

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนระหว่างกองทุนรวมและ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว ในประเทศไทยระหว่างช่วงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2547 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2550 สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล มีข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนระหว่างกองทุนรวมและกองทุนรวมหุ้นระยะยาวในประเทศไทยสามารถสรุปผลการศึกษา

1. อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน

1.1 ผลตอบแทนของกองทุนรวมแบบตราสารทุนเฉลี่ยตลอดระยะเวลาการศึกษานั้นมีค่าเท่ากับร้อยละ 0.40 ต่อเดือนซึ่งมีค่าต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดที่มีค่าอยู่ที่ร้อยละ 0.87 ต่อเดือน ในขณะที่ผลตอบแทนของการลงทุนแบบไม่มีความเสี่ยงอยู่ที่ร้อยละ 0.35 ต่อเดือน

1.2 ความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารแห่งทุนนั้นมีค่าเท่ากับร้อยละ 3.72 ซึ่งมีค่าต่ำกว่าความเสี่ยงของตลาดเพียงเล็กน้อยซึ่งความเสี่ยงของตลาดอยู่ที่ร้อยละ 4.52

1.3 เมื่อพิจารณาผลตอบแทนของกองทุนรวมเป็นรายบริษัทจะพบว่า บลจ. ฟินันซ่า จะให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดคือร้อยละ 13.87 ต่อเดือน อย่างไรก็ตาม บลจ. ฟินันซ่า ก็เป็น บลจ. ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดเช่นกันคืออยู่ที่ร้อยละ 40.85

2. อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษี

2.1 ผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีจะมีค่าเท่ากับร้อยละ 10.68 ต่อเดือน ซึ่งมีค่ามากกว่าผลตอบแทนจากตลาดที่อยู่ที่ยี่ร้อยละ 0.87 ต่อเดือน และยังมีค่ามากกว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนแบบไม่มีความเสี่ยงที่อยู่ที่ยี่ร้อยละ 0.35 ต่อเดือน

2.2 ความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีจะมีค่าเท่ากับร้อยละ 20.76 ซึ่งมีค่าสูงกว่าความเสี่ยงตลาดที่อยู่ที่ยี่ร้อยละ 4.52

2.3 เมื่อพิจารณาผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเป็นรายบริษัทจะพบว่า บลจ. อยูรชา ให้ผลตอบแทนสูงที่สุดคือร้อยละ 23.38 ต่อเดือน และเช่นเดียวกัน บลจ. อยูรชาก็เป็น บลจ. ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดคือร้อยละ 72.91

3. ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อคำนวณรวมกับผลตอบแทนที่ได้จากการลดหย่อนภาษี

การศึกษาได้แบ่งออกเป็น 15 กรณีการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนตามความแตกต่างของระดับรายได้ต่อปีอันจะเป็นตัวกำหนดจำนวนภาษีที่ต้องจ่าย และ จำนวนเงินที่ลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว

3.1 กรณีที่ 1 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 300,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 5,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมอยู่ที่ร้อยละ 11.513 เมื่อเทียบกับต้นทุนเงินลงทุนที่เท่ากัน

3.2 กรณีที่ 2 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 300,000 บาทต่อปีและเลือกลงทุน 45,000 บาท จะได้รับผลตอบแทน โดยรวมอยู่ที่ร้อยละ 11.513 เมื่อเทียบกับต้นทุนเงินลงทุนที่เท่ากัน

3.3 กรณีที่ 3 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 300,000 บาทต่อปี และไม่เลือกลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว จะถือว่าลงทุนในกองทุนรวมธรรมดา ซึ่งจะได้ผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 0.41

3.4 กรณีที่ 4 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 750,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 5,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมอยู่ที่ร้อยละ 12.35 เมื่อเทียบกับเงินต้นทุนลงทุนที่เท่ากัน

3.5 กรณีที่ 5 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 750,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 112,500 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมอยู่ที่ร้อยละ 12.35 เมื่อเทียบกับเงินต้นทุนลงทุนที่เท่ากัน

3.6 กรณีที่ 6 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 750,000 บาทต่อปี และไม่เลือกลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว จะถือว่าผู้ลงทุนได้ลงทุนในกองทุนรวมธรรมดา ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 0.41

3.7 กรณีที่ 7 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 2,500,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 5,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมอยู่ที่ร้อยละ 13.18 เมื่อเทียบกับเงินต้นทุนลงทุนที่เท่ากัน

3.8 กรณีที่ 8 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 2,500,000 บาทต่อปี และ เลือกลงทุนที่ 300,000 บาท จะได้รับผลตอบแทน โดยรวมอยู่ที่ร้อยละ 13.18 เมื่อเทียบกับเงินต้นทุนลงทุนที่เท่ากัน

3.9 กรณีที่ 9 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 2,500,000 บาทต่อปี และ ไม่เลือกลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว จะถือว่าผู้ลงทุนได้ลงทุนในกองทุนรวมธรรมดา ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 0.41

3.10 กรณีที่ 10 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 5,000,000 บาทต่อปีและ เลือกลงทุนที่ 5,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวม อยู่ที่ร้อยละ 13.76 เมื่อเทียบกับเงินต้นทุนลงทุนที่เท่ากัน

