

# ผลตอบแทนและการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี

## Returns and Portfolio Diversification of Tax-incentive Equity Funds

กฤษณา ตรีศีลวัฒนกุล ธนโชติ บุญวรโชติ และณัฐนิชา พึ่งสุข\*

Krissana Treesilvattanakul, Tanachote Boonvorachote and Nutnicha Puengsuk\*

ภาควิชาเทคโนโลยีอุตสาหกรรมเกษตร คณะอุตสาหกรรมเกษตร มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Department of Agro-Industrial Technology, Faculty of Agro-Industry, Kasetsart University, Thailand

### ABSTRACT

**Background and Objectives:** Nowadays, the investment of tax-incentive equity funds, particularly Retirement Mutual Funds (RMF) and Long-Term Funds (LTF), are chosen for savings by more investors every year. Nevertheless, investors also have the choice of nontax-incentive equity funds for investment or saving. Tax-incentive equity funds have an advantage over tax saving(s) for investors. However, investors will have to accept a time constraint rule, whereby they must hold tax-incentive funds for a certain lengthy period of time, possibly ten years or longer. Non-tax-incentive equity funds, however, do not have such time constraint rules as tax-incentive equity funds have. Moreover, there is controversy regarding the performance of tax-incentive and nontax-incentive equity funds when compared over time. This research compares different mutual fund performances and risk diversification between tax-incentive and nontax-incentive equity funds. Furthermore, it reveals the investment performance and portfolio diversification between two groups. Our findings will serve to guide investment decisions according to appropriate levels of risk and return. We hypothesize that tax-incentive equity funds will differ in investment performance from that of nontax-incentive equity funds.

**Methodology:** This research aims to compare asset characteristics, rates of return, risk diversification, and investment performance between tax-incentive and nontax-incentive equity funds. Investment performance is measured by using the five following methods: Jensen's alpha, Treynor ratio, Sharpe ratio, Excess Standard Deviation Adjusted Return, and Information ratio. The residual variance (RV) is also used to control portfolio diversification in these five methodologies. We expect different performances between tax-incentive and nontax-incentive equity funds.

**Main results:** The results of this research indicate that tax-incentive equity funds have larger sizes, higher returns, and lower risk than those of nontax-incentive equity funds. However, neither group has significant differences in investment performance. For portfolio diversification, we found that there is a significant difference at 0.05 between the two groups of funds. Tax-incentive equity funds have better portfolio diversification and lower risk than the nontax-incentive funds.

**Discussion:** Analysis of the rate of return, mutual fund characteristics, risk diversification, and investment performance between tax-incentive and nontax-incentive equity funds shows that tax-incentive equity funds have triple the size of nontax-incentive funds. While nontax-incentive equity funds are smaller in size, their investment strategy focuses on stock clustering. Tax-incentive equity funds, however, have larger rates of return and lower risk than nontax-incentive funds. Even so, analysis of investment performance

### ARTICLE INFO

#### Article history:

Received 7 August 2021

Received in revised form

22 February 2022

Accepted 23 February 2022

Available online

26 February 2025

#### Keywords:

Diversification

(การกระจายความเสี่ยง),

Equity funds

(กองทุนรวมตราสารทุน),

Investment performance

(ผลการดำเนินงานจากการลงทุน),

Long-term equity funds

(กองทุนรวมหุ้นระยะยาว),

Retirement mutual funds

(กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ)

shows that both groups either perform similarly or there is an insignificant statistical difference between investment performances when compared.

**Conclusion:** Although tax-incentive and nontax-incentive equity funds differ in risk diversification, their investment performance is either the same or lacks any significant statistical difference when investment performances are compared. Hence, investors can choose to invest in either group of equity funds depending on their goals and limitations on investments. If investors have no time constraints on their investment, they can invest in tax-incentive equity funds, where they can get tax-saving benefits as well. Thus, investors who have time constraints on their investment horizon should invest in nontax-incentive equity funds. Investors who invest in nontax-incentive equity funds can sell their investment any time if they prefer.

*\*Corresponding author*

*E-mail address: nutnicha.pu@ku.th*

## บทคัดย่อ

**ที่มาและวัตถุประสงค์:** ในปัจจุบันการลงทุนในกองทุนรวมที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีกำลังเป็นที่นิยม โดยเฉพาะกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในทุก ๆ ปี งานวิจัยนี้จึงศึกษาผลการดำเนินงาน การกระจายความเสี่ยงโดยเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและการกระจายความเสี่ยงระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี โดยผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีผลการดำเนินงานที่แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี

**ระเบียบวิธีวิจัย:** งานวิจัยนี้ทำการศึกษาเปรียบเทียบคุณลักษณะของสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทน การกระจายความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับผลประโยชน์ด้านภาษีและกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับผลประโยชน์ด้านภาษีเพื่อศึกษาความแตกต่างระหว่างกองทุนรวมทั้งสองกลุ่ม และเพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกการลงทุนด้วยระดับผลตอบแทน และความเสี่ยงที่เหมาะสม ผู้วิจัยจึงใช้มาตรวัด Jensen's alpha, Treynor ratio, Sharpe ratio, Excess Standard Deviation Adjusted Return และ Information ratio ในการวัดผลการดำเนินงาน และค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) ในการวัดการกระจายความเสี่ยง รวมถึงศึกษาการวัดผลการดำเนินงานโดยควบคุมการกระจายความเสี่ยงเข้าร่วมด้วย

**ผลการวิจัย:** ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี มีขนาดกองทุนที่ใหญ่กว่า โดยมีอัตราผลตอบแทนมากกว่า และความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ในด้านผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยมาตรวัดผลการดำเนินงานข้างต้น พบว่า กองทุนทั้ง 2 กลุ่มไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่มีการกระจายความเสี่ยงที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีการกระจายความเสี่ยงที่ดีกว่า

**อภิปรายผล:** จากการวิเคราะห์ผลตอบแทนและการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีและกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีนั้น งานวิจัยฉบับนี้ได้ทำการเปรียบเทียบคุณลักษณะ อัตราผลตอบแทน การกระจายความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้งสองกลุ่มและพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีขนาดกองทุนที่ใหญ่กว่าสามเท่า ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีขนาดกองทุนที่เล็กกว่า และมีการลงทุนในหุ้นแบบกระจุกตัว โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่

