต่ อัตราการใช้กำลังการผลิตยังคงอยู่ในระดับต่ำ โดยยังต่ำกว่าระดับช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่ง สะท้อนว่าจะยังไม่มีแรงกดดันต่อราคาทางด้านอุปสงค์ (2) การที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเทียบ กับดอลลาร์สหรัฐฯ จากการที่ดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนตัวลงจากเฉลี่ย 44.48 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี พ.ศ. 2544 เป็น 43.00 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี พ.ศ. 2545 ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าใน รูปเงินบาทลดลงโดยเฉพาะราคาน้ำมัน แม้ว่าราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.4 แต่ ราคาสินค้ากลุ่มพลังงานเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 0.7 (3) ราคาสินค้าเกษตรในตลาดโลกที่ปรับลดลง อย่างต่อเนื่อง ทำให้ราคาสินค้าในหมวดอาหารสดอยู่ในระดับต่ำโดยเฉพาะราคาข้าว แป้ง และ ผลิตภัณฑ์แป้งที่ลดลงร้อยละ 8.2 (4) ราคาสินค้าบางรายการที่อยู่ภายใต้มาตรการควบคุมราคา สินค้าที่จำเป็นต่อการดำรงชีพขึ้นพื้นฐานของประชาชนได้ทรงตัวหรือลดลง อาทิ ค่าบริการ สาธารณูปโภค และค่าโดยสารสาธารณะ เป็นต้น อย่างไรก็ตามก็ยังมีราคาสินค้าบางหมวดที่เพิ่มขึ้นมาก ได้แก่ สินค้า ในหมวดพาหนะ การขนส่ง และการสื่อสาร ซึ่งเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.3 โดยเป็นผลมาจาก ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น โดยรวม อัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ พื้นฐาน เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้ากลุ่มพลังงานเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตามอัตราเงินเฟ้อ พื้นฐานที่ลดลงต่อเนื่องตลอดทั้งปีสะท้อนให้เห็นว่าไม่มีแรงกดดันต่อราคาด้านอุปสงค์และต้นทุน ซึ่งสอดคล้องกับอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ยังอยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ยังได้รับผลจากต้นทุน สินค้าเข้าที่ลดลงมากจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯด้วย

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2546 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.8 ในปี พ.ศ. 2546 เร่งตัวขึ้นจากร้อยละ 0.7 ในปีก่อน โดยเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาหมวดอาหารและเครื่องดื่มร้อยละ 3.6 และราคาหมวดอื่น ๆ ที่มีใช้ อาหารร้อยละ 0.7 สำหรับดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (ไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2 ซึ่งยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายร้อยละ 0 - 3.5 ของนโยบายการเงินป้จจัยสำคัญที่ทำให้ อัตราเงินเฟ้ออยู่ในเกณฑ์ต่ำ ได้แก่ (1) การลดลงอย่างต่อเนื่องของค่าเช่าบ้านในหมวดเคหสถาน ส่วนหนึ่งเพราะอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำจูงใจให้ประชาชนซื้อบ้านเป็นของตนเองแทนการเช่า (2) ค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นจากเฉลี่ย 43.00 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯในปี พ.ศ. 2545 เป็น 41.50 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯในปี พ.ศ. 2546 ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าในรูปเงินบาทลดลง (3) ภาวะการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นทำให้ผู้ประกอบการพยายามตรึงราคาสินค้าไว้เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาด (4) การที่รัฐเข้ามาดูแลราคาสินค้าพื้นฐานที่จำเป็นต่อการดำรงชีพของประชาชนบางรายการ เช่น ค่าสาธารณูปโภคพื้นฐาน และค่าเล่าเรียน ทำให้ราคาของสินค้าในกลุ่มนี้ไม่สูงขึ้นมากอย่างไรก็ดีมีราคาสินค้าบางหมวดที่เพิ่มขึ้นมากในปีนี้ได้แก่ สินค้าในหมวดอาหารและเครื่องดื่ม โดยเฉพาะกลุ่มข้าวแป้งและผลิตภัณฑ์จากแป้งที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 9.8 ตามความต้องการข้าวหอมมะลิเพื่อส่งออกที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งสินค้าในหมวดพาหนะ การขนส่ง และการสื่อสารที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 3.1 จากราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นโดยรวม อัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้ากลุ่มอาหารสดและพลังงานเป็นสำคัญ

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2547 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป ในปี พ.ศ. 2547 เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.7 เร่งตัวขึ้นจากร้อยละ 1.8 ในปีก่อน โดยเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาหมวดอาหารและเครื่องดื่มร้อยละ 4.5 และราคาหมวดอื่น ๆ ที่มีใช้ อาหารร้อยละ 1.7 สำหรับดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (ไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.4 โดยยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายร้อยละ 0 - 3.5 ของนโยบายการเงินป้จจัยสำคัญที่ทำให้ อัตราเงินเฟ้อของไทยในช่วงที่ผ่านมาไม่เร่งตัวมากนัก แม้ว่าราคาน้ำมันดิบและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกจะเพิ่มสูงขึ้นมากได้แก่ (1) รัฐบาลเข้ามาดูแลราคาสินค้าพื้นฐานที่จำเป็นต่อการดำรงชีพของประชาชน โดยเฉพาะมาตรการการตรึงราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศให้อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็นส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่สูงขึ้นมากและเป็นต้นทุนการผลิตที่สำคัญยังไม่สะท้อนไปที่ราคาสินค้าและบริการในประเทศอย่างเต็มที่ (2) การลดลงของค่าเช่าบ้านในหมวดเคหสถาน ซึ่งมีน้ำหนักร้อยละ 18 ในดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป โดยลดลงจากปีก่อนร้อยละ 0.6 (3) ค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นจากเฉลี่ย 41.53 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

ในปี พ.ศ. 2546 เป็น 40.28 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี พ.ศ. 2547 ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าในรูปแบบเงินบาทลดลง (4) การที่รัฐขอความร่วมมือผู้ประกอบการให้ตรึงราคาสินค้า ประกอบกับภาวะการแข่งขันที่รุนแรงทำให้ผู้ประกอบการพยายามตรึงราคาสินค้าไว้เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาด อย่างไรก็ตามราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นมากในปีนี้ได้แก่ สินค้าในหมวดอาหารแลเครื่องดื่ม โดยเฉพาะกลุ่มข้าวแป้งและผลิตภัณฑ์จากแป้งที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 8.1 ตามความต้องการข้าวหอมมะลิเพื่อการส่งออกที่เพิ่มขึ้นส่วนกลุ่มผักและผลไม้ รวมทั้งกลุ่มเนื้อสัตว์ เป็ด ไก่ และสัตว์น้ำราคาเพิ่มขึ้น จากปีก่อนร้อยละ 10.5 และ 9.3 ตามลำดับ ตามความต้องการบริโภคที่ เพิ่มขึ้นสำหรับสินค้าในหมวดอื่นๆ ที่มีใช้อาหารที่ราคาเพิ่มขึ้น ได้แก่ น้ำมันเชื้อเพลิงตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก ซึ่งส่งผลให้มีการปรับขึ้นค่ากระแสไฟฟ้า ก๊าซหุงต้มและค่าโดยสารสาธารณะเนื่องจากสินค้าที่ราคาปรับเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มของอาหารสดและพลังงาน ทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังคงแตกต่างจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2548 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปในปี พ.ศ. 2548 เพิ่มขึ้นร้อยละ 4.5 เร่งตัวขึ้นจากร้อยละ 2.7 ในปีก่อน โดยเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าในหมวดอาหารและเครื่องดื่มร้อยละ 5.0 และราคาหมวดอื่นๆ ที่มีใช้อาหารร้อยละ 4.3 สำหรับดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (ไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.6 เร่งตัวขึ้นจากร้อยละ 0.4 ในปีก่อน จากการส่งผ่านรอบสองของต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นจากราคาน้ำมันไปยังค่าโดยสารสาธารณะและสินค้าหมวดอาหารสดไปยังอาหารบริโภคนอกบ้านและในบ้าน แต่ยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายร้อยละ 0 - 3.5 ของกรอบนโยบายการเงินปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อของไทยในช่วงที่ผ่านมาเร่งตัวขึ้น ได้แก่ (1) การยุติมาตรการตรึงราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศเพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ได้ปรับตัวสูงขึ้นมากอย่างต่อเนื่อง (2) ราคาสินค้ากลุ่มอาหารสด โดยเฉพาะราคาพืชผลเกษตร อาทิ ราคาสินค้าผักและผลไม้ที่เพิ่มสูงขึ้นถึงร้อยละ 16.5 จากการที่ผลผลิตได้รับความเสียหายจากภัยธรรมชาติ อาทิ สถานการณ์ภัยแล้ง และภาวะน้ำท่วมต่อเนื่อง รวมทั้งอุปสงค์ต่างประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะข้าว และมันสำปะหลัง (3) ต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นทำให้มีการปรับขึ้นค่าโดยสารสาธารณะร้อยละ 13.2 อาทิ ค่าโดยสารรถประจำทางและรถเมล์เล็ก รถทัวร์ เรือโดยสาร รถจักรยานยนต์รับจ้างและเครื่องบิน นอกจากนี้ยังมีการปรับขึ้นค่ากระแสไฟฟ้าด้วย (4) การปรับขึ้นภาษีสรรพสามิตสินค้าสุรา และบุหรี่ อย่างไรก็ตามอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่เพิ่มสูงขึ้นไปอยู่ที่ร้อยละ 6.2 ในเดือนตุลาคม ได้ปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับร้อยละ 5.9 และ 5.8 ในเดือนพฤศจิกายนและธันวาคมตามลำดับ สะท้อนว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปได้ผ่านจุดสูงสุดมาแล้วและมีแนวโน้มชะลอลงในระยะต่อไปจากราคาขาย

ปลิกน้ำมันในประเทศที่ปรับลดลงตามราคาน้ำมันในตลาดโลกหนึ่ง จากการที่ราคาสินค้าที่ปรับเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มของอาหารสดและพลังงานจึงทำให้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปแตกต่างจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานค่อนข้างมากนอกจากนี้ แม้ต้นทุนการผลิตจะสูงขึ้น และเริ่มส่งผ่านไปที่ราคาสินค้าและบริการในประเทศบ้างแล้ว แต่ผู้ประกอบการยังไม่สามารถปรับขึ้นราคาได้เต็มที่เนื่องจากทางการได้เข้ามาดูแลราคาสินค้าพื้นฐานที่จำเป็นต่อการดำรงชีพของประชาชน โดยเฉพาะการเพิ่มรายการสินค้าควบคุมจาก 18 รายการเป็น 37 รายการ ประกอบกับภาวะการแข่งขันที่รุนแรงทำให้ผู้ประกอบการต้องแบกรับภาระต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้นเอง อาทิ ค่าขนส่งสินค้า เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาด

จากภาวะดัชนีราคาผู้บริโภค ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545 – 2548 จะเห็นว่า มีการปรับตัวสูงขึ้นจากปีก่อนอย่างต่อเนื่อง เนื่องมาจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้ากลุ่มพลังงานเป็นสำคัญและอาหารซึ่งทำให้ประชาชนต้องใช้จ่ายในการบริโภคมากขึ้นซึ่งอาจจะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

5. ภาวะตลาดรองตราสารหนี้ในช่วง พ.ศ. 2545–2548

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545 ภาวะตลาดรองตลาดตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2545 ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้มีมูลค่าทั้งสิ้น 2,145,040 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2544 ร้อยละ 34.72 ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 6,917 ล้านบาท ในไตรมาสแรกเป็น 7,601 ล้านบาท 9,743 ล้านบาท และ 10,719 ล้านบาท ในไตรมาสที่ 2 ไตรมาสที่ 3 และไตรมาสที่ 4 ตามลำดับ เนื่องจากมีปริมาณตราสารหนี้เพิ่มขึ้นทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชน รวมทั้งการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มจะลดลง จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ของคณะกรรมการนโยบายการเงินรวมทั้งได้รับผลกระทบจากภาวะความตึงเครียดของสงครามระหว่างสหรัฐอเมริกากับอิรัก

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2546 ภาวะตลาดรองตลาดตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2546 การซื้อขายตราสารหนี้มีมูลค่าทั้งสิ้น 2,606.70 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2545 ร้อยละ 21.50 ทั้งนี้เป็นผลจากการออกตราสารหนี้ของภาครัฐและภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้นเพื่อขยายทางเลือกให้กับนักลงทุนในภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำอย่างไรก็ตาม มูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองได้ลดลงในช่วงครึ่งหลังของปีเพราะนักลงทุนโยกย้ายเงินลงทุน

ไปยังตลาดหลักทรัพย์ทำให้ผลตอบแทนสูงกว่า ทั้งนี้มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นจาก 10.30 พันล้านบาทในไตรมาสที่ 1 เป็น 11.80 พันล้านบาทในไตรมาสที่ 2 ก่อนจะลดลงเป็น 10.60 พันล้านบาทและ 9.70 พันล้านบาทในไตรมาสที่ 3 และ 4 ตามลำดับ

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2547 ภาวะตลาดรองตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2547 การซื้อขายในตลาดรองตราสารหนี้มีมูลค่า 2,969.50 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 13.90 หรือเฉลี่ยต่อวันเท่ากับ 12.10 พันล้านบาท เทียบกับ 10.60 พันล้านบาท ในปี พ.ศ. 2546 โดยการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลมีปริมาณสูงสุดคิดเป็นร้อยละ 35.50 ของมูลค่าซื้อขายรวม รองลงมาคือตั๋วเงินคลังและพันธบัตรองค์กรรัฐบาล คิดเป็นร้อยละ 31.20 และ 25.90 ตามลำดับ สำหรับหุ้นกู้ภาคเอกชนมีปริมาณการซื้อขายคิดเป็นร้อยละ 3.90 ส่วนใหญ่เป็นหุ้นกู้ในกลุ่มสถาบันการเงินและหลักทรัพย์ กลุ่มสื่อสาร และกลุ่มพลังงาน