3.11 กรณีที่ 11 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 300,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวม อยู่ที่ร้อยละ 13.76 เมื่อเทียบกับเงินต้นทุนลงทุนที่เท่ากัน

3.12 กรณีที่ 12 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี และไม่เลือกลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว จะถือว่าผู้ลงทุนได้ลงทุนในกองทุนรวมธรรมดา ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 0.41

3.13 กรณีที่ 13 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 500,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวม อยู่ที่ร้อยละ 12.53 เมื่อเทียบกับเงินต้นลงทุนที่เท่ากัน

3.14 กรณีที่ 14 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 1,000,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมอยู่ที่ร้อยละ 11.61

3.15 กรณีที่ 15 ที่ผู้ลงทุนมีรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี และเลือกลงทุนที่ 1,500,000 บาท จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมอยู่ที่ ร้อยละ 11.30

สำหรับความเสี่ยงในแต่ละกรณีจะมีค่าเท่ากันคือจะมีค่าเท่ากับความเสี่ยงจากกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่เท่ากับ ร้อยละ 20.76

4. ประสิทธิภาพของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน

ในการพิจารณาถึงประสิทธิภาพของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน ได้มีการนำมาตรวจวัดประสิทธิภาพของกองทุนเข้ามาประเมิน อยู่สามมาตรวัดคือ ดัชนี Sharpe ดัชนี Treynor และ ค่าอัลฟ่า (α) ของ Jensen

4.1 ค่าดัชนี Sharpe ของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน โดยรวมนั้นมีค่าเท่ากับ 0.016 ซึ่งถือว่าต่ำกว่าตลาดที่มีค่าดัชนี Sharpe อยู่ที่ 0.115

4.2 ค่าดัชนี Treynor ของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน โดยรวม นั้นมีค่าเท่ากับ 0.003 ซึ่งถือว่าต่ำกว่าตลาด ที่มีค่าดัชนี Treynor อยู่ที่ 0.005

4.3 ค่าอัลฟ่า (α) ของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน โดยรวม นั้นมีค่าเท่ากับ -0.001 ซึ่งมีค่าเป็นลบ และ แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพของกองทุนนั้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

5. ประสิทธิภาพของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษี

5.1 ค่าดัชนี Sharpe ของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีมียุทธศาสตร์เท่ากับ 0.498 ซึ่งมีค่าสูงกว่าตลาด

5.2 ค่าดัชนี Treynor ของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีมียุทธศาสตร์เท่ากับ 0.099 ซึ่งมีค่าสูงกว่าตลาด

5.3 ค่าอัลฟ่า (α) ของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีมียุทธศาสตร์เท่ากับ 0.098 และมีค่าเป็นบวก แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพที่ดีกว่าควรจะเป็น

6. ประสิทธิภาพของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อนำผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีในแต่ละกรณีมาคำนวณรวม

ในการประเมินประสิทธิภาพของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อนำผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีมาคำนวณรวมจำเป็นต้องแยกเป็นกรณีเช่นเดียวกับการคำนวณหาผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวในข้างต้น

กรณีที่ 1 และกรณีที่ 2 ที่ผู้ลงทุนมีระดับรายได้ 300,000 บาทต่อปีจะให้ผลตอบแทนเท่ากัน และมีประสิทธิภาพโดยมีดัชนี Sharpe เท่ากับ 0.538 และดัชนี Treynor เท่ากับ 0.107 ซึ่งมีค่าสูงกว่าตลาด ส่วนค่าอัลฟามีค่าเท่ากับ 0.106 ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนที่มากกว่าที่ต้องการ

กรณีที่ 3, 6, 9, 12 ผู้ลงทุนไม่ได้ลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว จึงได้รับผลตอบแทนเช่นเดียวกับ กองทุนรวมตราสารแห่งทุนซึ่งมีค่าดัชนี Sharpe อยู่ที่ 0.016 และดัชนี Treynor อยู่ที่ 0.003 ซึ่งถือว่ามีประสิทธิภาพต่ำกว่าตลาดเล็กน้อย ส่วนค่าอัลฟามีค่าเท่ากับ -0.001 ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนที่น้อยกว่าที่ต้องการ

กรณีที่ 4 และกรณีที่ 5 ที่ผู้ลงทุนมีระดับรายได้ 750,000 บาทต่อปีจะให้ผลตอบแทนเท่ากัน โดยมีประสิทธิภาพที่วัดโดยดัชนี Sharpe เท่ากับ 0.578 และดัชนี Treynor เท่ากับ 0.115 ซึ่งมีค่าสูงกว่าตลาด ส่วนค่า อัลฟา มีค่าเท่ากับ 0.115 ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนที่มากกว่าที่ต้องการ

กรณีที่ 7 และกรณีที่ 8 ที่ผู้ลงทุนมีระดับรายได้ 2,500,000 บาทต่อปี จะให้ผลตอบแทนเท่ากัน โดยมีประสิทธิภาพที่วัดโดยดัชนี Sharpe เท่ากับ 0.618 และ ดัชนี Treynor เท่ากับ 0.123 ซึ่งมีค่าสูงกว่าตลาด ส่วนค่า อัลฟา มีค่าเท่ากับ 0.123 ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนที่มากกว่าที่ต้องการ

