

ทัศนคตินักลงทุนและการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวม:

กรณีศึกษากองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย

Investor Sentiment and Mutual Fund Flows: A Case Study of Thailand Equity Mutual Funds

พรอาภา พุทธิพิทักษ์

Phorn-Arpha Phutphithak

คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ประเทศไทย

Faculty of Economics, Thammasat University, Thailand

E-mail: p.phornarpha@gmail.com

วันที่รับบทความ 9 พฤษภาคม 2565

วันที่แก้ไขบทความ 17 สิงหาคม 2565

วันที่ตอบรับบทความ 22 สิงหาคม 2565

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทัศนคตินักลงทุนและกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2550 - 2564 ผลการศึกษาพบว่าในช่วงที่นักลงทุนมีทัศนคติมุมมองเชิงบวกต่อตลาด กระแสเงินลงทุนจะไหลเข้าสู่กองทุนรวมที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกองทุนที่เน้นการลงทุนในหุ้นขนาดเล็กและหุ้นกลุ่มเติบโต ในขณะที่ทัศนคตินักลงทุนไม่ได้มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี เมื่อพิจารณาข้อมูลรายกองทุนพบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง กระแสเงินลงทุนจะเข้าสู่กองทุนที่มีผลตอบแทนสูงมากขึ้น แต่กระแสเงินลงทุนในกองทุนที่มีความผันผวนสูงนั้นลดลง และมีการไหลของกระแสเงินลงทุนจากกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นไปยังกองทุนรวมอื่น ๆ ภายใต้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเดียวกัน นอกจากนี้ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างกระแสเงินลงทุนกับผลการดำเนินงานในอนาคต แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่ได้มีความสามารถในการเลือกกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดี

คำสำคัญ: ทัศนคตินักลงทุน กองทุนรวม กองทุนรวมตราสารทุนไทย กระแสเงินลงทุนในกองทุนรวม

Abstract

This paper examines the relationship between investor sentiment and mutual fund flows by using Thai equity mutual fund data between 2007 and 2020. The result reveals the higher investor sentiment, the higher fund inflows in non-tax saving funds, especially in small-cap funds and growth funds. However, the sentiment does not impact fund flows in tax-saving funds.

Comprehensively considering fund-level data, the result reveals that the higher investor sentiment, the higher fund inflows in higher return mutual funds, but lower fund inflows in higher volatility funds. Moreover there is a spillover effect from high performance funds to other funds in the same asset management company. Furthermore, the result finds that there is no positive relationship between fund flows and future performance, implying that investors do not have fund selection ability.

Keywords: Investor Sentiment, Mutual Funds, Thai Equity Funds, Mutual Fund Flows

ความสำคัญและที่มาของปัญหาวิจัย

สำหรับประเทศไทยการลงทุนในกองทุนรวมกำลังได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น อุตสาหกรรมกองทุนรวมมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องตลอด 20 ปีที่ผ่านมา สินทรัพย์สุทธิในอุตสาหกรรมกองทุนรวมเพิ่มขึ้นจาก 389,000 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2544 เป็น 5.3 ล้านล้านบาทในปี พ.ศ. 2564 (สมาคมบริษัทจัดการลงทุน, 2565) อย่างไรก็ดี แม้ว่าโดยภาพรวมอุตสาหกรรมกองทุนรวมจะมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่เมื่อพิจารณาจากกระแสเงินลงทุนที่ไหลเข้าออกจากอุตสาหกรรมกองทุนรวมแล้ว พบว่ากระแสเงินลงทุนสุทธิที่ไหลเข้าออกจากกองทุนรวมตราสารทุนไทยในแต่ละเดือนค่อนข้างจะมีความผันผวน

ในอดีตมีงานศึกษาที่แสดงให้เห็นว่าทัศนคตินักลงทุน ซึ่งหมายถึงมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อตลาดมีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมของนักลงทุน โดยพบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูงหรือนักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดนั้น นักลงทุนจะมีส่วนร่วมในตลาดมากขึ้นและมีการซื้อขายในลักษณะการเก็งกำไรมากขึ้น (Karlsson, Loewenstein, and Seppi, 2005; Yuan, 2008) ขณะที่ Jiang and Yuksel (2019) ศึกษาพฤติกรรมนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนพบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง เงินลงทุนจะไหลเข้าสู่กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในหุ้นที่มีขนาดเล็กและหุ้นกลุ่มเติบโตสูงซึ่งอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ในช่วงดังกล่าวนักลงทุนมีความอ่อนไหวต่อค่าธรรมเนียมกองทุนน้อยลง และพบว่ามีกำไรไหลเข้าของเงินลงทุนในกองทุนที่มีความโดดเด่นมากขึ้น

