

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอิตาลีเอฟ

ธนพร มีศิลป์¹ นภาพร นิลารณ์กุล²

บทคัดย่อ

บทความวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตาลีเอฟ (2) ประเมินประสิทธิภาพการบริหารจัดการโดยใช้เครื่องมือทางการเงิน และ (3) ศึกษาเปรียบเทียบระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตาลีเอฟ ตัวอย่างเป็นกองทุนรวมตราสารทุน 91 กองทุน และกองทุนรวมอิตาลีเอฟ 10 กองทุน งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ การเก็บข้อมูลระหว่างกุมภาพันธ์ 2556 ถึงธันวาคม 2560 สถิติที่ใช้ ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ และการวิเคราะห์ประสิทธิภาพการบริหารจัดการโดยใช้ Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen Model

ผลการวิจัย พบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตาลีเอฟอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และการประเมินประสิทธิภาพการบริหารจัดการกองทุนและการศึกษาเปรียบเทียบ โดยใช้ Sharpe Ratio พบว่า กองทุนรวมอิตาลีเอฟมีการบริหารจัดการที่ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุน ขณะที่ Treynor Ratio และ Jensen Model สะท้อนประเมินประสิทธิภาพการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุนดีกว่ากองทุนรวมอิตาลีเอฟ จากการศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารจัดการ พบว่าหากคำนึงถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบแล้วนักลงทุนควรลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนจะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่า

คำสำคัญ: กองทุนรวมตราสารทุน; กองทุนรวมอิตาลีเอฟ; อัตราผลตอบแทน; ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ประเภทบทความ: บทความวิจัย

การอ้างอิง:

ธนพร มีศิลป์ และนภาพร นิลารณ์กุล. (2565). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตาลีเอฟ. *วารสารดุสิตบัณฑิตทางสังคมศาสตร์*, 12(2), 321-337.

¹ หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
39 หมู่ที่ 1 ตำบลคลองหก อำเภอลำลูกหลวง จังหวัดปทุมธานี 12110, ประเทศไทย
อีเมล: thanaporn_m@rmutt.ac.th

² คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

Factors Influencing Rate of Return of Equity Funds and Exchange Traded Funds

Thanaporn Meesilp¹ Napaporn Nilapornkul²

Abstract

This research article aimed (1) to study the factor influencing equity funds and exchange-traded funds (2) to evaluate the management efficiency of equity funds and exchange-traded funds, and (3) to compare management efficiency between equity funds and exchange-traded funds. Samples included 91 equity funds and 10 exchange-traded funds. This research employed secondary data. Data collecting was conducted during February 2013-December 2017. Used statistics were descriptive statistics, Pearson's Correlation, and Multiple regression. Additionally, management efficiency tools were the Sharpe ratio, Treynor ratio, and Jensen model.

Findings are as follows: that systematic risk impacted on rate of return of equity funds and exchange-traded funds at the .01 significance level. Regarding the evaluation of management efficiency of mutual funds and comparison study by Sharpe ratio found that exchange-traded funds provided more management efficiency than those equity funds. However, the Treynor ratio and Jensen model reflected that the management efficiency of equity funds is higher than those of exchange-traded funds. From the comparative study of management efficiency, regarding systematic risk, investors should invest in equity funds due to higher returns.

Keywords: Equity Funds; Exchange Traded Funds; Rate of Return; Systematics Risk

Type of Article: Research Article

Cite this article as:

Meesilp, T., & Nilapornkul, N. (2022). Factors influencing rate of return of equity funds and exchange traded funds. *Ph.D. in Social Sciences Journal*, 12(2), 321-337.

¹ Master of Business Administration Program, Rajamangala University of Technology Thanyaburi
39 Moo 1, Klong 6, Khlomg Luang Pathum Thani 12110, Thailand
Email: thanaporn_m@rmutt.ac.th

² Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Thanyaburi

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากสถิติของ National Statistical Office Thailand (2019) รายงานผลการสำรวจภาวะเศรษฐกิจและสังคมของครัวเรือน พบว่า ตั้งแต่ปี 2552-2562 ครัวเรือนส่วนใหญ่ยังมีรายได้มากกว่าค่าใช้จ่ายเพื่อการยังชีพ และเงินส่วนที่เหลือจะนำไปใช้เพื่อการชำระหนี้และการออม Chaiphath (2022) ได้สำรวจภาระหนี้สินและสุขภาพทางการเงินของครัวเรือนไทย ปี 2562 พบว่าครัวเรือนไทยมีหนี้สินเพื่อการอุปโภคบริโภคสูงถึงร้อยละ 40.31 ส่วนสุขภาพทางการเงินมีภาวะเสี่ยงและภาวะวิกฤตสูงถึงร้อยละ 44.32 และ 28.89 ตามลำดับ นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทย ทำการสำรวจทักษะทางการเงินของไทย ในปี 2563 มีข้อเสนอแนะเชิงนโยบายในการยกระดับทักษะทางการเงินของคนไทย โดยระบุให้มีการส่งเสริมวินัยทางการเงินเพื่อให้ประชาชนมีความพร้อมรับมือกับทุกสถานการณ์ (financial resilience) ทั้งนี้มุ่งเน้นการส่งเสริมพฤติกรรมการบริหารจัดการการเงิน การออมเพื่อยามฉุกเฉิน และการออมในรูปแบบที่เหมาะสม (Bank of Thailand, 2020)

จากปัญหาเศรษฐกิจครัวเรือนของประเทศไทย ดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยเห็นด้วยกับการส่งเสริมการออมและการลงทุนที่ช่วยยกระดับเศรษฐกิจครัวเรือนของคนไทยให้ดีขึ้น โดยเฉพาะครัวเรือนที่มีสุขภาพทางการเงินระดับปานกลาง และการลงทุนในกองทุนรวมเป็นทางเลือกหนึ่งที่ช่วยครัวเรือนในกลุ่มนี้เพราะเหมาะกับนักลงทุนรายย่อยที่มีเงินทุนไม่มากนัก และมีบริษัทจัดการกองทุนรวมซึ่งเป็นนักบริหารมืออาชีพทำหน้าที่ดูแลการลงทุนให้กับกลุ่มนักลงทุน ทั้งนี้การลงทุนในกองทุนรวมจัดเป็นการลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยง ขณะเดียวกันรัฐบาลให้ความสำคัญกับความเข้มแข็งทางการเงินของประชาชนเพราะความเข้มแข็งทางการเงินของครัวเรือนย่อมส่งผลต่อความเข้มแข็งทางการเงินของสังคมและของประเทศในที่สุด นโยบายรัฐใน

