

บทที่ 1

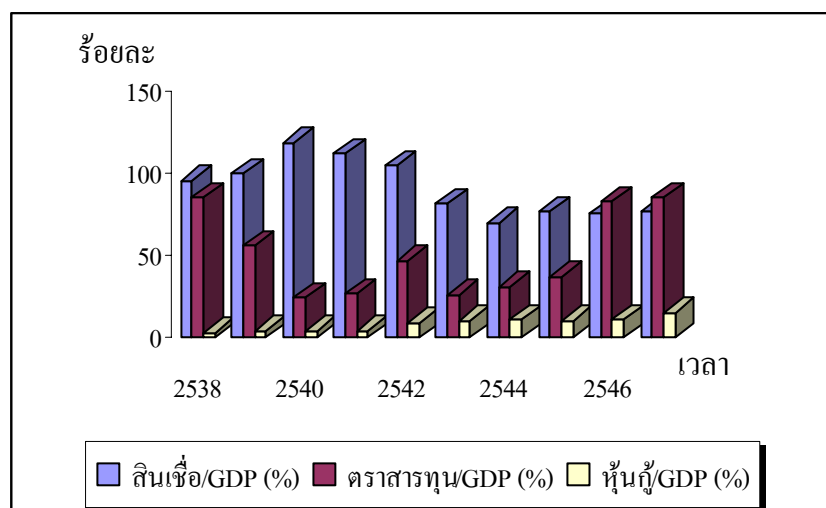
บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

การเคลื่อนย้ายและจัดสรรเงินทุนจากผู้ออมผู้ลงทุนเพื่อนำมาใช้ในการลงทุนและการพัฒนาทั้งของภาครัฐและเอกชน ต้องอาศัยทักษะและความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินที่ดีในการวิเคราะห์ข้อมูล แต่นักลงทุนทั่วไปต่างมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารทางการเงินที่แตกต่างกัน ดังนั้น การเคลื่อนย้ายและจัดสรรเงินทุนดังกล่าวจึงมีต้นทุนในการวิเคราะห์ข้อมูลและต้นทุนในการทำธุรกรรมต่างๆที่สูงมาก (High Information and Transaction Cost) ดังนั้นสถาบันการเงินจึงเข้ามาทำหน้าที่เป็นองค์ประกอบสำคัญของระบบเศรษฐกิจที่มีส่วนสำคัญในการทำให้กลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจดำเนินไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ ตลอดจนช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน เนื่องจากสถาบันการเงินมีบุคลากรที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญด้านการเงินเป็นอย่างดีจึงสามารถทำการจัดหาและวิเคราะห์ข้อมูล รวมทั้งเจรจาต่อรองกับบริษัทได้มีประสิทธิภาพมากกว่าสถาบันการเงินที่ให้บริการทางการเงินแก่ผู้ออมและผู้ระดมทุนในระบบเศรษฐกิจ เช่น ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารออมสิน สหกรณ์ บริษัทประกัน บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนและสถาบันทางการเงินอื่นๆ

แต่ในอดีตที่ผ่านมาพบว่า การพัฒนาตลาดเงินในประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์จะเป็นสถาบันหลักและได้รับความไว้วางใจจากประชาชนในการทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงินเพื่อระดมเงินฝากจากผู้มีเงินออมมาปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจ หรือผู้ต้องการใช้เงิน ดังภาพที่ 1.1 ซึ่งแสดงมูลค่าการระดมทุนผ่าน 3 ช่องทางเปรียบเทียบกับระดับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP: Gross Domestic Product) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงบทบาทของธนาคารพาณิชย์ในฐานะเป็นแหล่งเงินทุนหลักสำหรับการใช้จ่ายและการลงทุนในประเทศซึ่งพบว่าสัดส่วนยอดคงค้างภาคสินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ต่อ GDP สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องและชี้ให้เห็นว่านับจากอดีตที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน ความต้องการเงินทุนในระบบเศรษฐกิจยังต้องพึ่งพาเงินทุนผ่านระบบสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์สูงกว่าเงินทุนที่ผ่านตลาดทุนมาโดยตรง การพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลักจะมีความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างการได้มาและใช้ไปของเงินทุน (Maturity Mismatch) เนื่องจากธนาคารพาณิชย์รับฝากเงินระยะสั้นและนำเงินดังกล่าวไปปล่อยกู้ในระยะยาวจึงอาจทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องได้ถ้าประชาชนขาดความเชื่อมั่นและพากันถอนเงินเป็นจำนวนมาก ผลดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อลูกโซ่ต่อเงินสินเชื่อภาคธุรกิจซึ่งจะมีผลกระทบต่อภาวะการลงทุนและภาวะเศรษฐกิจโดยรวมดังปัญหา วิกฤติการณ์ด้านการ