กรณีที่ 10 และกรณีที่ 11 ที่ผู้ลงทุนมีระดับรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี จะให้ผลตอบแทนเท่ากัน โดยมีประสิทธิภาพที่วัดโดยดัชนี Sharpe เท่ากับ 0.646 และดัชนี Treynor เท่ากับ 0.129 ส่วนค่าอัลฟามีค่าเท่ากับ 0.129 ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนที่มากกว่าที่ต้องการ

กรณีที่ 13 ที่ผู้ลงทุนมีระดับรายได้ 5,000,000 บาทต่อปีแต่ลงทุนเป็นจำนวนเงิน 500,000 บาทซึ่งมากกว่าที่กฎหมายกำหนดคือ 300,000 บาทต่อปี จะมีประสิทธิภาพที่วัดโดยดัชนี Sharpe เท่ากับ 0.587 และ ดัชนี Treynor เท่ากับ 0.117 ส่วนค่าอัลฟามีค่าเท่ากับ 0.116 ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนที่มากกว่าที่ต้องการ

กรณีที่ 14 ที่ผู้ลงทุนมีระดับรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี แต่ลงทุนเป็นจำนวนเงิน 1,000,000 บาท ซึ่งมากกว่าที่กฎหมายกำหนดคือ 300,000 บาทต่อปี จะมีประสิทธิภาพที่วัดโดยดัชนี Sharpe เท่ากับ 0.542 และดัชนี Treynor เท่ากับ 0.108 ส่วนค่าอัลฟามีค่าเท่ากับ 0.107

กรณีที่ 15 ที่ผู้ลงทุนมีระดับรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี แต่ลงทุนเป็นจำนวนเงิน 1,500,000 บาท ซึ่งมากกว่าที่กฎหมายกำหนดคือ 300,000 บาทต่อปี จะมีประสิทธิภาพที่วัดโดยดัชนี Sharpe เท่ากับ 0.527 และดัชนี Treynor เท่ากับ 0.105 ส่วนค่าอัลฟามีค่าเท่ากับ 0.104

7. ประสิทธิภาพของกองทุนรวมตราสารทุนเมื่อเปรียบเทียบระหว่าง บลจ.

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบประสิทธิภาพโดยใช้ค่าดัชนี Sharpe เป็นเกณฑ์แล้ว มี 5 บลจ. ที่มีประสิทธิภาพสูงกว่าตลาด โดย บลจ. อเบอร์ดีน เป็น บลจ. ที่มีค่าดัชนี Sharpe สูงสุดโดยมีค่าเท่ากับ 0.56 ในขณะที่ตลาดมีค่าดัชนี Sharpe อยู่ที่ 0.115

เมื่อใช้ดัชนี Treynor เป็นเกณฑ์ จะพบว่ามียู่ 3 บลจ. ที่มีประสิทธิภาพสูงกว่าตลาด โดย บลจ. ทหารไทย มีค่าดัชนี Treynor สูงที่สุดคือเท่ากับ ร้อยละ 6.66 ในขณะที่เกณฑ์มาตรฐานของดัชนี Treynor มีค่าเท่ากับ ร้อยละ 0.52

เมื่อใช้ค่าอัลฟาของ Jensen เป็นเกณฑ์ จะพบว่ามียู่ 6 บลจ. ที่มีประสิทธิภาพสูงกว่าตลาด โดยมีค่าอัลฟาเป็นบวก ซึ่ง บลจ. ที่มีค่าอัลฟาสูงที่สุดคือ บลจ. ฟินันซ่า โดยมีค่าอัลฟาเท่ากับ 0.1472

8. ประสิทธิภาพของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อเปรียบเทียบระหว่าง บลจ.

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกองทุนหุ้นระยะยาวโดยใช้ค่าดัชนี Sharpe เป็นเกณฑ์แล้ว พบว่ามี 16 บลจ. ที่มีประสิทธิภาพสูงกว่าตลาด โดย บลจ. วรรณ เป็น บลจ. ที่มีค่าดัชนี Sharpe สูงที่สุดโดยมีค่าเท่ากับ 0.580 ในขณะที่ตลาดมีค่าดัชนีอยู่ที่ 0.115

เมื่อใช้ดัชนี Treynor เป็นเกณฑ์ จะพบว่ามียู่ 14 บลจ. ที่มีประสิทธิภาพเหนือกว่าเกณฑ์ โดยมี บลจ. อยูรยา ที่มีค่าดัชนี Treynor สูงที่สุด คือมีค่าเท่ากับร้อยละ 49.71 อย่างไรก็ตามยังมีอีก 2 บลจ. ที่มีค่าดัชนี Treynor ติดลบ แต่ทั้งนี้เนื่องมาจากค่าเบต้าเป็นลบ หากพิจารณาถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงแล้ว ก็ยังถือว่ามีประสิทธิภาพที่สูงกว่าตลาด

เมื่อใช้ค่าอัลฟาของ Jensen เป็นเกณฑ์ พบว่า มีทั้งหมด 16 กองทุนที่มีประสิทธิภาพเหนือกว่าตลาด โดยมีค่าอัลฟาเป็นบวก โดยบริษัทที่มีค่าอัลฟาสูงที่สุดคือ บลจ. อยูรยา ที่มีค่าอัลฟาเท่ากับ 0.228

