

บทที่ 2

ทฤษฎีและเอกสารที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดเรื่องการเก็บเงินออมเพื่อการลงทุน

เมื่อบุคคลหนึ่งได้รับเงินได้ เขาอาจต้องใช้จ่ายเงินได้นั้นและ/หรือเก็บออมเงินได้นั้นไว้ หากเขาเลือกที่จะเก็บออมหรือใช้จ่ายน้อยกว่ารายได้เขาจะต้องตัดสินใจว่าจะออมโดยวิธีใด ในทางกลับกันบางคนอาจต้องการใช้จ่ายเงินมากกว่าจำนวนเงินที่ทำมาหาได้เป็นผลให้เกิดการกู้ยืมขึ้นเป็นจำนวนหนึ่ง เขาจะต้องตัดสินใจว่าจะกู้ยืมจากแหล่งใด

เมื่อใดที่รายได้ในปัจจุบันมีมูลค่าสูงกว่าการใช้จ่ายในปัจจุบัน จะมีการเก็บออมรายได้ส่วนเกินเอาไว้ จนกระทั่งถึงเวลาต้องใช้จ่ายเงินจึงนำเงินส่วนนี้ออกมาใช้ ในขณะที่เดียวกันหลายๆคนอาจรู้สึกว่าจะชะลอการใช้จ่ายเงินจำนวนหนึ่งลงในปัจจุบันแล้วเก็บออมด้วยวิธีอื่น เพื่อให้เงินจำนวนนั้นงอกเงยขึ้นเพื่อใช้จ่ายในอนาคตได้มากขึ้น และพิจารณาว่าการชะลอการบริโภคในวันนี้ไว้เพื่อการบริโภคที่มากขึ้นในอนาคตจึงเป็นที่มาของการออมและการลงทุน โดยจำนวนเงินที่งอกเงยขึ้นมาก็คือผลตอบแทนจากการลงทุน (จිරัดน์ สังข์แก้ว, 2545)

2.1.2 ทฤษฎีการประหยัดและไม่ประหยัดสืบเนื่องจากขนาดของการผลิต (Economies and Diseconomies of Scale)

การประหยัดสืบเนื่องจากการขยายขนาดของการผลิต (economies of scale) หมายถึง ผลดีต่างๆซึ่งอาจอยู่ในรูปของการลดลงของต้นทุนเฉลี่ยต่อหน่วย หรือในรูปของผลผลิตที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าการเพิ่มของปัจจัยการผลิต การประหยัดสืบเนื่องจากการขยายขนาดของการผลิตแบ่งออกเป็น 2 กรณีคือ

1) การประหยัดที่เกิดจากภายใน อาจเกิดจาก (internal economies of scale)

- การจัดซื้อ ธุรกิจขนาดใหญ่จัดซื้อวัตถุดิบและสินค้าขึ้นกลางคราวละจำนวนมาก จึงมักได้รับส่วนลดจากผู้ขายในอัตราที่สูงกว่ารายที่ซื้อในปริมาณที่น้อย หรือสามารถซื้อเชื่อด้วยระยะเวลาที่นานกว่า มีผลทำให้ต้นทุนลดลง ผู้ผลิตรายย่อยไม่สามารถจัดซื้อวัตถุดิบคราวละจำนวนมากๆจึงไม่ได้รับส่วนลดในอัตราสูงและไม่สามารถลดต้นทุนจากเหตุนี้ได้

- การตลาด ธุรกิจขนาดใหญ่สามารถใช้ประโยชน์จากแผนการตลาดได้อย่างเต็มที่ สมมติว่าพนักงานการตลาดหนึ่งคนสามารถติดต่อหาคำสั่งซื้อสินค้า 1,000 หน่วย โดยใช้ต้นทุน (ได้แก่ เวลา ค่าพาหนะ ค่าใช้จ่ายอื่นๆ) ใกล้เคียงกับการติดต่อรับคำสั่งซื้อสินค้า 200 หน่วย เมื่อคำนวณรายจ่ายด้านการตลาดเฉลี่ยต่อสินค้า 1 หน่วย พบว่าการรับคำสั่งซื้อสินค้าจำนวนมากย่อมเสียค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่ำกว่าการรับคำสั่งซื้อจำนวนน้อย นอกจากนี้ธุรกิจขนาดใหญ่ยังสามารถใช้ประโยชน์อย่างคุ้มค่างับรายจ่าย การโฆษณาทางสื่อมวลชน ซึ่งคิดค่าใช้จ่ายสูงมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหน่วยธุรกิจที่มีการผลิตหรือจำหน่ายผลิตภัณฑ์หลายอย่าง การโฆษณาที่หือเท่ากับเป็นการโฆษณาสินค้าต่างๆของหน่วยธุรกิจนั้นโดยเบ็ดเสร็จ เช่น การผลิตของใช้ประจำตัวต่างๆ เป็นต้น