การส่งเสริมการลงทุนของประชาชนที่ชัดเจนสะท้อนจากการลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเมื่อลงทุนใน กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund–RMF) เพื่อสนับสนุนการมีวินัยในการออมระยะยาวยามเกษียณอายุ เป็นต้น (Tangsatapornpong, 2010)

จากปัญหาที่กล่าวมานั้น ผู้วิจัยได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการออมและการลงทุนในกองทุนรวม จึงต้องการศึกษาเชิงลึกถึงปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม และเปรียบเทียบประสิทธิภาพของการบริหารกองทุนรวม เพื่อเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์และประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนในการเลือกลงทุนในกองทุนรวม ประเภทของกองทุนรวมที่ควรลงทุนโดยต้องการเปรียบเทียบกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟ ทั้งนี้ยังนำเครื่องมือทางการเงิน ได้แก่ Sharpe Ratio (Sharpe, 1964) Treynor Ratio (Treynor, 1965) และ Jensen Model (Jensen, 1968) มาใช้ประเมินประสิทธิภาพของการบริหารจัดการกองทุนรวม เพื่อสะท้อนถึงประสิทธิภาพการบริหารจัดการกองทุนรวม ขณะเดียวกันยังเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจัดการกองทุนรวมที่ทราบถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเพื่อกำหนดนโยบายในการบริหารจัดการกองทุนรวมให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ
2. เพื่อประเมินประสิทธิภาพการบริหารจัดการโดยใช้เครื่องมือทางการเงิน
3. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ

ขอบเขตของการวิจัย

1. ขอบเขตด้านเนื้อหาหรือตัวแปร การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ การเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน รายงานทางการเงิน การวิเคราะห์ของนักวิจัย และเว็บไซต์ที่เกี่ยวข้อง โดยครอบคลุมเนื้อหา ได้แก่ ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม การจ่ายเงินปันผล ระยะเวลาดำเนินงานของกองทุนรวม มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ความเสี่ยงที่เป็นระบบในรูปของค่าสัมประสิทธิ์เบต้า และอัตราผลตอบแทนจากกองทุนรวม

2. ขอบเขตด้านประชากรและตัวอย่าง ประชากรที่ใช้ศึกษาเป็นกองทุนรวมตราสารทุนที่มีทั้งหมดจำนวน 154 กองทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟจำนวน 13 กองทุน แต่เมื่อความเพียงพอของข้อมูลในการทำวิจัยพบว่าขนาดตัวอย่างที่สามารถทำการวิจัยได้จะมาจากกองทุนรวมตราสารทุน 91 กองทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟ 10 กองทุน

3. ขอบเขตด้านเวลา ระยะเวลาในการศึกษา ตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2560

ประโยชน์ที่รับจากการวิจัย

1. เพื่อให้นักลงทุนสามารถนำข้อมูลที่ได้จากการวิเคราะห์ทั้งด้านอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ

2. เพื่อให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในประเภทของกองทุนที่เหมาะสม ระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ

3. เพื่อให้บริษัทจัดการกองทุนใช้เป็นแนวทางในการวางแผนบริหารจัดการกองทุนรวมให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นต่อไปเพื่อประโยชน์ต่อนักลงทุน

4. เพื่อให้ผู้สนใจสามารถเรียนรู้และเข้าถึงเครื่องมือที่ใช้ในการประเมินประสิทธิภาพการบริหารจัดการกองทุนรวม

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดเกี่ยวกับกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ

กองทุนรวม คือ รูปแบบการลงทุนที่ระดมเงินทุนจากนักลงทุนหลายๆ รายมารวมกันให้เป็นเงินลงทุนก้อนใหญ่ แล้วนำไปจดทะเบียนให้มีฐานะเป็นนิติบุคคล จากนั้นจะนำเงินที่ระดมได้ไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินประเภทต่างๆ ตามนโยบายการลงทุนที่ได้ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขาย “หน่วยลงทุน” แก่ผู้ลงทุนนั้น โดยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) เป็นผู้จัดตั้ง และทำหน้าที่บริหารกองทุนรวมให้ได้ผลตอบแทน จากนั้นนำมาเฉลี่ยคืนให้กับผู้ลงทุนแต่ละรายตามสัดส่วนที่ลงทุนไว้แต่แรกในกองทุนรวมนั้น (Kirativanich & Chavakorn, 2013) กองทุนรวมมีหลายประเภท ซึ่งในงานวิจัยนี้จะศึกษากองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟ โดยมีรายละเอียดดังนี้

กองทุนรวมตราสารทุนเป็นกองทุนหนึ่งที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุนประเภทต่างๆ ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ รวมถึงหน่วยลงทุนของกองทุนอื่นๆ โดยสัดส่วนเฉลี่ยต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม กองทุนประเภทนี้เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงสูงได้

กองทุนรวมอีกรูปแบบหนึ่งที่ถูกพัฒนาขึ้นมาเรียกว่า กองทุนรวมอิตีเอฟ เป็นกองทุนที่นำกองทุนมาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียน และมีการซื้อขายโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์เปรียบเสมือนเป็นหลักทรัพย์หนึ่ง

แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง

“การลงทุน” เป็นเครื่องมือสำคัญในการเพิ่มค่าของเงิน และช่วยต่อยอดเงินออมให้เพิ่มขึ้น และเพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถบรรลุเป้าหมายทางการเงินต่างๆ

