



ประสิทธิภาพการถัวเฉลี่ยต้นทุนโดยใช้อัตราผลตอบแทนภายในจากการลงทุนในกองทุนรวม Performance of Dollar-Cost Averaging Using Internal Rate of Return on Mutual Fund Investment

พงษ์สุทธิ พันธ์แสน สันติ เชี่ยวศิริกุล สุรัชชัย จันทร์จรัส และพลอยไพลิน กิจกสิวัฒน์*

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

123 ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมือง จ.ขอนแก่น 40002

Pongsutti Phuensane, Santi Seawsirikul, Surachai Chancharat and Ploypailin Kijkasiwat*

123 Mittraphap Rd., Muang KhonKaen 40002

Email : ploypailin@kku.ac.th

บทคัดย่อ

การถัวเฉลี่ยต้นทุนเป็นกลยุทธ์การลงทุนในกองทุนรวมที่เหมาะสมกับนักลงทุนที่ไม่มีเวลาและความเชี่ยวชาญในการลงทุน โดยมีหลักการซื้อหน่วยลงทุนด้วยจำนวนเงินเท่าๆ กัน โดยไม่คำนึงถึงความเปลี่ยนแปลงของตลาด การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธีถัวเฉลี่ยต้นทุนโดยใช้อัตราผลตอบแทนภายในเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนแบบซื้อครั้งเดียว พร้อมทั้งศึกษาประสิทธิภาพการบริหารกองทุนผ่านมาตรวัดดัชนี Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen's Alpha ผลการศึกษาทั้งกลุ่มกองทุนรวมธรรมดาและกองทุนรวมที่ได้รับสิทธิประโยชน์ด้านภาษีพบว่าการลงทุนแบบซื้อครั้งเดียวให้อัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกับดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่อัตราผลตอบแทนของวิธีถัวเฉลี่ยต้นทุนจะขึ้นอยู่กับแนวโน้มของราคาหน่วยลงทุนที่ถูกกำหนดวันซื้อไว้ล่วงหน้าและจังหวะเวลาของตลาดมากกว่าระยะเวลาที่ลงทุน อย่างไรก็ตาม กลยุทธ์การลงทุนแบบการถัวเฉลี่ยต้นทุนในกองทุนที่มีประสิทธิภาพสามารถให้อัตราผลตอบแทนใกล้เคียงกับดัชนีอ้างอิงจากการลงทุนในระยะยาวเนื่องจากความถี่การลงทุนที่มากขึ้น

คำสำคัญ : กองทุนรวม การถัวเฉลี่ยต้นทุน การลงทุนแบบซื้อครั้งเดียว

Abstract

Dollar-Cost Averaging has been popular as an investment strategy in mutual fund for new investors who may lack of time nor knowledge to monitor their portfolio. The principle of Dollar-Cost Averaging strategy is to buy a fixed amount of an investment at regular interval irrespective of its price. This study investigates the Internal Rate of Return between two trading



strategies; the Dollar-Cost Averaging and the Lum Sum Investment. Also, the study examines the performance of fund management identified by Sharpe Ratio, Treynor Ratio and Jensen's Alpha measurement. The results show that Lum Sum Investment provides a yield curve in the same direction as the SET TR Index while the Dollar-Cost Averaging's yield is based on the price trend scheduled on a certain date and market timing rather than investment periods. However, the high performance of fund management makes return on Dollar-Cost Averaging strategy gets closer to the return index due to more investment frequency.