มากกว่า และมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี และเมื่อทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้งสองกลุ่ม พบว่า กองทุนรวมทั้งสองกลุ่ม มีผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**บทสรุป:** แม้กองทุนรวมทั้งสองกลุ่มจะมีการกระจายความเสี่ยงแตกต่างกัน แต่พบว่าผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้งสองกลุ่มกลับไม่มีความแตกต่างกัน ดังนั้น ในการเลือกลงทุนในกองทุนรวมทั้งสองกลุ่มนี้ นักลงทุนสามารถพิจารณาได้จากเป้าหมายและข้อจำกัดการลงทุนของตัวนักลงทุนเอง หากนักลงทุนต้องการใช้สิทธิลดหย่อนภาษี และไม่มีข้อจำกัดในการถือครองระยะยาว นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ในขณะที่นักลงทุนที่มีข้อจำกัดในการถือครองระยะยาวควรเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี การลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี จะให้สภาพคล่องแก่นักลงทุนเพราะไม่มีเงื่อนไขช่วงระยะเวลาในการถือหน่วยลงทุน

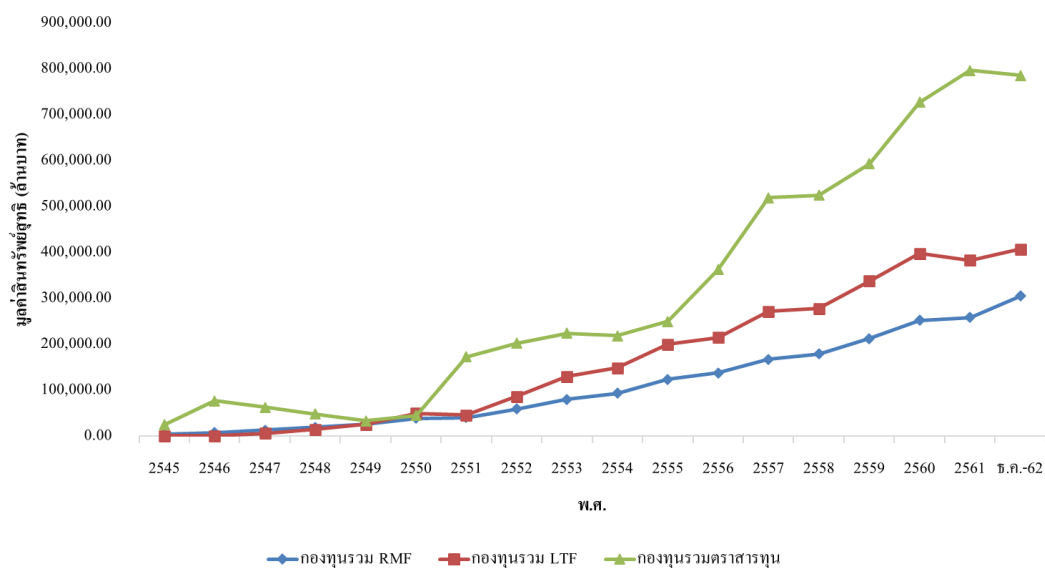
## บทนำ

กองทุนรวม เป็นเครื่องมือการลงทุนชนิดหนึ่งที่จะช่วยลดข้อจำกัดด้านทุนทรัพย์ เวลาในการติดตามศึกษาข้อมูล รวมไปถึงการขาดประสบการณ์ในการลงทุน โดยกองทุนรวมจะทำการรวบรวมเงินจากผู้ลงทุนรายย่อยต่าง ๆ แล้วให้ผู้จัดการกองทุนที่มีความรู้และความเชี่ยวชาญ ทำการจัดการและบริหารการลงทุนให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อให้แก่นักลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ตามนโยบายที่กำหนดไว้ของแต่ละกองทุน การลงทุนผ่านกองทุนรวมนั้นมียังมีนโยบายการลงทุนและรูปแบบของการลงทุนที่หลากหลาย อีกทั้งยังมีการกระจายการลงทุนในหุ้นหลายบริษัทเพื่อควบคุมความเสี่ยง โดยปกติแล้วนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend) หรือกำไรส่วนเกินมูลค่าลงทุนต่อหน่วย (Capital Gain) ผ่านการลงทุนในกองทุนรวม (The Stock Exchange of Thailand, 2015) นอกจากผลตอบแทนดังกล่าว ยังมีกองทุนรวมบางประเภทที่สามารถนำมาใช้สิทธิในการลดหย่อนภาษีได้

กองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี แบ่งได้ 2 ประเภท ได้แก่ กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) จัดตั้งเพื่อส่งเสริมให้เกิดการออมเงินในระยะยาว และให้ผู้ลงทุนออมเงินผ่านกองทุนรวมไว้ใช้ในยามเกษียณ และอีกประเภท คือ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund: LTF) จัดตั้งเพื่อสร้างเสถียรภาพของตลาดหุ้น ด้วยการส่งเสริมให้ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนในตลาดหุ้นผ่านกองทุนรวมโดยมีระยะเวลาในการลงทุนที่ยาวขึ้น เพื่อเพิ่มสัดส่วนผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งจะช่วยให้ตลาดทุนไทยมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยผู้ลงทุนที่ซื้อกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) สามารถนำเงินนั้นไปใช้เป็นค่าลดหย่อนได้ตามที่จ่ายจริง แต่กฎหมายกำหนดเพดานให้หักลดหย่อนได้ตามจริง สูงสุดไม่เกิน 30% ของเงินได้ที่ต้องเสียภาษีตลอดทั้งปี หรือไม่เกิน 500,000 บาท เมื่อนับรวมกองทุนการออมเพื่อการเกษียณประเภทอื่น ๆ ตามเงื่อนไข และผู้ลงทุนที่ซื้อกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) สามารถนำเงินนั้นไปใช้เป็นค่าลดหย่อนได้ตามที่จ่ายจริง แต่กฎหมายกำหนดเพดานให้หักลดหย่อนได้ 15% ของเงินได้ที่ต้องเสียภาษีตลอดทั้งปี แต่ไม่เกิน 500,000 บาท เพื่อเป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนหันมาลงทุนในกองทุนรวมดังกล่าวมากขึ้น (The Stock Exchange of Thailand, 2014) ถึงแม้ในปัจจุบัน กองทุนรวมหุ้นระยะยาวได้ยกเลิกสิทธิในการ

ลดหย่อนภาษีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 เป็นต้นไป และได้มีกองทุนรวมชนิดใหม่เข้ามาแทนที่ คือ กองทุนรวมเพื่อการออม (Super Saving Fund: SSF) แต่เมื่อพิจารณาถึงแนวโน้มการเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) เมื่อปี พ.ศ. 2557 จำนวน 271,023 ล้านบาท และ 166,290 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็น 406,415 ล้านบาท และ 304,305 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2562 ตามลำดับ (Association of Investment Management Companies, 2020) แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมทั้ง 2 ประเภทนี้กำลังได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น

จากภาพที่ 1 (Figure 1) แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุน (Equity funds) กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) มีแนวโน้มเติบโตขึ้นในทุก ๆ ปี โดยกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) มีสัดส่วนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิเกือบครึ่งหนึ่งของกองทุนรวมตราสารทุน จึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive equity funds: Tax-incentive) ได้แก่ กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) มีอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงเป็นอย่างไร เมื่อเปรียบเทียบกับกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive equity funds: Nontax-incentive) ได้แก่ กองทุนรวมตราสารทุน (Equity funds)