ซึ่งปัจจุบันทางเลือกการลงทุนมีให้เลือกหลายประเภท ไม่ว่าจะเป็นหุ้น พันธบัตร ทองคำ หรืออสังหาริมทรัพย์ ฯลฯ ขึ้นอยู่กับความสามารถในการยอมรับความเสี่ยง และสไตล์การลงทุนของนักลงทุนแต่ละคน (Srisukho, Onsa-ard, & Suthichuen, 2017)

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมและการประเมิน

ผลตอบแทน (return) คือ ผลประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุน รูปแบบของผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวม ประกอบด้วย (1) ผลตอบแทนจากเงินปันผล (dividend yield) และ (2) ส่วนเกิน (capital gain) หรือส่วนลดค่า (capital loss) ของมูลค่าสินทรัพย์รวม

การคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม (Sangkaew, 2004)

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

สัญลักษณ์ที่ใช้ R_{pt} คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลา t

D_t คือ เงินปันผลของกองทุนรวม

NAV_t คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลา t

NAV_{t-1} คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลา t-1

ซึ่งมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV) คำนวณได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม (NAV)} = \frac{\text{มูลค่าสินทรัพย์รวม} - \text{หนี้สิน}}{\text{จำนวนหน่วยลงทุน}}$$

ความเสี่ยงและการประเมิน

เมื่อมีการลงทุนสิ่งที่มีหลักเสี่ยงไม่ได้เลยคือ ความเสี่ยง โดยความเสี่ยงแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ (1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากระบบไม่สามารถกำจัดออกได้ เช่น ความเสี่ยงที่เกิดจากอัตราเงินเฟ้อหรือเงินฝืด เป็นต้น และ

การประเมินความเสี่ยงที่เป็นระบบใช้ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า และ (2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะกิจการ สามารถกระจายความเสี่ยงนั้นได้จากการบริหารจัดการที่ดี เช่น ความเสี่ยงทางธุรกิจ ความเสี่ยงทางการเงิน (Santaveesuk, 2019)

การคำนวณค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าสัมประสิทธิ์เบต้า สามารถคำนวณได้ ดังนี้

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_{pt} - \bar{R}_p)^2}{n-1}}$$

ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

สัญลักษณ์ที่ใช้ σ_p คือ ความเสี่ยงรวมหรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม

$\bar{R}_p$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

n คือ จำนวนงวดเวลาที่ใช้ในการศึกษา

$$\beta_p = \frac{COV_{pm}}{\sigma_m^2}$$

สัญลักษณ์ที่ใช้ β_p คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม

σ_m^2 คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

COV_{pm} คือ ค่าความแปรปรวนร่วมของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ คำนวณได้จาก

$$COV_{pm} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_p - \bar{R}_p)(R_m - \bar{R}_m)$$

สัญลักษณ์ที่ใช้ R_p คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลา t

R_m คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t

$\bar{R}_m$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์

แนวคิดการประเมินประสิทธิภาพการจัดการกองทุนรวม

ความเสี่ยงในการลงทุนมาพิจารณาประกอบด้วย โดยใช้วิธี Risk-Adjusted Return ซึ่งมีเครื่องมือทางการเงิน 3 เครื่องมือ ได้แก่

1. Sharpe ratio เป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ (Sharpe, 1964)

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

สัญลักษณ์ที่ใช้ $\bar{R}_f$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

2. Treynor ratio เป็นดัชนีที่ใช้วัดส่วนชดเชยความเสี่ยง โดยเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Treynor, 1965)

$$\text{Treynor ratio} = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$$

3. Jensen model เป็นการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ผลต่างเรียกว่า ค่าอัลฟา (α_p) (Jensen, 1968)

$$\alpha_p = \bar{R}_p - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p]$$

แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล

นโยบายเงินปันผล เป็นนโยบายที่ฝ่ายบริหารของธุรกิจใช้ในการจัดสรรผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล มีการกำหนดอัตราการจ่ายไว้ การที่ธุรกิจจะจ่ายหรือไม่นั้นจะขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ เช่น สภาพคล่องทางการเงิน ความสามารถในการกู้ยืม ข้อจำกัดในสัญญากู้ยืม เป็นต้น ซึ่งระดับเงินปันผลที่เหมาะสมนั้นจะเป็นสิ่งที่ผลกระทบต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ หากจ่ายเงินปันผลสูงจะทำให้ให้บริษัทมีเงินทุนน้อยลง ส่งผลให้อัตราการเติบโตของ

บริษัทลดลงได้ โดยทฤษฎีที่เกี่ยวกับเงินปันผล สรุปได้ดังนี้ (Sanglai, 2016)

1. นโยบายปันผลที่ไม่แตกต่าง (dividend irrelevance theory) โดยนักลงทุนเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลหรือไม่นั้นไม่มีความแตกต่างกัน (Miller & Modigliani, 1961)

2. ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (the bird in the hand theory) โดยนักลงทุนมีความพอใจในผลตอบแทนในรูปเงินปันผลปัจจุบันมากกว่ากำไรจากราคาหุ้นสามัญในอนาคต เพราะว่่านักลงทุนไม่มีความมั่นใจว่า

จะได้กำไรจากการขายหุ้นมากน้อยแค่ไหนในอนาคต (Gordon, 1963; Lintner, 1962)

3. ทฤษฎีความแตกต่างทางภาษี (tax preference theory) โดยนักลงทุนจะยอมรับเงินปันผลที่อัตราต่ำมากกว่าอัตราสูง เนื่องจากจะทำให้เสียภาษีน้อยกว่า เพราะรายได้จากเงินปันผลจะต้องเสียภาษี ซึ่งเป็นผลประโยชน์ทางภาษี (Litzenberger & Ramaswamy, 1979)

ดังนั้น การลงทุน นักลงทุนจึงต้องศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจ เพื่อผลตอบแทนที่จะได้รับและความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการลงทุน

ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม

ค่าธรรมเนียม หรือ ค่าใช้จ่ายที่กองทุนเรียกเก็บ เป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญไม่น้อยไปกว่านโยบายการลงทุนและผลตอบแทน ซึ่งค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับประเภทของกองทุน โดยค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม เป็นค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการกองทุนรวม ซึ่งนักลงทุนต้องจ่ายภายหลังจากการซื้อขายหน่วยลงทุน ไม่ว่าผลของการบริหารจัดการกองทุนรวมจะได้กำไรหรือขาดทุน เช่น ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์ ค่าธรรมเนียมนายทะเบียน เป็นต้น โดยค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมจะคิดเป็นร้อยละต่อปีของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Techamuanvith, 2017)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Wongchaisuriya (2021) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยและคุณลักษณะของกองทุน และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนระหว่างเดือนมกราคม 2561 ถึง ธันวาคม 2563 จำนวนกองทุนรวมที่ใช้ศึกษา 796 กองทุน วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้ตัวแบบการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า อายุของบริษัทหลักทรัพย์ฯ และกองทุนที่ลงทุน

ในต่างประเทศ มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีของกองทุนทางบวกที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ส่วนจำนวนบุคลากรบริหารกองทุนรวมของบริษัทฯ และระดับความเสี่ยงของกองทุน มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของกองทุนรวมที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Luangkaew, Chingchayanurak, and Tham-majinda (2019) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนเลียนแบบดัชนีของกองทุนรวมดัชนี และกองทุนรวมอีทีเอฟที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พิจารณาจากค่าความแตกต่างที่ยอมรับได้ (Tracking Error--TE) ศึกษาพร้อมกับปัจจัยต่างๆ ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระอื่นๆ โดยศึกษาข้อมูลราคาปิดรายวันของ 20 กองทุนรวมดัชนี และ 9 กองทุนรวมอีทีเอฟ ตั้งแต่ 1 มกราคม 2556 ถึง 30 มิถุนายน 2559 ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพการลงทุนเลียนแบบดัชนีอ้างอิงมากที่สุด คือ เงินปันผล โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในเชิงบวก

Sitthiho (2015) ได้ทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมอีทีเอฟและกองทุนรวมเปิดตราสารทุนที่ลงทุนในกองทุนรวมต่างประเทศเพียงกองทุนเดียว โดยใช้มาตรวัด Sharpe Ratio และ Treynor Ratio ประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยรายวัน จำนวน 10 กองทุน ระหว่างเดือนกันยายน พ.ศ. 2557 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2558 พบว่ากองทุนรวมอีทีเอฟ (ETF) มีผลการดำเนินงานดีกว่ากองทุนรวมต่างประเทศเพียงกองทุนเดียว (Foreign Investment Fund--FIF) จากการวิเคราะห์จากมาตรวัดของ Sharpe และพบว่า กองทุนรวม FIF ให้ผลการดำเนินงานดีกว่ากองทุนรวม ETF จากการวิเคราะห์จากมาตรวัดของ Treynor

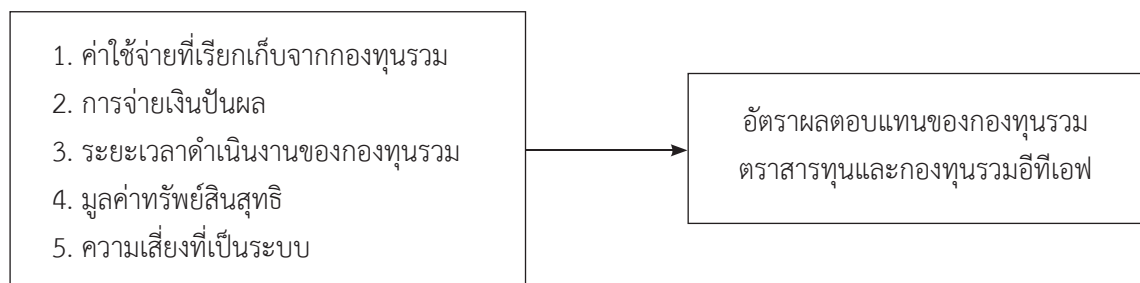
Sitthigonsomanat (2010) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) ตั้งแต่เดือน

มกราคม พ.ศ. 2550 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2553 จำนวน 11 กองทุน ปัจจัยที่ศึกษา ได้แก่ ขนาดของกองทุน ค่าใช้จ่ายของกองทุน อายุของกองทุน อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ประเภทของอสังหาริมทรัพย์ ประเภทของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน นโยบายการลงทุนของกองทุน ประเภทของผู้ดูแลผลประโยชน์ อัตราส่วนการถือครองหน่วยลงทุนโดยเจ้าของเดิม และอัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย ผลการศึกษาพบว่า ประเภทของอสังหาริมทรัพย์ อัตราส่วนการถือครองหน่วยลงทุนโดยเจ้าของเดิม และอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความ

เสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการทบทวนวรรณกรรมยังไม่พบการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน และการศึกษาเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารจัดการกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย ผู้วิจัยจึงตั้งใจศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในประเทศไทย โดยมีกรอบแนวความคิดที่ใช้ในการวิจัย ดังแสดงในภาพ 1

กรอบแนวความคิดที่ใช้ในการวิจัย



ภาพ 1 กรอบแนวความคิดที่ใช้ในการวิจัย

สมมุติฐานของการวิจัย

จากวัตถุประสงค์และกรอบแนวความคิดการวิจัย ผู้วิจัยกำหนดสมมุติฐานการวิจัยครั้งนี้ ดังนี้

1. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุน และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
2. การจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุน และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
3. ระยะเวลาดำเนินงานของกองทุนรวมมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

4. มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุน และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

5. ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ตราสารทุน และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ระเบียบวิธีวิจัย

1. กำหนดประชากรและตัวอย่าง ประชากรที่ใช้ศึกษา คือ กองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แต่เนื่องจากกองทุนรวมบางส่วนมีข้อมูลไม่ครบถ้วนจึงถูกตัดออก ทำให้เหลือตัวอย่างทั้งหมด 101

กองทุน แบ่งเป็นกองทุนรวมตราสารทุน 91 กองทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟ 10 กองทุน

2. เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ มีการใช้เครื่องมือทางการเงินจากการทบทวนวรรณกรรม ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม เพื่อใช้เป็นตัวแปรตามในการวิจัย การคำนวณค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเพื่อใช้เป็นตัวแปรต้นในการวิจัย นอกจากนี้ยังมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม การประเมินความมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการกองทุนรวม

โดยใช้ Sharpe Ratio, Treynor Ratio, และ Jensen Model

3. การเก็บข้อมูลและตัวแปร ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) การเก็บข้อมูลทางการเงินมาจากรายงานประจำปี งบการเงิน หนังสือชี้ชวนการลงทุน และเว็บไซต์ของ Thai Mutual Fund หรือเอกสารที่เกี่ยวข้องทั้งหมด การเก็บข้อมูลระหว่างเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2556 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2560 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ดูตาราง 1)

ตาราง 1

ตัวแปรที่ใช้ศึกษาและการได้มาของข้อมูล

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ที่มาของข้อมูล
ตัวแปรตาม:		
1. อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟ	R(P)	คำนวณจาก $R_{pt} = \frac{D_t + (NAV_t - NAV_{t-1})}{NAV_{t-1}} \times 100$
ตัวแปรต้น:		
1. ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม	CO (%)	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
2. การจ่ายเงินปันผล	DIV	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
3. ระยะเวลาดำเนินงานของกองทุนรวม(เดือน)	PE	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
4. มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) (ล้านบาท)	AUM	ข้อมูลมูลค่าหน่วยลงทุน จากสมาคมบริษัทจัดการกองทุน
5. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	BETA	คำนวณจาก $\beta_p = \frac{COV_{pm}}{\sigma_m^2}$
4. การวิเคราะห์ข้อมูล ในการวิจัยครั้งนี้แบ่งเป็น 4 ส่วน ได้แก่		ค่าต่ำสุด (minimize) ค่าเฉลี่ย (mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation)
4.1 วิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistic) เป็นสถิติที่ใช้ในการสรุปบรรยาย ซึ่งค่าสถิติที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ค่าสูงสุด (maximize)		4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน

ผ่านการรับรองคุณภาพจากศูนย์ดัชนีการอ้างอิงวารสารไทย (TCI) อยู่ในกลุ่มที่ 1 สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์

4.3 การประเมินผลการดำเนินงานประสิทธิภาพในการบริหารจัดการกองทุนรวมโดยใช้ Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen Model

4.4 การทดสอบสมมติฐานโดยใช้สมการถดถอยพหุคูณ (multiple regression)

ผลการวิจัย

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (ดูตาราง 2)

ตาราง 2

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต้นและตัวแปรตาม

ตัวแปร	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
R(P)	0.2529	-0.0656	0.0002	0.0055
CO (%)	0.3233	0.0033	0.1406	0.0484
DIV	1.0000	0.0000	0.0384	0.1922
PE (เดือน)	305.0333	10.3667	170.1226	81.2898
AUM (ล้านบาท)	980,933.0000	3,471.3170	261,593.4000	263,763.0000
BETA	17.0298	-30.2663	0.8947	0.7686

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า อัตราผลตอบแทน (RP) มีค่าเฉลี่ยที่ 0.0002 ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุน (CO) เทียบกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 0.1406 การจ่ายเงินปันผล (DIV) พบว่าส่วนใหญ่กองทุนรวมจะไม่จ่ายเงินปันผลระยะเวลาการซื้อขายของกองทุนนับจากวันเริ่มการซื้อขายจนถึงวันเก็บข้อมูลของกองทุน (PE) มีค่าเฉลี่ย

170.1226 เดือน มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของทุกกองทุน (AUM) มีค่าเฉลี่ย 261,593.40 ล้านบาท และค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (BETA) มีค่าเฉลี่ย 0.8947 ซึ่งสะท้อนว่าส่วนใหญ่มีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด

ส่วนที่ 2 การประเมินความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (ดูตาราง 3)

ตาราง 3

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ และค่า Variance Inflation Factor (VIF)

VIF		RP	CO	DIV	PE	AUM	BETA
	R(P)	1.0000					
1.2443	CO	0.0182	1.0000				
1.0600	DIV	0.0258	0.0504**	1.0000			

ผ่านการรับรองคุณภาพจากศูนย์ดัชนีการอ้างอิงวารสารไทย (TCI) อยู่ในกลุ่มที่ 1 สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์

ตาราง 3 (ต่อ)

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตาลีเอฟ และค่า Variance Inflation Factor (VIF)

VIF		RP	CO	DIV	PE	AUM	BETA
5.5882	PE	0.0246	0.2390**	0.0014	1.0000		
2.0800	AUM	-0.0043	0.0480**	0.0459**	0.1892**	1.0000	
2.3662	BETA	-0.3025	-0.0078	0.0456**	-0.0167	0.0191	1.0000

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไม่มีระหว่างตัวแปรอิสระ (multicollinearity) ส่วนที่ 3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ
ตัวแปรตัวใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.80 ดังนั้นข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์ไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ (multiple linear regression) (ดูตาราง 4)

ตาราง 4

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม (RP)									
Variable	ภาพรวม			กองทุนรวมตราสารทุน			กองทุนรวมอิตาลีเอฟ		
	β	t-Stat.	Prob.	β	t-Stat.	Prob.	β	t-Stat.	Prob.
C	0.0017	5.8772	0.0000**	-0.0016	-6.6297	0.0000**	0.0050	2.5910	0.0099**
CO	0.0011	0.6516	0.5147	0.0006	0.4503	0.6525	0.0048	0.4271	0.6695
DIV	0.0011	.2.6815	0.0074**	0.0005	1.1841	0.0697	0.0005	0.2527	0.8006
PE	0.0000	1.1681	0.2428	0.0000	0.4007	0.0689	-0.0000	-0.0521	0.9585
AUM	-0.0000	-0.2817	0.7782	0.0000	0.0039	0.9969	0.0000	0.1588	0.8739
BETA	-0.0022	1.1681	0.0000**	0.0019	19.9747	0.0000**	-0.0068	-31.4037	0.0000**
Adj.R ² = 0.0924				Adj.R ² = 0.0955			Adj.R ² = 0.7019		
F = 87.4411**				F = 81.6663**			F = 198.3621**		
n = 4242				n = 3,822			n = 420		