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2548 การออกตราสารทุนและตราสารหนี้ มูลค่าการออกหุ้นสามัญของภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินมีจำนวน 95.30 พันล้านบาทชะลอลงจากปี พ.ศ. 2547 ที่มีจำนวน 98.80 พันล้านบาท เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจากผลของราคาน้ำมันและอัตราเงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้นส่งผลให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่น นอกจากนี้ การโน้มสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนเพื่อขยายการผลิตของผู้ประกอบการด้วย อย่างไรก็ตามมูลค่าการออกหุ้นกู้ภาคธุรกิจยังคงเพิ่มขึ้นจากปีก่อนเล็กน้อย โดยมีจำนวน 131.30 พันล้านบาทเทียบกับ 101.70 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2547 ในจำนวนนี้เป็น การออกหุ้นกู้ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยบริษัทที่เป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle: SPV) ซึ่งมีการออกตราสาร 7 หลักทรัพย์เป็นมูลค่า 14.50 พันล้านบาท อนึ่งนับตั้งแต่กลางปี พ.ศ. 2547 หลังจาก ก.ล.ต. ได้ปรับปรุงหลักเกณฑ์ และให้มีการรายงานเกี่ยวกับการออกตั๋วเงินที่เป็นหลักทรัพย์และหุ้นกู้ระยะสั้นทำให้ การออกหลักทรัพย์ดังกล่าวมีความสะดวกและคล่องตัวขึ้น โดยทั้งปี พ.ศ. 2548 มีการออกหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นมูลค่า 556.50 พันล้านบาท เทียบกับ 124.20 พันล้านบาทในช่วงครึ่งหลังปี พ.ศ. 2547 อย่างไรก็ตามยอดคงค้าง ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 ลดลงเหลือ 58.4 พันล้านบาท จาก 74.4 พันล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547

จากภาวะตลาดรองตราสารหนี้ ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2545 – 2548 จะเห็นว่า มีการเคลื่อนไหวที่ผันผวน โดยมีการปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากมีปริมาณตราสารหนี้ทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้นรวมทั้งการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยจะมีแนวโน้มลดลง อย่างไรก็ตามมูลค่าการซื้อขายตราสาร

หนี้ในตลาดรอง ได้ลดลงเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและราคาน้ำมันที่สูงขึ้นทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นและโยกย้ายการลงทุนไปยังตลาดหลักทรัพย์ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งจะส่งผลต่อดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล และอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้

6. ภาวะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2545–2548

จากรายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2545 ภาวะตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวดีขึ้นจากปีก่อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงครึ่งปีแรกภาวะการซื้อขายเป็นไปอย่างคึกคัก โดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ สามารถปรับตัวขึ้นสูงสุดที่ 426.45 จุด ก่อนที่จะปรับตัวลงในช่วงครึ่งปีหลังตามความไม่แน่นอนของปัจจัยภายนอกประเทศ อย่างไรก็ตามโดยดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี พ.ศ. 2545 ยังคงสูงกว่า พ.ศ. 2544 โดยปิดที่ระดับ 356.48 จุด เทียบกับระดับ 303.85 จุด ณ สิ้นปีก่อน

จากรายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2546 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2546 ปรับตัวสูงขึ้นถึงร้อยละ 117 ซึ่งถือเป็นตัวเลขการเติบโตที่สูงที่สุดในตลาดโลก โดยปิดที่ระดับ 772.15 จุด เป็นผลมาจากเศรษฐกิจไทยปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีพ.ศ. 2546 โดยผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GDP) แต่ละไตรมาสขยายตัวในอัตราที่สูงขึ้น บริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานดีขึ้น การมีสินค้าในตลาดหลักทรัพย์ที่หลากหลายมากขึ้น และสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่สำคัญ 3 แห่ง คือ Fitch Rating, Standard & Poor's และ Moody's ได้ปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

จากรายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2547 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 ปิดที่ระดับ 668.10 จุด ปรับตัวลดลงร้อยละ 13.50 เมื่อเทียบกับระดับ 772.15 จุด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2546 แต่ในระหว่างปีได้ปรับตัวขึ้นสูงสุด 794.01 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบเกือบ 7 ปี นับแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเป็นต้นมา ก่อนที่จะปรับตัวลงต่ำสุดที่ระดับ 581.61 จุด ซึ่งมีผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ได้แก่ การปรับตัวสูงขึ้นของราคาน้ำมันดิบตลาดโลก แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยโลก การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกและสถานการณ์ความมาสงบของพื้นที่ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้

จากรายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2548 คำนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2548 ปิดที่ระดับ 713.73 จุด ปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 7 เมื่อเทียบกับระดับ 668.10 จุด ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 เป็นผลมาจากผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนอยู่ในเกณฑ์ดี ภาวะเศรษฐกิจไทยในปี พ.ศ. 2548 ขยายตัวในอัตราร้อยละ 4.5 สาขาการผลิตที่มีการขยายตัวได้แก่ อุตสาหกรรมก่อสร้าง และธุรกิจการเงิน การเคลื่อนย้ายเงินทุนของผู้ลงทุนต่างชาติ ซึ่งเป็นผลมาจากผลประกอบการและอัตราปันผลตอบแทนที่ดีของบริษัทจดทะเบียน

7. ภาวะมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวมในช่วง พ.ศ. 2545–2548

ปีพ.ศ. 2545 มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม 466,794.54 ล้านบาท รวมกองทุนรวมที่ระดมทุนในประเทศและต่างประเทศ และจากรายงานประจำปีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2545 มีการระดมทุนผ่านตลาดแรกมากขึ้น โดยมีการระดมทุนในรูปแบบตราสารหนี้มีสัดส่วนมากที่สุด ถึงร้อยละ 64 ด้วยมูลค่า 109,074 ล้านบาท

ปีพ.ศ. 2546 มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม 727,214.20 ล้านบาท รวมกองทุนรวมที่ระดมทุนในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งเพิ่มขึ้นจากปีก่อน

ปีพ.ศ. 2547 มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม 682,623.22 ล้านบาท รวมกองทุนรวมที่ระดมทุนในประเทศและต่างประเทศมีมูลค่าที่ลดลงเนื่องจากการออกตราสารทุนและตราสารหนี้ ชะลอลงจากปี พ.ศ. 2546

ปีพ.ศ. 2548 มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม 963,806.31 ล้านบาท รวมกองทุนรวมที่ระดมทุนในประเทศและต่างประเทศ มีมูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้เพิ่มขึ้น ยอดคงค้างตราสารหนี้ทั้งหมดของประเทศไทย เพิ่มขึ้นเป็น 3.4 ล้านล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 17 จาก 2.7 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2547 โดยมีสัดส่วนของพันธบัตรรัฐบาลสูงสุดร้อยละ 40 รองลงมา คือ หุ้นกู้เอกชน และพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับตลาดตราสารหนี้ (Bond Electronic Exchange) มียอดคงค้างตราสารหนี้จดทะเบียน ณ สิ้นปี พ.ศ. 2548 ทั้งสิ้น 770,464 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 295 จาก 194,850 ล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547

8. ภาวะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในช่วง พ.ศ. 2545–2548

ในส่วนนี้จะสรุปภาวะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยอธิบายได้ดังนี้

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในปี พ.ศ. 2545 ปรับลดลงอย่างต่อเนื่องอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในช่วง 4 เดือนแรกของปี อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากปลายปี พ.ศ. 2544 ตามการคาดการณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง แต่เคลื่อนไหวผันผวนบ้างจากการรับรู้กำไรของสถาบันการเงินในช่วงเดือนพฤษภาคมอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรปรับตัวผันผวนมากขึ้นจากข่าวการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยความเสียหายให้กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงินที่ยังมีความไม่แน่นอนแต่ในช่วงเดือนมิถุนายนเมื่อมีการประกาศการออกพันธบัตรอย่างเป็นทางการแล้วและนักลงทุนเข้าใจว่าการออกพันธบัตรดังกล่าวไม่มีผลต่อปริมาณพันธบัตรในตลาดรอง ส่งผลให้มีปริมาณการซื้อขายในตลาดมากขึ้น โดยเฉพาะพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือระยะปานกลาง (5-10 ปี) อัตราผลตอบแทนโดยรวมปรับลดลง มีผลให้เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) ปรับแบนราบลง (Flattening) ช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี

อัตราผลตอบแทนในตลาดรองยังปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากไตรมาสที่ 2 เนื่องจากปัจจัยสำคัญ 2 ประการคือ (1) การปรับตัวของตลาดพันธบัตรของไทยปรับตัวในทิศทางเดียวกันกับตลาดพันธบัตรสหรัฐฯ ที่มีอัตราผลตอบแทนลดลงต่อเนื่อง และ (2) ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่ออกประมูลใหม่ในช่วงไตรมาสนี้นี้น้อยกว่าความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีค่อนข้างมาก โดยเฉพาะจากกลุ่ม Interbank Dealers และ End Investors ซึ่งต้องการลงทุนระยะยาวอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลยังคงลดลงอย่างต่อเนื่องในไตรมาสสุดท้ายของปี โดยมีสาเหตุสำคัญคือ (1) การประกาศปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่จะออกประมูลใหม่ในปีงบประมาณ พ.ศ. 2546 มีจำนวนน้อย เมื่อเทียบกับความต้องการของนักลงทุน (2) การปรับลดอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในช่วงต้นไตรมาสที่ 4 (3) มีการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯจะปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งจะมีผลให้คณะกรรมการนโยบายการเงินของไทยอาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยลงด้วย ทั้งนี้ในช่วงเดือนพฤศจิกายนคณะกรรมการนโยบายการเงินของไทยได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยลง ร้อยละ 0.25

ตามการคาดการณ์ หลังจากที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ลงร้อยละ 0.5 ไปก่อนหน้านี้ ซึ่งมีผลให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรองลดลง อนึ่งในช่วงปลายปีปริมาณธุรกรรมในตลาดรองลดลงซึ่งเป็นไปตามปกติที่นักลงทุนจะชะลอการลงทุนลง

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในปี พ.ศ. 2546 ไตรมาสที่ 1 ปรับตัวลดลงต่อเนื่องจากปลายปี พ.ศ. 2545 โดยเป็นผลจากแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์และความต้องการลงทุนของธนาคารพาณิชย์ที่มีอยู่สูง ขณะที่ปริมาณพันธบัตรออกใหม่มีค่อนข้างน้อย อย่างไรก็ตามในช่วงต้นเดือนกุมภาพันธ์ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลได้ปรับเพิ่มขึ้นจากการขายทำกำไรของนักลงทุนเป็นหลักในไตรมาสที่ 2 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรทุกระยะปรับเพิ่มขึ้นในเดือนเมษายนตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตามในเดือนพฤษภาคมถึงกลางเดือนมิถุนายน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรได้ปรับลดลงโดยเฉพาะในระยะยาว เนื่องจากการคาดการณ์ว่าอุปทานพันธบัตรรัฐบาลจะลดลงจากการปรับประมาณการฐานะการคลังจากการขาดดุลเป็นการเกินดุล ประกอบกับการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ย Federal Funds Rate จะลดลงและอาจส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยลดลงด้วย ซึ่งต่อมาเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.50 ต่อปี อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลก็ปรับลดลงอีกในช่วงปลายเดือนมิถุนายนในไตรมาสที่ 3 ของปี อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลงในช่วงต้นเดือนกรกฎาคมจากผลต่อเนื่องของการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

หลังจากนั้นอัตราผลตอบแทนได้ปรับสูงขึ้นโดยเฉพาะในพันธบัตรระยะยาว ทั้งนี้ปัจจัยสนับสนุน ได้แก่ การประกาศมาตรการผ่อนคลายนโยบายการแลกเปลี่ยนเงินตราของ ธนาคารแห่งประเทศไทยในเดือนกรกฎาคมและการประกาศอนุญาตให้นักลงทุนสถาบัน 6 ประเภทสามารถลงทุนในตราสารหนี้ของต่างประเทศในเดือนสิงหาคม รวมทั้งความไม่แน่นอนในเรื่องการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยความเสี่ยงหายของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน (FIDF) อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลปรับเพิ่มขึ้นในไตรมาศสุดท้ายของปี โดยเฉพาะระยะกลางและระยะยาวปรับตัวขึ้นชันมาก สาเหตุสำคัญ คือ (1) ข่าวกการออกพันธบัตรระยะ 7 ปีเพื่อชดเชยความเสี่ยงหายให้ FIDF (2) อุปทานที่เพิ่มขึ้นของพันธบัตรออกใหม่จากทั้งภาครัฐและเอกชน และ (3) การปรับเพิ่มขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยที่จูงใจให้นักลงทุนย้ายการลงทุนออกจากตลาดพันธบัตรไปตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามตั้งแต่กลางเดือนพฤศจิกายนถึงเดือนธันวาคม อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับลดลงจากการเลื่อนการประมูลพันธบัตร FIDF ไปเป็นต้นปี พ.ศ. 2547 และการงออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยในเดือนธันวาคม

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในปี พ.ศ. 2547 โดยรวมปรับสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2546 โดยเป็นการเคลื่อนไหวตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยเป็นสำคัญอย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและระยะยาวปรับลดลงในช่วงสิ้นปี เนื่องจากบริษัทประกันชีวิตในประเทศมีความต้องการลงทุนเพิ่มขึ้นมาก ในไตรมาสแรกของปีนี้ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลงจากปลายปี พ.ศ. 2546 เนื่องจากข่าวการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในสัตว์ปีกทำให้ตลาดคาดการณ์ว่าทิศทางอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับต่ำต่อไปอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับเพิ่มขึ้นทุกระยะในไตรมาสที่ 2 โดยเป็นการเคลื่อนไหวตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯ ที่ปรับสูงขึ้นจากการที่ตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ออกมาดีเกินคาดและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐฯ ที่ปรับเพิ่มขึ้นทำให้นักวิเคราะห์คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ จะปรับเพิ่มในอนาคตอันใกล้ในไตรมาสที่ 3 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นปรับขึ้นค่อนข้างมากตามการคาดการณ์ของนักลงทุนต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยเนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมีความต้องการลงทุนในพันธบัตรไทยมากขึ้นรวมทั้งเป็นไปตามผลการประมูลพันธบัตรในตลาดแรกที่นักลงทุนให้ความสนใจมาก