**ภาพที่ 1** มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารทุน (Equity funds) กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ในช่วงเวลา พ.ศ. 2545 - พ.ศ. 2562

**Figure 1** Net asset value of equity funds, retirement mutual funds, and long-term equity funds from 2002-2019

**Source:** Association of Investment Management Companies (2020)

จากการศึกษาของ Pornpattanakul-ton (2010), Chunsai (2014), Maneeprasert (2014), Pooniead (2015) และ Jirapinyo (2017) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลในการลงทุนกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และ

กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) โดยวิเคราะห์เชิงพรรณนา สถิติเชิงอนุมานจากแบบสอบถาม และเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้วยมาตรวัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ ของกองทุนรวม พบว่า ปัจจัยหลักที่เป็นแรงจูงใจสำคัญในการลงทุนกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) คือ การได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการนำเงินลงทุนเพื่อหักลดหย่อนทางภาษี โดยคำนึงถึงผลตอบแทนเป็นลำดับรอง อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของ Pitchyanusorn (2017) กล่าวว่า การลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ด้วยกลยุทธ์แบบ Magic Formula ร่วมกับการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ สามารถสร้างผลตอบแทนที่มีความสม่ำเสมอ และความเสี่ยงต่ำกว่ากลยุทธ์การลงทุนรูปแบบอื่น โดยผู้จัดการกองทุนรวมทั้ง 2 ประเภท มีความสามารถในการคัดเลือกหลักทรัพย์ใกล้เคียงกัน (Watcharasakpaisan, 2013) เมื่อพิจารณาถึงผลการดำเนินงาน จากการศึกษาที่ผ่านมาของ Lukkanajit (2008) กล่าวว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ไม่มีความแตกต่างกัน

ผู้วิจัยจึงตั้งสมมุติฐานว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีผลการดำเนินงานที่แตกต่างจากกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) ผู้ลงทุนมักนิยมลงทุนกระจุกตัวในเดือนธันวาคม เพื่อใช้สิทธิในการลดหย่อนภาษี (Pornpattanakul-ton, 2010) จึงอาจทำให้กองทุนกลุ่มนี้มีการกระจายความเสี่ยงต่ำ ส่งผลให้มีผลการดำเนินงานต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) หรืออาจมีผลการดำเนินงานสูงกว่า เนื่องจากกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีเงื่อนไขในการถือครองในระยะยาว ผู้จัดการกองทุนรวมอาจพยายามกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมเพื่อให้ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมดี เพื่อการสร้างชื่อเสียงของกองทุนรวม และดึงดูดนักลงทุนให้ลงทุนในกองทุนรวมกลุ่มนี้ จากสมมุติฐานดังกล่าว จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจในการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) โดยจากการศึกษาที่ผ่านมาของ Taveesaengsakulthai (2008) และ Kittikulchart (2011) กล่าวว่า กองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างกัน ในขณะที่การศึกษาของ Aussawakaewfa (2008) และ Thammakorn (2014) กล่าวว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีผลการดำเนินงานดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) นอกจากนี้ Bello (2005); Panwar and Madhumathi (2006); Treesilvattanakul et al. (2021) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวม อีกทั้งพบว่าการกระจายความเสี่ยงมีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานโดยพิจารณาความเสี่ยงเข้าร่วมด้วยเช่นเดียวกัน

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงทำการศึกษเปรียบเทียบคุณลักษณะของสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทน การกระจายความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับผลประโยชน์ด้านภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับผลประโยชน์ด้านภาษี (Nontax-incentive) โดยใช้มาตรวัด Jensen's alpha, Treynor ratio, Sharpe ratio, Excess Standard Deviation Adjusted Return และ Information ratio ในการศึกษาผลการดำเนินงาน และค่าความเสี่ยงคงเหลือ (Residual variance: RV) ในการศึกษาการกระจายความเสี่ยง รวมถึงศึกษาผลการดำเนินงานโดยพิจารณาการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม เพื่อเป็นแนวทางให้กับนักลงทุนในการตัดสินใจเลือกการลงทุนในกองทุนรวมทั้งระดับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เหมาะสม

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive)
2. เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ผลการดำเนินงาน และการกระจายความเสี่ยง รวมถึงผลการดำเนินงานโดยพิจารณาการกระจายความเสี่ยงเข้าร่วมด้วยของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive)

### วิธีการศึกษา

#### 1. การเก็บข้อมูล

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary data) โดยทำการเก็บข้อมูลมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (Net Asset Value: NAV) ที่ลงทุนในตราสารทุนภายในประเทศ โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ในช่วงเวลาเดือนธันวาคม พ.ศ. 2557 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 และแบ่งข้อมูลเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) ซึ่งประกอบด้วย กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) และกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ที่ลงทุนในตราสารทุน และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) ซึ่งประกอบด้วย กองทุนรวมตราสารทุน (Equity funds) จากการรวบรวมข้อมูลรายเดือนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (NAV) ทั้ง 5 ปี พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีทั้งหมด 80 กองทุน และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีทั้งหมด 110 กองทุน อีกทั้งทำการเก็บรวบรวมข้อมูลคุณลักษณะของกองทุนรวม ได้แก่ สินทรัพย์สุทธิ (Net assets) ร้อยละสินทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนในตราสารทุน (%Common stock) และตราสารหนี้

(%Bond) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) จำนวนหุ้นที่กองทุนรวมถือครอง (Holding) และร้อยละสินทรัพย์สุทธิที่กองทุนรวมถือครอง 10 อันดับแรก (%Top ten) ของแต่ละกองทุนรวม นอกจากนี้ ผู้วิจัยทำการเก็บข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ช่วงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2557 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 เพื่อใช้เป็นเกณฑ์มาตรฐานในการวิเคราะห์ผล และข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ชนิด Coupon bond อายุ 1 ปี เพื่อให้สอดคล้องกับการประเมินผลการดำเนินการของกองทุนรวม ซึ่งจะมีการออกรายงานผลการดำเนินงานประจำปี

## 2. การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทน ผลการดำเนินงาน การกระจายความเสี่ยงเปรียบเทียบกับระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) โดยการคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม สามารถคำนวณได้จากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหนึ่งช่วงเวลา โดยสามารถคำนวณได้ ดังนี้

$$R_{pt} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}} \quad (1)$$

โดยที่  $R_t$  คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลาที่  $t$ ,  $NAV_t$  คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวม ณ เวลาที่  $t$  และ  $NAV_{t-1}$  คือ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวม ณ เวลาที่  $t-1$