- การบริหารจัดการ ธุรกิจขนาดใหญ่สามารถว่าจ้างนักบริหารมืออาชีพและบุคลากรที่เชี่ยวชาญประจำแผนกต่างๆ เช่น นักบริหารการเงิน นักบัญชี ผู้จัดการฝ่ายการผลิต ผู้จัดการฝ่ายการตลาด เป็นต้น ในขณะที่ธุรกิจขนาดเล็กผู้จัดการคนเดียวอาจต้องดูแลเกือบทุกอย่าง จึงไม่อาจทำหน้าที่ได้ดีในงานแต่ละอย่างที่ดูแล

- การเงิน ธุรกิจขนาดใหญ่อาจระดมเงินทุนได้ง่ายด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า ธุรกิจขนาดเล็ก ธุรกิจขนาดใหญ่มีทรัพย์สินมาก สถาบันการเงินหรือผู้ถือหุ้นเกิดความมั่นใจว่ามีความเสี่ยงน้อยกว่า จึงยินดีที่จะให้กู้หรือซื้อหุ้น

- วิทยาการการผลิต ธุรกิจขนาดใหญ่สามารถแบ่งงานกันทำได้กว้างขวางมากกว่า และสามารถใช้เครื่องมือเครื่องจักรได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่า เมื่อผลผลิตมากขึ้น ต้นทุนแรงงานเฉลี่ยต่อผลผลิต 1 หน่วยก็จะลดลง นอกจากนี้การผลิตสินค้าบางอย่างที่มีคุณภาพดีจะต้องใช้เครื่องจักรทันสมัย การลงทุนสูง และต้องผลิตเป็นจำนวนมากจึงจะสามารถลดต้นทุนเฉลี่ยต่อสินค้า 1 หน่วยได้ เช่น ผลิตภัณฑ์เคมี รถยนต์ เป็นต้น

- การแบกรับความเสี่ยง ธุรกิจขนาดใหญ่อาจผลิตสินค้าหลายๆตัวพร้อมกัน เมื่อสินค้าตัวหนึ่งมีปัญหาที่ยังสามารถพึ่งสินค้าตัวอื่นได้ ไม่ถึงกับต้องเลิกกิจการ นอกจากนี้ ถ้าผู้บริหารมองการณ์ไกลธุรกิจขนาดใหญ่สามารถลงทุนด้านการวิจัยและการพัฒนาผลิตภัณฑ์ ทำให้สามารถแข่งขันและยืนหยัดอยู่ในตลาดได้นาน

2) การประหยัดที่เกิดจากภายนอก (external economies of scale) หมายถึง ผลที่เกิดจากปัจจัยภายนอก อันเนื่องมาจากการกระจุกตัวของหน่วยผลิตพร้อมๆกับการพัฒนาของอุตสาหกรรมนั้นภายในเขตพื้นที่หนึ่งๆทำให้แต่ละหน่วยผลิตที่อยู่ในเขตพื้นที่เดียวกันได้ประโยชน์ในด้านต่างๆ เช่น กลุ่มแรงงานที่มีทักษะเหมาะสมต่างมุ่งมาทำงานทำในเขตพื้นที่นั้น มีการแลกเปลี่ยนหรือใช้ประโยชน์ร่วมกันจากหน่วยงานวิจัยที่อยู่ในเขตพื้นที่นั้น การเข้าถึงแหล่งเงินทุน

ที่เชี่ยวชาญเฉพาะ การพึ่งพาวัตถุดิบและสินค้าชั้นกลางที่มีการผลิตอยู่ในเขตพื้นที่ การใช้ประโยชน์ได้เต็มที่และคุ้มค่ากับการลงทุนด้านสาธารณูปโภค