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ ดังนี้

1. เมื่อพิจารณาภาพรวม พบว่า ค่า $Adj.R^2$ เท่ากับ 0.0924 สะท้อนถึงตัวแปรต้นสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 9.24 ขณะที่โมเดลการวิเคราะห์ของกองทุนรวมตราสารทุน ค่า $Adj.R^2$ เท่ากับ 0.0955 สะท้อนถึงตัวแปรต้นสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 9.55 ซึ่งใกล้เคียงกันมาก แต่เมื่อพิจารณาโมเดลของกองทุนรวมอิตีเอฟพบว่า ค่า $Adj.R^2$ เท่ากับ 0.7019 สะท้อนถึงตัวแปรต้นสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ร้อยละ 70.19 ซึ่งมีอัตราร้อยละที่มากที่สุด สะท้อนถึงตัวแปรต้นที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟนั้นมีความแตกต่างกันอยู่

2. ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของทั้ง 3 โมเดลพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าซึ่งสะท้อนความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 แต่ทิศทางความสัมพันธ์มีทิศทางตรงข้ามกัน โดยความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน ขณะที่ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอิตีเอฟ

ผลการทดสอบสมมติฐาน

จากสมมติฐานที่ 1-5 ข้างต้น พบว่า เมื่อมีการใช้สมการถดถอยพหุคูณมาใช้ในการศึกษาอิทธิพลของตัวแปรต้นที่มีต่อตัวแปรตาม (ดูตาราง 5)

ตาราง 5

ตัวแปรต้นที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ปัจจัย	อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม (RP)	
	กองทุนรวมตราสารทุน	กองทุนรวมอิตีเอฟ
	β	β
CO	0.0006	0.0048
DIV	0.0005	0.0005
PE	0.0000	-0.0000
AUM	0.0000	0.0000
BETA	0.0019**	-0.0068**

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

สามารถสรุปได้ว่า ปฏิเสธสมมติฐานที่ 1-4 เพราะตัวแปรต้น ได้แก่ ค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวม การจ่ายเงินปันผล ระยะเวลาการดำเนินงาน และมูลค่าทรัพย์สินสุทธิไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

แต่ผลการทดสอบยอมรับสมมติฐานที่ 5 เพราะสัมประสิทธิ์เบต้า (ความเสี่ยงที่เป็นระบบ) เป็นตัวแปรต้นตัวเดียวที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวมอิตีเอฟ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ส่วนที่ 4 ผลการวิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์
ในข้อที่ 2 และข้อที่ 3 โดยการประเมินประสิทธิภาพ
การบริหารจัดการกองทุนรวมโดยใช้ Sharpe Ratio,
Treyner Ratio และ Jensen Model และการศึกษา

เปรียบเทียบประเมินประสิทธิภาพการบริหารจัดการ
กองทุนรวมระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนและกองทุน
รวมอิตีเอฟ (ดูตาราง 6)

ตาราง 6

ผลการวัดประสิทธิภาพการบริหารจัดการกองทุนรวมและการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างกองทุนรวมตราสารทุน
และกองทุนรวมอิตีเอฟ

ประเภทกองทุน	Sharpe ratio		ผลต่าง	Treyor ratio		ผลต่าง	Jensen model
	กองทุน	ตลาด		กองทุน	ตลาด		
กองทุนรวมตราสารทุน	1.7841	2.2534	-0.4693	0.0165	0.0130	0.0035	0.0016
กองทุนรวมอิตีเอฟ	2.2515	1.5247	0.7268	0.0128	0.0130	-0.0002	-0.0015

จากการวิเคราะห์โดยใช้ Sharpe Ratio พบว่า
กองทุนรวมอิตีเอฟ มีการบริหารจัดการกองทุนรวมที่ดี
กว่ากองทุนรวมตราสารทุน โดยมีอัตราผลตอบแทน
เฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด แต่ผลการ
วิเคราะห์จาก Treynor Ratio พบว่า กองทุนรวม
ตราสารทุนมีการบริหารจัดการกองทุนรวมที่ดีกว่า
กองทุนรวมอิตีเอฟโดยมีผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าตลาด
ที่ 0.0035 และ Jensen Model ให้ผลการวิเคราะห์ที่
สอดคล้องกับ Treynor Ratio โดยกองทุนรวมตราสาร
ทุนมีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดที่ 0.0016

การอภิปรายผล

จากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผล
ตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน และกองทุนรวม
อิตีเอฟ รวมถึงการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงาน
ของกองทุนรวม โดยใช้เครื่องมือ 3 เครื่องมือ ได้แก่
Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen Model
สามารถอภิปรายผลการวิจัยได้ ดังนี้

ปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวม
ตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟ พบว่า ปัจจัยด้าน

การจ่ายเงินปันผล (DIV) ส่งผลต่อผลตอบแทนของ
กองทุนรวมในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของ
กองทุนรวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ .01 สอดคล้อง
กับ Luangkaew et al. (2019) พบว่า เงินปันผลเป็น
ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนเลียนแบบดัชนีของกองทุน
รวมดัชนีและกองทุนรวมอิตีเอฟที่จดทะเบียนซื้อขาย
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการจ่าย
เงินปันผลจะส่งผลให้ค่าความแตกต่างของผลตอบแทน
ที่ยอมรับได้สูงขึ้น แต่เมื่อวิเคราะห์ตามประเภทของ
กองทุนรวมพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กัน อาจเป็น
เพราะการจ่ายเงินปันผลของหุ้นที่กองทุนรวม
แต่ละประเภทถือครองอยู่มีจำนวนไม่มากนัก ส่งผลให้
ประเภทของกองทุนจึงไม่สามารถแสดงผลอย่างมีนัย
สำคัญทางสถิติได้ แต่อย่างไรก็ตามการที่มีผลกระทบ
แบบมีนัยสำคัญทางสถิติ หากพิจารณาความสัมพันธ์
ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับผลตอบแทนของกองทุน
แล้วมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับ
ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (bird in the hand theory) ของ
Gordon (1963); Lintner (1962) เกี่ยวกับนโยบาย
การจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่ง