จากนั้นทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานทั้ง 2 กลุ่ม โดยใช้ทฤษฎีมาตรวัดผลการดำเนินงานทั้ง 5 แบบ ได้แก่ มาตรวัด Jensen's alpha, Treynor ratio, Sharpe ratio, Excess Standard Deviation Adjusted Return และ Information ratio

### 1.1 มาตรวัด Jensen's alpha ( $\alpha_p$ ) (Jensen, 1967)

$$\alpha_p = r_p - [(r_f + (r_m - r_f)\beta_p)] \quad (2)$$

โดยที่  $r_p$  คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม,  $r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง,  $r_m$  คืออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และ  $\beta_p$  คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

### 1.2 มาตรวัด Treynor ratio ( $T_p$ ) (Treynor, 1965)

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \quad (3)$$

โดยที่  $r_p$  คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม,  $r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง และ  $\beta_p$  คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

### 1.3 มาตรวัด Sharpe ratio ( $S_p$ ) (Sharpe, 1994)

$$S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (4)$$

โดยที่  $r_p$  คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม,  $r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง และ  $\sigma_p$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม

#### 1.4 มาตรการวัด Excess Standard Deviation Adjusted Return (eSDAR) (Statman, 2000)

$$eSDAR = r_f + \left( \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \right) \sigma_m - r_m \quad (5)$$

โดยที่  $r_p$  คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม,  $r_f$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง,  $\sigma_p$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของกองทุนรวม และ  $\sigma_m$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

#### 1.5 มาตรการวัด Information ratio (IR) (Israelsen, 2005)

$$IR = \frac{r_p - r_m}{\sigma_p} \quad (6)$$

โดยที่  $r_p$  คือ อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม,  $r_m$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด และ  $\sigma_p$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม

Bello (2005) ศึกษาการกระจายความเสี่ยงของหลักทรัพย์ โดยใช้ค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) ในการประเมินระดับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk) ของกองทุนรวม หากค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) มีค่าสูง แสดงให้เห็นว่ากองทุนรวมมีการกระจายความเสี่ยงต่ำ

$$RV = 1 - \frac{\beta_p^2 \sigma_m^2}{\sigma_p^2} \quad (7)$$

โดยที่  $\sigma_m^2$  คือ ความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด,  $\sigma_p^2$  คือ ความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม และ  $\beta_p$  คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

นอกจากนี้ Bello (2005) ทำการวิเคราะห์ความแปรปรวนร่วม (Covariance analysis) เพื่อตรวจสอบค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) หรือการกระจายความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานระหว่างกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่มหรือไม่ กำหนดให้ ตัวแปรอิสระ คือ ชนิดของกองทุนรวม (Group) ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานที่ได้จากมาตรวัดต่าง ๆ และตัวแปรร่วม คือ ค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) โดยมีสมการดังนี้

$$y = \omega_0 + \omega_1 x_1 + \omega_2 x_2 + \omega_3 x_1 x_2 + \epsilon \quad (8)$$

โดยที่  $y$  คือ ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม,  $x_1$  คือ ค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) และ  $x_2$  คือ กลุ่มของกองทุนรวม โดยกำหนดให้  $x_2 = 0$  คือ กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) และ  $x_2 = 1$  คือ กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive)



จากสมการ 8 สมการของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) เป็นดังนี้

$$E(y) = (\omega_0 + \omega_2) + (\omega_1 + \omega_3)x_1 \quad (9)$$

และสมการของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) เป็นดังนี้

$$E(y) = \omega_0 + \omega_1 x_1 \quad (10)$$

โดยความแตกต่างระหว่างสมการ (9) และ (10) สามารถพิจารณาได้จากจุดตัดแกน (Intercept) และความชัน (Slope) ของสมการทั้งสอง พบว่า  $\omega_2$  คือ จุดตัดแกน (Intercept)  $\omega_3$  คือ ความชัน (Slope) และ  $\omega_1$  คือ ความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างผลการดำเนินงานและการกระจายความเสี่ยง โดยสามารถทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่มต่อการกระจายความเสี่ยง (RV\*Group) โดยการทดสอบสมมติฐาน  $H_0: \omega_3 = 0$  และทดสอบทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานต่อกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม (Group) โดยการทดสอบสมมติฐาน  $H_0: \omega_2 = 0$  นอกจากนี้ จากสมการที่ 10 สามารถหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างการกระจายความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (RV) โดยการทดสอบสมมติฐาน  $H_0: \omega_1 = 0$

จากนั้นทำการแบ่งการศึกษาออกเป็นทั้งหมด 4 ส่วน ได้แก่ 1) การวิเคราะห์คุณลักษณะของกองทุนรวม (Characteristic analysis) เพื่อหาความแตกต่างของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม โดยเปรียบเทียบจากผลตอบแทนซึ่งวัดได้จากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวม และลักษณะสินทรัพย์ของกองทุนรวม 2) การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (Investment performance analysis) ซึ่งเป็นการคำนวณอัตราผลตอบแทนในแง่มูลค่าที่พิจารณาความเสี่ยงเป็นตัวประกอบ สามารถวัดได้จากมาตรวัดผลการดำเนินงานทั้ง 5 มาตรวัด รวมถึงสามารถพิจารณาผลการดำเนินงานได้จากค่าเบต้าของกองทุนรวม ( $\beta_p$ ) และค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) ได้เช่นกัน 3) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับคุณลักษณะของกองทุนรวม (The correlation between investment performance and characteristics of mutual funds) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดจากมาตรวัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ กับข้อมูลคุณลักษณะของกองทุนรวม และ 4) การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างผลการดำเนินงานกับการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวม (The difference analysis between investment performance and portfolio diversification) เพื่อทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่มต่อการกระจายความเสี่ยง (Group\*RV) และทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานต่อกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม (Group) รวมถึงการทดสอบหาความสัมพันธ์เชิงเส้นเพื่อศึกษาถึงการกระจายความเสี่ยงนั้นมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) หรือไม่

## ผลการศึกษา

### 1. ผลการวิเคราะห์คุณลักษณะของกองทุนรวม (Characteristic analysis)

การเปรียบเทียบคุณลักษณะระหว่างกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม โดยใช้วิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของประชากร 2 กลุ่ม (t-Test: Two-samples assuming unequal variance) แสดงดังตารางที่ 1 (Table 1) พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่เดียวกันค่าเฉลี่ยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าเฉลี่ยของสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีค่ามากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) โดยที่ค่าเฉลี่ยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 จากผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) ให้ผลตอบแทนที่ดี และมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive)