การไม่ประหยัดสืบเนื่องจากการขยายขนาดของการผลิต (diseconomies of scale) หมายถึง ผลเสียต่างๆที่อาจอยู่ในรูปของการเพิ่มขึ้นของต้นทุนเฉลี่ยต่อหน่วย หรือในรูปของผลผลิตที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่าการเพิ่มของปัจจัยการผลิต การไม่ประหยัดแบ่งได้เป็น 2 กรณี คือ

1) การไม่ประหยัดที่เกิดจากภายใน (internal diseconomies of scale) มีสาเหตุมาจากภายในหน่วยผลิต โดยมากเกี่ยวข้องกับปัญหาด้านการบริหารจัดการ เป็นต้นว่าเมื่อหน่วยธุรกิจขยายตัวเป็นธุรกิจใหญ่ ถึงแม้จะมีผู้จัดการเพิ่มขึ้นหลายคน แต่ก็อาจเกิดปัญหาการประสานงานระหว่างผู้จัดการแผนกต่างๆ หรือปัญหาการติดต่อสื่อสารและการสร้างความเข้าใจกับคนจำนวนมากขึ้น หรือหน่วยงานกระจายอยู่หลายที่ หรือปัญหาการสร้างเอกภาพและความกระตือรือร้นในการทำงาน

2) การไม่ประหยัดที่เกิดจากภายนอก (external diseconomies of scale) สาเหตุมาจากภายนอกหน่วยผลิต เมื่อมีหน่วยผลิตหลายหน่วยพร้อมกันขยายขนาดของการผลิต ความต้องการปัจจัยการผลิตประเภทต่างๆจะเพิ่มขึ้นรวดเร็ว แต่ละหน่วยผลิตต่างแย่งซื้อปัจจัยการผลิตที่มีอยู่อย่างจำกัด ทำให้ราคาของปัจจัยการผลิตเหล่านั้นสูงขึ้น และมีผลทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นด้วย ซึ่งการขยายขนาดของการผลิตในธุรกิจหนึ่งๆอาจเกิดทั้ง economies และ diseconomies ในเวลาเดียวกันได้ และการขยายขนาดของการผลิตจะเกิดผลสุทธิต่างๆขึ้นอยู่กับว่าผลดีและผลเสียอย่างไหนมากกว่ากัน (วันรักษ์ มิ่งมณีนาคิน, 2547)

2.1.3 แนวคิดเรื่องความเสี่ยง (Risk)

ความเสี่ยง หรือความไม่แน่นอนเกิดขึ้นได้เมื่ออยู่ในสภาพที่ไม่อาจรู้ได้แน่นอนว่าจะเกิดอะไรขึ้น ผู้ลงทุนต่างพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยง หรือลดความเสี่ยงให้เหลือน้อยที่สุดเท่าที่จะทำได้ และแต่ละบุคคลจะยอมรับความเสี่ยงในระดับที่แตกต่างกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับทัศนคติหรือสิ่งจูงใจของผู้ลงทุนนั้นๆว่ามากน้อยเพียงใด ความเสี่ยงของหุ้นหมายถึงโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนไม่ตรงกับผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ลงทุนอื่นเนื่องมาจากสาเหตุต่างๆ

ในการเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด หากไม่พิจารณาถึงความเสี่ยง และพิจารณาเฉพาะผลตอบแทน ผู้ลงทุนอาจพิจารณาเลือกการลงทุนในกองทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดเท่านั้น ซึ่งอาจเกิดข้อผิดพลาดจากการลงทุนได้ โดยปกติแล้วในทางสถิติค่าความเสี่ยงรวมของกองทุนรวม (total risk) ซึ่งหาได้จากค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนนั้นจะประกอบ

ด้วยความเสี่ยง 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) กับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk)

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) คือ ความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง จนเป็นผลให้ราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ถูกกระทบกระเทือน สาเหตุเหล่านี้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง และการเปลี่ยนแปลงในภาวะแวดล้อมของสังคม ซึ่งกระทบกระเทือนต่อตลาดหุ้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบได้แก่ ความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอำนาจซื้อและความเสี่ยงในตลาด