Keywords : Mutual Fund, Dollar-Cost Averaging, Lump Sum Investment

บทนำ

จากอัตราการเติบโตของกองทุนรวมที่มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2560 ที่สูงถึง 4,708,631.54 ล้านบาท ซึ่งเติบโตขึ้นอย่างมากเมื่อเปรียบเทียบกับ พ.ศ. 2535 ที่มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิเพียง 73,930 ล้านบาท (สมาคมบริษัทจัดการกองทุน, 2560) แม้ว่าการลงทุนผ่านกองทุนรวมจะทำให้ได้ง่าย แต่ก็ยังมีรายละเอียดที่นักลงทุนจำเป็นต้องศึกษาและตัดสินใจ จึงเป็นที่มาของแนวคิดการลงทุนแบบถัวเฉลี่ยต้นทุนหรือ Dollar-Cost Averaging (DCA) นั่นเอง โดยมีหลักการซื้อหน่วยลงทุนด้วยจำนวนเงินเท่าๆ กันอย่างสม่ำเสมอเป็นประจำ ซึ่งได้ถูกกล่าวไว้ว่า DCA เป็น “สุดยอดกลยุทธ์การลงทุน” (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558).

อีกกลยุทธ์การลงทุนที่ถูกนำมาใช้ในการลงทุนคือ การลงทุนแบบซื้อครั้งเดียวหรือ Lum Sum Investment (LSI) โดย Shtekhman et al. (2012) ได้แสดงผลการศึกษาพบว่า LSI ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนแบบ DCA นอกจากนี้ Panyagometh and Zhu (2016) ยังได้แสดงผลการศึกษาว่า LSI และการลงทุนแบบ Asset Allocation (AA) สามารถสร้างผลตอบแทนสูงกว่า DCA แม้ผลการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างการลงทุนแบบ DCA กับแบบ LSI ให้ผลการศึกษาที่หลากหลาย แต่สถาบันหลักทรัพย์จัดการกองทุนในประเทศต่างๆ มีการใช้วิธี DCA เป็นอย่างมาก เช่น บทความเรื่อง “Your First Stock” ของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) ที่ได้แนะนำการลงทุนด้วยวิธี DCA ให้แก่นักลงทุนเพื่อช่วยบริหารพอร์ตลงทุนและลดโอกาสขาดทุนจากสภาพตลาดที่ผันผวน

การศึกษานี้จึงต้องการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างการลงทุนด้วยวิธี LSI และ DCA โดยใช้อัตราผลตอบแทนภายใน (Internal Rate of Return: IRR) ในการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธีการลงทุนทั้งสองแบบ ซึ่งการศึกษานี้ยังได้ใช้ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาดหลักทรัพย์ (SET Total Return Index: SET TRI) เป็นดัชนีอ้างอิงมาตรฐาน เพื่อเป็นเกณฑ์ในการศึกษาว่าผลตอบแทนจากการลงทุนทั้ง 2 วิธีนั้นให้ผลตอบแทนแตกต่างจากผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงมาตรฐานหรือไม่ เนื่องจาก SET TRI คือดัชนีที่วัดผลตอบแทนทุกประเภทจากการลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น ผลตอบแทนจากมูลค่าหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลง



(Capital gain/loss) สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Rights) และเงินปันผล (Dividends) เป็นต้น SET TRI จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Security Exchange Market of Thailand: SET) เพื่อแสดงถึงภาพรวมจากการลงทุนใน SET และในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ด้วยสมมติฐานว่าเงินปันผลที่ได้รับนี้จะถูกนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ (Reinvest) เช่นกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) ดังนั้นอัตราผลตอบแทนของดัชนี SET TRI สามารถเป็นเกณฑ์สะท้อนผลตอบแทนของกองทุนที่มีการจ่ายเงินปันผลได้ครอบคลุมกว่าผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ หรือ SET Index ที่วัดผลตอบแทนจากมูลค่าหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงเท่านั้น