นอกจากนี้กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีสินทรัพย์สุทธิ (Net assets) และจำนวนการลงทุนในตราสารหนี้ (%Bond) มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีจำนวนการลงทุนในหุ้น (%Stock) มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีขนาดของสินทรัพย์สุทธิใหญ่กว่า 3 เท่าของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) และถึงแม้ร้อยละสินทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนในตราสารหนี้ และตราสารหนี้ของกองทุนทั้ง 2 กลุ่ม มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงจำนวนในการถือครองกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีการลงทุนในหุ้นสามัญและตราสารหนี้ในจำนวนใกล้เคียงกัน ในขณะเดียวกันมูลค่าตามราคาตลาด (Capitalization) และจำนวนหุ้นที่กองทุนรวมถือครอง (Holding) ของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) แต่ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีการลงทุนในหุ้นขนาดใกล้เคียง และจำนวนหุ้นที่ถือมีจำนวนที่ใกล้เคียงกันเช่นเดียวกัน ในส่วนของร้อยละสินทรัพย์สุทธิที่กองทุนรวมถือครอง 10 อันดับแรก (%Topten) ของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) โดยมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1 แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีการลงทุนในหุ้นที่กระจุกตัวมากกว่า จึงส่งผลทำให้เกิดการกระจายความเสี่ยงต่ำ ทำให้เกิดความ

เสี่ยงเพิ่มมากขึ้น โดยสอดคล้องกับผลวิเคราะห์ด้านความเสี่ยงซึ่งพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีความเสี่ยงที่มากกว่า

**ตารางที่ 1.** การเปรียบเทียบคุณลักษณะของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) ที่ระยะเวลาปีพ.ศ. 2558- พ.ศ. 2562

**Table 1.** Comparison of mutual fund characteristics between tax-incentive and nontax-incentive equity funds from 2015-2019

|                                   | Sample Mean   |                  | <i>t</i> -statistic |
|-----------------------------------|---------------|------------------|---------------------|
|                                   | Tax-incentive | Nontax-incentive |                     |
| Panel A. Monthly Return           |               |                  |                     |
| Mean return                       | 1.948         | 0.882            | 2.4601**            |
| Avg. standard deviation           | 10.184        | 11.511           | -4.6430***          |
| Avg. coefficient of variation     | 16.576        | 18.014           | -0.5768             |
| Panel B. Portfolio Characteristic |               |                  |                     |
| Net assets (M. Baht)              | 5,888.644     | 2,086.429        | 3.2159***           |
| Common stock%                     | 88.654        | 92.838           | -3.6261***          |
| Bond%                             | 3.450         | 1.116            | 2.6431***           |
| Capitalization (M. Baht)          | 99,353.125    | 95,572.818       | 0.5431              |
| Holdings                          | 43.075        | 42.355           | 0.3407              |
| Top ten%                          | 47.600        | 50.597           | -1.9297*            |

หมายเหตุ Net assets คือ มูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดที่กองทุนรวมถือครองอยู่ทั้งหมดตามราคาตลาด, Common stock% and Bonds% คือ ร้อยละสินทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนในตราสารทุน และตราสารหนี้ ตามลำดับ, Capitalization คือ ค่ากลางของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของหุ้นที่กองทุนรวมถือครอง, Holding คือ จำนวนหุ้นที่กองทุนรวมถือครอง และ Top ten% คือ ร้อยละสินทรัพย์สุทธิที่กองทุนรวมถือครอง 10 อันดับแรก

ค่านัยสำคัญทางสถิติ (P-value) แสดงด้วยเครื่องหมาย \*\*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \*\* คือ

ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ \* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

**Note** Net assets are the total asset values that mutual funds invest valued by asset market value. Common stock% and Bonds% are percentages of investing weights in equity and bond securities, respectively. Capitalization is the average value of stock value that mutual funds invest. Holding is the number of stocks that mutual funds invest. Lastly, Top ten% is the percentage of the ten largest stock values that mutual funds invest.

## 2. ผลการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวม (Investment performance analysis)

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม โดยใช้วิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของประชากร 2 กลุ่ม (t-Test: Two-samples assuming unequal variance) จากการพิจารณามาตรวัดผลการดำเนินงานทั้ง 5 ตัว ซึ่งเป็นการอธิบายในแง่ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวม รวมไปถึงค่าเบต้าของกองทุนรวม ( $\beta_p$ ) และค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) ซึ่งเป็นการอธิบายในแง่ของการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวม โดยแสดงผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 2 พบว่า เมื่อพิจารณาจากข้อมูลค่าความเสี่ยงที่เหลืออยู่ (RV) พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีค่าความเสี่ยงที่เหลืออยู่ต่ำกว่าค่าความเสี่ยงที่เหลืออยู่ของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) โดยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงให้เห็นว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าเล็กน้อย แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานจากมาตรวัดทั้ง 5 ตัว โดยส่วนใหญ่ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาถึงค่าเบต้าของกองทุนรวม ( $\beta_p$ ) ซึ่งแสดงถึงค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีค่าเบต้าของกองทุนรวมต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) แต่อย่างไรก็ตามไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) ซึ่งแสดงถึงความสามารถในการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวม พบว่ากองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีค่าต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) แสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีการกระจายความเสี่ยงที่ดี โดยสอดคล้องกับผลวิเคราะห์ในตารางที่ 1 (Table 1) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีขนาดทรัพย์สินสุทธิที่ใหญ่กว่า จึงส่งผลให้เกิดการกระจายสินทรัพย์ต่าง ๆ ทำให้กองทุนกลุ่มนี้มีความเสี่ยงต่ำ และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีการลงทุนในหุ้นที่กระจุกตัวมากกว่า จึงส่งผลให้ไม่เกิดการกระจายสินทรัพย์อย่างทั่วถึง ทำให้กองทุนกลุ่มนี้มีความเสี่ยงสูงเพิ่มมากขึ้น

**ตารางที่ 2** ผลการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) ที่ระยะเวลาปีพ.ศ. 2558-2562

**Table 2.** Results of the performance analysis comparison between tax-incentive and nontax-incentive equity funds from 2015-2019

|            | Sample Mean   |                  | t-statistic |
|------------|---------------|------------------|-------------|
|            | Tax-incentive | Nontax incentive |             |
| $S_p$      | 0.0013        | -0.0141          | 1.1120      |
| $T_p$      | 0.0063        | 0.0005           | 0.4323      |
| $\alpha_p$ | 0.0003        | 0.0078           | -0.8895     |
| eSDAR      | -0.0001       | -0.0005          | 1.1120      |
| IR         | -0.0026       | -0.0171          | 1.0353      |
| $\beta_p$  | 0.8410        | 0.8682           | -1.0458     |
| RV         | 0.1975        | 0.2880           | -3.9356***  |

หมายเหตุ คำนัยสำคัญทางสถิติ (*P*-value) แสดงด้วยเครื่องหมาย \*\*\* คือ คำนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