เนื่องจากงานศึกษาที่ผ่านมาใช้ข้อมูลกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา ในครั้งนี้จึงต้องการศึกษาว่าทัศนคตินักลงทุนมีความสัมพันธ์อย่างไรกับพฤติกรรมของนักลงทุนกองทุนรวมตราสารทุนไทย และผลที่ได้จะมีความเหมือนหรือแตกต่างกันอย่างไรกับงานศึกษาซึ่งใช้ข้อมูลกองทุนรวมในประเทศอื่นๆ เนื่องจาก Griffin, Nardari and Stulz (2007) พบว่าพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในแต่ละประเทศมีความแตกต่างกันเนื่องจากได้รับอิทธิพลจากปัจจัยที่ต่างกัน เช่น ระดับความโปร่งใสของตลาด ประสบการณ์ในการลงทุน วัฒนธรรม และการศึกษา งานศึกษาในครั้งนี้จะช่วยให้เข้าใจพฤติกรรมของนักลงทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- 1.) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมโดยรวมกับทัศนคติของนักลงทุน
- 2.) เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวมแต่ละกองทุน ในช่วงเวลาที่ทัศนคติของนักลงทุน
- 3.) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมและผลการดำเนินงานในอนาคตในช่วงเวลาที่ทัศนคติของนักลงทุน

แนวคิดทฤษฎี บทความที่เกี่ยวข้อง

ทัศนคตินักลงทุน (Investor Sentiment) เป็นแนวคิดหนึ่งที่ถูกสร้างขึ้นภายใต้ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม โดยเชื่อว่าการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์นอกจากจะถูกกำหนดจากปัจจัยพื้นฐานแล้ว ทัศนคติของนักลงทุนก็เป็นอีกปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ทัศนคติเชิงบวกของนักลงทุนอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นได้แม้ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นจะไม่ดี ในทางตรงกันข้ามทัศนคติเชิงลบของนักลงทุนก็สามารถทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงได้เช่นกัน (ศิริยศ จุฑานนท์, ชีมา ทับทิมพรรณณ์ และ อีรวุฒิ ศรีพิณิจ, 2559)

งานศึกษาในอดีตพบว่าทัศนคตินักลงทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนรายหลักทรัพย์และพฤติกรรมของนักลงทุน โดยในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง นักลงทุนในตลาดตราสารทุนจะมีส่วนร่วมในตลาดมากขึ้นและมีการซื้อขายในลักษณะการเก็งกำไรมากขึ้น (Karlsson et al., 2005; Yuan, 2008) นักลงทุนที่มีบทบาทในช่วงดังกล่าวมักจะเป็นกลุ่มที่มีความรู้ด้านการลงทุนน้อยและไม่มีประสบการณ์ด้านการลงทุนจึงมักจะมีพฤติกรรมที่ไม่สมเหตุสมผล มีอคติเชิงพฤติกรรมที่มากขึ้นและใช้ปัจจัยทัศนคตินักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน โดยพฤติกรรมในลักษณะดังกล่าวส่งผลให้ในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง ราคาหลักทรัพย์ขยับห่างจากระดับที่ไม่สะท้อนความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนและความผันผวน (Mean-variance Tradeoff) (Yu and Yuan, 2011)

Gupta-Mukherjee (2018) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างทัศนคตินักลงทุนและพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดกองทุนรวมเพื่อดูว่ามีความเหมือนหรือแตกต่างอย่างไรกับนักลงทุนในตราสารทุน เนื่องจากกองทุนรวมไม่ได้มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบเดียวกับตราสารทุนและไม่ได้ถูกสร้างขึ้นมาสำหรับการลงทุนระยะสั้น ดังนั้นหากผลของทัศนคตินักลงทุนเป็นเพียงผลชั่วคราว พฤติกรรมของนักลงทุนในกองทุนรวมอาจไม่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยทัศนคตินักลงทุน โดยผลการศึกษาพบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง นักลงทุนจะมีส่วนร่วมในตลาดมากขึ้น เนื่องจากมีกระแสเงินลงทุนที่ไหลเข้าสู่ตลาดกองทุนรวมในระดับที่มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ Jiang and Yuksel (2019) พบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะลงทุนในกองทุนรวมที่มีความเสี่ยงสูง เช่น กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในหุ้นที่มีขนาดเล็ก

และหุ้นเติบโต นักลงทุนมีพฤติกรรมไล่ตามผลตอบแทนในอดีตมากขึ้น มีความอ่อนไหวต่อค่าธรรมเนียม กองทุนน้อยลง และพบว่ามีการไหลเข้าของเงินลงทุนในกองทุนที่มีความโดดเด่นมากขึ้น

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวม จากงานศึกษาในอดีตมีดังนี้

ผลการดำเนินงานในอดีต เนื่องจากนักลงทุนมักลงทุนตามผลตอบแทนในอดีต Sirri and Tufano (1998) พบว่าผลตอบแทนในอดีตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวม โดย Del Guercio and Tkac (2002) พบว่านักลงทุนมีการใช้ทั้งผลตอบแทนรวมและผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงในการตัดสินใจลงทุน ขณะที่ Jiang and Yuksel (2019) พบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะใช้ความรู้สึกในการตัดสินใจมากขึ้น รวมถึงนักลงทุนกลุ่มที่มีความรู้ด้านการลงทุนน้อยมีส่วนร่วมในตลาดมากขึ้น ในช่วงดังกล่าวนักลงทุนจึงมีพฤติกรรมไล่ตามผลตอบแทนในอดีตมากขึ้น