อภิปรายผลการศึกษา

จากการที่ได้ศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนระหว่างกองทุนรวม และกองทุนรวมหุ้นระยะยาวในประเทศไทย ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี 2547 ถึงปี 2550 ทำให้พบว่า

1. เมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาในอดีตที่ผ่านมาของคุณ พิเชษฐ์ โปธิจรยากุล (2545) ซึ่งได้ทำการศึกษาถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมในประเทศไทย ในการศึกษาครั้งนั้นพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ของกองทุนรวมนั้นมีค่าต่ำกว่าตลาด แต่ก็มีค่าความเสี่ยงโดยเฉลี่ยต่ำกว่าตลาด ทำให้มีค่าดัชนี Sharpe ที่ต่ำกว่าตลาด โดยในช่วงปีที่ทำการศึกษา (2540 – 2544) นั้นผลตอบแทนของตลาดมีค่าเป็นลบ เนื่องจากเป็นช่วงที่เศรษฐกิจ กำลังถดถอย

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาครั้งนั้น เป็นการศึกษาโดยครอบคลุมในทุกประเภทนโยบายของกองทุน และหากทำการพิจารณาเฉพาะผลตอบแทนของกองทุนรวมที่มีนโยบายที่ลงทุนในตราสารทุน จะพบว่าอัตราผลตอบแทนก็ยังต่ำกว่าตลาด โดยมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าตลาดเช่นกัน

เมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาในครั้งนี้ (ช่วงเวลาศึกษาระหว่างปี 2547 – 2550) พบว่าผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงนั้นมีค่าลดลง เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีค่าลดลง ในขณะที่ผลตอบแทนของตลาดมีค่าสูงขึ้นและเป็นบวก ในการศึกษาครั้งนี้ยังพบว่า ความเสี่ยงของตลาดมีค่าลดลง

เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในช่วงปี 2547 – 2550 เทียบกับ ช่วงปี 2540 – 2544 พบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมมีค่าสูงขึ้น และ มีค่าเป็นบวก ในขณะที่เดียวกันความเสี่ยงก็มีค่าลดลง นอกจากนี้ อัตราส่วนความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบยังมีค่าสูงขึ้น หมายถึงกองทุนรวมมีความสามารถในการจัดการความเสี่ยงได้ดีมากขึ้น

ทั้งนี้ ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในช่วงที่กำลังกลับมาเติบโต ทำให้ผลตอบแทนของตลาดมีค่าเป็นบวก แต่ผลการศึกษาก็พบว่ากองทุนรวมตราสารแห่งทุนนั้นมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาด โดยที่ความเสี่ยง หรือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ต่ำกว่าตลาดเล็กน้อย ทำให้ ประสิทธิภาพของกองทุนที่วัด โดยดัชนี Sharpe และ Treynor มีค่าต่ำกว่าตลาดเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม เมื่อทำการทดสอบด้วยกรรมวิธีทางสถิติ (t-Test) แล้วจะพบว่า ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารแห่งทุนนั้นไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากผลตอบแทน และ ความเสี่ยงของตลาด

เมื่อหาสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (correlation) ระหว่าง ผลตอบแทนของตลาด และ ผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งทุนแล้วพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนของตลาดและ ผลตอบแทนของกองทุนมีค่าเท่ากับ 0.746 ซึ่งแสดงว่าผลตอบแทนของตลาดและกองทุนรวมตราสารแห่งทุนเป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างสูง

ตาราง 5.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน กองทุนรวมหุ้นระยะยาว และ ผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์

	กองทุนรวม ตราสารแห่ง	กองทุนรวม หุ้นระยะยาว	ตลาด หลักทรัพย์
กองทุนรวมตรา สารแห่งทุน	1.00	0.452	0.746
กองทุนรวมหุ้น ระยะยาว		1.00	0.206
ตลาดหลักทรัพย์			1.00

เมื่อพิจารณาถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนเป็นราย บลจ. แล้ว จะพบว่า มีเพียง บลจ. เดียวที่มีผลตอบแทนมากกว่าเกณฑ์คือ บลจ. ฟินันซ่า ซึ่งให้ผลตอบแทนถึงร้อยละ 13 ต่อเดือน แต่ในขณะที่เดียวกันก็มีความเสี่ยงสูงที่สุดคือ มีความเสี่ยงถึงร้อยละ 40.85

เมื่อพิจารณาถึงการจัดการความเสี่ยงแล้ว พบว่าในการศึกษาครั้งนี้ ในแต่ละ บลจ. ได้มีการจัดการความเสี่ยงที่ดีขึ้นกว่าเดิมมากเมื่อเทียบกับการศึกษาในปี 2545 ที่มีสัดส่วนความเสี่ยงที่เป็นระบบต่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบคิดเป็นร้อยละ 42 ต่อร้อยละ 58 ในขณะที่การศึกษาครั้งนี้พบว่ามีสัดส่วนของ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ต่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ถึงร้อยละ 7.41 ต่อ ร้อยละ 92.59 (อ้างอิงตารางภาคผนวก ข1 ในส่วนภาคผนวก)