**Note** *P*-value shown by \*\*\* is 0.01 statistically significant level.

3. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับคุณลักษณะของกองทุนรวม (The correlation between investment performance and characteristics of mutual funds)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับคุณลักษณะของกองทุนรวม โดยใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis) แสดงผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 3 (Table 3) พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สามารถบ่งชี้ได้ว่า กองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม เมื่อเกิดการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น โดยมีนโยบายเน้นการกระจายความเสี่ยง เพื่อหวังผลตอบแทนที่สูง

นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้น มีผลมาจากค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) หรือการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวม ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้ทำการควบคุมการกระจายความเสี่ยง โดยการเพิ่มตัวแปรหุ่น (Dummy variable) เพื่อแสดงผลของค่าความเสี่ยงที่เหลือ (RV) ของกองทุนรวมกับผลการดำเนินงานของกองทุนรวม เพื่อสามารถสังเกตความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม ได้อย่างชัดเจนขึ้น

ตารางที่ 3. ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างมาตรวัดผลการดำเนินงานและคุณลักษณะของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive)

**Table 3.** Correlation analysis of performance measurement methodology and equity fund characteristics between tax-incentive and nontax-incentive equity funds

| Measure of Diversification                   | $\alpha_p$ | $\beta_p$ | $S_p$     | eSDAR     | IR        | $T_p$     |
|----------------------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Panel A. Tax-incentive Equity Fund</b>    |            |           |           |           |           |           |
| RV                                           | -0.373     | -0.663    | -0.727    | -0.727    | -0.732    | -0.247    |
|                                              | (0.001)**  | (0.000)** | (0.000)** | (0.000)** | (0.000)** | (0.027)*  |
| Capitalization                               | -0.078     | 0.000     | -0.104    | -0.104    | -0.103    | -0.216    |
|                                              | (0.491)    | (0.999)   | (0.361)   | (0.361)   | (0.361)   | (0.054)   |
| Holding                                      | 0.330      | -0.121    | 0.181     | 0.181     | 0.173     | -0.001    |
|                                              | (0.003)**  | (0.283)   | (0.108)   | (0.108)   | (0.126)   | (0.994)   |
| Top ten%                                     | 0.013      | 0.276     | 0.067     | 0.067     | 0.069     | -0.083    |
|                                              | (0.905)    | (0.013)*  | (0.555)   | (0.555)   | (0.543)   | (0.466)   |
| <b>Panel B. Nontax incentive Equity Fund</b> |            |           |           |           |           |           |
| RV                                           | -0.186     | -0.312    | -0.599    | -0.599    | -0.598    | -0.322    |
|                                              | (0.052)    | (0.001)** | (0.000)** | (0.000)** | (0.000)** | (0.001)** |
| Capitalization                               | 0.078      | -0.121    | 0.177     | 0.177     | 0.176     | 0.112     |
|                                              | (0.418)    | (0.207)   | (0.065)   | (0.065)   | (0.066)   | (0.246)   |
| Holding                                      | -0.015     | -0.103    | 0.006     | 0.006     | 0.005     | -0.019    |
|                                              | (0.878)    | (0.282)   | (0.948)   | (0.948)   | (0.957)   | (0.844)   |
| Top ten%                                     | -0.044     | 0.129     | 0.082     | 0.082     | 0.083     | -0.020    |
|                                              | (0.651)    | (0.179)   | (0.395)   | (0.395)   | (0.389)   | (0.836)   |
| <b>Panel C. Combined Sample</b>              |            |           |           |           |           |           |
| RV                                           | -0.130     | -0.419    | -0.646    | -0.646    | -0.646    | -0.189    |
|                                              | (0.074)    | (0.000)** | (0.000)** | (0.000)** | (0.000)** | (0.009)** |
| Capitalization                               | 0.050      | -0.064    | 0.042     | 0.042     | 0.040     | -0.142    |
|                                              | (0.491)    | (0.384)   | (0.564)   | (0.564)   | (0.586)   | (0.050)   |

## ตารางที่ 3. (ต่อ)

Table 3. (Cont.)

| Measure of<br>Diversification   | $\alpha_p$        | $\beta_p$          | $S_p$            | eSDAR            | IR               | $T_p$             |
|---------------------------------|-------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| Holding                         | -0.009<br>(0.900) | -0.112<br>(0.123)  | 0.082<br>(0.263) | 0.082<br>(0.263) | 0.079<br>(0.282) | -0.002<br>(0.981) |
| <b>Panel C. Combined Sample</b> |                   |                    |                  |                  |                  |                   |
| Top ten%                        | -0.024<br>(0.747) | 0.206<br>(0.004)** | 0.062<br>(0.392) | 0.062<br>(0.392) | 0.065<br>(0.376) | -0.063<br>(0.391) |

หมายเหตุ ผลการวิเคราะห์ใช้ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) เป็นเกณฑ์มาตรฐานในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม และค่านัยสำคัญทางสถิติ (Statistical Significant) แสดงดังในวงเล็บ  
ค่านัยสำคัญทางสถิติ (P-value) แสดงด้วยเครื่องหมาย \*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ \* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

**Note** Analysis results are based on the SET index as a benchmark for the performance comparison of equity funds. The statistically significant level is shown in brackets. The P-values are 0.05 and 0.10 which are statistically significant levels, respectively.

#### 4. ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างผลการดำเนินงานกับการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวม (The difference analysis between investment performance and portfolio diversification)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดจากมาตรวัดผลการดำเนินงานต่าง ๆ โดยการควบคุมการกระจายความเสี่ยง ซึ่งพิจารณาจากค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความแปรปรวนร่วม (Covariance analysis) ในรูปแบบสมการแบบจำลองเชิงเส้นทั่วไป (General linear model) โดยควบคุมตัวแปรร่วม (Co-variate) ที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม (Dependent variable) เพื่อให้ได้ความชัดเจนในการศึกษาว่าตัวแปรตาม (Dependent variable) มีความแตกต่างกับตัวแปรอิสระ (Independent variable) หรือไม่ โดยกำหนดให้ตัวแปรอิสระ คือ ชนิดของกองทุน (Group) ตัวแปรตาม คือ ผลการดำเนินงานที่วัดได้จากมาตรวัดทั้ง 5 ตัว และตัวแปรร่วม คือ ค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) ผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 4 จากการทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม ต่อการกระจายความเสี่ยง (Group \* RV) โดยทำการทดสอบสมมติฐานหลัก  $H_0: \omega_3 = 0$  พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม ตัวแปรส่วนใหญ่ ได้แก่ Sharpe ratio ( $S_p$ ), Treynor ratio ( $T_p$ ), Excess Standard Deviation Adjusted Return (eSDAR) และ Information ratio (IR) มีการกระจายความเสี่ยงที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับผลวิเคราะห์ในตารางที่ 2 ที่แสดงผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยความเสี่ยงคงเหลือ (RV)

ซึ่งแสดงถึงความสามารถในการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เช่นเดียวกัน

การทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม (Group) โดยทำการทดสอบสมมุติฐานหลัก  $H_0: \omega_2 = 0$  พบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนทั้ง 2 กลุ่ม ตัวแปรส่วนใหญ่ ได้แก่ Sharpe ratio ( $S_p$ ), Excess Standard Deviation Adjusted Return (eSDAR) และ Information ratio (IR) ไม่มีความแตกต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลวิเคราะห์ในตารางที่ 2 ที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่มไม่มีความแตกต่างเช่นเดียวกัน

นอกจากนี้การทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างการกระจายความเสี่ยงและผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) โดยทำการทดสอบสมมุติฐานหลัก  $H_0: \omega_1 = 0$  โดยตัวแปรส่วนใหญ่ ได้แก่ Sharpe ratio ( $S_p$ ), Treynor ratio ( $T_p$ ), Excess Standard Deviation Adjusted Return (eSDAR) และ Information ratio (IR) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างการกระจายความเสี่ยงและผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 หรือกล่าวได้ว่าการกระจายความเสี่ยงมีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ซึ่งสอดคล้องกับผลวิเคราะห์ในตารางที่ 3 ที่แสดงถึงการกระจายความเสี่ยงมีผลต่อผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเช่นเดียวกัน

**ตารางที่ 4.** ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนร่วมระหว่างมาตรวัดผลการดำเนินงานและการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive)

**Table 4.** Co-variance analysis of performance measurement methodology and risk diversification of tax-incentive and nontax-incentive equity funds

| Source                                               | df | SS <sup>a</sup> | F-value | p-value  |
|------------------------------------------------------|----|-----------------|---------|----------|
| <b>Panel A. Dependent Variable: <math>S_p</math></b> |    |                 |         |          |
| RV                                                   | 1  | 0.708           | 143.13  | 0.000*** |
| Group                                                | 1  | 0.003           | 0.547   | 0.460    |
| Group * RV                                           | 1  | 0.023           | 4.572   | 0.034**  |
| <b>Panel B. Dependent Variable: <math>T_p</math></b> |    |                 |         |          |
| RV                                                   | 1  | 0.057           | 9.729   | 0.002*** |
| Group                                                | 1  | 0.018           | 3.161   | 0.077*   |
| Group * RV                                           | 1  | 0.031           | 5.362   | 0.022**  |



## ตารางที่ 4. (ต่อ)

Table 4. (Cont.)

| Source                                                    | df | SS <sup>a</sup> | F-value | p-value  |
|-----------------------------------------------------------|----|-----------------|---------|----------|
| <b>Panel C. Dependent Variable: <math>\alpha_p</math></b> |    |                 |         |          |
| RV                                                        | 1  | 0.012           | 2.735   | 0.100    |
| Group                                                     | 1  | 0.018           | 3.94    | 0.049**  |
| Group * RV                                                | 1  | 0.010           | 2.272   | 0.133    |
| <b>Panel E. Dependent Variable: eSDAR</b>                 |    |                 |         |          |
| RV                                                        | 1  | 0.001           | 143.13  | 0.000*** |
| Group                                                     | 1  | 0.000           | 0.547   | 0.460    |
| Group * RV                                                | 1  | 0.000           | 4.572   | 0.034**  |
| <b>Panel D. Dependent Variable: IR</b>                    |    |                 |         |          |
| RV                                                        | 1  | 0.735           | 146.321 | 0.000*** |
| Group                                                     | 1  | 0.004           | 0.757   | 0.385    |
| Group * RV                                                | 1  | 0.028           | 5.629   | 0.019**  |

หมายเหตุ <sup>a</sup>Sum of squares (SS) type III

ค่านัยสำคัญทางสถิติ (P-value) แสดงด้วยเครื่องหมาย \*\*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ \* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1

Note <sup>a</sup>Sum of squares (SS) type III

P-values shown by \*\*\*, \*\*, and \* are 0.01, 0.05, and 0.10 which are statistically significant levels respectively.

## อภิปรายผล

จากการวิเคราะห์ผลตอบแทนและการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม ได้แก่ กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) โดยงานวิจัยฉบับนี้ทำการเปรียบเทียบคุณลักษณะ อัตราผลตอบแทน การกระจายความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีขนาดกองทุนที่ใหญ่กว่า 3 เท่า ในขณะที่กองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีขนาดกองทุนที่เล็กกว่า และมีการลงทุนในหุ้นแบบกระจุกตัว โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่า และมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Aussawakaewfa (2008) และ Thammakorn (2014) ซึ่งกล่าวว่า กองทุน

รวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) ได้แก่ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่า และมีความเสี่ยงรวมต่ำกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) อาจเนื่องมาจากกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีข้อกำหนดให้ถือครองในระยะยาว ผู้จัดการกองทุนจึงอาจพยายามกระจายความเสี่ยงของกองทุนกลุ่มนี้ เพื่อให้ได้รับอัตราผลตอบแทนที่ดี

เมื่อทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม พบว่า กองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย (Mean return) และค่าเฉลี่ยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม จากตารางที่ 1 (Table 1) มีความแตกต่างกันเล็กน้อย จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานไม่มีความแตกต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Taveesaengsakulthai (2008) และ Kittikulchart (2011) กล่าวว่า กองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตามค่าความเสี่ยงคงเหลือ (RV) ซึ่งแสดงถึงความสามารถในการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) 0.8410 และ 0.8682 ตามลำดับ ซึ่งมาจากค่าเบต้าของกองทุนรวม ( $\beta_p$ ) ในตารางที่ 2 (Table 2) จึงสะท้อนให้เห็นว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) มีความสามารถในการกระจายความเสี่ยงที่ดีกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive)

ถึงแม้กองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม จะมีการกระจายความเสี่ยงแตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตามผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้ง 2 กลุ่ม ไม่มีความแตกต่างกัน ดังนั้น นักลงทุนจึงสามารถพิจารณาถึงเป้าหมายและข้อจำกัดของตนเองได้โดยไม่ต้องกังวลถึงผลการดำเนินงานที่จะได้รับ โดยหากนักลงทุนต้องการใช้สิทธิลดหย่อนภาษี และไม่มีข้อจำกัดในการถือครองระยะยาว สามารถเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) ซึ่งนอกจากจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีแล้ว ยังได้รับผลตอบแทนในการถือครอง อีกทั้งยังเป็นการออมเงินระยะยาวเพื่อสร้างความมั่นคงในยามเกษียณ หากนักลงทุนมีข้อจำกัดในการถือครองระยะยาว สามารถเลือกลงทุนกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) ได้เช่นเดียวกัน