นอกจากนี้ยังสะท้อนการคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้ออาจลดลงหลังการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในไตรมาสสุดท้ายของปี ตามการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและระยะยาวปรับลดลงในช่วงสิ้นปีตามความต้องการลงทุนที่เพิ่มขึ้นของบริษัทประกันชีวิต เพื่อรองรับยอดขายกรมธรรม์ประกันชีวิตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากการที่รัฐบาลจะขยายวงเงินให้ผู้ซื้อประกันลดหย่อนภาษี เป็น 300,000 บาท

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในปี พ.ศ. 2548 โดยรวมปรับสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2547 โดยอัตราผลตอบแทนระยะสั้นปรับสูงขึ้นตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เป็นสำคัญ ขณะที่อัตราผลตอบแทนระยะปานกลางถึงยาวเพิ่มขึ้น แต่น้อยกว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนระยะสั้นเนื่องจากความต้องการลงทุน ในพันธบัตรระยะปานกลางถึงยาวมีค่อนข้างมาก ประกอบกับตัวเลขอัตราเงินเฟ้อในช่วงปลายปี พ.ศ. 2548 เริ่มต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้ทำให้ตลาดปรับการคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตลง โดยรวมเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจึงปรับลดลงความเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตร

รัฐบาลในแต่ละไตรมาสสรุปได้ดังนี้

ในไตรมาสแรกของปี พ.ศ. 2548 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นปรับสูงขึ้นจากปลายปี พ.ศ. 2547 เนื่องจากนักลงทุนคาดว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงต้นเดือนมีนาคม ซึ่งเป็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรกของปี หลังจากที่คณะกรรมการนโยบายการเงินชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือนมกราคมเพื่อรอดูผลกระทบของเหตุการณ์พิบัติภัย ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและยาวปรับลดลงจากการที่นักลงทุนเร่งลงทุนในพันธบัตรระยะดังกล่าว สืบเนื่องจากความกังวลว่าอุปทานของพันธบัตรระยะกลางและยาวจะลดลงในระยะต่อไป อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นปรับสูงขึ้นโดยรวมในไตรมาสที่ 2 จากไตรมาสก่อนเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังจะอยู่ในช่วงขาขึ้นต่อไป อย่างไรก็ตามในช่วงสิ้นไตรมาสอัตราผลตอบแทนระยะ 1 เดือนปรับลดลงจากการที่สถาบันการเงินพยายามลดฐานเงินฝากเพื่อหลีกเลี่ยงการจ่ายค่าธรรมเนียมกองทุนเพื่อการฟื้นฟูสถาบันการเงินซึ่งเป็นปัจจัยฤดูกาล

ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและยาวปรับลดลงตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ และจากปัจจัยในประเทศ อาทิ แนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แผ่วลงและความไม่แน่นอนของอุปทานจากการยกเลิกการออกพันธบัตรในเดือนมิถุนายน ในไตรมาสที่ 3 หลังจากที่คณะกรรมการนโยบายการเงินมีมติปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 0.5 ต่อปีในเดือนกันยายน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นปรับสูงขึ้นอีก แต่เนื่องจากขนาดของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งดังกล่าวสูงกว่าการคาดการณ์ของตลาด นักลงทุนจึงเกรงว่าการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตอาจรวดเร็วกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะกลางและยาวปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วเพื่อสะท้อนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในตลาดพันธบัตร แต่ในขณะเดียวกันความต้องการถือพันธบัตรระยะสั้นของนักลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อปรับลดความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นจึงปรับลดลงในเวลาต่อมาโดยเฉพาะประเภทต่ำกว่า 3 เดือน ในไตรมาสสุดท้ายของปี พ.ศ. 2548 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเคลื่อนไหวค่อนข้างผันผวน โดยเฉพาะพันธบัตรระยะกลางถึงยาวที่ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วภายหลังการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินในเดือนตุลาคมที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกร้อยละ 0.50 ต่อปี เป็นครั้งที่ 2 ติดต่อกัน อย่างไรก็ตามในช่วงครึ่งหลังของไตรมาสที่ 4 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางถึงยาวได้ทยอยปรับลดลงค่อนข้างมากเนื่องจากตัวเลขอัตราเงินเฟ้อในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2548 ต่ำกว่าการคาดการณ์ของตลาด ซึ่งทำ

ให้มีการคาดการณ์ว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะต่อไปน่าจะเป็นไปในจังหวะที่ช้าลง ประกอบกับมีความต้องการลงทุนในพันธบัตรระยะดังกล่าวจากทั้งกองทุนในประเทศและต่างประเทศที่เห็นว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดพันธบัตรของไทยค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

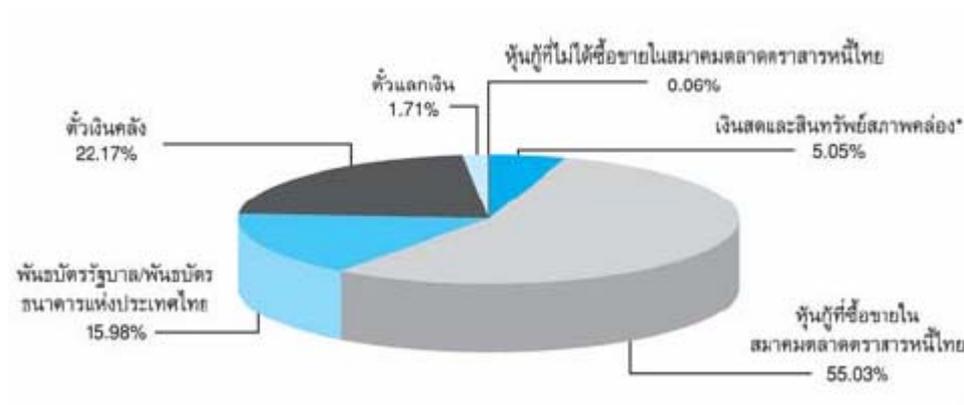
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด หนึ่งในบริษัทเครือธนาคารกสิกรไทย ก่อตั้งขึ้นเมื่อ พ.ศ. 2535 เพื่อให้บริการด้านการจัดการกองทุนครบวงจร ทั้ง กองทุนรวม กองทุนส่วนบุคคล และ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ที่ได้รับใบอนุญาต ให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทกิจการจัดการลงทุนจากกระทรวงการคลัง เมื่อวันที่ 18 มีนาคม พ.ศ. 2535 ได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2543 และได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจจัดการกองทุนส่วนบุคคล ในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2544

ในปัจจุบัน บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด เป็นบริษัทจัดการลงทุนที่มีความพร้อมทั้งในด้านการให้บริการ การวิจัย และการจัดการลงทุน โดยดำเนินธุรกิจจัดการกองทุนด้วยบุคลากรที่มีคุณภาพ พร้อมกับ ข้อมูล ข่าวสาร ระบบงานและเทคโนโลยีในการจัดการลงทุนที่ทันสมัย และยึดมั่นในจรรยาบรรณอย่างเคร่งครัด เพื่อรักษาความเป็นบริษัทจัดการลงทุนที่มีคุณภาพตลอดไป โดยมุ่งมั่นพัฒนาสู่การเป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ดีที่สุด และได้รับความเชื่อมั่นสูงสุดทั้งในด้านจรรยาบรรณ ความสามารถในการให้บริการด้านการจัดการลงทุนที่หลากหลายด้วยคุณภาพ มีประสิทธิภาพ มีความโปร่งใส และการมีส่วนร่วมต่อการรับผิดชอบและพัฒนาสังคม โดยมีการผสมผสานการใช้เทคโนโลยี และทรัพยากรมนุษย์ ทั้งนี้ เพื่อให้บรรลุผลที่ดี โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของลูกค้าเป็นสำคัญ เพื่อสร้างความพึงพอใจและเป็นธรรมต่อลูกค้า ผู้ถือหุ้น พนักงาน และประเทศไทย

กองทุนรวมของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ที่นำมาศึกษาได้แก่

1. กองทุนเปิดดวงข้าวหุ้ญ (The Ruang Khao Corporate Bond Fund: RKCB)

กองทุนเปิดดวงข้าวหุ้ญ เป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ ประเภทรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ไม่กำหนดอายุโครงการ วันจดทะเบียน 22 พฤศจิกายน พ.ศ. 2542 จำนวนเงินทุนจดทะเบียน 12,500 ล้านบาท มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้หรือเกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ หรือเงินฝาก โดยในสถานการณ์ที่เหมาะสมกองทุนอาจพิจารณาการลงทุนส่วนใหญ่ในตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทเอกชนหรือรัฐวิสาหกิจซึ่งคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากดอกเบี้ย กำไรส่วนเกินทุน หรือรายได้อื่นในระดับสูง เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการอัตราผลตอบแทนปานกลางถึงค่อนข้างสูง และสามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้ระดับปานกลางถึงค่อนข้างสูง ไม่มีนโยบายการจ่ายปันผล



ภาพที่ 4.1 สัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ของกองทุนเปิดดวงข้าวหุ้ญ

ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548

หมายเหตุ: * เงินสดและสินทรัพย์สภาพคล่อง + สินทรัพย์อื่น (อาทิ ลูกหนี้จากการขายหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายรอดัตถบัญญัติ) – หนี้สิน (อาทิ เจ้าหนี้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย)

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

การลงทุนของกองทุนมีนโยบายเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ โดยมีความเสี่ยงในระดับต่ำหรือระดับปานกลาง กองทุนเลือกใช้นโยบายการลงทุนที่ระมัดระวังแต่พยายามสร้างผลตอบแทนในระดับที่ดีโดยได้กระจายการลงทุนไปในตราสารหนี้ประเภทต่างๆ ได้แก่ การลงทุนในตั๋วแลกเงิน หรือหุ้นกู้ภาคเอกชนที่คุณภาพดี ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลช่วงอายุเดียวกัน ดังภาพที่ 4.1 ซึ่งแสดงสัดส่วนการลงทุนของกองทุนเปิดดวงข้าวหุ้นกู้ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548 จะพบว่า กองทุนมีการลงทุนในตราสารหนี้ทั้งรัฐบาลและเอกชน โดยจะลงทุนในหุ้นกู้ซึ่งเป็นตราสารหนี้ภาคเอกชนมากที่สุดในสัดส่วนร้อยละ 55.09 ซึ่งประกอบด้วย หุ้นกู้ที่ซื้อขายในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยร้อยละ 55.03 และหุ้นกู้ที่ไม่ได้ซื้อขายในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยร้อยละ 0.06 รองลงมาจะลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลในสัดส่วนร้อยละ 38.15 ซึ่งประกอบด้วย พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยร้อยละ 15.98 และตั๋วเงินคลังร้อยละ 22.17

ตารางที่ 4.1 ผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดดวงข้าวหุ้นกู้ ณ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2547

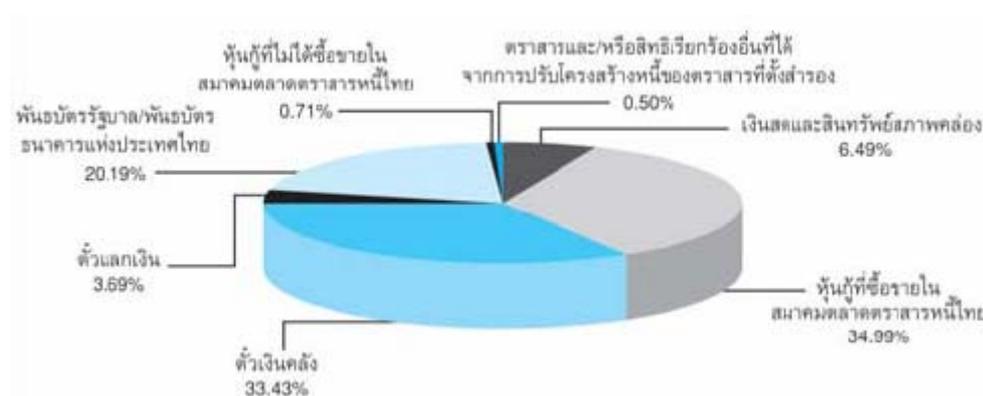
ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2547	ผลการดำเนินงาน ของกองทุน (%)	ดัชนีมาตรฐาน (Benchmark %)	ผลการดำเนินงานเฉลี่ยของ กองทุนที่มีนโยบาย เดียวกันทั้งอุตสาหกรรม
ย้อนหลัง 3 เดือน	0.31	0.87	1.32
ย้อนหลัง 6 เดือน	0.30	4.43	1.54
ย้อนหลัง 1 ปี (2547)	1.32	1.89	1.10
ย้อนหลัง 3 ปี (2545)	5.89	6.27	4.41
นับจากวันที่จดทะเบียนกองทุน	1.32	1.89	1.10

หมายเหตุ: เกณฑ์มาตรฐานในการเปรียบเทียบสำหรับ กองทุนตราสารแห่งหนึ่ง คำนวณจากอัตราถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี TBDC Government Bond (Total Return Index) ของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย
ที่มา: สมาคมจัดการกองทุน (2547)