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) คือ ความเสี่ยงที่ทำให้ธุรกิจนั้นเกิดการเปลี่ยนแปลงผิดไปจากธุรกิจอื่น หรือความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะตัวกับธุรกิจนั้นๆ ไม่มีผลต่อธุรกิจอื่นได้แก่ การนัดหยุดงานของคนงานในธุรกิจ ความผิดพลาดของผู้บริหาร การค้นพบสิ่งใหม่ การแข่งขันด้านโฆษณา และการเปลี่ยนแปลงรสนิยมของผู้บริโภค สิ่งเหล่านี้เมื่อเกิดขึ้นแล้วจะทำให้อัตราผลตอบแทนต้องเปลี่ยนแปลงไป (เพชร ชุมทรัพย์, 2540)

การวัดความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk) วัดได้จากการแจกแจงความน่าจะเป็นของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ณ ระดับนั้นๆ ในการวัดความเสี่ยงของกองทุน จะอาศัยความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดหวังกับผลตอบแทนที่ได้รับ ซึ่งเป็นการวัดโอกาสที่ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ ถ้าอัตราผลตอบแทนแตกต่างไปจากผลตอบแทนที่คาดหวังมากเท่าไรความเสี่ยงของผู้ลงทุนย่อมจะเพิ่มขึ้นเท่านั้น การวัดความเสี่ยงนิยมใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเป็นตัววัด ดังนั้นจึงสามารถนำอัตราผลตอบแทนที่หาได้จากแบบจำลองอัตราผลตอบแทนของกองทุนมาคำนวณความเสี่ยงตามวิธีสถิติได้ คือ

$$\text{คำนวณจาก } \sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

โดยที่ σ_i = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุน i

R_i = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นของกองทุน i ในแต่ละงวด

\bar{R}_i = อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับโดยเฉลี่ยของกองทุน i สำหรับช่วงระยะเวลา n งวด

n = จำนวนงวดสำหรับระยะเวลาการตรวจสอบ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

2.2 สรุปสาระสำคัญจากเอกสารที่เกี่ยวข้อง

มณฑรัตน์ โพธิ์วิจิตร (2539) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมในประเทศไทย” โดยใช้ทฤษฎีแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) และทำการวัดประสิทธิภาพการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนโดยใช้ทฤษฎี Sharp’s และ Treynor’s Portfolio Performance Measure โดยการคำนวณอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมแบบปิด 15 กองทุน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2535 จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2538

ผลการศึกษารูปว่า อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการคำนวณด้วยราคาปิดของกองทุนรวม และมูลค่าสินทรัพย์สุทธิมีผลคล้ายคลึงกัน คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในกองทุนรวมมีค่ามากกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ) และการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาด โดยมีความเสี่ยงสูงกว่าตลาดเล็กน้อย ถ้าพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนกับผลตอบแทนของตลาด ปรากฏว่าอัตราผลตอบแทนสะท้อนให้เห็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนได้ชัดเจนกว่าราคาปิดของหน่วยลงทุน ส่วนการวิเคราะห์ความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนรวมทั้งจากการคำนวณด้วยราคาปิดและมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ปรากฏว่ากองทุนรวมส่วนใหญ่มีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ โดยมีผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยของความเสียหายรวม และความเสี่ยงที่เป็นระบบดีกว่าตลาด

วรางคณา บุญเทียม (2540) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “การศึกษาพฤติกรรมกรรมการเลือกลงทุนของกองทุนรวมในประเทศไทย” ซึ่งการศึกษาพฤติกรรมกรรมการเลือกลงทุนโดยการใช้การพิจารณาผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เป็นหลัก (momentum investing) โดยการนำข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ (portfolio holdings) และข้อมูลผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ (return on stock prices) มาคำนวณผ่านแบบจำลองจาก Grinblatt เพื่อหาค่าตัวชี้วัดระดับการมีพฤติกรรมกรรมการเลือกลงทุนโดยใช้การพิจารณาผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เป็นหลัก (momentum measures) และนำค่าที่คำนวณได้มาทำการวิเคราะห์ โดยได้ผลสรุปคือ

1. กองทุนรวมในประเทศไทยมีพฤติกรรม momentum investing และกองทุนรวมประเทศไทยให้ความสำคัญกับการใช้ข้อมูลผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ ณ เดือนปัจจุบัน (Lag-0) มากกว่าผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ของเดือนก่อนหน้า (Lag-1)