## ข้อเสนอแนะ

### 1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้

ถึงแม้ในปัจจุบันกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) จะถูกยกเลิกสิทธิการลดหย่อนไปในปี พ.ศ. 2562 แต่อย่างไรก็ตามได้มีกองทุนรวมเพื่อการออม (SSF) ซึ่งเป็นกองทุนรวมที่ได้รับสิทธิการลดหย่อนภาษี ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงสามารถสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกองทุนรวมเพื่อการออม (SSF) ที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน เนื่องจากกองทุนรวมเพื่อการออม (SSF) มีนโยบายการลงทุนในตราสาร

ทุนไม่ต่ำกว่า 65 % เช่นเดียวกับกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) จึงสามารถใช้เป็นแนวทางในการเลือกลงทุนระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) ได้เช่นเดียวกัน

## 2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

การเปรียบเทียบการกระจายความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax-incentive) และกองทุนรวมตราสารทุนที่นักลงทุนไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Nontax-incentive) สามารถนำไปต่อยอดงานวิจัยต่าง ๆ ได้ โดยอาจพิจารณาตัวแปรอื่น ๆ เข้าร่วม เช่น ขนาดของกองทุน นโยบายการลงทุน เป็นต้น ซึ่งจำเป็นต้องใช้แบบจำลองในลักษณะอื่น ๆ ในการศึกษา เช่น สมการถดถอยพหุคูณ เป็นต้น โดยในงานวิจัยนี้ใช้แบบจำลองวิธีการวิเคราะห์ความแปรปรวนร่วม (Covariance analysis) ในรูปแบบสมการแบบจำลองเชิงเส้นทั่วไป (General linear model) จึงไม่สามารถนำตัวแปรที่กล่าวมาพิจารณาเข้าร่วมได้ นอกจากนี้สามารถเปรียบเทียบระหว่างกองทุนเพื่อการออม (SSF) และกองทุนรวมตราสารทุนอื่น ๆ เมื่อมีข้อมูลจำนวนมากพอในอนาคต เพื่อให้ได้ผลที่แม่นยำและมีความชัดเจนทำให้นักลงทุนมีข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนเพิ่มมากขึ้น

## เอกสารอ้างอิง

- Association of Investment Management Companies. (2020). *Mutual fund NAV and growth*. [http://oldweb.aimc.or.th/21\\_overview\\_detail.php?nid=10&subid=0&ntype=2](http://oldweb.aimc.or.th/21_overview_detail.php?nid=10&subid=0&ntype=2)
- Association of Investment Management Companies. (2020). *Retirement Mutual Fund and Long-Term Equity Fund NET asset value 2019*. [http://oldweb.aimc.or.th/21\\_overview\\_detail.php?nid=36&subid=0&ntype=2](http://oldweb.aimc.or.th/21_overview_detail.php?nid=36&subid=0&ntype=2)
- Aussawakaewfa, N. (2008). *A comparative study of risk and return between Mutual and Long-Term Equity Funds in Thailand* [Master's Independent study, Chiang Mai University. (In Thai). Chiang Mai University.
- Bello, Z. Y. (2005). Socially responsible investing and portfolio diversification. *Journal of Financial Research*, 28(1), 41-57. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2005.00113.x>
- Chunsai, T. (2014). *Factors affecting customers' investment decision in RMF and LTF of BBL Asset Management Co., Ltd.: A case study of Bangkok Bank in Bangkok metropolitan area* [Master's Independent study, Nation University]. Nation University.
- Israelsen, C.L. (2005). A Refinement to the sharpe ratio and information ratio. *Journal of Asset Management*, 5(6), 423-427. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240158>
- Jensen, M. C. (1967). The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389-416. <https://doi.org/10.2307/2325404>
- Jirapinyo, P. (2017). *Investment factors and marketing mix affecting to the decision on Long-Term Equity Fund investment of Bangkok investors* [Master's Independent study, Bangkok University]. Bangkok University.

- Kittikulchart, S. (2011). *Performance persistence and determinants of growth on tax benefit domestic Equity Funds: Case study of Thailand 2006-2011* [Master's Independent study, Thammasat University]. (In Thai). Thammasat University.
- Lukkanajit, N. (2008). *A comparative study of return and risk between Retirement Mutual Fund (RMF) and Long Term Equity Fund (LTF) with investment policy in Equity Funds*. (In Thai). University of the Thai Chamber of Commerce.
- Maneeprasert, Y. (2014). *Consumer buying behavior the Retirement Mutual Fund and Long Term Equity Fund from Bangkok Bank, Lamphun Province* [Master's Independent study, Chiang Mai University]. (In Thai). Chiang Mai University.
- Panwar, S., & Madhumathi, R. (2006). *Characteristics and performance evaluation of selected Mutual Funds in India*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.876402>
- Pitchyanusorn, T. (2017). *Comparison study of money management in Long Term Equity Funds and Retirement Mutual Funds* [Master's Independent study, Thammasat University]. (In Thai). Thammasat University.
- Pooniead, C. (2015). *Factors and behaviors in making the investment decision in Long Term Equity Funds (LTF) of the investors in Bangkok* [Master's Independent study, Kasetsart University]. (In Thai). Kasetsart University.
- Pornpattanakulton, J. (2010). *Tax benefits: Motivation of Investment in Retirement Mutual Fund (RMF) and Long Term Equity Fund (LTF)* [Master's Independent study, Thammasat University]. (In Thai). Thammasat University.
- Sharpe, W. F. (1994). The sharpe ratio. *The Journal of Portfolio Management*, 21(1), 49-58. <https://doi.org/10.3905/jpm.1994.409501>
- Statman, M. (2000). Socially responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30-39. <https://doi.org/10.2469/faj.v56.n3.2358>
- Taveesaengsakulthai, P. (2008). *A comparative performance of Equity Funds, LTFs, and RMFs in Thailand* [Master's Thesis, University of Nottingham]. University of Nottingham.
- Thammakorn, A. (2014). *A comparative and study of return, risk and investment performance between Equity Fund and Long-Team Equity Fund: LTF*. (In Thai). University of the Thai Chamber of Commerce.
- The Stock Exchange of Thailand. (2014). *Financial market and securities investment* (21th ed.). (In Thai). The Stock Exchange of Thailand.
- The Stock Exchange of Thailand. (2015). *What are Mutual Funds?* [https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund\\_content01.pdf](https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content01.pdf)
- Treesilvattanagul, K., Boonvorachote, T., & Puttisaowapak, N. (2021). A comparison of portfolio diversification of Thai Equity Funds. *Panyapiwat Journal*, 13(1), 18-29.
- Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.
- Watcharasakpaisan, K. (2013). *Stock selection efficiency of Long Term Equity Fund (LTF) and Retirement Mutual Fund (RMF) Managers in Thailand* [Master's Independent study, Chiang Mai University]. (In Thai). Chiang Mai University.