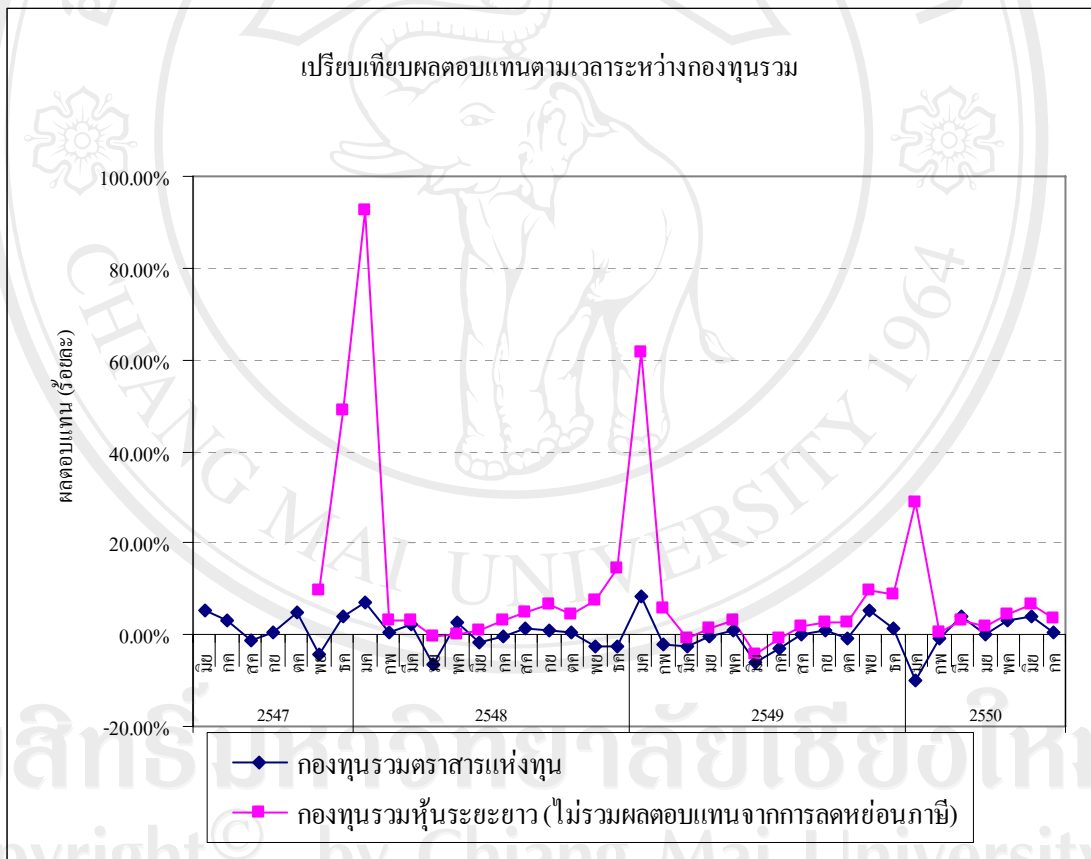
2. กองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่ยังไม่รวมถึงผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษี นั้นมีผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาดอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ มีผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 10.68 ต่อเดือน ในขณะที่ผลตอบแทนของตลาดอยู่ที่ร้อยละ 0.87 ต่อเดือน นอกจากนี้ ผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวก็ยิ่งมากกว่าการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยงที่อ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากรายปีที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 0.35 ต่อเดือน อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงความเสี่ยง หรือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ก็จะพบว่ามีค่าสูงกว่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญด้วยเช่นกัน คือกองทุนมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ร้อยละ 20.76 ในขณะที่ตลาดมีค่าเท่ากับร้อยละ 4.52

สาเหตุที่ทำให้กองทุนรวมหุ้นระยะยาวมีผลตอบแทนและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญนี้ เนื่องจากผลตอบแทนของกองทุนหุ้นระยะยาวมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอย่างสูงในช่วงสิ้นปี โดยเฉพาะเดือน พฤศจิกายน ถึง ธันวาคม ของแต่ละปี เนื่องจาก นโยบายส่งเสริมให้ประชาชนได้ลงทุนในกองทุนหุ้นระยะยาว โดยกำหนดเวลาการลงทุนเป็นปีปฏิทิน

ดังนั้น นักลงทุนจึงนิยมซื้อหน่วยลงทุนในช่วงสิ้นปี ก่อนหมดปีปฏิทิน เพื่อต้องการส่วนลดหย่อนของภาษีในการคำนวณภาษีของปีถัดไป

จากภาพที่ 5.1 แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มของผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเปรียบเทียบกับกับ กองทุนตราสารแห่งทุนที่ช่วงเวลาเดียวกัน กองทุนหุ้นระยะยาวมีแนวโน้มของผลตอบแทนที่จะเพิ่มขึ้นมากในช่วงรอยต่อระหว่างสิ้นปี และ ต้นปีของแต่ละปี ด้วยเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้น

ภาพที่ 5.1 แสดงถึงผลตอบแทนเปรียบเทียบระหว่างกองทุนรวมตราสารแห่งทุน และกองทุนรวมหุ้นระยะยาวในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา



สิ่งที่สามารถสังเกตได้จากภาพด้านบนคือ

แนวโน้มของผลตอบแทนที่สูงในช่วงสิ้นปี และ ต้นปีของกองทุนหุ้นระยะยาว มีแนวโน้มที่จะลดลงในแต่ละปี กล่าวคือ ผลตอบแทนในช่วงต้นปีของกองทุนหุ้นระยะยาวของเดือนมกราคมปี พ.ศ. 2548 มีค่าสูงที่สุดคือ อยู่ที่ร้อยละ 92.61 และลดลงมาเหลือร้อยละ 61.51 ในเดือนมกราคมของปี พ.ศ. 2549 และลดลงมาเหลือร้อยละ 28.98 ในเดือนมกราคมปี พ.ศ. 2550 ทั้งนี้

เนื่องจากผลตอบแทนของกองทุนรวมนั้นคำนวณมาจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์สุทธิของกองทุน (NAV: Net Asset Value) ดังนั้น เมื่อกองทุนมีขนาดใหญ่ขึ้น โดยที่ยังมีขนาดกำลังซื้อเข้ามาเป็นจำนวนเท่าเดิม จึงทำให้สัดส่วนของผลตอบแทนดูเหมือนว่ามีแนวโน้มที่จะลดลงเรื่อย ๆ

หากทำการตัดเอาผลตอบแทนที่มากเป็นพิเศษในช่วงเดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และ มกราคม ของแต่ละปีออกไปแล้ว จะพบว่า ผลตอบแทนของกองทุนรวมในตราสารทุน และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว จะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นั่นหมายถึง ผลตอบแทน ความเสี่ยง และประสิทธิภาพของ กองทุนหุ้นระยะยาว จะมีค่าใกล้เคียงกันกับกองทุนรวมตราสารแห่งทุน ดังแสดงในตาราง 5.2

ตาราง 5.2 แสดงผลตอบแทน ความเสี่ยง และประสิทธิภาพของกองทุนหุ้นระยะยาวที่เปลี่ยนไปเมื่อทำการตัดข้อมูลของเดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และ มกราคม ออก

รายการ	อัตรา ผลตอบแทน	ค่า เบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่า ดัชนี Sharpe
สินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง	0.35%		
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	0.87%	4.52%	0.115
กองทุนรวมแบบธรรมดาที่มีนโยบายในหุ้นทุน เมื่อตัดผลตอบแทนจากเดือน พย. ธค. และ มค. ออกแล้ว	0.37%	2.80%	0.007
กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (ไม่รวมผลตอบแทนจากการลดภาษี) เมื่อตัดผลตอบแทนจากเดือน พย. ธค. และ มค. แล้ว	2.40%	2.60%	0.788

จากนั้น เมื่อทำการหาค่า สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากกองทุนรวมตราสารแห่งทุน กองทุนรวมหุ้นระยะยาว และผลตอบแทนจากตลาด โดยใช้ชุดข้อมูลที่ตัดเอาผลตอบแทนจากเดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และ มกราคม ออกไปแล้ว จะพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าสูงขึ้น คือค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างกองทุนรวมตราสารแห่งทุน และ กองทุนรวมหุ้นระยะยาวเพิ่มจาก 0.452 เป็น 0.664 และค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างกองทุนรวมหุ้นระยะยาว

และผลตอบแทนของตลาด เพิ่มจาก 0.206 เป็น 0.593 ซึ่งแปลว่าผลตอบแทนของกองทุนหุ้นระยะยาวมีลักษณะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับกองทุนตราสารแห่งทุน และผลตอบแทนของตลาดมากขึ้น

ตาราง 5.3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งทุน กองทุนรวมหุ้นระยะยาว และ ผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ เมื่อทำการตัดเอาข้อมูลผลตอบแทนจากเดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และ มกราคม ออก

	กองทุนรวม ตราสารแห่ง ทุน	กองทุนรวม หุ้นระยะยาว	ตลาด หลักทรัพย์
กองทุนรวมตรา สารแห่งทุน	1.00	0.664	0.765
กองทุนรวมหุ้น ระยะยาว		1.00	0.593
ตลาดหลักทรัพย์			1.00

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้จะไม่คิดรวมผลตอบแทนของเดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และ มกราคม แล้ว ก็ยังพบว่าผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวก็ยังคงมีค่าสูงกว่าผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งทุนอย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้เนื่องจากในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษายังไม่ถึงระยะเวลาที่ผู้ลงทุนจะทำการขายคืนหน่วยลงทุนให้กับแต่ละ บลจ. เนื่องจากเงื่อนไขที่ต้องถือหน่วยลงทุนเป็นระยะเวลาอย่างน้อย 5 ปี ปฏิทิน จึงทำให้ผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวมีค่าสูงกว่าความเป็นจริงก็ได้