ในส่วนผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดวงข้าวหุ้ญ่ จากตารางที่ 4.1 แสดงถึงผลการดำเนินงานย้อนหลังของกองทุน จากสิ้นปีพ.ศ. 2547 ย้อนหลังไป 3 เดือน ถึง 3 ปี พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนมีค่าต่ำกว่าดัชนีมาตรฐาน และต่ำกว่าผลการดำเนินงานเฉลี่ยของกองทุนที่มีนโยบายเดียวกันทั้งอุตสาหกรรม เกิดจากดัชนีพันธบัตรรัฐบาลปรับเพิ่มขึ้นมากเนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุยาวมาก มีราคาปรับตัวสูงขึ้นในขณะที่ราคาพันธบัตรระยะสั้นปรับเพิ่มน้อยกว่า ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์คงที่ กองทุนจึงพยายามคงดูเรชั่นไว้ในระดับที่ไม่ยาวมากเพื่อลดความผันผวนของอัตราผลตอบแทน จึงทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนต่ำกว่าดัชนีพันธบัตรรัฐบาลซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของอัตรอ้างอิงของกองทุน

2. กองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ (The Ruang Khao Fixed-income Class: RKFC)

กองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ เป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ ประเภทรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ไม่กำหนดอายุโครงการ วันจดทะเบียน 2 พฤษภาคม พ.ศ. 2538 จำนวนเงินทุนจดทะเบียน 5,000 ล้านบาทมีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้หรือเกี่ยวข้องกับตราสารหนี้หรือเงินฝาก โดยจะมุ่งเน้นผลตอบแทนและความมั่นคงของสถาบันที่ออกตราสารเป็นหลัก เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการอัตราผลตอบแทนที่มั่นคงและสม่ำเสมอภายใต้ความเสี่ยงต่ำ ไม่มีนโยบายการจ่ายปันผล



ภาพที่ 4.2 สัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ของกองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548

หมายเหตุ: * เงินสดและสินทรัพย์สภาพคล่อง + สินทรัพย์อื่น (อาทิ ลูกหนี้จากการขายหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายรอดักบัญชี) – หนี้สิน (อาทิ เจ้าหนี้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย)

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

การลงทุนของกองทุนมีนโยบายเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ โดยมีความเสี่ยงในระดับต่ำหรือระดับปานกลาง กองทุนเลือกใช้นโยบายการลงทุนที่ระมัดระวังแต่พยายามสร้างผลตอบแทนในระดับที่ดีโดยได้กระจายการลงทุนไปในตราสารหนี้ประเภทต่างๆ ได้แก่ การลงทุนในตั๋วแลกเงิน หรือหุ้นกู้ภาคเอกชนที่คุณภาพดี ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลช่วงอายุเดียวกัน ดังภาพที่ 4.2 ซึ่งแสดงสัดส่วนการลงทุนของกองทุนเปิดดวงข้าวตราสารหนี้ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548 จะพบว่า กองทุนมีการลงทุนในตราสารหนี้ทั้งรัฐบาลและเอกชน โดยจะลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลมากที่สุดในส่วนร้อยละ 53.62 ซึ่งประกอบด้วยตั๋วเงินคลังร้อยละ 33.43 และพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยร้อยละ 20.19 รองลงมาจะลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชน โดยลงทุนในหุ้นกู้ที่ซื้อขายในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยร้อยละ 34.99 และหุ้นกู้ที่ไม่ได้ซื้อขายในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยร้อยละ 0.71

ตารางที่ 4.2 ผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดดวงข้าวตราสารหนี้ ณ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2547

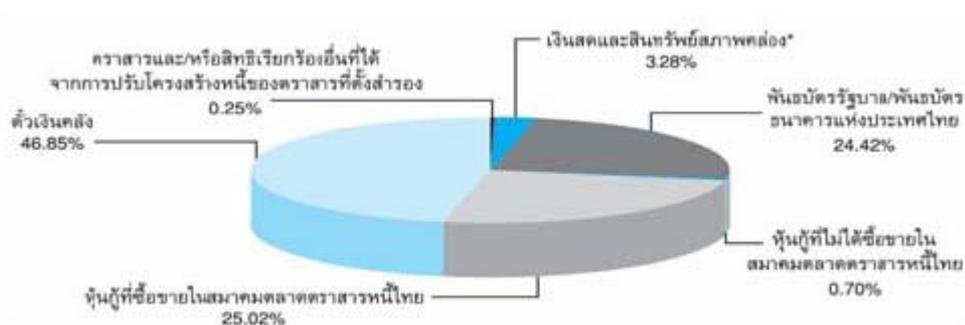
ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2547	ผลการดำเนินงาน ของกองทุน (%)	ดัชนีมาตรฐาน (Benchmark %)	ผลการดำเนินงานเฉลี่ยของ กองทุนที่มีนโยบายเดียวกัน ทั้งอุตสาหกรรม
ย้อนหลัง 3 เดือน	0.27	0.87	1.32
ย้อนหลัง 6 เดือน	0.39	4.43	1.54
ย้อนหลัง 1 ปี (2547)	1.35	1.89	1.10
ย้อนหลัง 3 ปี (2545)	5.99	6.27	4.41
นับจากวันที่จดทะเบียนกองทุน	1.35	1.89	1.10

หมายเหตุ: เกณฑ์มาตรฐานในการเปรียบเทียบสำหรับ กองทุนตราสารหนี้นี้ คำนวณจากอัตราถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี TBDC Government Bond (Total Return Index) ของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย
ที่มา: สมาคมจัดการกองทุน (2547)

ในส่วนผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดรวงข้าวหุ้ญกู่ จากตารางที่ 4.2 แสดงถึงผลการดำเนินงานย้อนหลังของกองทุน จากสิ้นปีพ.ศ. 2547 ย้อนหลังไป 3 เดือน ถึง 3 ปี พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนมีค่าต่ำกว่าดัชนีมาตรฐาน และต่ำกว่าผลการดำเนินงานเฉลี่ยของกองทุนที่มีนโยบายเดียวกันทั้งอุตสาหกรรม เนื่องมาจากเหตุผลในลักษณะเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวงข้าวหุ้ญกู่

3. กองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (The Ruang Khao Fixed-income Distribution Class: RKFDC)

กองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผล เป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ ประเภทรับซื้อคืนหน่วยลงทุน ไม่กำหนดอายุโครงการ วันจดทะเบียน 9 กันยายน พ.ศ. 2539 จำนวนเงินทุนจดทะเบียน 5,000 ล้านบาทมีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้หรือเกี่ยวข้องกับตราสารหนี้หรือเงินฝาก โดยจะมุ่งเน้นผลตอบแทนและและความมั่นคงของสถาบันที่ออกตราสารเป็นหลัก เหมาะสำหรับผู้ที่ต้องการอัตราผลตอบแทนที่มั่นคงและสม่ำเสมอภายใต้ความเสี่ยงต่ำในรูปแบบปันผล นโยบายการจ่ายปันผลไม่เกินปีละ 2 ครั้ง ในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 90



ภาพที่ 4.3 สัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ของกองทุนเปิดรวงข้าว

ตราสารหนี้ปันผล ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548

หมายเหตุ: * เงินสดและสินทรัพย์สภาพคล่อง + สินทรัพย์อื่น (อาทิ ลูกหนี้จากการขายหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายรอดัตถบัญญัติ) – หนี้สิน (อาทิ เจ้าหนี้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย)

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

การลงทุนของกองทุนมีนโยบายเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่ค่อนข้างสม่ำเสมอ โดยมีความเสี่ยงในระดับต่ำหรือระดับปานกลาง กองทุนเลือกใช้นโยบายการลงทุนที่ระมัดระวังแต่พยายามสร้างผลตอบแทนในระดับที่ดีโดยได้กระจายการลงทุนไปในตราสารหนี้ประเภทต่างๆ ได้แก่ การลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชน โดยเลือกลงทุนในหุ้นกู้ที่มีคุณภาพดีและสภาพคล่องสูงซึ่งยังมีระดับอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสม และการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือไม่สูงมากเพื่อลดความผันผวนของราคา ตลอดจนลงทุนในตั๋วเงินคลัง พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยและเงินฝากธนาคารเพื่อเสริมสภาพคล่องให้แก่กองทุน ดังภาพที่ 4.3 ซึ่งแสดงสัดส่วนการลงทุนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548 จะพบว่ากองทุนมีการลงทุนในตราสารหนี้ทั้งรัฐบาลและเอกชน โดยจะลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลมากที่สุดในสัดส่วนร้อยละ 71.27 ซึ่งประกอบด้วย ตั๋วเงินคลังร้อยละ 46.85 และพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยร้อยละ 24.42 รองลงมาจะลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชนร้อยละ 25.72 โดยลงทุนในหุ้นกู้ที่ซื้อขายในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยร้อยละ 25.02 และหุ้นกู้ที่ไม่ได้ซื้อขายในสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยร้อยละ 0.70 ซึ่งจะเห็นได้ว่ากองทุนมีสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลระยะสั้นมากที่สุดและมากกว่า 2 กองทุนก่อนหน้านี้

ตารางที่ 4.3 ผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปีผล ณ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2547

ณ วันที่ 30 ธันวาคม 2547	ผลการดำเนินงาน ของกองทุน (%)	ดัชนีมาตรฐาน (Benchmark %)	ผลการดำเนินงานเฉลี่ย ของกองทุนที่มีนโยบาย เดียวกันทั้งอุตสาหกรรม
ย้อนหลัง 3 เดือน	0.21	0.87	1.32
ย้อนหลัง 6 เดือน	0.20	4.43	1.54
ย้อนหลัง 1 ปี (2547)	0.80	1.89	1.10
ย้อนหลัง 3 ปี (2545)	5.55	6.27	4.41
นับจากวันที่จดทะเบียนกองทุน	0.80	1.89	1.10

หมายเหตุ: เกณฑ์มาตรฐานในการเปรียบเทียบสำหรับ กองทุนตราสารแห่งหนี้ จำนวนจากอัตราถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี TBDC Government Bond (Total Return Index) ของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย
ที่มา: สมาคมจัดการกองทุน (2547)

ในส่วนผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปีนั้นผล จากตารางที่ 4.3 แสดง ถึงผลการดำเนินงานย้อนหลังของกองทุน จากสิ้นปีพ.ศ. 2547 ย้อนหลังไป 3 เดือน ถึง 3 ปี พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนมีค่าต่ำกว่าดัชนีมาตรฐาน และต่ำกว่าผลการดำเนินงานเฉลี่ยของ กองทุนที่มีนโยบายเดียวกันทั้งอุตสาหกรรม เนื่องมาจากอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ได้ ปรับตัวขึ้นลง โดยมีความผันผวนค่อนข้างมาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน มีการแกว่งตัวถึงแม้ว่ากองทุนได้เลือกใช้นโยบายการลงทุนที่ระมัดระวังแล้วก็ตาม

จากการเปรียบเทียบจากผลการดำเนินงานของกองทุนทั้ง 3 กองทุน นั้นพบว่ากองทุนเปิด รวงข้าวตราสารหนี้ปีนั้นผลมีผลการดำเนินงานที่ต่ำที่สุด ซึ่งผลการดำเนินงานที่ต่ำนั้นเกิดจากการที่ ราคาตราสารหนี้ที่กองทุนลงทุนปรับลดค่อนข้างมาก และการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศ จะปรับขึ้นอย่างรวดเร็วตามการปรับเพิ่มของดอกเบี้ยระยะสั้นของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed Fund Rate) ทั้งนี้กองทุนได้ทยอยปรับลดอายุของตราสารหนี้ที่ลงทุนเพื่อลดผลกระทบจากการที่อัตรา ดอกเบี้ยยังมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นในอนาคต

บทที่ 5

ผลการวิจัย

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ระหว่างปี พ.ศ. 2545-2548 ในการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ (R_{it}) ซึ่งประกอบด้วย 3 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดดวงข้าวหุ้่นกู่ (RL) กองทุนเปิดดวงข้าวตราสารหนี้ (RM) และกองทุนเปิดดวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) จะทดสอบทั้งหมด 3 สมการ ใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS) ในรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยก่อนที่จะนำตัวแปรมาไว้ในแบบจำลองจะทำการทดสอบคุณสมบัติ Stationary ของข้อมูล เพื่อทดสอบว่าตัวแปรอนุกรมเวลา มีความสัมพันธ์กันเองในแต่ละช่วงเวลาหรือไม่ โดยทำการทดสอบ Unit Root ตามวิธีของ Augmented Dickey-Fuller (ADF) (1979) ซึ่งมีแบบจำลองหลักดังนี้

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 MLR_t + \beta_2 PCI_t + \beta_3 MS_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 GBI_t + \beta_6 SET_t + \beta_7 MM_t + \varepsilon_t \quad (5.1)$$

โดยที่

R_{it}	= อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้	(หน่วย: ร้อยละ)
β_0	= ค่าคงที่	
β_1, \dots, β_7	= ค่าสัมประสิทธิ์	
MLR_t	= อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์	(หน่วย: ร้อยละต่อปี)
PCI_t	= ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน	(ปีฐาน พ.ศ. 2543)
MS_t	= ปริมาณเงิน M2a	(หน่วย: ล้านบาท)
CPI_t	= ดัชนีราคาผู้บริโภค	(ปีฐาน พ.ศ. 2545)
GBI_t	= ดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย	(ปีฐาน พ.ศ. 2542)
SET_t	= ดัชนีตลาดหลักทรัพย์	(ปีฐาน พ.ศ. 2518)
MM_t	= มูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดกองทุนรวม	(หน่วย: ล้านบาท)
ε_t	= ค่าความคลาดเคลื่อน	