การศึกษานี้ยังศึกษาถึงประสิทธิภาพของการบริหารกองทุนและระยะเวลาของการลงทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธี DCA และวิธี LSI โดยได้วิเคราะห์เปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างกลุ่มกองทุนธรรมาและกลุ่มกองทุนระยะยาวที่ได้รับผลประโยชน์ด้านภาษี ได้แก่ กองทุน LTF/RMF เพราะเชื่อว่าวิธี DCA เป็นหลักการกระจายความเสี่ยงจากความผันผวนของราคารูปแบบหนึ่ง เช่นเดียวกับหลักการบริหารความเสี่ยงของผู้จัดการกองทุนหลักทรัพย์ ทั้งนี้เครื่องมือที่นิยมใช้เป็นมาตรวัดประสิทธิภาพของการบริหารการลงทุนในกองทุนต่างๆ นั้นมีอยู่ 3 ประเภท คือค่าดัชนีชาร์ป (Sharpe Ratio), ค่าดัชนีเทรเนอร์ (Treyner Ratio) และ ค่าดัชนีเจนเซน อัลฟา (Jensen's Alpha) งานวิจัยทั้งในและต่างประเทศที่นิยมใช้ค่าดัชนีทั้ง 3 นี้มาเป็นมาตรวัดประสิทธิภาพการบริหารของผู้จัดการกองทุน อาทิเช่น สุขเจริญสิน และปรีดา สุขเจริญสิน (2556) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทย โดยใช้ค่า Sharpe Ratio เป็นมาตรวัด ซึ่งจากการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนจะผันผวนตามสภาวะเศรษฐกิจและมีเพียง 1 ใน 3 เท่านั้นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่า SET TRI ที่ใช้เป็นดัชนีอ้างอิง ส่วนใหญ่พบว่าอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า SET TRI นั้นคือช่วงสภาพตลาดขาลง แต่ไม่สามารถรักษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนได้ ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของนภันต์ บริศไพบุลย์ และสุรัชย์ จันทร์จรัส (2559: 41) ซึ่งพบว่าประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนและค่า Sharpe ratio ไม่มีความสัมพันธ์กัน

เนื่องจากปัจจัยและรูปแบบของการลงทุนที่ต่างกันทำให้ยังไม่สามารถสรุปได้ว่าการลงทุนด้วยวิธีใดเหมาะสมโดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในประเทศไทยที่ยังไม่มีการนำกองทุนที่อ้างอิงกับ SET TRI มาศึกษาและวิเคราะห์ การศึกษาในครั้งนี้จึงเป็นประโยชน์ต่อกองทุนและผู้จัดการกองทุนโดยสามารถนำกระบวนการในการศึกษาครั้งนี้ไปใช้ประกอบในการวิเคราะห์และตัดสินใจเลือกวิธีการลงทุนที่เหมาะสมตามวัตถุประสงค์ของผู้ลงทุน ทั้งนี้การนำมาตราวัดทั้ง 3 ดัชนีมาเป็นปัจจัยสำคัญในการเลือกลงทุนในกองทุนที่เป็นสิ่งที่ควรพิจารณา

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมระหว่างวิธีถัวเฉลี่ยต้นทุน (DCA) และการลงทุนด้วยวิธีซื้อครั้งเดียว (LSI) และผลตอบแทนของ SET TRI ว่ามีความแตกต่างกันอย่างไร



2. เพื่อศึกษาว่าประสิทธิภาพของการบริหารกองทุนและระยะเวลาของการลงทุนว่ามีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธี DCA และ LSI หรือไม่โดยใช้ Sharp Ratio, Treynor Ratio และ Jensen's Alpha เป็นมาตรวัดประสิทธิภาพของการบริหารการลงทุน

ทบทวนวรรณกรรม

รูปแบบวิธีการลงทุนที่มักถูกนำมาศึกษาเปรียบเทียบในปัจจุบันมีอยู่ 4 วิธี (Leggio and Donald, 2001: 117) วิธีแรกคือการลงทุนด้วยวิธีซื้อครั้งเดียว (Lump Sum Investment) หรือ LSI คือการลงทุนโดยที่ผู้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์หรือกองทุนนั้นด้วยเงินก้อนและถือหลักทรัพย์หรือกองทุนนั้นไว้ตลอดระยะเวลาหนึ่งแล้วจึงขายออกไปในราคาที่น่าสนใจ หากผู้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์นั้นในจังหวะเวลาที่เหมาะสมจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูง แต่หากตัดสินใจผิดพลาดอาจทำให้เกิดความเสียหายได้ง่าย