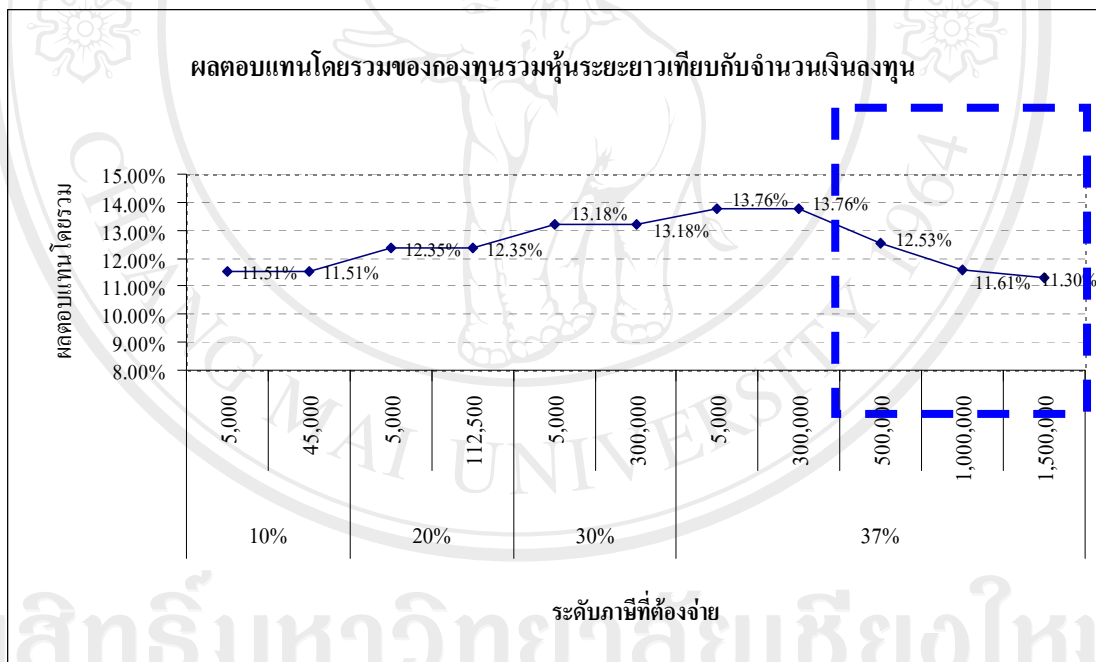
3. กองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อนำมาคำนวณรวมกับผลตอบแทนที่ได้จากการลดหย่อนภาษี

3.1 เมื่อนำผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในกองทุนมาคำนวณรวมกับผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีแล้ว จะพบว่าผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นตามระดับรายได้หรือระดับภาษีที่ต้องเสียของผู้ลงทุนกล่าวคือ หากระดับรายได้ของผู้ลงทุนเท่ากับ 300,000 บาท ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ต้องเสียภาษีที่ร้อยละ 10 จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมเท่ากับร้อยละ 11.513 แต่เมื่อผู้ลงทุนมีระดับ

รายได้เพิ่มขึ้นเป็น 750,000 บาท ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่ต้องเสียภาษีที่ร้อยละ 20 ก็จะได้รับผลตอบแทนโดยรวมเท่ากับร้อยละ 12.35 ตามลำดับ

3.2 เมื่อผู้ลงทุนมีระดับรายได้จนถึงเกณฑ์ สูงสุดและยังลงทุนมากกว่าจำนวนที่จะได้รับการลดหย่อน ผลตอบแทนโดยรวมที่ได้จะลดลง เนื่องจากเงินที่ลงทุนส่วนเกินจากที่กำหนดจะไม่ได้รับการลดหย่อนไปด้วย ตัวอย่างเช่น กรณีผู้ลงทุนมีรายได้ 5,000,000 บาทต่อปี และ ลงทุนเป็นจำนวนเงิน 500,000 บาท ซึ่งมากกว่าเกณฑ์ ที่ได้กำหนดไว้คือมากที่สุด 300,000 บาท ดังนั้นจำนวนเงินส่วนเกินอีก 200,000 บาทจะไม่ถูกนำไปเป็นส่วนลดหย่อนด้วย ในกรณีนี้ ผลตอบแทนโดยรวมที่ได้จะเป็นร้อยละ 12.53 และหากยังลงทุนในจำนวนเพิ่มขึ้นอีกเป็น 1,000,000 บาท และ 1,500,000 บาท ก็จะทำให้ผลตอบแทนโดยรวมลดลงเป็นร้อยละ 11.61 และร้อยละ 11.30 ตามลำดับ

ภาพ 5.2_ แสดงผลตอบแทนโดยรวมของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเทียบกับจำนวนเงินลงทุน



ข้อค้นพบที่ได้จากการศึกษา

สิ่งที่ค้นพบจากการศึกษาเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนระหว่างกองทุนรวมและกองทุนรวมหุ้นระยะยาวในประเทศไทย มีข้อค้นพบดังนี้