2. กองทุนรวมที่บริหารโดยบริษัทจัดการกองทุนรวมแห่งเดียวกันมีพฤติกรรม การเลือก ลงทุนใกล้เคียงกัน กองทุนรวมที่บริหารโดยบริษัทจัดการกองทุนรวมแต่ละแห่งมีระดับพฤติกรรม Momentum investing ใกล้เคียงกัน

3. ในการศึกษาครั้งนี้ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างค่า momentum measures และ ร้อยละการเปลี่ยนแปลงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวม เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ศูนย์ จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าการมีพฤติกรรม momentum investing ทำให้ กองทุนรวมมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมอื่น

Chen, et al (2003) ได้ทำการศึกษารายชื่อของกองทุนรวมที่มีบทบาทต่อสภาพคล่องและผล การดำเนินงาน ซึ่งทำการศึกษากองทุนรวมตราสารทุนในสหรัฐอเมริกาจำนวน 3,439 กองทุน จาก กองทุนรวมทั้งหมด 27,431 กองทุน คิดเป็นค่าเฉลี่ยคือ 741 กองทุนต่อเดือน ใช้ข้อมูลบัญชีตั้งแต่วันที่ เดือนมกราคม ค.ศ.1962 ถึงเดือนธันวาคม ค.ศ.1999 จากฐานข้อมูลของ Center for Research in Security Prices (CRSP) โดยการใช้ค่าควอไทล์ (quintiles) แบ่งขนาดของกองทุนรวมออกเป็น 5 ขนาด (ให้นิยามว่ากองทุนรวมขนาดเล็กที่สุดคือกองทุนรวมที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิน้อยกว่า 15 ล้านดอลลาร์) และเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนก่อนและหลังหักค่าธรรมเนียมและ ค่าใช้จ่ายโดยทำการ Adjust ผลตอบแทนด้วยวิธี Market Adjust , Capital Asset Pricing Model (CAPM) , 3-Factor และ 4-Factor ของแต่ละกองทุนและทุกกองทุนรวมกัน แล้วนำผลตอบแทน แต่ละวิธีมาหาความสัมพันธ์โดยใช้สมการถดถอย (regression analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างขนาดของกองทุนกับผลการดำเนินงาน โดยแบบจำลองที่ใช้คือ

$$\text{FUNDRET}_{i,t} = \mu + \Phi \text{LOGTNA}_{i,t-1} + \gamma X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่ $i = 1, 2, \dots, N$

$\text{FUNDRET}_{i,t}$ คือผลตอบแทน (gross และ net) ของแต่ละกองทุน i ในเดือนที่ t โดยการ ปรับค่าด้วย performance benchmark

$\text{LOGTNA}_{i,t-1}$ คือ logarithm ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ซึ่งใช้วัดขนาดของกองทุนรวม (ล้านดอลลาร์)

$X_{i,t-1}$ คือ ตัวแปรที่ควบคุม ซึ่งได้แก่

$\text{LOGFAMSIZE}_{i,t-1}$ คือ ขนาดกองทุนของทั้งบริษัท (ล้านดอลลาร์)

$\text{TURNOVER}_{i,t-1}$ คือ fund turnover โดยวัดจากค่าต่ำสุดของจำนวนการซื้อ และขายมวลรวม หาดด้วยค่าเฉลี่ยของ Total Net Assets ต่อปี (% ต่อปี)

$AGE_{i,t-1}$	คือจำนวนปีตั้งแต่เริ่มก่อตั้งกองทุน (ปี)
$EXPRATIO_{i,t-1}$	คือ ค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมในการบริหารกองทุนต่อปีหารด้วย Total Net Assets ของปีที่สิ้นสุด (%)
$TOTLOAD_{i,t-1}$	คือ ค่าธรรมเนียมชื้อบวกค่าธรรมเนียมขาย (% charge)
$FLOW_{i,t-1}$	คือ % ของกองทุนรวมที่ยังดำเนินการในปีที่ผ่านมา (% ต่อปี)