เงินในปี พ.ศ. 2540 ที่ผ่านมา ดังนั้น การพัฒนาระบบการเงินไทยในอนาคตจะต้องสร้างความสมดุลและความมั่นคงให้เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจของประเทศโดยลดการพึ่งพาตลาดเงินหรือระบบธนาคารพาณิชย์และให้ความสำคัญกับตลาดทุนมากขึ้น

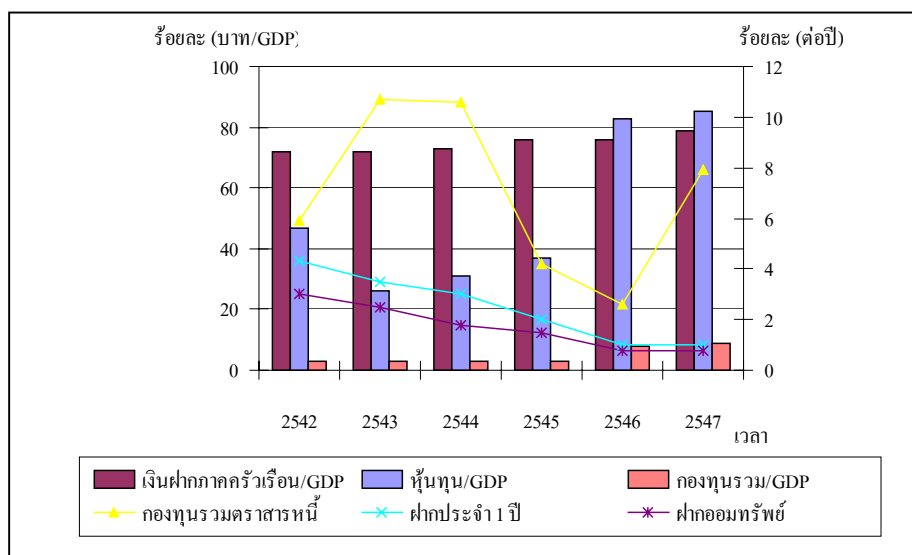


ภาพที่ 1.1 มูลค่าการระดมทุนผ่าน 3 ช่องทาง เปรียบเทียบกับระดับ GDP

หมายเหตุ: GDP ณ ระดับราคาคงที่ ปี พ.ศ. 2531

ที่มา: สถิติเศรษฐกิจและการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย Equity Structural Indicators (2538-2546)

ธุรกิจจัดการลงทุนประเภทบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเกิดขึ้นในปี พ.ศ. 2519 แต่การลงทุนในระยะแรกไม่เป็นที่นิยมของนักลงทุน ในช่วงปี พ.ศ. 2535 รัฐบาลมีการส่งเสริมให้นักลงทุนสถาบันประเภทกองทุนรวมให้มากขึ้นและประกาศเปิดเสรีการดำเนินธุรกิจจัดการกองทุนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมเงินทุนจากนักลงทุนในประเทศและเป็นฐานเงินทุนระยะยาวสำหรับบริษัทต่างๆ ซึ่งจะเป็นการลดการพึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศ ทั้งยังเป็นการสร้างเสริมให้นักลงทุนรายย่อยที่ส่วนใหญ่มีการลงทุนในลักษณะเก็งกำไรให้หันมาลงทุนผ่านกองทุนรวมมากขึ้นเพื่อลดความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้การลงทุนผ่านกองทุนรวมยังเอื้อประโยชน์แก่ผู้ลงทุน เนื่องจากมีผู้จัดการกองทุนที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญ และมีความสามารถบริหารเงินทุน ซึ่งช่วยลดปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูล (Asymmetry Information) ช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกรรมของผู้ลงทุนและผู้ระดมทุน (Transaction Cost) ตลอดจนช่วยประหยัดเวลาและค่าใช้จ่ายในกระบวนการลงทุน นอกจากนี้ยังช่วยให้เกิดการกระจายความเสี่ยง (Diversification) จากการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์และทรัพย์สินได้หลายประเภท