วิธีที่สองคือการลงทุนด้วยวิธีซื้อและถือครองเป็นระยะเวลานาน (Buy and Hold Strategy) หรือ BH เป็นการลงทุนที่ซื้อและถือครองหลักทรัพย์นั้นไว้เพื่อรับผลตอบแทนต่างๆ จากหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นระยะเวลานานๆ เช่น ผลตอบแทนจากเงินปันผลและมูลค่าเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์ เป็นต้น เป็นการลงทุนที่คล้ายกับการซื้อแบบครั้งเดียวแต่นั่นถือครองที่ยาวกว่า จึงเหมาะกับหลักทรัพย์ที่มีพื้นฐานดีและมีโอกาสสร้างผลตอบแทนสูง ซึ่งต้องศึกษาข้อมูลและปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์นั้นๆ เป็นอย่างดี

วิธีที่สามคือการลงทุนด้วยวิธีถัวเฉลี่ยมูลค่า (Value Averaging) หรือ VA อาจนับเป็นการลงทุนแบบถัวเฉลี่ยต้นทุนแบบหนึ่ง แต่แตกต่างกันตรงที่ผู้ลงทุนมีการกำหนดเป้าหมายราคาที่จะซื้อและขายและติดตามความเคลื่อนไหวเพื่อหาจังหวะเข้าซื้อหรือขายเพื่อให้ได้มูลค่าหลักทรัพย์ตามที่ตั้งเป้าหมายไว้ มีการเข้าซื้อขายเพื่อทำกำไรหรือลดอัตราความเสี่ยงเป็นระยะๆ อาจเทียบเคียงได้กับวิธีการลงทุนแบบนี้ว่า Rebalancing

วิธีที่สี่คือการลงทุนด้วยวิธีถัวเฉลี่ยต้นทุน (Dollar-Cost Averaging) หรือ DCA เป็นการลงทุนในลักษณะเฉลี่ยต้นทุนที่คล้ายกับการลงทุนแบบ Value Averaging หากแต่จะเน้นความสม่ำเสมอและวินัยในการลงทุนด้วยจำนวนเงินเท่าๆ กัน จึงมีโอกาที่จะซื้อหลักทรัพย์ในช่วงเวลาต่างๆ ที่มีราคาต่างกันแล้วจึงมาถัวเฉลี่ยต้นทุน

จากการศึกษาวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องอาจสรุปได้ว่าการลงทุนแบ่งเป็น 2 วิธีใหญ่ๆ คือการซื้อด้วยเงินก้อนและการทยอยเข้าช้อนั่นเอง อย่างไรก็ตามการลงทุนด้วยวิธี DCA อาจเหมาะสมสำหรับนักลงทุนรายใหม่ที่ไม่ต้องศึกษาเทคนิควิธีการจับจังหวะการลงทุนและสภาพตลาด โดยแบ่งการลงทุนเป็นงวดๆ ในจำนวนเท่าๆ กันอย่างต่อเนื่องระยะยาวโดยไม่สนใจราคาของหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุน เป็นการสร้างวินัยการออมที่มีประสิทธิภาพและสามารถกำจัดอารมณ์ที่ใช้ในการลงทุนได้

กลยุทธ์การลงทุนในรูปแบบต่าง ๆ เหล่านี้มีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกัน Constantinides (1979: 443) ได้อธิบายหลักการลงทุนด้วยวิธี DCA ว่าเป็นหลักการสะสมความมั่งคั่งด้วยการลงทุนแบบสม่ำเสมอโดยไม่คำนึงถึงสถานะของตลาดและไม่ต้องติดตามข้อมูลการลงทุน รวมทั้งมีค่าใช้จ่ายด้านภาษีและค่าดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ที่น้อยกว่าการลงทุนที่เน้นการซื้อขายเพื่อปรับพอร์ตลงทุน หากแต่ควรมีนโยบายลงทุนในกลุ่ม