ค่าธรรมเนียมของกองทุนรวม ค่าธรรมเนียมส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนน้อยลง กองทุนที่เก็บค่าธรรมเนียมสูงจึงมีแนวโน้มการไหลเข้าของเงินลงทุนที่น้อยกว่า (Huang, Wei and Yan, 2007) ขณะที่ Jiang and Yuksel (2019) พบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง ซึ่งนักลงทุนมีพฤติกรรมไม่เป็นเหตุเป็นผล ค่าธรรมเนียมและกระแสเงินลงทุนมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามในระดับที่น้อยลง อย่างไรก็ตาม Yingvarakul (2019) ซึ่งใช้ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยพบว่าค่าธรรมเนียมไม่ได้มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวม

ความเสี่ยงของกองทุนรวม ภายใต้ข้อสมมติที่ว่านักลงทุนมีลักษณะไม่ชอบความเสี่ยง (Risk Averse) นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะไม่ลงทุนในกองทุนรวมที่มีความเสี่ยงสูง (Sirri and Tufano, 1998)

ความโดดเด่นของกองทุน (Star Funds and Star-family Affiliation) Nanda, Wang and Zheng (2004) พบว่ากองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานในอดีตที่โดดเด่นจะมีเงินลงทุนไหลเข้าสู่กองทุนรวมดังกล่าวในช่วงเวลาถัดไป นอกจากนี้กองทุนที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นจะมีเงินลงทุนเข้าสู่กองทุนรวมนั้น รวมถึงกองทุนรวมอื่น ๆ ภายใต้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (“บลจ.”) เดียวกัน จาก Spillover Effect ของกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่น

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวม ได้แก่ อายุของกองทุนรวม (Del Guercio and Tkac, 2002) ขนาดของบลจ. (Sirri and Tufano, 1998; Nanda et al., 2004) และกระแสเงินลงทุนในช่วงเวลาก่อนหน้า (Del Guercio and Tkac, 2002)

ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินลงทุนและผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวม Jiang and Yuksel (2019) ได้ศึกษาถึงลักษณะความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยมองว่าหากความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างกระแสเงินลงทุนและผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมเกิดจากความสามารถในการเลือกกองทุนของนักลงทุน (Smart Money Effect) ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเกิดขึ้นในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำซึ่งเป็นช่วงที่นักลงทุนมีพฤติกรรมที่เป็นเหตุเป็นผลเท่านั้น แต่หากความสัมพันธ์ดังกล่าวเกิดจากแรงกดดันด้านราคา (Flow

Induced Performance) ความสัมพันธ์ที่เป็นบวกดังกล่าวควรจะมีมากขึ้นในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง ซึ่งเป็นช่วงที่นักลงทุนนำปัจจัยด้านทัศนคติมาใช้ในการตัดสินใจ โดยจากผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินลงทุนและผลการดำเนินงานในอนาคามีลักษณะที่เป็นบวกในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูงเท่านั้น สะท้อนให้เห็นว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวเกิดจากแรงกดดันด้านราคาและนักลงทุนไม่ได้มีความสามารถในการเลือกกองทุน

วิธีการดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนไทยที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก (Active Funds) ระหว่างเดือนมกราคม พ.ศ. 2550 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 จากฐานข้อมูล Morningstar Direct ข้อมูลดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุน ซึ่งจัดทำโดยสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน (Investor Sentiment Index (Market Base) by CMRI) และข้อมูลสำหรับการคำนวณผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงจากแบบจำลอง Carhart 4-Factor จากฐานข้อมูล Refinitiv Eikon และใช้ข้อมูลตัวเงินค้ำอายุ 1 เดือน จากธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงด้วยแบบจำลอง Carhart 4-Factor จะใช้วิธีตามงานศึกษาของ Carhart (1997) โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนกองทุนรวมและข้อมูลผลตอบแทนหลักทรัพย์ในช่วง 36 เดือนก่อนหน้าในการหาค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรต่าง ๆ ในแบบจำลอง

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมในภาพรวมกับทัศนคตินักลงทุน จะใช้วิธีตาม Jiang and Yuksel (2019) โดยการหาค่าเฉลี่ยของกระแสเงินลงทุนสุทธิที่ไหลเข้าออกจากกองทุนรวมเมื่อแบ่งเป็นช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูงและช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ และใช้ T-test ในการทดสอบสมมติฐาน โดยการวัดกระแสเงินลงทุนสุทธิในแต่ละเดือนจะใช้การคำนวณอัตราการไหลเข้าออกของเงินลงทุน (Percentage Flow) ตาม Sirri and Tufano (1998) และ Barber et al. (2005) ดังนี้

$$FLOW_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - [TNA_{i,t-1} \times (1 + R_{i,t})]}{TNA_{i,t-1}} \quad (1)$$

โดยที่ $FLOW_{i,t}$ คือ อัตราการไหลเข้าออกของเงินลงทุนของกองทุนรวม i ในเดือนที่ t