จากผลการศึกษา พบว่าผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งทุนในช่วงปี พ.ศ. 2547 – 2550 มีผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดเล็กน้อย และมีค่าความเสี่ยง หรือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ต่ำกว่าตลาดเล็กน้อย ส่งผลให้ประสิทธิภาพของกองทุนรวมที่วัดโดยดัชนี Sharpe และ Treynor มีค่าต่ำกว่าตลาด อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างของผลตอบแทน และ ความเสี่ยงถือว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวนั้นสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดอย่างมีนัยสำคัญ แต่ความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวก็สูงกว่าความเสี่ยงของตลาดอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ปรัชญาการดำเนินงานนี้เนื่องมาจากผู้ลงทุนมักจะลงทุนในช่วงสิ้นปี ก่อนหมดปีปฏิทิน ทำให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนหุ้นระยะยาวมีค่าเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงสิ้นปี (เดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และ มกราคม) ของแต่ละปี และมีผลตอบแทนลดลงอย่างมากในช่วงต้นปี (เดือน กุมภาพันธ์ มีนาคม และ เมษายน) และผลตอบแทนที่สูงในช่วงปลายปีมีแนวโน้มที่จะลดลงในช่วงเวลาเดียวกันของปีถัดไป ซึ่งสิ่งนี้น่าจะมาจากการที่ขนาดของกองทุนรวมมีขนาดใหญ่ขึ้น โดยที่ยังมีขนาดกำลังซื้อหน่วยลงทุนมาอย่างเท่าเดิม ทำให้ผลตอบแทนโดยรวมที่คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของขนาดหน่วยลงทุนมีอัตราที่ลดลง

อย่างไรก็ตาม หากไม่นำผลตอบแทนที่ได้จากช่วงปลายปีมาคำนวณเปรียบเทียบกันแล้ว จะพบว่าผลตอบแทนที่ได้จากกองทุนรวมหุ้นระยะยาวจะมีค่าลดลง และใกล้เคียงกับตลาด โดยที่ความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด และมีผลตอบแทนเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับกองทุนรวมตราสารแห่งทุน และตลาดหลักทรัพย์

ผลตอบแทนโดยรวมของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวเมื่อนำมาคำนวณร่วมกับผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นตามระดับรายได้ต่อปี หรืออีกนัยหนึ่งคือระดับภาษีของผู้ลงทุน กล่าวคือ หากผู้ลงทุนมีรายได้ที่ต้องเสียภาษีมาก การลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาวก็จะได้รับผลตอบแทนมากขึ้นไปด้วย แต่หากผู้ลงทุนเป็นจำนวนมากกว่าจำนวนเงินมากที่สุดที่กฎหมายกำหนดคือ 300,000 บาท ก็จะทำให้ผลตอบแทนโดยรวมลดลง โดยแปรผกผันกับจำนวนเงินที่ลงทุน

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับผู้ลงทุนในกองทุนรวม

ผู้ที่มีรายได้อาจถึงเกณฑ์เสียภาษีควรที่จะลงทุนในกองทุนรวมหุ้นระยะยาว เนื่องจากช่วยลดหย่อนภาษี โดยเฉพาะสำหรับผู้ลงทุนที่มีฐานภาษีสูงจะยิ่งช่วยให้ได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของการประหยัดภาษีได้มากขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อคิดถึงผลตอบแทนโดยรวมแล้ว ผู้ลงทุนไม่ควรที่จะลงทุนมากเกินไปจนเกินกว่าเงื่อนไขส่วนลดที่ทางกฎหมายกำหนด เนื่องจากว่าเงินลงทุนส่วนเกินจะไม่ถูกลดหย่อนทางภาษี ซึ่งทำให้ผลตอบแทนโดยรวมลดลง

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อไป

ในการศึกษาครั้งนี้ครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ซึ่งยังไม่ครอบคลุมถึงช่วงเวลาที่ผู้ลงทุนสามารถขายหน่วยลงทุนคืนให้กับ บลจ. ซึ่งการที่ผู้ลงทุนสามารถขายหน่วยลงทุนคืนสู่ บลจ. อาจส่งผลให้มีความแตกต่างทั้งในส่วน of ผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการศึกษาครั้งนี้ได้

นอกจากนี้ในการศึกษายังพบว่าแนวโน้มของผลตอบแทนของกองทุนหุ้นระยะยาวที่ยังไม่รวมผลตอบแทนจากการลดหย่อนภาษีในช่วงสิ้นปีจะมีแนวโน้มที่ลดลงเรื่อย ๆ ในปีถัดไป ดังนั้นจึงควรมีการศึกษาต่อเนื่องเป็นระยะเวลานานขึ้น เพื่อสังเกตแนวโน้มที่ของผลตอบแทนที่อาจจะลดลงจนเทียบเท่ากับกองทุนตราสารแห่งทุนได้ ในขณะที่เดียวกันก็สังเกตแนวโน้มของผลตอบแทนเมื่อไม่รวมผลตอบแทนในเดือน พฤศจิกายน ธันวาคม และ มกราคม ว่าจะมีค่าใกล้เคียงกับผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารแห่งทุนหรือไม่

ในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้ศึกษาอาจจะแยกการพิจารณาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยแบ่งตามลักษณะนโยบายของการจ่ายเงินปันผลด้วย กล่าวคือ แยกเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นระยะยาวที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล และไม่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล เพื่อศึกษาถึงความแตกต่างที่อาจจะมีขึ้นได้

นอกจากนี้ ผู้ศึกษาอาจจะเพิ่มการศึกษาโดยเปรียบเทียบแยกเป็นแต่ละ บลจ. หรือ แต่ละกองทุนที่มีนโยบายการจัดสรรสัดส่วนการลงทุนที่คล้ายคลึงกันได้