หลักทรัพย์ที่ต่างกันเพื่อกระจายความเสี่ยง เพื่อประโยชน์สูงสุดที่ได้รับสามารถเกิดขึ้นได้ทั้งในลักษณะค่อยเป็นค่อยไปตามลำดับขั้นและในระยะสั้น เนื่องจากหากตลาดมีความผันผวนราคาที่เฉลี่ยซื้อสามารถกระจายความเสี่ยงออกได้ และหากตลาดเติบโตปกติอย่างต่อเนื่องพอร์ตลงทุนก็จะเติบโตตามไปด้วย หรือแม้แต่ในสภาวะที่ตกต่ำของกลุ่มหลักทรัพย์หนึ่งก็เสมือนเป็นช่วงเวลาที่ได้ซื้อหลักทรัพย์นั้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงพร้อมทั้งการกระจายความเสี่ยงไปยังกลุ่มหลักทรัพย์อื่น

การสะสมความมั่งคั่งด้วยนโยบายลงทุนด้วยวิธี DCA นอกจากจะขึ้นอยู่กับวินัยของนักลงทุนแล้ว ยังขึ้นอยู่กับทางเลือกกระจายความเสี่ยงในกลุ่มหลักทรัพย์ที่ต่างกันด้วย Brennan et al. (2005: 9) ได้ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนด้วยวิธี DCA พบว่าทำให้นักลงทุนรายย่อยสามารถข้ามผ่านสภาพตลาดที่ผันผวนได้ โดยเทียบเคียงกับการใช้กลยุทธ์การปรับสัดส่วนการลงทุน (Rational) ที่นักวิชาการนิยม Dichtl and Wolfgang (2011: 41) กล่าวว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA เป็นพฤติกรรมทางบวกของนักลงทุนที่ทำให้เงินลงทุนเกิดการเฉลี่ยราคาต่อหนึ่งดอลลาร์จากการใช้เงินลงทุนจำนวนเท่ากันในแต่ละช่วงเวลาตามปกติแทนการใช้กลยุทธ์ปรับสัดส่วนการลงทุนซึ่งต้องอาศัยข้อมูลและความรู้ด้านการลงทุนที่มากกว่า

Marshall (2000: 87) ได้ศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างการลงทุนด้วยวิธีต่างๆ เช่น DCA , VA และลงทุนแบบสุ่ม (Random Investments: RI) โดยวัดค่าผลตอบแทนจากค่า (Internal Rate of Return: IRR) โดยใช้ข้อมูลจากดัชนีหลักทรัพย์ S&P 500 ซึ่งผลการศึกษาพบว่าแม้อัตราผลตอบแทนที่ได้จากการคำนวณ IRR จะมีค่าเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกันในทุกสภาวะตลาด แต่ VA ให้ผลตอบแทนสูงสุด รองลงมาคือ RI และ DCA ตามลำดับ

Lai et al. (2016: 3550) ได้แสดงผลการศึกษาว่าความรู้สึกมีอิทธิพลอย่างมากต่อการตัดสินใจของนักลงทุนซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการจัดสรรพอร์ตการลงทุน แม้การลงทุนด้วยวิธี DCA และวิธี VA อาจช่วยลดปัญหาในการซื้อขายด้วยความรู้สึกได้แต่ก็ยังมีข้อเสียอยู่บ้าง เนื่องจากการใช้กลยุทธ์การลงทุนวิธี DCA อาจทำให้ความผันผวนของพอร์ตการลงทุนลดลง ในทางกลับกันการลงทุนด้วยวิธี VA สามารถทำการซื้อขายเพื่อควบคุมมูลค่าของพอร์ตการลงทุนให้อยู่ในระดับที่ต้องการได้ชัดเจนและรวดเร็วกว่า แต่นักลงทุนอาจมีเงินไม่พอซื้อหุ้นจำนวนมากในช่วงราคาที่ลดลงอย่างมาก จึงแนะนำให้ใช้ VA เป็นกลยุทธ์หลักและคอยตรวจสอบความผันผวนของตลาดด้วยวิธี Bollinger Band ในการจำลองสถานการณ์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนทั้งในช่วงตลาดที่ร้อนแรงและซบเซา