การทดสอบข้อมูลทางสถิติเบื้องต้น

จากการวิเคราะห์สถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ช่วงเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548 มีจำนวนตัวอย่าง ทั้งหมด 48 ตัวอย่าง ตามตารางที่ 5.1 ซึ่งเป็นการสรุปค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรระดับ (Level) ค่าสถิติที่แสดงการกระจายของข้อมูลโดยพิจารณาจากค่าสถิติต่างๆ ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) จากตารางที่ 5.1 พบว่าข้อมูลมีการกระจายค่อนข้างมาก อาทิ ปริมาณเงิน (MS) ซึ่งมีค่าสูงสุด เท่ากับ 6,510,017.40 ล้านบาท มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 5,411,047.90 ล้านบาท และมีความผันผวนหรือมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 344,849.56 ล้านบาท สำหรับค่าสถิติที่แสดงการแจกแจงข้อมูล ได้แก่ ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) ถ้าหากข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ (Normal Distribution) หรือข้อมูลมีความสมมาตร ค่าความเบ้จะเป็นศูนย์และค่าความโด่งจะเท่ากับ 3 ข้อมูลบางตัวมีค่าความเบ้เป็นบวกแสดงว่าเบ้ซ้าย ส่วนข้อมูลที่มีค่าความเบ้เป็นลบแสดงว่าเบ้ขวา และจากการคำนวณพบว่าไม่มีตัวแปรใดในแบบจำลองที่มีลักษณะการแจกแจงแบบปกติ ซึ่งสอดคล้องกับค่า Jarque-Bera ซึ่งเป็นการทดสอบการกระจายแบบปกติ ก็แสดงให้เห็นว่าข้อมูลตัวแปรไม่เป็นการแจกแจงแบบปกติ

ตารางที่ 5.2 เป็นการสรุปค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลง (Percentage Change Form) จากตารางที่ 5.2 พบว่าตัวแปรที่มีความผันผวนหรือมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมากที่สุดคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (YSET) โดยมีค่าสูงสุด เท่ากับ 19.52 มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -9.63 ค่าสถิติที่แสดงการแจกแจงข้อมูล ได้แก่ ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) พบว่าค่าความเบ้และค่าความโด่งของตัวแปรอิสระทุกตัว ไม่เท่ากับ 0 และ 3 ตามลำดับแสดงว่าไม่มีตัวแปรใดในแบบจำลองที่มีลักษณะการแจกแจงแบบปกติ ซึ่งสอดคล้องกับค่า Jarque-Bera ในการพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างตัวแปรระดับและตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงพบว่าตัวแปรระดับจะมีความผันผวนหรือมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่าตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลง การวัดค่าความเบ้ไม่มีความแตกต่างกันมากนักระหว่างตัวแปรระดับและตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลง ซึ่งจากการทดสอบเบื้องต้นพบว่าตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงมีความเหมาะสมสำหรับการศึกษาด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS) มากกว่าตัวแปรระดับ เนื่องจากมีความผันผวนน้อยกว่า

ตารางที่ 5.1 การวิเคราะห์สถิติเบื้องต้น (Primary Statistics) ของตัวแปรระดับ

	MLR	PCI ¹	MS ²	CPI ¹	GBI ¹	SET ¹	MM ²
Maximum	7.25	120.45	6,510,017.40	112.30	156.70	772.15	963,806.30
Mean	6.18	114.23	5,911,659.30	103.91	145.64	552.96	609,505.20
Minimum	5.63	104.27	5,411,047.90	99.10	130.43	331.79	400,608.50
Std. Dev.	0.62	4.61	344,849.56	3.81	6.41	147.68	152,418.90
Skewness	0.46	-0.69	0.18	0.80	-0.75	-0.32	0.30
Kurtosis	1.54	2.36	1.55	2.59	3.00	1.38	2.15
Jarque-Bera	5.97**	4.66*	4.50	5.43*	4.45	6.07**	2.18

หมายเหตุ: ¹ PCI, CPI, GBI และ SET เป็นข้อมูลประเภทดัชนี

² MS และ MM มีหน่วยเป็นล้านบาท

*, ** และ*** แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90, 95 และ 99

ที่มา: จากการคำนวณ

สำหรับการพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างตัวแปรตามจากค่าสถิติเบื้องต้นของทั้ง 3 กองทุน จากตารางที่ 5.2 แสดงได้ดังนี้ อัตราผลตอบแทนทั้ง 3 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดรวมข่าวหุ้นกู้ (RL) กองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ (RM) และกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ค่าสถิติที่แสดงความผันผวนของข้อมูล ได้แก่ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) พบว่ามีค่าเท่ากับ 0.46, 0.47 และ 0.87 ตามลำดับ ค่าสถิติที่แสดงการแจกแจงข้อมูล ได้แก่ ค่าความเบ้ (Skewness) เท่ากับ -1.34, -0.75 และ -3.60 ตามลำดับ ซึ่งจะเห็นว่าข้อมูลเบ้ไปทางขวาแสดงถึงอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมค่อนข้างน้อย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนในบทที่ 4 ที่กล่าวว่าผลการดำเนินงานของกองทุนทั้ง 3 กองทุน มีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าดัชนีมาตรฐานและต่ำกว่าผลการดำเนินงานเฉลี่ยของกองทุนที่มีนโยบายเดียวกันทั้งอุตสาหกรรม ส่วนค่าความโด่ง (Kurtosis) ของการแจกแจงของข้อมูลพบว่าค่าความโด่งของทั้ง 3 กองทุน มีค่าเท่ากับ 6.08, 4.48 และ 18.87 ตามลำดับ ข้อมูลมีการแจกแจงที่มีค่าความโด่งมากกว่า 3 ทั้ง 3 กองทุนแสดงถึงความไวต่อการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ กองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปันผล (RS) เป็นกองทุนที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) สูงที่สุด แสดงว่าอัตราผลตอบแทนมีความผันผวนมากที่สุด ค่าความเบ้ติดลบมากที่สุดแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมต่ำกว่ากองทุนอื่น และ

ความโด่งของกองทุนนี้มีค่ามากที่สุดแสดงว่าราคามูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีการเปลี่ยนแปลงเร็ว โดยเปรียบเทียบทำให้นักลงทุนมีการซื้อเข้าและขายออกกองทุนนี้อย่างรวดเร็ว สาเหตุที่อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปันผล (RS) เป็นเช่นนี้อาจเป็นผลมาจากขนาดของกองทุนซึ่งมีขนาดเล็กที่สุดและมีการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นมากที่สุดโดยเปรียบเทียบ ดังกล่าวมาแล้วข้างต้นในบทที่ 4

ตารางที่ 5.2 การวิเคราะห์สถิติเบื้องต้น (Primary Statistics) ของตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลง

	RL	RM	RS	MLR ³	YPCI	YMS	INF ⁴	YGBI	YSET	YMM
Maximum	0.90	1.26	0.93	0.38	2.85	2.43	1.56	3.28	19.52	28.76
Mean	0.17	0.19	0.02	-0.02	0.32	0.34	0.25	0.22	1.98	1.98
Minimum	-1.52	-1.25	-4.65	-0.50	-2.86	-4.14	-0.71	-5.16	-9.63	-5.72
Std. Dev.	0.46	0.47	0.87	0.16	1.28	1.03	0.40	1.70	6.18	4.64
Skewness	-1.34	-0.75	-3.60	-1.40	-0.26	-1.68	0.41	-0.85	0.41	3.98
Kurtosis	6.08	4.48	18.87	7.12	3.03	9.06	4.35	3.76	3.24	24.46
Jarque-Bera	33.24 ***	8.96 ***	607.53 ***	49.59 ***	0.56	95.96 ***	5.01 *	6.98 **	1.47	1,048.05 ***
Q - Stat (4)	10.23 **	9.96 **	3.81	-	-	-	-	-	-	-
Q - Stat (8)	15.40 **	15.35	4.16	-	-	-	-	-	-	-
Q - Stat (12)	16.47	17.78	13.38	-	-	-	-	-	-	-

หมายเหตุ: ³ MLR เป็นส่วนเปลี่ยนแปลงของระดับข้อมูล = $(MLR_t - MLR_{t-1})$

$$^4 \text{ INF หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของ CPI} = \frac{(CPI_t - CPI_{t-1})}{CPI_{t-1}}$$

*, ** และ*** แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90, 95 และ 99

ที่มา: จากการคำนวณ

นอกจากนี้ค่า Q-stat ดังแสดงในตารางที่ 5.2 ซึ่งเป็นค่าที่ใช้แสดงการทดสอบสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) พบว่าค่า Q-stat ของ อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวหุ้นกู้ (RL) และอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ (RM) โดยพิจารณาค่า Q-stat ใน Lag ที่ 4, 8 และ 12 พบว่ามีค่าน้อยกว่าที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก กล่าวคือเกิดปัญหา Serial Correlation หรือตัวคลาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์ ส่วนการทดสอบสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปันผล (RS) โดยพิจารณาค่า Q-stat ใน Lag ที่ 4, 8 และ 12 พบว่าไม่เกิดปัญหา Serial Correlation

ตารางที่ 5.3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients) ของตัวแปรระดับ

	RL	RM	RS	MLR	PCI ¹	MS ²	CPI ¹	GBI ¹	SET ¹	MM ²
RL	1.00	0.97	0.49	0.45	-0.28	-0.28	-0.28	-0.09	-0.40	-0.25
RM	-	1.00	0.51	0.43	-0.26	-0.30	-0.29	-0.02	-0.41	-0.26
RS	-	-	1.00	0.16	-0.08	-0.01	-0.06	-0.02	-0.08	0.00
MLR	-	-	-	1.00	-0.79	-0.62	-0.47	-0.61	-0.83	-0.62
PCI ¹	-	-	-	-	1.00	0.88	0.82	0.59	0.88	0.89
MS ²	-	-	-	-	-	1.00	0.94	0.33	0.88	0.95
CPI ¹	-	-	-	-	-	-	1.00	0.36	0.76	0.95
GBI ¹	-	-	-	-	-	-	-	1.00	0.35	0.44
SET ¹	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00	0.89
MM ²	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00

หมายเหตุ: ¹ PCI, CPI, GBI และ SET เป็นข้อมูลประเภทดัชนี

² MS และ MM มีหน่วยเป็นล้านบาท

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 5.3 แสดงการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients) ของตัวแปรระดับที่ใช้ในการศึกษาพบว่า ค่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กันสูงซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) อาทิ ระหว่างตัวแปรปริมาณเงินในความหมายกว้าง (MS) และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม (MM) และระหว่างดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม (MM) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ถึง 0.95 แต่ถ้าพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงในตารางที่ 5.4 แล้วจะพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินในความหมายกว้าง (YMS) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม (YMM) มีค่าลดลงเป็น -0.17 และค่าสัมประสิทธิ์

สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อ (YINF) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดกองทุนรวม (YMM) มีค่าลดลงเป็น -0.10

ตารางที่ 5.4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficients) ของตัวแปร
อัตราการเปลี่ยนแปลง

	RL	RM	RS	MLR ³	YPCI	YMS	INF ⁴	YGBI	YSET	YMM
RL	1.00	0.97	0.49	-0.22	0.17	-0.22	-0.13	0.74	-0.01	0.27
RM	-	1.00	0.51	-0.20	0.17	-0.17	-0.19	0.80	-0.02	0.28
RS	-	-	1.00	0.16	0.01	-0.12	-0.15	0.39	-0.17	0.12
MLR ³	-	-	-	1.00	-0.22	0.13	0.31	-0.14	-0.34	-0.03
YPCI	-	-	-	-	1.00	-0.01	-0.13	0.19	0.12	0.27
YMS	-	-	-	-	-	1.00	-0.03	-0.13	0.03	-0.17
INF ⁴	-	-	-	-	-	-	1.00	-0.22	-0.12	-0.10
YGBI	-	-	-	-	-	-	-	1.00	-0.09	0.11
YSET	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00	0.58
YMM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00

หมายเหตุ: ³ MLR เป็นส่วนเปลี่ยนแปลงของระดับข้อมูล = $(MLR_t - MLR_{t-1})$

$$^4 \text{ INF หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของ CPI} = \frac{(CPI_t - CPI_{t-1})}{CPI_{t-1}}$$

ที่มา: จากการคำนวณ

ทั้งนี้ตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่นำมาศึกษาทั้ง 3 กองทุน ซึ่งประกอบด้วย กองทุนเปิดวงข้าวหุ้่นกู่ (RL) กองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ (RM) และกองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ได้แก่ ตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.74 , 0.80 และ 0.39 ตามลำดับ สะท้อนให้เห็นว่าตัวแปรดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 กองทุนได้ ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนทั้ง 3 กองทุน แสดงดังนี้ อัตรา

ผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวงข้าวหุ่นกู่ (RL) และกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ (RM) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูง ส่วนอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) กับกองทุนเปิดรวงข้าวหุ่นกู่ (RL) และอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) กับกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ (RM) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อย ซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) มีความสัมพันธ์กับกองทุนอื่นค่อนข้างน้อย ซึ่งแสดงผลไม่ต่างจากตารางที่ 5.2 ที่แสดงค่าสถิติเบื้องต้น ที่บ่งบอกคุณลักษณะของกองทุนเปิดรวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ว่ามีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมากที่สุด มีค่าความเบ้ และค่าความโด่งมากเมื่อเปรียบเทียบกับอีก 2 กองทุน

การทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล

การทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationary) นำมาใช้เพื่อขจัดปัญหาเกี่ยวกับข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) ที่นำมาศึกษา เนื่องจากการวิเคราะห์ ข้อมูลอนุกรมเวลาทางเศรษฐศาสตร์อาจไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างแท้จริง ถ้าหากนำตัวแปรที่ไม่ได้มีทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูลก่อน โดยการทดสอบใช้ Unit Root Test ของ Augmented Dickey-Fuller (ADF) กับตัวแปรต่างๆในแบบจำลอง โดยทำการทดสอบที่ละตัวแปร แสดงดังตารางที่ 5.5 จากการทดสอบพบว่าค่า ADF Stat ของตัวแปรอิสระที่เป็นตัวแปรระดับทุกตัว ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าตัวแปรแต่ละตัวมีลักษณะ Non-Stationary แสดงว่าตัวแปรระดับทุกตัวมีลักษณะเป็น Non-Stationary ซึ่งหากนำตัวแปรไปประมาณค่าสัมประสิทธิ์จะเกิดปัญหาการไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างแท้จริง หรือ Spurious Regression จึงทำการปรับปรุงข้อมูลให้อยู่ในรูปตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลง แล้วจึงทำการทดสอบ Unit Root พบว่าตัวแปรอิสระ มีคุณสมบัติ Stationary ทุกตัว ซึ่งหากนำตัวแปรไปทำการประมาณค่าโดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square) จะไม่ก่อให้เกิดปัญหาการไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างแท้จริง หรือ Spurious Regression