$TNA_{i,t}$ คือ ทรัพย์สินสุทธิ (Total Net Asset) ของกองทุนรวม i ณ สิ้นเดือน t

$R_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนรวม (Gross Return) ของกองทุนรวม i ในเดือนที่ t

การศึกษานี้จะแบ่งประเภทของกองทุนรวมเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ (1) กองทุนรวมที่เน้นลงทุนในหุ้นขนาดเล็ก (Small Cap Fund) (2) กองทุนรวมที่เน้นลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่ (Big Cap Fund) (3) กองทุนรวมที่เน้นลงทุนในหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมาก (Value Fund) และ (4) กองทุนรวมที่เน้นลงทุนในหุ้นที่มีอัตรา

การเติบโตของผลประกอบการที่ดี (Growth Fund) ตามงานศึกษาของ Nanda et al. (2004) และ Jiang and Yuksel (2019) โดยการใช้การแบ่งกลุ่มตามค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรผลตอบแทนส่วนเกินจากขนาด (Size Premium) และผลตอบแทนส่วนเกินจากมูลค่า (Value Premium) จากแบบจำลอง Carhart 4-Factor ในแต่ละเดือน

เนื่องจากดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุน ซึ่งจัดทำโดยสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน มีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 100 ในการจำแนกช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูงและช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำจะใช้การแบ่งที่ค่าเท่ากับ 50 โดยหากดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนมีค่าตั้งแต่ 50 ขึ้นไปแสดงว่าทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง และหากดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนมีค่าต่ำกว่า 50 แสดงว่าทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ

การทดสอบปัจจัยที่ส่งผลต่อการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวม ใช้แบบจำลอง Dynamic Panel Data Model โดยใช้วิธีประมาณค่าแบบ Generalized Method of Moments (GMM) ตาม Arellano and Bond (1991) เนื่องจากข้อมูลที่ใช้มีทั้งข้อมูลอนุกรมเวลาและข้อมูลภาคตัดขวาง (Panel Data) และตัวแปรอิสระในแบบจำลองประกอบด้วยตัวแปรที่เป็น Lag ของตัวแปรตาม ดังนี้

$$\begin{aligned} FLOW_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Past Flow_i + \beta_2 R_{i,t-1,t-13} + \beta_3 \alpha_{i,t-1}^{AF} + \beta_4 Expense_{i,t-1} + \beta_5 Std_{i,t-1} + \beta_6 Star_{i,t-1} \\ & + \beta_7 StarAff_{i,t-1} + \beta_8 Log(TNA_{i,t-1}) + \beta_9 Log(Age_{i,t-1}) + \beta_{10} Log(FamSize_{i,t-1}) \\ & + \beta_{11} High_{t-1} * R_{i,t-1} + \beta_{12} High_{t-1} * \alpha_{i,t-1}^{AF} + \beta_{13} High_{t-1} * Expense_{i,t-1} \\ & + \beta_{14} High_{t-1} * Std_{i,t-1} + \beta_{15} High_{t-1} * Star_{i,t-1} + \beta_{16} High_{t-1} * StarAff_{i,t-1} \\ & + \beta_{17} Tax_i + u_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

โดยที่ $FLOW_{i,t}$ คือ อัตราการไหลเข้าออกของเงินลงทุนของกองทุนรวม i ในเดือนที่ t

$Past Flow_i$ คือ อัตราการไหลเข้าออกของเงินลงทุนของกองทุนรวม i ย้อนหลัง 1, 3, 6 และ 12 เดือน

$R_{i,t-1,t-13}$ คือ ผลตอบแทนรวมของกองทุนรวม i ในช่วง 1 ปีก่อนหน้าจนถึงเดือนที่ $t - 1$

$\alpha_{i,t-1}^{AF}$ คือ ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงตาม Carhart Four-Factor ของกองทุนรวม i ในเดือนที่ t

$Expense_{i,t-1}$ คือ อัตราค่าธรรมเนียมสุทธิของกองทุนรวม i ในปีที่ $t - 1$

$Std_{i,t-1}$ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายเดือนซึ่งถูกปรับค่าให้เป็นรายปีของกองทุนรวม i ในช่วง 1 ปีก่อนหน้าจนถึงเดือนที่ $t - 1$

$Star_{i,t-1}$ คือ ตัวแปร Dummy ที่มีค่าเท่ากับ 1 หากกองทุนรวม i มีผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงตามแบบจำลองของ Carhart Four-Factor อยู่ใน 10% แรก ในเดือนที่ $t - 1$

$StarAff_{i,t-1}$ คือ ตัวแปร Dummy ที่มีค่าเท่ากับ 1 หากกองทุนรวม i อยู่ภายใต้บลจ.เดียวกับ Star Funds แต่ไม่ใช่ Star Funds ในเดือนที่ $t - 1$

$High_{t-1}$ คือ ตัวแปร Dummy ที่มีค่าเท่ากับ 1 หากช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงเวลาที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง หรือดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนมีค่าตั้งแต่ 50 ขึ้นไป