ที่นักลงทุนมีความพึงพอใจที่จะได้รับ เพราะการจ่ายเงินปันผลเป็นรูปแบบของผลตอบแทนอย่างหนึ่งที่ทำให้ให้นักลงทุนสนใจที่จะลงทุน เพราะได้รับมาในรูปแบบเงินปันผลปัจจุบันมากกว่ากำไรจากราคาหุ้นสามัญในอนาคต เพราะนักลงทุนมองว่าผลตอบแทนจากเงินปันผลจะมีความเสี่ยงน้อยกว่ากำไรจากการขายหุ้นในอนาคต (Nuannuch, Ratchusanti, Chingchayanurak, & Tangsomchai, 2018) ทั้งนี้ ไม่สอดคล้องกับ Panuvisitsang and Chansarn (2018) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การจ่ายเงินปันผลส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

ปัจจัยด้านความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta) ส่งผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ .01 ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model--CAPM) ที่ว่า อัตราผลตอบแทนของนักลงทุนที่จะได้รับนั้นขึ้นอยู่กับความเสี่ยงจากการลงทุน (Sharpe, 1964) ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่ธุรกิจไม่สามารถควบคุมหรือหลีกเลี่ยงได้ เมื่อเกิดขึ้นจึงส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนทันที ในขณะที่ปัจจัยด้านความเสี่ยงที่เป็นระบบส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนของกองทุนรวมอิตีเอฟอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ทั้งนี้ เนื่องจากกองทุนทั้งสองประเภทเป็นการลงทุนในหุ้นสามัญเป็นหลัก ซึ่งอ้างอิงกับตลาดหลักทรัพย์ เมื่อเกิดการผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะส่งผลต่อกองทุนรวม นอกจากนี้กองทุนรวมตราสารทุนและกองทุนรวมอิตีเอฟมีลักษณะการซื้อขายที่ต่างกัน กองทุนรวมอิตีเอฟสามารถทำการซื้อขายได้ตลอดเวลาเหมือนหุ้น โดยไม่ต้องรอรอราคากองทุน ณ สิ้นวัน แต่กระจายความ

เสี่ยงเหมือน Index Fund และเสียค่าบริหารจัดการต่ำกว่ากองทุนอื่นๆ สามารถอ้างอิงสินค้าได้หลายประเภท ทำให้การลงทุนในกองทุนรวมอิตีเอฟของนักลงทุนมีช่องทางการกระจายความเสี่ยงได้มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมอิตีเอฟส่วนใหญ่มีนโยบายการบริหารจัดการลงทุนในเชิงรับ (passive management strategy) ที่เน้นสร้างผลตอบแทนให้ใกล้เคียงกับดัชนีหรือราคาของสินทรัพย์ที่กองทุนใช้อ้างอิงมากที่สุด ไม่ได้เป็นการบริหารจัดการลงทุนในเชิงรุก (active management strategy) เพื่อเอาชนะตลาดเหมือนกองทุนรวมส่วนใหญ่ จึงทำให้กองทุนรวมอิตีเอฟมีค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการที่ต่ำกว่ากองทุนรวมทั่วไป (The Stock Exchange of Thailand, 2015) ด้วยเหตุนี้จึงส่งผลให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทน ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนนั้น ส่วนใหญ่กองทุนรวมจะบริหารจัดการลงทุนในเชิงรุก เพื่อทำผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นรายละลงทุนให้มากที่สุด ซึ่งเป็นสิ่งที่นักลงทุนส่วนใหญ่ต้องการ ดังนั้นตามทฤษฎีความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน หากนักลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง แล้วทำให้เกิดความเสี่ยงเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะคาดหวังผลตอบแทนที่จะได้รับจากหลักทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นด้วย เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุน ส่วนของปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากกองทุนรวมด้านระยะเวลาดำเนินงานของกองทุนรวม และมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของทุกกองทุน เป็นปัจจัยที่ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในการศึกษาครั้งนี้ สอดคล้องกับ Sitthigonsomanat (2010) ที่พบว่า ขนาดของกองทุน ค่าใช้จ่ายของกองทุน อายุของกองทุน ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) และ

สอดคล้องกับ Luangkaew et al. (2019); Wongchaisuriya (2021) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยและคุณลักษณะของกองทุน และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน แต่ไม่สอดคล้องในด้านระยะเวลาดำเนินงานของกองทุนรวม เนื่องจากกองทุนรวมต่างมีเป้าหมายในการบริหารกองทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหน่วยลงทุนสูงสุด ระยะเวลาดำเนินงานของกองทุนไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม นอกจากนี้ ข้อมูลที่นำมาศึกษานั้นอยู่ในช่วงเวลาที่เกิดการรัฐประหารในประเทศไทย ปี พ.ศ. 2557 เป็นความขัดแย้งทางการเมืองภายในประเทศ จึงส่งผลเกิดการชะลอเศรษฐกิจของประเทศและการลงทุน และนำไปสู่ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนได้

ส่วนของการพิจารณาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในภาพรวม โดยใช้ Sharpe Ratio เป็นการวัดผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงทั้งหมด พบว่ากองทุนรวมอีทีเอฟมีการบริหารกองทุนภายใต้การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพกว่ากองทุนรวมตราสารทุน หากใช้ Treynor Ratio และ Jensen Model เป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานเทียบกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนมีการบริหารกองทุนที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลได้อย่างมีประสิทธิภาพกว่ากองทุนรวมอีทีเอฟ ซึ่งสอดคล้องกับ Sitthiho (2015) พบว่า กองทุนรวมอีทีเอฟมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าการลงทุนในกองทุนเปิดตราสารทุนที่มีนโยบายเน้นการลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศเพียงกองเดียว เมื่อใช้ Sharpe Ratio เป็นเครื่องมือวัด และหากใช้ Treynor Ratio เป็นเครื่องมือจะพบว่ากองทุนเปิดตราสารทุนที่มีนโยบายเน้นการลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศเพียงกองเดียวมีผลการ

ดำเนินงานที่ดีกว่ากองทุนรวมอีทีเอฟ ทั้งนี้กองทุนรวมอีทีเอฟเป็นกองทุนรวมที่จดทะเบียนมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แบบเวลาจริง (real time) ทำให้มีการสั่งซื้อขายได้อย่างรวดเร็วมีการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิในทันที ทุกการซื้อขายย่อมส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงที่ควบคุมไม่ได้ เช่น สภาพคล่องการซื้อขายหุ้น และกองทุนนโยบายของรัฐ แต่ความรวดเร็วของการซื้อขายย่อมทำให้การบริหารจัดการความเสี่ยงที่ควบคุมได้ดำเนินงานได้ไม่ทันเวลา ขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนมีระยะเวลาของการบริหารจัดการเพื่อลดความเสี่ยงที่เป็นระบบได้ดีกว่าเพื่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิที่ยังไม่เกิดในทันทีเหมือนกองทุนรวมอีทีเอฟ

ข้อเสนอแนะ

1. จากผลการศึกษาความเสี่ยงที่เป็นระบบมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวม การลงทุนในกองทุนรวมจะต้องมีความระมัดระวังในการลงทุนเนื่องจากความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่กองทุนรวมไม่สามารถกำจัดไปได้เอง ดังนั้นรัฐบาลควรเข้ามาดูแลเกี่ยวกับการลงทุน โดยอาจพิจารณากฎเกณฑ์เกี่ยวกับการลงทุน เพื่อให้กองทุนรวมมีความคล่องตัวในการดำเนินงาน และสามารถปรับกลยุทธ์เพื่อให้สอดคล้องกับตลาดทุนในสภาวะการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปได้

2. ด้านการลงทุน นักลงทุนควรมีความรู้ความเข้าใจในเครื่องมือที่จะใช้ศึกษาหาผลตอบแทนที่ต้องการอย่างชัดเจน เพราะเครื่องมือแต่ละประเภทจะมีการหาอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกันออกไป หากนักลงทุนขาดความรู้ความเข้าใจ อาจส่งผลให้นักลงทุนเสียประโยชน์มากกว่าที่จะได้รับประโยชน์

References

- Bank of Thailand. (2020). *Thailand financial skills survey report 2020*. Retrieved from <https://www.1213.or.th/th/flsurveyreport/2563ThaiFLsurvey.pdf> [In Thai]
- Chaiphat, C. (2022). The role of debt in financial health of Thai households. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal*, 42(1), 36-50. [In Thai]
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389-416.
- Kirativanich, T., & Chavakorn, P. (2013). *Analytical focus on mutual funds* (3rd ed). The Stock Exchange of Thailand. [In Thai]
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.
- Luangkaew, S., Chingchayanurak, C., & Thammajinda, R. (2019). Factors affecting index replication investment of index funds and exchange traded fund (ETF) in the stock exchange of Thailand. *Suthiparithat Journal*, 33(108), 160-173. [In Thai]
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- National Statistical Office Thailand. (2019). *The survey of household socio-economic conditions, 2019*. Retrieved from http://www.nso.go.th/sites/2014/DocLib13/ด้านสังคม/สาขารายได้/เศรษฐกิจสังคมครัวเรือน/62/Exclusive_62.pdf [In Thai]
- Nuannuch, T., Ratchusanti, S., Chingchayanurak, C., & Tangsomchai, C. (2018). Relationship between dividend policy and stock price volatility in the stock exchange of Thailand. *Kasalongkham Research Journal, Chiangrai Rajabhat University*, 12(1), 65-79. [In Thai]
- Panuvisitsang, W., & Chansarn, S. (2018). Factors influencing rate of return from common stocks of listed companies in food and beverage industry in the stock exchange of Thailand. *Journal of Business Economics and Communications*, 13(1), 137-148. [In Thai]
- Sangkaew, J. (2004). *Investment* (6th ed.). Thammasat University Printing House. [In Thai]

- Sanglai, N. (2016). *The relationship between businesses life cycle and dividend payout of the registration company in the Stock Exchange of Thailand*. Master Thesis of Business Administration, Burapha University. [In Thai]
- Santaveesuk, K. (2019). *All about investments: Investment principles*. Thailand Securities Institute. [In Thai]
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Sitthigonsomanat, C. (2010). *A study the factors affecting the rate of return adjusted by the risk value of the property fund (type 1 fund)*. Master Thesis of Science (Real Estate Business), Thammasat University. [In Thai]
- Sitthiho, W. (2015). *A comparative of return and risk between exchange traded fund and foreign investment feeder fund*. Master Thesis of Science (Finance), Bangkok University. [In Thai]
- Srisukho, A., Onsa-ard, C., & Suthichuen, K. (2017). *Investor's practice guide in mutual funds*. Retrieved from https://e-ks.excise.go.th/book-detail/10#.YoB_U6hBy3A [In Thai]
- Tangsatapornpong, M. (2010). *Investment professional (1): Benefits of investing in mutual funds*. Retrieved from <https://www2.set.or.th/set/financialplanning/knowledgedetail.do?contentId=769> [In Thai]
- Techamuanvivit, P. (2017). *Fee is crucial before purchasing mutual fund*. Retrieved from <https://www.sec.or.th/TH/Template3/Articles/2560/ac-post-25600630-MF-fee.pdf> [In Thai]
- The Stock Exchange of Thailand. (2015). *The exchange traded funds*. Author [In Thai]
- Treynor, J. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(), 63-75.
- Wongchaisuriya, S. (2021). *Effects of characteristics of mutual funds and firms on fund performances in Thailand*. In Proceeding of the 16th RSU National Graduate Research Conference (pp. 266-280). Bangkok: Rangsit University. [In Thai]