ตารางที่ 5.5 การทดสอบ Unit Root ของ Augmented Dickey-Fuller (ADF)

Variable	ADF Stat	
	Level	Percentage Change Form
RL	-4.36 ^{***}	-4.36 ^{***}
RM	4.50 ^{***}	4.50 ^{***}
RS	-7.08 ^{***}	-7.08 ^{***}
MLR	0.73	-6.00 ^{***}
PCI	-2.13	-9.95 ^{***}
MS	-2.67	-9.17 ^{***}
CPI ¹	2.63	-4.56 ^{***}
GBI	-2.43	-4.76 ^{***}
SET	-1.57	-3.36 ^{**}
MM	-1.98	-7.79 ^{***}

หมายเหตุ: ** และ*** แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ 99

¹ สำหรับการอธิบายในตัวแปรระดับใช้ CPI ตัวแปรระดับการเปลี่ยนแปลงใช้ INF
ที่มา: จากการคำนวณ

การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลองโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด

เมื่อตัวแปรในแบบจำลองผ่านการทดสอบคุณสมบัติความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationary) แล้ว จึงทำการคาดประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ในแบบจำลองโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS)

แบบจำลองที่ 1 อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวหุ้นกู้ (RL)

การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา แสดงดังสมการ OLS 1 คือสมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดาที่มีตัวแปรอิสระทุกตัว อันได้แก่ ระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) อัตราการ

เปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (YPCD) อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (YMS) อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) อัตราเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (YSET) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) และสมการ OLS2 คือ สมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดาที่มีเฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้น ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM)

เมื่อนำตัวแปรในแบบจำลองมาประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา ตามตารางที่ 5.6 พบว่า สมการ OLS 2 เป็นสมการที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้ดีที่สุด เนื่องจาก OLS 2 มีค่า t-stat ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นมากกว่าร้อยละ 90 มีค่า Adjusted R-squared และค่า S.E. of Regression ที่ไม่เปลี่ยนแปลง มีค่า Log Likelihood ที่ติดลบมากขึ้น จาก -7.23 เป็น -10.02 และค่า Akaike info criterion ที่ต่ำลงจาก 0.63 เป็น 0.54 อย่างไรก็ตามพบว่าค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.46 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า d จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบว่าค่า Durbin-Watson จากการคำนวณตกอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถสรุปได้ว่าสมการเกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน ประกอบกับ ค่า Q-stat จากตารางที่ 5.2 แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดตรงข้ามหุ้นกู้ (RL) เกิดปัญหา Serial Correlation หรือตัวคลาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์

ดังนั้นจึงได้ทำการปรับปรุงแบบจำลองใหม่โดยใช้รูปแบบสมการ Autoregressive (AR Model) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่มีตัวแปรความล่า (Lag) ของตัวแปรตามอยู่ในสมการเพื่อทำการแก้ปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อนและจากการประมาณค่าโดยสมการ Autoregressive จากตารางที่ 5.6 ดังสมการ AR 1 คือสมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดที่มีตัวแปรอิสระทุกตัว และมีตัวแปรความล่า (Lag) ของตัวแปรตามอยู่ในสมการ และสมการ AR 2 ซึ่งคือ สมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดที่มีเฉพาะตัวแปรอิสระที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญ และมีตัวแปรความล่า (Lag) ของตัวแปรตามอยู่ในสมการ เมื่อนำตัวแปรมาในแบบจำลองมาประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด สมการที่ ดังตารางที่ 5.6 พบว่า สมการ AR 2 เป็นสมการที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้ดีที่สุด เนื่องจาก AR 2 มีค่า t-stat ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ

ความเชื่อมั่นมากกว่าร้อยละ 95 มีค่า Adjusted R-squared ที่เพิ่มขึ้นจาก 0.58 เป็น 0.61 และค่า S.E. of Regression ที่ลดลง มีค่า Log Likelihood ที่ติดลบมากขึ้น จาก -4.31 เป็น -5.93 และค่า Akaike info criterion ที่ต่ำลงจาก 0.62 เป็น 0.42 โดยตัวแปรใหม่ไม่ทำให้ตัวแปรเดิมลดความสำคัญลงไป กล่าวคือ ตัวแปรเดิมยังใน OLS 2 คงมีนัยสำคัญทางสถิติ และเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม สำหรับค่า Durbin-Watson เท่ากับ 2.04 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า d จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบว่าค่า Durbin-Watson จากการคำนวณตกอยู่ในช่วงที่สรุปได้ว่าสมการไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน

ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าสมการ AR 2 หรือ AR (1) เป็นสมการที่เหมาะสมกว่าสมการอื่นๆที่กล่าวข้างต้น โดยแสดงในรูปสมการที่ 5.2 ดังนี้

$$RL_t = 0.07 + 0.16YGBI_t + 0.02YMM_t + 0.32RL_{t-1} + \epsilon_t \quad (5.2)$$

(1.03) (6.21)*** (2.61)** (2.11)**

ตารางที่ 5.6 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวหุ้นกู้ (RL)

ตัวแปร	วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์		AR Model	
	OLS1	OLS2	AR1	AR2
C	0.07	0.09 **	0.03	0.07
MLR	-0.64 *	-	-0.29	-
YPCI	-0.02	-	-0.02	-
YMS	-0.02	-	0.01	-
INF	0.11	-	0.09	-
YGBI	0.18 ***	0.19 ***	0.17 ***	0.16 ***
YSET	0.01	-	-0.01 *	-
YMM	0.03 **	0.02 *	0.04 ***	0.02 **
AR(1)	-	-	0.16	0.32 **
AR(2)	-	-	0.11	-
R-squared	0.63	0.58	0.66	0.63
Adjusted R-squared	0.56	0.56	0.58	0.61
S.E. of regression	0.31	0.31	0.30	0.28
Log likelihood	-7.23	-10.02	-4.31	-5.93
Akaike info criterion	0.63	0.54	0.62	0.42
Durbin-Watson stat	1.70	1.46	2.02	2.04
F-statistic	9.53 ***	30.91 ***	7.81 ***	24.49 ***

หมายเหตุ: *, ** และ *** แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90, 95 และ 99
ที่มา: จากการคำนวณ

จากสมการที่ 5.2 สามารถอธิบายผลการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL) ได้ดังนี้

1. อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL) ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง โดยเมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่แล้วอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.16 เนื่องจากเมื่อดัชนีพันธบัตรรัฐบาลมีค่าสูงขึ้นเป็นการสะท้อนให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลเพิ่มขึ้นด้วยและเมื่อพิจารณารายละเอียดการลงทุนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกัแล้วพบว่ามีส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลประมาณร้อยละ 40 ซึ่งถือว่ามีสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลค่อนข้างสูง เพราะฉะนั้นอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL) จึงเพิ่มขึ้น

2. อัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL) ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง โดยเมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่แล้วอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.02 เนื่องจากเมื่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวมมีค่าสูงขึ้น สะท้อนให้เห็นถึงภาพรวมของตลาดกองทุนรวม ตามทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ กล่าวว่ถ้าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการถือหลักทรัพย์สิน โดยเปรียบเทียบเพิ่มขึ้นแล้ว จะส่งผลให้ความต้องการถือหลักทรัพย์สินนั้นเพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้นจึงแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการคาดการณ์จากอัตราผลตอบแทนของตลาดกองทุนรวมโดยรวมแล้วว่ามีแนวโน้มสูงขึ้น จึงเข้ามาลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้มากขึ้น เพราะฉะนั้นเมื่อตลาดกองทุนรวมโดยรวมมีมูลค่ามากขึ้นอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกัจึงเพิ่มขึ้น

3. อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกัย้อนหลังไป 1 เดือน (RL_{t-1}) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL) ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยเมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่แล้วอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกัย้อนหลังไป 1 เดือน เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวม

ข่าวหุ้นกู้ (RL) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.32 อันเป็นผลจากอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมข่าวหุ้นกู่ ย้อนหลังไปหนึ่งเดือนจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนในปัจจุบัน หมายถึงอัตราผลตอบแทนที่สูงจะทำให้ นักลงทุนสนใจที่จะเข้าไปซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มขึ้น เมื่อนักลงทุนต้องการเข้ามาลงทุนในกองทุน ตราสารหนี้ก็จะเกิดการคาดหวังว่าจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูง จะส่งผลให้ความต้องการถือ ทรัพย์สินนั้นเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งจะทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้สูงขึ้นไปด้วย

4. สำหรับตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ มี 5 ตัว ได้แก่ ส่วนเปลี่ยนแปลงของอัตรา ดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน อัตรา การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน M2a อัตราเงินเฟ้อทั่วไป อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอธิบายได้ดังนี้

ส่วนเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) สะท้อนให้เห็นถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายใน ขณะนั้นแต่จากการศึกษาพบว่าอัตราดอกเบี้ยในช่วงเวลาที่ทำการวิจัย แม้ว่าโดยรวมจะมีความ เคลื่อนไหวแบบผันผวนแต่เมื่อพิจารณาถึงช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ต่ำนั้นเป็นระยะเวลานาน ตั้งแต่กลางปี พ.ศ. 2546 ถึงต้นปี พ.ศ. 2548 ซึ่งครอบคลุมเวลามากกว่าครึ่งหนึ่งของการศึกษา เนื่องจากรัฐบาลต้องการที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจจากนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำโดยใช้นโยบายการเงิน ของธนาคารกลาง ดังนั้นอัตราดอกเบี้ย MLR จึงไม่ส่งผลต่อการลงทุนเข้ามาลงทุนในกองทุนรวม ตราสารหนี้ ประกอบกับขณะนั้นกองทุนรวมตราสารหนี้ยังไม่เป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายนักลงทุน ขาดองค์ความรู้และข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ และการ ประชาสัมพันธ์ของรัฐบาลยังคงมีอยู่ในกรอบจำกัด นอกจากนั้นภาวะเศรษฐกิจยังอยู่ในช่วงชะลอ ตัว ทำให้ผู้ลงทุนเกิดความไม่มั่นใจในภาวะเศรษฐกิจซึ่งอาจจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงอีก เป็นต้น ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ส่วนเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ เป็นปัจจัยที่ไม่มี อิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวหุ้นกู่ (RL)

อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCI) ไม่มีนัยสำคัญทาง สถิติเนื่องจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนสะท้อนให้เห็นถึง ความสามารถในการจับจ่ายใช้สอย ถึงแม้แนวโน้มของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะ เพิ่มขึ้นซึ่งแสดงถึงความมั่งคั่งที่มากขึ้น แต่ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ตามทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ ที่กล่าวว่าผู้บริโภคเมื่อมีรายได้เพิ่มมากขึ้นต้องการที่จะถือ ทรัพย์สินเพิ่มขึ้นตาม อย่างไรก็ตามจากการขาดซึ่งความรู้เรื่องการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

ของนักลงทุนก็อาจจะเป็นสาเหตุให้เกิดความกลัวในการถือสินทรัพย์ประเภทหน่วยลงทุนนี้ จึงทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเป็นปัจจัยที่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL)

อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (MS) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน ในช่วงที่ทำการศึกษามีปริมาณเงินในระบบมีมูลค่าสูงขึ้น ในระบบเศรษฐกิจมีสภาพคล่องอยู่มาก ขณะที่เศรษฐกิจชะลอตัว ประชาชนจึงไม่มีความรู้เรื่องการลงทุนในกองทุนรวม ตราสารหนี้ ไม่มีความมั่นใจในการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้จึงทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินเป็นปัจจัยที่ไม่สามารถอธิบายถึงอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL)

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจาก อัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่สูงขึ้นทำให้อำนาจซื้อที่แท้จริงลดลง ส่งผลให้นักลงทุนเรียกร้องอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นตามเพื่อชดเชยอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น แต่เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากภาวะราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น สะท้อนความไม่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจนักลงทุนจึงขาดความมั่นใจในการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ ประกอบกับนักลงทุนไม่มีความรู้และไม่มีการประชาสัมพันธ์ในการลงทุนผ่านกองทุนรวมยังไม่มีการส่งเสริมจากรัฐ และระบบเศรษฐกิจที่ยังเติบโตแบบชะลอตัว เป็นต้น จึงทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเป็นปัจจัยที่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL)

อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (YSET) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจาก อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงแม้จะเป็นเครื่องชี้ที่แสดงให้เห็นการตัดสินใจของนักลงทุนที่จะเข้ามาลงทุนในตราสารทุนเมื่อคำนึงถึงผลตอบแทนของการลงทุนในตราสารทุน แต่ไม่ได้สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนจะย้ายการลงทุนมาที่กองทุนรวมตราสารหนี้ อาจเป็นเพราะนักลงทุนยังไม่ได้รับข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้มากนัก ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ด้วยเหตุนี้ทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นปัจจัยที่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวहु้่นกั (RL)

แบบจำลองที่ 2 อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ (RM)

การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา ซึ่งแสดงดังสมการ OLS1 คือ สมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดาที่มีตัวแปรอิสระทุกตัว อันได้แก่ ระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (YPCI) อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (YMS) อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) อัตราเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (YSET) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) และสมการ OLS2 คือ สมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดาที่มีเฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้น ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM)