$Log(TNA_{i,t-1})$ คือ ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม i ณ สิ้นเดือนที่ $t - 1$

$\text{Log}(\text{Age}_{i,t-1})$ คือ ค่าลอการิทึมของอายุของกองทุนรวม i บวกด้วย 1 (หน่วยเป็นปี) ณ สิ้นเดือนที่ $t - 1$

$\text{Log}(\text{FamSize}_{i,t-1})$ คือ ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์สุทธิของบลจ.ของกองทุนรวม i ณ สิ้นเดือนที่ $t - 1$

Tax_i คือ ตัวแปร Dummy ที่มีค่าเท่ากับ 1 หากเป็นกองทุนที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการไหลเข้าออกของเงินลงทุนและผลการดำเนินงานในขนาดของกองทุนรวม ใช้แบบจำลอง Dynamic Panel Data Model วิธีประมาณค่าแบบ Generalized Method of Moments (GMM) ตามงานศึกษาของ Arellano and Bond (1991) โดยตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) ตามแบบจำลอง Carhart Four-Factor โดยจะมีการคำนวณทั้งผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงในระยะ 1 เดือน (1-month Alpha) 3 เดือน (3-month Alpha) และ 12 เดือน (12-month Alpha) เนื่องจากอิทธิพลจากกระแสเงินลงทุนอาจไม่ได้สะท้อนในผลการดำเนินงานในเดือนถัดไปในทันที แต่อาจสะท้อนในผลการดำเนินงานในระยะยาวกว่านั้น เช่น ผลการดำเนินงานในอีก 3 เดือนถัดไป หรือผลการดำเนินงานในอีก 1 ปีข้างหน้า

$$\alpha_{i,t}^{4F} = \beta_0 + \beta_1 \alpha_{i,t-1}^{4F} + \beta_2 \text{FLOW}_{i,t-1} + \beta_3 \text{High}_{t-1} * \text{FLOW}_{i,t-1} + \beta X_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (3)$$

โดยที่ $\alpha_{i,t}^{4F}$ คือ ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงตาม Carhart Four-Factor ของกองทุนรวม i ในเดือนที่ t

$\text{FLOW}_{i,t}$ คือ อัตราการไหลเข้าออกของเงินลงทุนของกองทุนรวม i ในเดือนที่ $t - 1$

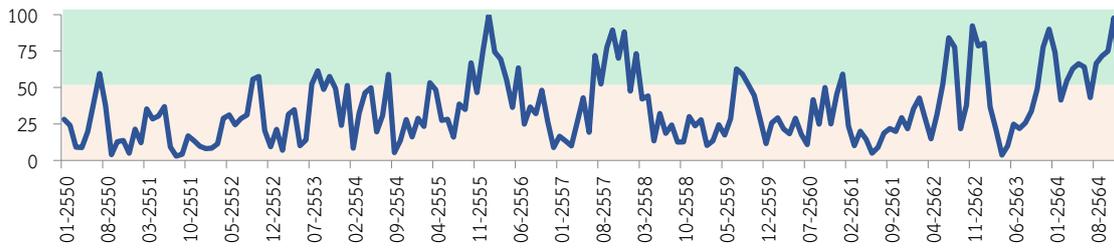
High_{t-1} คือ ตัวแปร Dummy ที่มีค่าเท่ากับ 1 หากช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงเวลาที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง หรือดัชนีวัดทัศนคตินักลงทุนมีค่าตั้งแต่ 50 ขึ้นไป

$X_{i,t-1}$ คือ ตัวแปรควบคุมซึ่งประกอบด้วยอัตราค่าธรรมเนียมสุทธิ ขนาดกองทุนรวม ขนาดของ บลจ. ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายเดือน และอายุของกองทุนรวม i ในเดือนที่ $t - 1$

อภิปรายผล

ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนไทยที่ใช้ในการศึกษามีจำนวน 281 กองทุน แบ่งเป็นกองทุนรวมที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี จำนวน 176 กองทุน และกองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี จำนวน 105 กองทุน

ข้อมูลดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุน ซึ่งจัดทำโดยสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2550 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2564 จำนวน 180 เดือน มีเดือนที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง หรือดัชนีวัดทัศนคตินักลงทุนมีค่าตั้งแต่ 50 ขึ้นไป จำนวน 45 เดือน เดือนที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ หรือดัชนีวัดทัศนคตินักลงทุนมีค่าตั้งแต่ 50 ลงมา จำนวน 135 เดือน



รูปที่ 1 ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุน ซึ่งจัดทำโดยสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน

(Investor Sentiment Index (Market Base) by CMRI) เดือนมกราคม พ.ศ. 2550 – ธันวาคม พ.ศ. 2564

ที่มา: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน

ตารางที่ 1 ค่าเฉลี่ยของอัตราการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวมจำแนกตามทัศนคตินักลงทุน