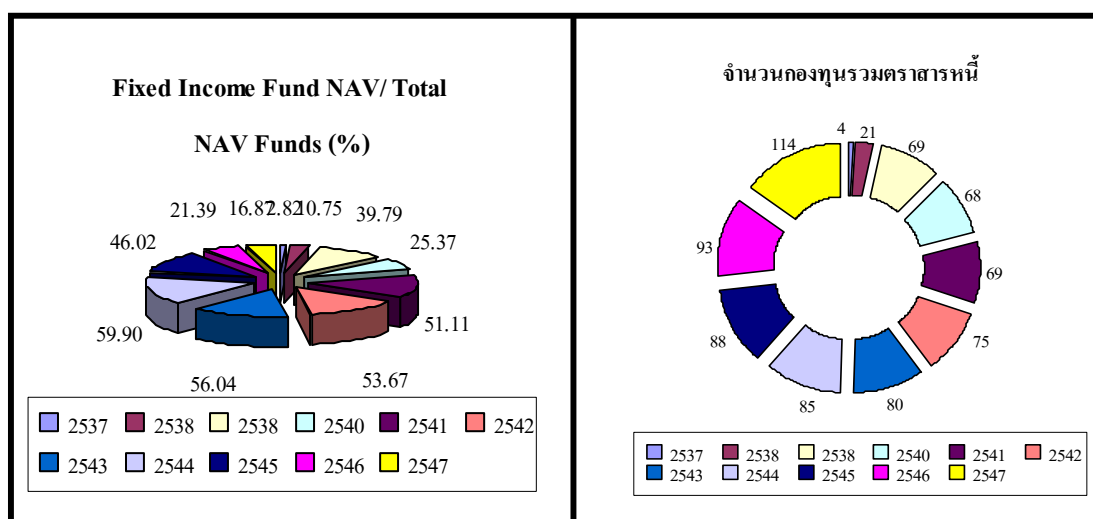
ภาพที่ 1.2 มูลค่าคงค้างของช่องทางการลงทุนต่างๆของประชาชนต่อGDP และอัตราผลตอบแทนของ กองทุนรวมตราสารหนี้กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน

หมายเหตุ: GDP ณ ระดับราคาคงที่ ปี พ.ศ. 2531

ที่มา: สถิติเศรษฐกิจและการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย Equity Structural Indicators สำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2542-2547)

แต่การลงทุนผ่านกองทุนรวมที่ผ่านมาดังภาพที่ 1.2 ซึ่งแสดงมูลค่าคงค้างของช่องทางการลงทุนต่างๆ ของประชาชนต่อGDP และอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินพบว่า การลงทุนผ่านกองทุนรวมยังไม่เป็นที่นิยมของนักลงทุนแม้ว่าจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินก็ตาม อาจเนื่องมาจากภาพพจน์ที่ไม่ดีเกี่ยวกับการลงทุน เพราะในช่วงหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมหลายประเภทลดลงอย่างมาก มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารทุนลดลงอันเป็นผลเนื่องมาจาก “ดัชนีหลักทรัพย์ทรุดตัวต่อเนื่องจากระดับ 700 จุด ลงมาอยู่ที่ระดับ 400-500 จุด ในปี” (สมาคมบริษัทจัดการลงทุน [AIMC], 2545: 122) นอกจากนี้วิกฤติเศรษฐกิจและการเงิน ส่งผลให้ฐานะของบริษัทจดทะเบียนต่างๆ ด้อยลง “หลายบริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด ตราสารหนี้ที่ออกจึงถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือ ราคาตลาดลดลงส่งผลให้กองทุนรวมตราสารหนี้ประสบกับปัญหาขาดทุนในการลงทุน” (AIMC, 2545: 123) จากเหตุการณ์ดังกล่าวทำให้ผู้ถือหุ้นลงทุนประสบกับการขาดทุนเป็นจำนวนมากส่งผลให้ผู้ลงทุนที่ไม่มีความเข้าใจขาดความเชื่อมั่นในการลงทุนผ่านกองทุนรวม หลังจากการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ในปี พ.ศ. 2543 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ออกมาตรการเรื่องการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ที่ออกเสนอขาย ทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจมากขึ้นที่จะหันมาใช้

กองทุนรวมตราสารหนี้เป็นเครื่องมือในการลงทุนแต่อย่างไรก็ตาม สภาพเศรษฐกิจในประเทศไทยยังคงมีความไม่แน่นอนอันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนของนโยบายการเงินและนโยบายการคลังของประเทศ และการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นตามกระแสอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกา ซึ่งสาเหตุดังกล่าวมีผลทำให้นักลงทุนชะลอการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ลง แต่ในช่วงกลางปี พ.ศ. 2547 เป็นต้นมา กองทุนรวมตราสารหนี้ได้รับความนิยมอีกครั้งโดยลักษณะของกองทุนที่ออกเป็นกองทุนเปิดตราสารหนี้ที่เน้นลงทุนในตราสารหนี้อายุต่างๆ เพื่อรองรับกับการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่ผันแปรไปและตอบสนองความต้องการของลูกค้าที่ยอมรับความเสี่ยงได้ในระดับต่างๆ ที่แตกต่างกันออกไป



ภาพที่ 1.3 สัดส่วนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ต่อมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมทั้งหมดและจำนวนกองทุนรวมตราสารหนี้ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537-2547