เมื่อนำตัวแปรในแบบจำลองมาประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา ตามตารางที่ 5.7 พบว่า สมการ OLS 2 เป็นสมการที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้ดีที่สุด เนื่องจาก OLS 2 มีค่า t-stat ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นมากกว่าร้อยละ 95 มีค่า Adjusted R-squared ที่เพิ่มขึ้น และค่า S.E. of Regression ลดลงเพียงเล็กน้อย มีค่า Log Likelihood ที่ลดลงมากขึ้น จาก -1.78 เป็น -4.05 และค่า Akaike info criterion ที่ต่ำลงจาก 0.41 เป็น 0.29 และนอกจากนั้นยังพบว่าค่า Durbin-Watson ของ OLS 1 มีค่าเท่ากับ 1.89 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า d จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบว่าค่า Durbin-Watson จากการคำนวณตกอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถสรุปได้ว่าสมการเกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน อย่างไรก็ตามค่า Q-statistic จากตารางที่ 5.2 ได้แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ (RM) เกิดปัญหา Serial Correlation หรือตัวคลาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์ แต่ค่า Durbin-Watson ของ สมการ OLS 2 มีค่าเท่ากับ 1.66 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า d จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบว่าค่า Durbin-Watson จากการคำนวณตกอยู่ในช่วงที่สรุปได้ว่าสมการไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าสมการ OLS 2 เป็นสมการที่เหมาะสมที่จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม โดยแสดงในรูปสมการที่ 5.3 ดังนี้

$$RM_t = 0.10 + 0.22YGBI_t + 0.02YMM_t + \varepsilon_t \quad (5.3)$$

(2.54)** (9.25)*** (2.33)**

ตารางที่ 5.7 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าว
ตราสารหนี้ (RM)

ตัวแปร	วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์	
	OLS1	OLS2
C	0.09*	0.11**
MLR	-0.53*	-
YPCI	-0.3	-
YMS	0.01	-
INF	0.04	-
YGBI	0.21***	0.22***
YSET	-0.01	-
YMM	0.03**	0.02**
R-squared	0.71	0.68
Adjusted R-squared	0.66	0.67
S.E. of regression	0.28	0.27
Log likelihood	-1.78	-4.05
Akaike info criterion	0.41	0.29
Durbin-Watson stat	1.89	1.66
F-statistic	14.04***	48.28***

หมายเหตุ: *, ** และ *** แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90, 95 และ 99
ที่มา: จากการคำนวณ

จากสมการที่ 5.3 สามารถอธิบายผลการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) ซึ่งใกล้เคียงกับผลการวิเคราะห์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราหนี้กู้ ได้ดังนี้

1. อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง โดยเมื่อกำหนด ให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่แล้วอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้ อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.22

2. อัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง โดยเมื่อกำหนด ให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่แล้วอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้ อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.02

3. สำหรับตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ มี 5 ตัว ได้แก่ ส่วนเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCI) อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (MS) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (YSET)

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) พบว่าอัตราผลตอบแทนมีลักษณะการตอบสนองคล้ายกับปัจจัยที่มีผลกระทบกับกองทุนเปิดรวมข้าวหนี้กู้ (RL) ยกเว้นอัตราผลตอบแทนของกองทุนเองย้อนหลังไป 1 เดือน ซึ่งสอดคล้องกับค่าสถิติเบี่ยงต้นและค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ดังแสดงแล้วข้างต้นว่ากองทุนเปิดรวมข้าวหนี้กู้ (RL) และกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กันสูง เพราะฉะนั้นการอธิบายปัจจัยที่มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้จึงเป็นไปในลักษณะเดียวกับกองทุนเปิดรวมข้าวหนี้กู้ ดังกล่าวมาแล้วข้างต้น

แบบจำลองที่ 3 อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปี้นผล (RS)

การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในรูปแบบสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) โดยวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา ซึ่งแสดงดังสมการ OLS1 คือ สมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดาที่มีตัวแปรอิสระทุกตัว อันได้แก่ ระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (YPCI) อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (YMS) อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) อัตราเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (YSET) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) และสมการ OLS 2 คือ สมการที่ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดาที่มีเฉพาะตัวแปรอิสระที่มีนัยสำคัญทางสถิติเท่านั้น ได้แก่ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI)

เมื่อนำตัวแปรในแบบจำลองมาประมาณค่าสัมประสิทธิ์แบบกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา ตามตารางที่ 5.8 พบว่า สมการ OLS 2 เป็นสมการที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้ดีที่สุด เนื่องจาก OLS 2 มีค่า t-stat ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นมากกว่าร้อยละ 99 มีค่า Adjusted R-squared ที่เพิ่มขึ้น และค่า S.E. of Regression ลดลงเพียงเล็กน้อย มีค่า Log Likelihood ที่ติดลบมากขึ้น จาก -54.31 เป็น -57.23 และค่า Akaike info criterion ที่ต่ำลงจาก 2.60 เป็น 2.47 และนอกจากนั้นยังพบว่าค่า Durbin-Watson ของ OLS 1 มีค่าเท่ากับ 1.81 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า d จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบว่าค่า Durbin-Watson จากการคำนวณตกอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถสรุปได้ว่าสมการเกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน แต่ค่า Durbin-Watson ของ สมการ OLS 2 มีค่าเท่ากับ 1.66 เมื่อเปรียบเทียบกับค่า d จากการเปิดตาราง Durbin-Watson ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบว่าค่า Durbin-Watson จากการคำนวณตกอยู่ในช่วงที่สรุปได้ว่าสมการไม่เกิดปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ซึ่งสอดคล้องกับค่า Q-statistic จากตารางที่ 5.2 ได้แสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปี้นผล (RS) ไม่เกิดปัญหา Serial Correlation หรือตัวคลาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์

ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าสมการ OLS 2 เป็นสมการที่เหมาะสมที่จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม โดยแสดงในรูปสมการที่ 5.4 ดังนี้

$$RS_t = -0.33 + 0.20YGBI_t + \varepsilon_t \quad (5.4)$$

(-0.22) (2.85)***

ตารางที่ 5.8 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข่าว
ตราสารหนี้ปันผล (RS)

ตัวแปร	วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์	
	OLS1	OLS2
C	0.09	-0.03
MLR	1.06	-
YPCI	-0.04	-
YMS	-0.06	-
INF	-0.30	-
YGBI	0.18**	0.20***
YSET	-0.03	-
YMM	0.03	-
R-squared	0.25	0.15
Adjusted R-squared	0.12	0.13
S.E. of regression	0.82	0.81
Log likelihood	-54.31	-57.23
Akaike info criterion	2.60	2.47
Durbin-Watson stat	1.81	2.15
F-statistic	1.88***	8.13***

หมายเหตุ: *, ** และ *** แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90, 95 และ 99
ที่มา: จากการคำนวณ

จากสมการที่ 5.4 สามารถอธิบายผลการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ได้ดังนี้

1. อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ตรงกับสมมติฐานในแบบจำลอง โดยเมื่อกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่แล้วอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.20 เนื่องจากกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผลจะมีการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาล แต่ส่วนมากจะเป็นการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้น

นอกจากนั้นผลการศึกษา พบว่าอัตราผลตอบแทนมีลักษณะการตอบสนองคล้ายกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ (RM) ยกเว้นอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ซึ่งสอดคล้องกับค่าสถิติเบื้องต้นและค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ดังแสดงในตาราง 5.2 โดยที่กองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) มีค่าความเบ้และความโด่งที่แตกต่างจาก 2 กองทุน เนื่องจากกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผล มีขนาดเล็กอาจจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวมโดยรวม (YMM) ในขนาดน้อยกว่ากองทุนขนาดใหญ่ เพราะฉะนั้นเมื่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวมมีค่าสูงขึ้น จึงได้รับผลกระทบต่ออัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวมไม่มาก จึงทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) ปัจจัยที่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดรวมข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) อย่างมีนัยสำคัญ

2. สำหรับตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ มี 6 ตัว ได้แก่ ส่วนเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCI) อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (YMS) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (YSET) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) เนื่องจากผู้ลงทุนยังไม่มีความรู้ประกอบกับภาวะทางเศรษฐกิจ

ตารางที่ 5.9 เปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนทั้ง 3 สมการ

ตัวแปร	RL	RM	RS
	AR 2	OLS 2	OLS 2
MLR	-	-	-
YPCI	-	-	-
YMS	-	-	-
INF	-	-	-
YGBI	0.16***	0.22***	0.20***
YSET	-	-	-
YMM	0.02**	0.02**	-
AR(1)	0.32**	-	-

หมายเหตุ: *, ** และ *** แสดงระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90, 95 และ 99
ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 5.9 แสดงการเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนทั้ง 3 สมการ ซึ่งใช้ประมาณค่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดวงข้าวหุ่นกู่ (RL) กองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ (RM) และกองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) สามารถอธิบายได้ดังนี้

1. อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) คือ เครื่องชี้ที่สมาคมตราสารหนี้ไทยสร้างขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้ ตัวแปรนี้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทั้ง 3 กองทุน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่นำมาศึกษาทั้ง 3 กองทุน กล่าวคือ เมื่อดัชนีอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีค่าสูงขึ้นเป็นการสะท้อนให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลเพิ่มขึ้นด้วยและเมื่อพิจารณารายละเอียดการลงทุนของกองทุนเปิดวงข้าวหุ่นกู่ (RL) แล้วพบว่ามีส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลประมาณร้อยละ 40 กองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ (RM) มีส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลประมาณร้อยละ 60 และกองทุนเปิดวงข้าวตราสารหนี้ปันผล (RS) มีส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลประมาณร้อยละ 70 ซึ่งถือว่า

ทั้ง 3 กองทุนมีส่วนในการลงทุนในตราสารรัฐค่อนข้างมาก ดังนั้นดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล จึงเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนทั้ง 3 กองทุน เพราะฉะนั้นอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่เพิ่มสูงขึ้นเป็นผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้เพิ่มขึ้น

2. อัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดโดยรวมของกองทุนรวม (YMM) เป็นตัวแปรที่แสดงมูลค่าของตลาดกองทุนรวมทั้งหมดซึ่งเป็นปัจจัยที่ใช้แสดงสถานะของกองทุนรวมว่ามีมูลค่าเท่าใด ตัวแปรนี้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้อย่างมีนัยสำคัญ กับกองทุนเปิดตรงข้ามหุ้นกู้ (RL) และ กองทุนเปิดตรงข้ามตราสารหนี้ (RM) กล่าวคือ เมื่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวมมีค่าสูงขึ้น สะท้อนให้เห็นถึงภาพรวมของตลาดกองทุนรวมโดยรวมมีมูลค่ามากขึ้น ทำให้นักลงทุนคาดการณ์ว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น จึงต้องการที่จะเข้ามาลงทุน ด้วยเหตุนี้อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดตรงข้ามหุ้นกู้ (RL) และ กองทุนเปิดตรงข้ามตราสารหนี้ (RM) จึงเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดตรงข้ามตราสารหนี้ปีนผล (RS) เนื่องจากกองทุนเปิดตรงข้ามตราสารหนี้ปีนผลซึ่งเป็นกองทุนขนาดเล็กอาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) ค่อนข้างน้อยกว่า 2 กองทุน

3. อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดตรงข้ามหุ้นกู้ย้อนหลังไป 1 เดือน (RL_{t-1}) อันเป็นผลจากอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตรงข้ามหุ้นกู้ย้อนหลังไปหนึ่งเดือนจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนในปัจจุบัน หมายถึงอัตราผลตอบแทนที่สูงจะทำให้ให้นักลงทุนสนใจที่จะเข้าไปซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มขึ้น เมื่อนักลงทุนต้องการเข้ามาลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ก็จะเกิดการคาดหวังว่าจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูง จะส่งผลให้ความต้องการถือทรัพย์สินนั้นเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งจะทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้สูงขึ้นไปด้วย

4. สำหรับตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 กองทุน อย่างมีนัยสำคัญทั้ง 5 ตัว ได้แก่ ระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCI) อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (MS) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF) และ อัตราการเปลี่ยนแปลงของ

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (YSET) สามารถอธิบายได้ดังนี้ คือ ในช่วงเวลาที่ทำการวิจัยนั้นเป็นช่วงที่ประชาชนทั่วไปหรือนักลงทุนยังไม่มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้มากนักเนื่องจากการลงทุนในกองทุนยังไม่ได้รับการส่งเสริมจากรัฐบาลเท่าที่ควรจะเห็นได้จากการโฆษณาประชาสัมพันธ์ที่น้อย อย่างไรก็ตามการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้เริ่มเป็นที่ได้รับความสนใจจากประชาชนและนักลงทุนมากขึ้นเมื่อประมาณปลายปี พ.ศ. 2547 อันเป็นผลจากการได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลที่ต้องการจะส่งเสริมการลงทุนในระยะยาวโดยสนับสนุนให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในตลาดทุน โดยจะเห็นได้จากมีโครงการให้เงินทำงานผ่านกองทุนรวม ซึ่งโครงการนี้ก็จะมีการนำเสนอและเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมเพื่อให้เป็นความรู้เบื้องต้นแก่นักลงทุน นอกจากนี้รัฐบาลยังมีการออกกฎหมายในการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวม อาทิ การลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund: LTF) เป็นต้น อีกสาเหตุหนึ่งก็คือภาวะเศรษฐกิจในช่วงที่ทำการวิจัยอยู่ในช่วงชะลอตัวซึ่งส่งผลกระทบต่อความมั่นใจของนักลงทุน จึงทำให้ปัจจัยทั้ง 5 ตัว ดังกล่าวซึ่งเป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคไม่มีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจากได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจเช่นเดียวกัน