อัตราการไหลเข้าออก ของเงินลงทุนเฉลี่ย (%)	ทุกช่วงเวลา ทำการศึกษา	High sentiment		Difference High - Low
		High sentiment	Low sentiment	
Panel A: กองทุนรวมตราสารทุนไทยที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี				
All Funds	-0.193	0.452	-0.408	0.860***
Big Cap Funds	-0.472	-0.147	-0.581	0.434
Small Cap Funds	-0.054	0.738	-0.318	1.056***
Value Funds	-0.310	-0.007	-0.411	0.404
Growth Funds	-0.217	0.574	-0.481	1.054***
Panel B: กองทุนรวมตราสารทุนไทยที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี				
All Funds	1.296	0.853	1.444	-0.591
Big Cap Funds	0.609	0.540	0.633	-0.092
Small Cap Funds	1.155	0.853	1.256	-0.403
Value Funds	1.011	0.597	1.149	-0.553
Growth Funds	0.782	0.864	0.755	0.109

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ที่มา: การคำนวณโดยผู้วิจัย

เมื่อพิจารณาเฉพาะกองทุนรวมที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจะเห็นว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูงจะมีเงินลงทุนไหลเข้าสู่กองทุนรวมมากกว่าช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูงก็มีเงินลงทุนไหลเข้าสู่กองทุนรวมประเภท Small Cap Funds และ Growth Funds มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานศึกษาในอดีตที่พบว่า ในช่วง

ที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง นักลงทุนจะลงทุนในหุ้นบริษัทขนาดเล็ก หุ้นบริษัทที่อายุน้อย และหุ้นที่มีแนวโน้มการเติบโตสูง (Baker and Wurgler, 2006) ในขณะที่นักลงทุนในกองทุนรวมก็มีแนวโน้มที่จะลงทุนในกองทุนรวมที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น เช่น กองทุนรวมที่เน้นการลงทุนในหุ้นที่มีขนาดเล็กและหุ้นเติบโต (Jiang and Yuksel, 2019)

เมื่อพิจารณาเฉพาะกองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี จะเห็นได้ว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูงจะมีเงินลงทุนไหลเข้าสู่กองทุนรวมน้อยกว่าช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตามความแตกต่างนั้นไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อดูตามประเภทของกองทุนรวมจะเห็นได้ว่านักลงทุนไม่ได้มีแนวโน้มที่จะเลือกลงทุนในกองทุนรวมกลุ่มใดมากเป็นพิเศษในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนมีความแตกต่างกัน สอดคล้องกับงานศึกษาในอดีตที่ว่ากระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมักมีลักษณะแปรผันตามฤดูกาล (Seasonal Variation) โดยจะมีเงินลงทุนไหลเข้าสูงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงไตรมาสสุดท้ายของแต่ละปี (Praweenwongwut, 2015; Ratanabanchuen and Saengchote, 2018) ดังนั้นทัศนคตินักลงทุนจึงไม่ได้มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมกลุ่มนี้

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบปัจจัยที่ส่งผลต่อการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวม

	(1)	(2)	(3)	(4)
$R_{i,t-1,t-13}$	0.007	0.015*	0.009*	0.013*
$High_{t-1} * R_{i,t-1,t-13}$		-0.003		0.000
$\alpha_{i,t-1}^{AF}$	2.934**	2.735***	3.216***	2.915***
$High_{t-1} * \alpha_{i,t-1}^{AF}$		1.195*		0.882
$Expense_{i,t-1}$	1.290	1.383	1.457	1.561*
$High_{t-1} * Expense_{i,t-1}$		0.235		0.116
$Std_{i,t-1}$	-0.034	-0.017	-0.033	-0.014
$High_{t-1} * Std_{i,t-1}$		-0.030*		-0.030*
$Star_{i,t-1}$			-0.094	-0.278
$StarAff_{i,t-1}$			-0.051	-0.084
$High_{t-1} * Star_{i,t-1}$				0.585
$High_{t-1} * StarAff_{i,t-1}$				0.463*
$Log(TNA_{i,t-1})$	-1.478**	-0.808*	-1.185**	-0.660
$Log(Age_{i,t-1})$	0.282	1.313**	0.640	1.099**
$Log(FamSize_{i,t-1})$	2.935	0.177	1.986	0.585
Tax_i	5.327**	4.763**	5.364**	4.471**
$Constant$	-30.680	-4.779	-22.420	-10.290

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบปัจจัยที่ส่งผลต่อการไหลเข้าออกของเงินลงทุนในกองทุนรวม (ต่อ)

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Past Flow</i>	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	28,812	28,812	28,812	28,812
<i>N_g</i>	281	281	281	281
<i>Chi²</i>	191.10***	231.60***	211.40***	235.80***
<i>Sargan</i>	12.59	28.01*	16.22	30.64

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ที่มา: การคำนวณโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 2 จะเห็นได้ว่่านักลงทุนมีการใช้ผลการดำเนินงานทั้งผลตอบแทนรวม (Gross Return) และผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงของกองทุนรวม (Risk-Adjusted Return) ในการตัดสินใจลงทุน อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง นักลงทุนมีการไล่ตามผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงมากขึ้น สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมีการใช้ปัจจัยทัศนคติการลงทุนในการตัดสินใจไล่ตามผลตอบแทน อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนรวมอย่างง่ายไม่ได้มีความแตกต่างจากช่วงที่ทัศนคติการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ แสดงให้เห็นว่าพฤติกรรมไล่ตามผลตอบแทนของนักลงทุนมีบางส่วนที่อาจมาจากอคติเชิงพฤติกรรม ในขณะที่พฤติกรรมบางส่วนก็สมเหตุสมผลสอดคล้องกับงานศึกษาของ Jiang and Yuksel (2019)