จากแบบจำลองเมื่อทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้สมการถดถอย (regression analysis) จะพบว่า กองทุนขนาดใหญ่จะมีอัตราส่วนของค่าใช้จ่ายต่ำ ซึ่งเกิดจากการประหยัดต่อขนาดของกองทุน เนื่องจากกองทุนรวมจะมีค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมในการจัดการกองทุน ซึ่งถ้ากองทุนรวมมีขนาดใหญ่จะถูกแบ่งสัดส่วนของค่าใช้จ่ายให้ผู้ถือกองทุนรวมได้มากกว่า ทำให้ผู้ถือครองหน่วยลงทุนได้รับผลตอบแทนมากกว่าผู้ถือครองหน่วยลงทุนของกองทุนขนาดเล็ก และกองทุนที่มีอายุการดำเนินงานมากจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากองทุนรวมที่มีอายุการดำเนินงานน้อย ซึ่งอาจเนื่องมาจากความมีประสิทธิภาพของผู้จัดการกองทุน

ธัญมาศ เชาวรัฐลี (2547) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “การวิเคราะห์เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนระหว่างกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพกับกองทุนเปิดอื่นๆ ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด ในจังหวัดเชียงใหม่” โดยทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนที่มีนโยบายการลงทุนเหมือนกันและได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราเดียวกัน ซึ่งได้ผลคือผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพสูงกว่าการลงทุนในกองทุนเปิดอื่นจากส่วนต่างของภาษีเงินได้ส่วนบุคคลที่ได้รับยกเว้นจากการลงทุน สำหรับปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพของนักลงทุนมากที่สุดคือ สิทธิประโยชน์ในการนำเงินลงทุนไปยกเว้นภาษีเงินได้ส่วนบุคคลประจำปี รองลงมา คือ การได้รับผลตอบแทนดีกว่าการฝากเงิน และต้องการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน ส่วนปัจจัยของการตัดสินใจซื้อหน่วยลงทุนกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด ของนักลงทุน คือ ความมีชื่อเสียงของธนาคารไทยพาณิชย์และบริษัทในเครือ การเป็นลูกค้าของธนาคารไทยพาณิชย์มานาน และการรู้จักคุ้นเคยกับพนักงานไทยพาณิชย์

พิเชษฐ โพธิจรรยากุล (2547) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “การศึกษาความเสียงและผลตอบแทนของกองทุนรวมในประเทศไทย” โดยวิเคราะห์ตามแนวทางทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz

ในการหาผลตอบแทน และความเสี่ยงของกองทุนรวม แล้วทำการวิเคราะห์ประสิทธิภาพโดย Sharp Index ทำการศึกษากองทุนรวมทั้งหมด 282 หน่วยลงทุน ตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2540 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2544

จากการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมมีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ทั้งนี้เนื่องจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษเป็นช่วงที่ประเทศไทยเข้าสู่ภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจ จึงทำให้ผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับทฤษฎี ซึ่งการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนและของตลาด มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันเป็นส่วนใหญ่โดยมีค่าเบต้ารวมน้อยกว่า 1 แสดงว่ากองทุนรวมส่วนใหญ่จะมีการปรับตัวที่ช้ากว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแบบหน่วยลงทุน และ คราสารหนี้ จะให้ค่าเบต้าที่น้อยจนถึงติดลบ

การศึกษิตตามประเภทของกองทุน พบว่ากองทุนเปิดและกองทุนปิดให้ผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกัน แต่ความเสี่ยงของกองทุนปิดสูงกว่า และเมื่อพิจารณากองทุนรวมโดยดูจากนโยบายการลงทุน กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแบบหน่วยลงทุนจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง และจากการวิเคราะห์ประสิทธิภาพของกองทุนรวมโดยใช้ Sharpe Index พบว่ากองทุนรวมมีค่า Sharpe Index โดยเฉลี่ยต่ำกว่า Sharpe Index ของตลาด แสดงว่าต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงรวมของกองทุนรวมมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์โดยมีผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงต่ำกว่าผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ โดยที่กองทุนประเภทกองทุนเปิดและกองทุนปิดมีประสิทธิภาพที่ใกล้เคียงกัน และเมื่อพิจารณากองทุนรวมตามนโยบายการลงทุนพบว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแบบหน่วยลงทุน และนโยบายการลงทุนแบบยืดหยุ่นมีค่า Sharpe Index สูงกว่าตลาด ซึ่งหมายถึงกองทุนรวมที่มีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์เมื่อคำนึงถึงความเสี่ยงรวม