Shtekhman et al. (2012) ได้เปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างการลงทุนด้วยวิธี DCA กับการลงทุนด้วยวิธี LSI ในตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ และ ออสเตรเลีย ด้วยระยะเวลาการลงทุน 10 ปี ย้อนหลังพบว่าการลงทุนด้วยวิธี LSI สามารถให้ผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA โดยเฉลี่ยประมาณ 2/3 เท่า อย่างไรก็ตามการศึกษาได้แสดงให้เห็นว่า หากผู้ลงทุนมีเงินก้อนและมองตลาดในลักษณะเติบโตต่อเนื่องการลงทุนด้วยวิธี LSI สามารถให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA แต่หากผู้ลงทุนไม่มีเงินก้อนในการลงทุนหรือยังมีความกังวลเรื่องแกว่งตัวของตลาดที่มีการปรับตัวขึ้นลงตลอดเวลาอาจเหมาะสมกับการทยอยลงทุนด้วยวิธี DCA มากกว่าเพื่อถัวเฉลี่ยราคาต้นทุน Panyagometh and Zhu (2016: 75) เปรียบเทียบการ



ลงทุนด้วยวิธี DCA, LSI และ AA โดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา, ฮองกง, ญี่ปุ่น และอังกฤษ ในหลายช่วงเวลา ผลการศึกษาพบว่า การนำการลงทุนด้วยวิธี DCA และวิธี LSI มาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ได้รับอาจไม่ถูกต้องนัก แม้การลงทุนด้วยวิธี LSI มีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าแต่มีความแตกต่างในวัตถุประสงค์ของการลงทุน เพราะนักลงทุนทั้ง 2 ประเภทมองผลประโยชน์สูงสุดที่จะได้รับแตกต่างกัน นักลงทุนที่นิยมลงทุนด้วยวิธี LSI จัดอยู่ในกลุ่มที่ยอมรับความเสี่ยงสูงเพื่อผลตอบแทนที่สูง ในขณะที่ผู้ที่นิยมลงทุนด้วยวิธี DCA จัดอยู่ในกลุ่มที่ยอมรับความเสี่ยงได้ปานกลางและลงทุนเพื่อการกระจายความเสี่ยง ซึ่งหากต้องการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนด้วยวิธี DCA ควรนำไปเปรียบเทียบกับการลงทุนด้วยวิธี AA ในระดับความเสี่ยงที่ร้อยละ 50 ถึงร้อยละ 65 ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มนักลงทุนประเภทเดียวกันคือสามารถรับความเสี่ยงได้ในระดับปานกลาง อย่างไรก็ตาม การศึกษาดังกล่าวตั้งข้อสังเกตไว้ว่าการลงทุนด้วยวิธี AA สามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA เนื่องจากมีความคล่องตัวในการปรับสัดส่วนสินทรัพย์ที่ลงทุนได้ดีกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA

Paglia and Xiaoyang (2006: 54) ได้แสดงผลการศึกษาเรื่องวันที่เหมาะสมที่ควรลงทุนด้วยวิธี DCA แต่ละเดือนโดยใช้ข้อมูลจากปีพ.ศ. 2533 ถึงพ.ศ. 2548 และกำหนดตัวชี้วัดด้วยดัชนีดาวโจนส์ แนนเสต็ก และ S & P 500 พบว่าดัชนีผลตอบแทนของเดือนมกราคมสูงกว่าเดือนอื่น ๆ และการลงทุนในสัปดาห์แรกและสัปดาห์ที่สองจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าสัปดาห์ที่สามและสัปดาห์สุดท้ายของเดือน จึงแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทน ณ สิ้นเดือนต่ำกว่าผลตอบแทนต้นเดือน ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Himawan (2010: 151) ที่ได้ศึกษาผลตอบแทนรายวันจากการลงทุนด้วยวิธี DCA เพื่อวิเคราะห์หาวันลงทุนที่นักลงทุนอาจได้รับผลตอบแทนมากที่สุดในรอบเดือน โดยใช้การสำรวจข้อมูลจากวันและวันที่ของพอร์ตการลงทุน ผลการศึกษาสรุปว่าการเลือกลงทุนเป็นประจำ ณ วันที่แตกต่างกันจะให้ผลตอบแทนที่ต่างกันด้วย ซึ่งนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนสูงสุดหากกำหนดวันที่จะลงทุนเป็นประจำในแต่ละเดือนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่ Wu et al. (2009: 779) ได้ทำการศึกษาว่าการเลือกวันในการลงทุนที่ต่างกันให้ผลตอบแทนจากการลงทุนต่างกันหรือไม่ โดยใช้ฐานข้อมูลจากตัวอย่างกองทุนหลักทรัพย์ของไต้หวันจำนวน 182 กองทุน โดยลงทุนเฉลี่ยสามครั้งต่อเดือนตามจำนวนครั้งในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมต่อเดือน ผลการศึกษพบว่าผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนจากช่วงเวลาที่ยาวนาน 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่เมื่อนำมาใช้ทดสอบกับการลงทุนในระยะเวลา 3 เดือนกลับพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