ค่าธรรมเนียมของกองทุนรวมไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนสอดคล้องกับงานศึกษาของ Yingvarakul (2019) ซึ่งใช้ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย โดย Bailey et al. (2011) มองว่าการที่นักลงทุนเลือกกองทุนที่มีค่าธรรมเนียมสูงสะท้อนให้เห็นถึงความมีอคติเชิงพฤติกรรมของนักลงทุน สำหรับในช่วงที่ทัศนคติการลงทุนอยู่ในระดับสูง ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่ได้มีความแตกต่างจากช่วงที่ทัศนคติการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ

ความเสี่ยงของกองทุนรวมไม่มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในช่วงที่ทัศนคติการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่ทัศนคติการลงทุนอยู่ในระดับสูง

สำหรับความโดดเด่นของกองทุนรวม ซึ่งนิยามให้เป็นกองทุนรวมที่มีผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงตามแบบจำลองของ Carhart Four-Factor อยู่ใน 10% แรก จะพบว่าไม่ได้มีกระแสเงินลงทุนไหลเข้าสู่กองทุนรวมดังกล่าวมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังไม่พบ Spillover Effect จากกองทุนรวมจากกองทุนรวมดังกล่าวในช่วงที่ทัศนคติการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Nanda et al. (2004) และ Jiang and Yuksel (2019) ที่ใช้ข้อมูลกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่ทัศนคติการลงทุนอยู่ในระดับสูงจะเกิด Spillover Effect จากกองทุนรวมจากกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นไปยังกองทุนรวมอื่น ๆ ภายใต้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเดียวกัน โดย Jiang and Yuksel (2019) พบว่าไม่มีงานศึกษาที่แสดงให้เห็นว่า Star Affiliation มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่

เกิดขึ้นจริงของกองทุนรวม ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่าง Star Affiliation กับกระแสเงินลงทุนจึงสะท้อนพฤติกรรมที่มาจากทัศนคตินักลงทุนในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง

ตารางที่ 3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมและผลการดำเนินงานในอนาคต

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ตัวแปรตาม:	$\alpha_{i,t}^{4F}$	$\alpha_{i,t}^{4F}$	$3m_ \alpha_{i,t}^{4F}$	$3m_ \alpha_{i,t}^{4F}$	$12m_ \alpha_{i,t}^{4F}$	$12m_ \alpha_{i,t}^{4F}$
$\alpha_{i,t}^{4F}$	0.9210***	0.9250***				
$3m_ \alpha_{i,t-1}^{4F}$			0.9710***	0.9160***		
$12m_ \alpha_{i,t-1}^{4F}$					0.9890***	0.9600***
$FLOW_{i,t-1}$	-0.0003	-0.0002	-0.0087	-0.0003	-0.0185*	-0.0201**
$High_{t-1} * FLOW_{i,t-1}$		-0.0010		0.0050		0.0446**
Constant	-0.1940	-0.2060	-0.1220	1.2570	-0.4650	0.1830
Control Variables	Y	Y	Y	Y	Y	Y
N	28,531	28,531	27,969	27,969	25,516	25,516
N_g	281	281	281	281	263	263
Chi ²	12,722.00***	12,305.10***	41,072.70***	13,563.10***	127,576.00***	105,057.60***
Sargan	5.72	6.02	2.40	0.50	10.66**	10.56

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ที่มา: การคำนวณโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 3 เราพบว่ากระแสเงินลงทุนในอดีตของกองทุนรวมไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตในระยะ 1 เดือน หรือ 3 เดือนข้างหน้า ทั้งในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ระดับต่ำ หรือทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่ได้มีความสามารถในการเลือกกองทุนรวมสอดคล้องกับงานศึกษาของ Ungphakorn (2014) และ Praweenwongwut (2015) ซึ่งใช้ข้อมูลกองทุนรวมตราสารทุนไทย อย่างไรก็ตามเราพบว่ากระแสเงินลงทุนในอดีตของกองทุนรวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในอนาคต เมื่อวัดด้วยผลตอบแทนในระยะ 12 เดือนข้างหน้า แต่เมื่อแบ่งตามทัศนคติของนักลงทุนจะเห็นได้ว่า เมื่อทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ กระแสเงินลงทุนในอดีตมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานในระยะ 12 เดือนข้างหน้า อย่างไรก็ตามเมื่อทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง กระแสเงินลงทุนในอดีตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในระยะ 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งตามแนวคิดของ Jiang and Yuksel (2019) มองว่าหากความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างกระแสเงินลงทุนและผลการดำเนินงานในอนาคตของกองทุนรวมเกิดขึ้นในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง ความสัมพันธ์ดังกล่าวเกิดจากแรงกดดันด้าน และนักลงทุนไม่ได้มีความสามารถในการเลือกกองทุนรวม

สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาพบว่าในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง กระแสเงินลงทุนจะไหลเข้าสู่กองทุนรวมประเภทที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และในช่วงเวลาดังกล่าว นักลงทุนจะสนใจ

กองทุนที่เน้นการลงทุนในหุ้นขนาดเล็กและหุ้นเติบโต ขณะที่ทัศนคตินักลงทุนไม่ได้มีความสัมพันธ์กับกระแสเงินลงทุนในกองทุนรวมประเภทที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี

เมื่อใช้ข้อมูลรายกองทุนพบว่า นักลงทุนใช้ทั้งผลตอบแทนรวมและผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงในการตัดสินใจลงทุน โดยในช่วงที่ทัศนคตินักลงทุนอยู่ในระดับสูง นักลงทุนเลือกจะลงทุนในกองทุนที่ผลตอบแทนหลังปรับความเสี่ยงมากขึ้น แต่ลงทุนในกองทุนที่มีความผันผวนสูงน้อยลง และมีการไหลของกระแสเงินลงทุนจากกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นไปยังกองทุนรวมอื่น ๆ ภายใต้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเดียวกัน ถึงแม้ว่านักลงทุนจะใช้ผลการดำเนินงานในอดีตในการตัดสินใจลงทุน เราไม่พบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างกระแสเงินลงทุนในอดีตกับผลการดำเนินงานในอนาคต แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่ได้มีความสามารถในการเลือกกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนดี

ข้อเสนอแนะ

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถใช้ดัชนีชี้วัดทัศนคตินักลงทุนในการคาดการณ์พฤติกรรมของนักลงทุนในตลาดกองทุนรวมตราสารทุนและปรับนโยบายให้สอดคล้องกับพฤติกรรมของนักลงทุนในสถานะต่าง ๆ ขณะที่นักลงทุนอาจพิจารณาใช้ปัจจัยอื่น ๆ เพิ่มเติม ในการตัดสินใจลงทุนนอกเหนือจากการใช้ผลตอบแทนในอดีต

บรรณานุกรม

- ศิริยศ จุฑานนท์, ชิมา ทับทิมพรรณ และธีรภูมิ ศรีพิณิจ. (2559). *ดัชนีทัศนคตินักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สืบค้นจาก: <http://www.pier.or.th/abridged/2016/10/>
- สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. (2565). *มูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ปีพ.ศ. 2544-2564*. <http://ns3.aimc.or.th/web/ภาพรวมอุตสาหกรรม/>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Bailey, W., Kumar, A., & Ng, D. (2011). Behavioral biases of mutual fund investors. *Journal of financial economics*, 102(1), 1-27.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Barber, B. M., Odean, T., & Zheng, L. (2005). Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business*, 78(6), 2095-2120.

-
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Del Guercio, D., & Tkac, P. A. (2002). The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(4), 523-557.
- Griffin, J. M., Nardari, F., & Stulz, R. M. (2007). Do investors trade more when stocks have performed well? Evidence from 46 countries. *Review of Financial Studies*, 20(3), 905-951.
- Gupta-Mukherjee, S. (2018). *Investor Sentiment and Time-varying Investor Sophistication: Evidence from the Mutual Fund Industry*. <https://www.semanticscholar.org/paper/Investor-Sentiment-and-Time-varying-Investor-from-Gupta-Mukherjee/617f45d0ce7098593c4568357f50a41f7b658b96>
- Huang, J., Wei, K. D., & Yan, H. (2007). Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance. *Journal of Finance*, 62(3), 1273-1311.
- Jiang, G. J., & Yüksel, H. Z. (2019). Sentimental mutual fund flows. *Financial Review*, 54(4), 709-738.
- Karlsson, N., Seppi, D. J., & Loewenstein, G. (2005). The 'ostrich effect': Selective attention to information about investments. Available at SSRN 772125.
- Karmaziene, E. (2016). *Mutual Fund Flows and Investor Sentiment*. Swedish House of Finance Research Paper No. 16-16.
- Nanda, V., Wang, Z. J., & Zheng, L. (2004). Family values and the star phenomenon: Strategies of mutual fund families. *The Review of Financial Studies*, 17(3), pp. 667-698.
- Praweenwongwut, P. (2015). *Smart Money Effect of RMF and LTF Flows*. (Master of Science in Finance). Chulalongkorn University, Bangkok.
- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.
- Ungphakorn, T. (2014). Mutual Fund Flow Behavior in Thailand. *BU Academic Review*, 13(2), 1-15.
- Yingvarakul, N. (2019). *The impact of Fund fees on Mutual fund flows in Thailand*. (Master of Science in Finance). Chulalongkorn University.
- Yu, J., & Yuan, Y. (2011). Investor sentiment and the mean-variance relation. *Journal of Financial Economics*, 100(2), 367-381.
-

Yuan, Y. (2008). *Attention and trading*. University of Pennsylvania Philadelphia. Unpublished working paper.