ที่มา: AIMC (2545), ฝ่ายกำกับธุรกิจจัดการลงทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (2547)

ในการศึกษานี้จะมุ่งพิจารณากองทุนรวมตราสารหนี้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่ยังอยู่ในระดับสูง แม้ว่าภาวะเศรษฐกิจมีความผันผวนประกอบกับกระแสการออกกองทุนรวมตราสารหนี้ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่กลางปี พ.ศ. 2547 ถึงกลางปี พ.ศ. 2548 และมีแนวโน้มว่าจะมีการออกกองทุนตราสารหนี้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังภาพที่ 1.3 แสดงถึง สัดส่วนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมทั้งหมดและจำนวนกองทุนรวมตราสารหนี้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537-2547 ตลอดจนจำนวนผู้ลงทุนที่เข้ามาลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ซึ่ง

มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นตั้งแต่มีการเข้ามากำหนดมาตรการการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ของตราสารหนี้ที่ออกเสนอขายซึ่งเป็นการสร้างความมั่นใจให้กับผู้ลงทุน

ดังนั้น จึงสนใจศึกษาถึงผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยแบ่งเป็น กรณีตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจเจริญเติบโตเพิ่มขึ้นร้อยละ 1-10 ต่อเดือน กรณีตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงร้อยละ 1-10 ต่อเดือน เพื่อพิจารณาว่า ภายใต้ตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปในกรณีข้างต้น มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เพื่อสามารถนำไปเป็นแนวทางในการวิเคราะห์เบื้องต้นสำหรับผู้สนใจลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทางเศรษฐกิจกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้อายุต่างๆ
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ อายุต่างๆ โดยวิธี Scenario-Based Forecasting กรณีตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจเจริญเติบโตเพิ่มขึ้นร้อยละ 1-10 ต่อเดือน กรณีตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงร้อยละ 1-10 ต่อเดือน

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

นักลงทุนสามารถใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ความเคลื่อนไหวของตัวแปรทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องที่มีต่อแนวโน้มอัตราผลตอบแทนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ประเภทอายุต่างๆ รวมถึงเป็นแนวทางในการตัดสินใจเบื้องต้นสำหรับผู้สนใจลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้

ขอบเขตของการศึกษา

ในการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีต่อทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ ข้อมูลที่จะใช้ศึกษา คือ กองทุนรวมตราสารหนี้ประเภทกองทุนเปิดในช่วงอายุไม่เกิน 1 ปี อายุ 1-2 ปี อายุ 2-3 ปี และผลรวมของกองทุนรวมตราสารหนี้ทุกกองทุนที่ศึกษา ซึ่งในการศึกษากครั้งนี้จะเรียกว่า ผลรวมของกองทุนรวมตราสารหนี้อายุไม่เกิน 3 ปี รวมจำนวน 19 กองทุน โดยใช้วิธีการเลือกกองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีข้อมูลระยะเวลาในการลงทุน (Duration) โดยเฉลี่ยครอบคลุมระยะเวลาใน

การศึกษา โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV Per Unit) ของกองทุนรวมตราสารหนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ยของธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทยและธนาคารไทยพาณิชย์ ดัชนีราคาผู้บริโภค (อัตราเงินเฟ้อ) ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1-3 ปี และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับ AAA, AA, A อายุ 1-3 ปี มาใช้ในการวิเคราะห์ โดยการวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอน ดังต่อไปนี้

ขั้นที่ 1 ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางเศรษฐกิจกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ประเภทอายุต่างๆ โดยข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยจะเริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2548

ขั้นที่ 2 ทำการพยากรณ์มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ โดยเริ่มจากการทดสอบแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่ได้จากขั้นตอนที่ 1 ด้วยวิธี Smoothing Techniques แบบ Moving Average จากนั้นจึงนำค่าแนวโน้มที่ได้มาทำการพยากรณ์ด้วยวิธี Scenario-based forecasting โดยสมมติการเปลี่ยนแปลงตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ได้จากขั้นตอนที่ 1 ออกเป็น ตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจเจริญเติบโตอย่างช้าๆ ด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 1-3 ต่อเดือน ตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจเจริญเติบโตปานกลางด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 4-6 ต่อเดือน และตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจเจริญเติบโตอย่างรุนแรงด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 7-10 ต่อเดือน ในทางกลับกัน เมื่อตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจชะลอตัวเล็กน้อยด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 1-3 ต่อเดือน ตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจชะลอตัวอย่างมากด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 4-6 ต่อเดือน และตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรงด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงร้อยละ 7-10 ต่อเดือน โดยระยะเวลาที่ใช้ในการพยากรณ์จะเริ่มตั้งแต่เดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2548 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2549 รวมจำนวน 12 เดือน