ข้อจำกัดของการวิจัย

ตัวแปรดัชนีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของสมาคมตราสารหนี้ไทย (Total Return of Thai BMA Government Bond Index: GBI) นั้น เป็นดัชนีที่คำนวณมาจากการซื้อขายตราสารหนี้รัฐบาลเท่านั้นซึ่งไม่ครอบคลุมตราสารหนี้เอกชน เพราะการลงทุนของกองทุนรวมที่นำมาศึกษานั้นมีการลงทุนทั้งในตราสารหนี้รัฐบาลและเอกชนเพราะฉะนั้นจึงควรใช้ดัชนีผลตอบแทนของการลงทุนในตราสารหนี้ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Composite Bond Index) มากกว่าเนื่องจากเป็นดัชนีที่คำนวณจากตราสารหนี้ทั่วไป แต่ด้วยความจำกัดของข้อมูลจึงไม่สามารถนำดัชนีนี้มาใช้ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ โดยดัชนีผลตอบแทนของการลงทุนในตราสารหนี้เพิ่งเริ่มมีการคำนวณในปี พ.ศ. 2549

บทที่ 6

สรุปและข้อเสนอแนะ

สรุป

การลงทุนในกองทุนรวมกองทุนรวมเป็นทางเลือกที่สำคัญทางหนึ่งของนักลงทุนมาจากเหตุผลหลายประการ อาทิ การลงทุนในกองทุนรวมกองทุนรวมเป็นการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนกล่าวคือ การถือหน่วยลงทุนหนึ่งหน่วยนั้นกองทุนจะนำไปกระจายการลงทุนในตราสารหนี้หลาย ๆ รายการ กองทุนรวมมีการจัดการลงทุนโดยผู้เชี่ยวชาญ ประกอบกับในปัจจุบันมีกองทุนรวมที่มีรูปแบบหลากหลายทั้งตามนโยบายการลงทุนและกองทุนที่เปิดขึ้นโดยวัตถุประสงค์เฉพาะ ซึ่งแต่ละกองทุนมีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่แตกต่างกันเพื่อตอบสนองความต้องการลงทุนของนักลงทุนประเภทต่างๆ กองทุนมีการเสนอผลตอบแทนที่จูงใจ มีการกำหนดอัตราเริ่มต้นลงทุนโดยใช้จำนวนเงินไม่มาก นอกจากนี้การลงทุนในกองทุนรวมยังมีสิทธิประโยชน์การลดหย่อนภาษีจากการลงทุนในกองทุนรวมบางประเภท เช่น กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพและกองทุนหุ้นระยะยาว เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตามการลงทุนมีความเสี่ยง ดังนั้นจึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่นักลงทุนจะต้องทราบถึงปัจจัยที่จะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเพื่อที่จะช่วยในการตัดสินใจเพื่อที่จะทำให้เพิ่มอัตราผลตอบแทนของกองทุนให้สูงขึ้น

ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาเพื่อศึกษาลักษณะทั่วไปของธุรกิจกองทุนรวมตราสารหนี้และเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมกสิกรไทย จำกัด มีช่วงระยะเวลาที่ทำการวิจัยตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2548 โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ทั้งสิ้น 48 เดือน

จากการศึกษาลักษณะทั่วไปของกองทุนรวมตราสารหนี้พบว่ากองทุนรวมได้รับความนิยมจากนักลงทุนมากขึ้น โดยเฉพาะกองทุนรวมตราสารหนี้ได้รับความนิยมมากขึ้นช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับการขยายตัวของตลาดตราสารหนี้และการชะลอตัวของตลาดหุ้น ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2547 การลงทุนในกองทุนตราสารหนี้ไม่ค่อยได้รับความนิยมเนื่องมาจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกและอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและเมื่อ

ปลายปี พ.ศ. 2547-2548 กองทุนรวมตราสารหนี้ก็ได้รับความนิยมมากขึ้นอีกครั้ง เนื่องจากเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์ชะลอตัว พบว่าธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทยในปี พ.ศ. 2545-2548 มีอัตราการเติบโตที่มากขึ้น ถึงแม้จะมีปัจจัยต่างๆที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ก็ตาม กล่าวคือ ในช่วงปี พ.ศ. 2545 ในระบบเศรษฐกิจมีสภาพคล่องส่วนเกินส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ในช่วงปีพ.ศ. 2546 การช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายและการลงทุนภาคเอกชน ทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจในการลงทุนมากขึ้น ตลาดหุ้นจึงปรับตัวดีขึ้น ส่งผลให้การขยายตัวของกองทุนรวมตราสารหนี้ชะลอตัวลง ในปีพ.ศ. 2547 อัตราดอกเบี้ยได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ประกอบกับภาวะตลาดหุ้นเริ่มลดลงจากดัชนีหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงจากการขายเก็งกำไรของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งมีผลกระทบมาจากปัญหาความไม่สงบของ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ และการระบาดของโรคไข้หวัดนก ประกอบกับราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนสินค้าและบริการพุ่งสูงขึ้นทำให้เกิดเงินเฟ้อเพิ่มมากขึ้น ทำให้ภาวะตลาดตราสารหนี้ซบเซาลง และเนื่องจากสาเหตุนี้เองทำให้บริษัทจัดการกองทุนรวมหันมาเน้นการตลาด โดยออกกองทุนผสมและกองทุนผสมแบบยืดหยุ่น ต่อมาในปี พ.ศ. 2548 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินได้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทำให้กองทุนตราสารหนี้ระยะสั้นได้รับความนิยมอย่างมาก อัตราการเติบโตของกองทุนรวมตราสารหนี้เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2545 ถึงร้อยละ 36.60

จากการศึกษาลักษณะของกองทุนรวมทั้ง 3 กองทุนที่นำมาศึกษา พบว่าขนาดของกองทุนทั้ง 3 มีขนาดแตกต่างกัน กล่าวคือ กองทุนเปิดตรงข้ามหุ้นกู้ (RL) เป็นกองทุนที่มีขนาดใหญ่ที่สุด มีสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลค่อนข้างมาก กองทุนเปิดตรงข้ามตราสารหนี้ (RM) เป็นกองทุนขนาดกลาง มีสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลสูง และกองทุนเปิดตรงข้ามตราสารหนี้ปันผล (RS) เป็นกองทุนขนาดเล็กที่สุด โดยเปรียบเทียบ มีสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลสูงที่สุด ซึ่งมีการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นที่มากอีกด้วย สำหรับการพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างตัวแปรตามจากค่าสถิติเบื้องต้นของทั้ง 3 กองทุน พบว่า ค่าความเบ้ของกองทุนทั้ง 3 กองทุนมีค่าติดลบคือข้อมูลเบ้ขวา กล่าวคืออัตราผลตอบแทนของกองทุนค่อนข้างน้อย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนในบทที่ 4 ที่พบว่าผลการดำเนินงานของทั้ง 3 กองทุนต่ำกว่าดัชนีมาตรฐานและต่ำกว่าผลการดำเนินงานเฉลี่ยของกองทุนที่มีนโยบายเดียวกันทั้งอุตสาหกรรม ส่วนค่าความโค้ง พบว่าทั้ง 3 กองทุนมีค่าความโค้งมาก โดยกองทุนเปิดตรงข้ามตราสารหนี้ปันผล (RS) มีค่าความเบ้ติดลบมากที่สุดแสดงถึงอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่ากองทุนอื่น และมีค่าความโค้งมากที่สุดแสดงถึงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนมีการเปลี่ยนแปลงเร็วส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อ-ขายกองทุนนี้อย่างรวดเร็ว ซึ่งสาเหตุที่อัตราผลตอบแทนของกองทุนนี้ค่อนข้าง

น้อยกว่ากองทุนอื่นอาจเป็นผลมาจากขนาดของกองทุนที่มีขนาดเล็กที่สุดและมีการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นมากที่สุดโดยเปรียบเทียบ

การวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมกสิกรไทย จำกัด ทั้ง 3 กองทุน โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยการสร้างแบบจำลองอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 กองทุนนั้น ก่อนที่จะทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลอง ได้ทำการทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationary) โดยวิธี Augmented Dicky and Fuller (ADF) ของตัวแปรระดับและตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลง ซึ่งพบว่าตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงมีคุณสมบัติเป็น Stationary ทุกตัว ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแปรจะไม่เกิดปัญหาตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างแท้จริง หรือ Spurious Regression จึงสามารถนำไปประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลองโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square: LS)

ผลการศึกษาจากการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ทั้ง 3 กองทุน พบว่ากองทุนเปิดรวมข่าวหุ้นกู้ (RL) ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด แต่ผลการวิเคราะห์พบว่าเกิดปัญหา Serial Correlation หรือค่าความคาดเคลื่อนในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์กันจึงทำการปรับปรุงสมการ โดยใช้แบบจำลอง Autoregressive จึงประมาณค่าสัมประสิทธิ์ได้ดีกว่าเดิม ส่วนกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ (RM) และกองทุนเปิดรวมข่าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุดอย่างง่าย (OLS 2) โดยปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของทั้ง 3 กองทุนอย่างมีนัยสำคัญคล้ายกัน คือ ดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) โดยปัจจัยดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (YGBI) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยที่กองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 กองทุน มีนโยบายการลงทุนที่เน้นการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ประกอบกับภาวะตลาดตราสารหนี้มีความผันผวน ดังนั้นกองทุนจึงต้องลดความเสี่ยงของการชำระคืนเงินต้นโดยการมาลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเพื่อเป็นการทำให้ผู้ลงทุนมั่นใจในความปลอดภัยของเงินลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของจิรวัดน์ ลิขิตวรกุล (2548) ที่กล่าวว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้เอกชนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้โดยมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ ตรงกับทฤษฎีความต้องการหลักทรัพย์ (Theory of Asset Demand) กล่าวได้ว่าผู้ลงทุนจะเลือกถือสินทรัพย์ใดนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ได้แก่ ความมั่งคั่ง อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ความเสี่ยง และสภาพคล่อง สำหรับในกรณีนี้ผู้ลงทุนเลือกถือสินทรัพย์โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยตามทฤษฎีดังกล่าว กล่าวคือถ้าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการถือทรัพย์สิน โดยเปรียบเทียบเพิ่มขึ้นแล้ว จะส่งผลให้ความต้องการถือทรัพย์สินนั้นเพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้นจึงแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการคาดการณ์จากอัตราผลตอบแทนของตลาดกองทุนรวมโดยรวมแล้วว่ามีแนวโน้มสูงขึ้น จึงเข้ามาลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้มากขึ้น เพราะฉะนั้นเมื่อตลาดกองทุนรวมโดยรวมมีมูลค่ามากขึ้นอัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดตรงข้ามหุ้นก็จึงเพิ่มขึ้น ส่วนอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมข่าวตราสารหนี้ปันผล (RS) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกองทุนรวม (YMM) อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากขนาดของกองทุนซึ่งมีขนาดเล็กจึงไม่ได้มีอัตราผลตอบแทนไปตามผลตอบแทนของตลาด

ปัจจัยที่ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 กองทุน อย่างมีนัยสำคัญทั้ง 5 ตัว ได้แก่ ระดับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (MLR) อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (YPCI) อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (YMS) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (INF) และ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (YSET) เพราะฉะนั้นนักลงทุนขาดองค์ความรู้และข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ และปัจจัยทั้ง 5 ตัวเป็นปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคจึงได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจเช่นเดียวกัน

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ทั้ง 3 กองทุน มีทั้งสอดคล้องและไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ศึกษา สำหรับงานวิจัยที่สอดคล้องกับงานวิจัยจากการตรวจเอกสาร อาทิ การศึกษาของธีรยุทธ โกศลวิริยะกิจ (2548) ที่กล่าวว่า ดัชนีราคา SET 50 มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลแบบไม่จ่ายดอกเบี้ยที่มีอายุคงเหลืออายุ 1 ปี อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งก็สอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ อย่างไรก็ตามก็มีงานวิจัยที่มีผลที่ขัดแย้งกัน อาทิการศึกษาของวนิดา (2543) ที่กล่าวว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ (MLR) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ในทิศทางเดียวกัน

ข้อเสนอแนะ

ในการศึกษาปัจจัยปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ กรณีศึกษาบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมกลีกรไทย จำกัด ได้แบ่งข้อเสนอแนะออกเป็น 2 ส่วน คือ

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

1. อัตราผลตอบแทนของทั้ง 3 กองทุนต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐาน ซึ่งสอดคล้องกับผลการดำเนินงานย้อนหลัง เพราะฉะนั้นนักลงทุนควรมีการศึกษาข้อมูลผลการดำเนินงานของกองทุนเพื่อเป็นแนวทางในการพิจารณาเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน
2. จากการวิจัยพบว่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ ที่นำมาศึกษาอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ดัชนีอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลและมูลค่าหลักทรัพย์โดยรวมตามราคาตลาดของกองทุนรวม หากนักลงทุนจะลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ก็ควรติดตามแนวโน้มของตัวแปรดังกล่าว เพื่อนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุน
3. ความรู้ความเข้าใจของนักลงทุนและข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับกองทุนรวมตราสารหนี้มีผลกระทบต่อ การตัดสินใจของนักลงทุนที่จะเข้ามาลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ หากนักลงทุนได้รับการส่งเสริมความรู้ และข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ ก็อาจจะ เป็นเหตุให้นักลงทุนตัดสินใจเข้ามาลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้มากยิ่งขึ้น ดังนั้นรัฐบาลควรเข้าไปส่งเสริมความรู้ และเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้แก่นักลงทุนให้มากยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. การวิจัยปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ควรนำตัวแปรในระดับจุลภาคในส่วนของ การดำเนินงานภายในที่สะท้อนคุณลักษณะเฉพาะของแต่ละกองทุนนั้นๆ เข้ามาพิจารณาด้วย อาทิ ขนาดของกองทุนของแต่ละกองทุนเอง เป็นต้น

2. การวิจัยครั้งต่อไปอาจจะทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยศึกษากรณีศึกษาของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนบริษัทอื่น นอกจากนี้ อาจทำการศึกษาเปรียบเทียบกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกัน อาทิ กองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในต่างประเทศ เป็นต้น