วิธีการวิจัย

การศึกษานี้ใช้กระบวนการศึกษาเชิงประจักษ์ด้วยการจำลองการลงทุน โดยนำข้อมูลทุนนิยมเชิงปริมาณมาคำนวณ IRR จากการลงทุนด้วยวิธี DCA เพื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธี LSI และอัตราผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงมาตรฐาน หรือ SET TRI ย้อนหลัง 5 ปี คือปี 2556-2560 ซึ่งข้อมูลจากเว็บไซต์ของสมาคมบริษัทจัดการกองทุน (2560ก) แสดงผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงมาตรฐานที่ร้อยละ



9.06 ต่อปีเพื่อนำมาเป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกกองทุนตัวอย่างโดยใช้ข้อมูลการจัดลำดับกองทุนของ บริษัท มอร์นิ่งสตาร์ (ประเทศไทย) จำกัด พบว่ามีจำนวน 73 กองทุนที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีสูงกว่า ร้อยละ 9.06 ต่อปี ประกอบด้วยกองทุนที่ไม่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล 43 กองทุน และกองทุนที่มีนโยบาย จ่ายเงินปันผล 30 กองทุน การศึกษานี้ได้นำกองทุนตัวอย่างทั้ง 73 กองทุนมาสร้างแบบจำลองเปรียบเทียบกับ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนซึ่งในจำนวน 73 กองทุนนี้สามารถแบ่งเป็นกลุ่มกองทุนธรรมดาที่ไม่ได้รับสิทธิ ประโยชน์ด้านภาษีจำนวน 56 กองทุน และกองทุนระยะยาว (LTF/RMF) ที่ได้รับสิทธิประโยชน์ด้านภาษี จำนวน 17 กองทุน

ข้อมูลทฤษฎี

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย (Net Asset Value per Unit) หรือ NAV ต่อหน่วย ของหน่วยลงทุน และเงินปันผล (Dividend) ต่อหน่วยของกองทุนตัวอย่างทั้ง 73 กองทุน

ผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงมาตรฐาน (Benchmark) โดยใช้ข้อมูล SET TRI ของสมาคมบริษัทจัดการ กองทุนย้อนหลัง 5 ปี คือปี 2555-2560 เพื่อสะท้อนผลตอบแทนทุกประเภทจากการลงทุนในหลักทรัพย์

การสร้างแบบจำลองการลงทุน

การลงทุนด้วยวิธี DCA โดยลงทุนเท่าๆ กันทุกเดือน ณ วันที่ 1 ของเดือน หรือวันทำการถัดไปใน จำนวนเงิน 1,000 บาทต่อเดือน เป็นระยะเวลา 60 เดือนติดต่อกัน เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2555 ถึง วันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2560 โดยแบ่งช่วงเวลาเปรียบเทียบผลการลงทุนเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้

12 เดือน (ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2559 ถึงวันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2560)

36 เดือน (ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2557 ถึงวันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2560)

60 เดือน (ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2555 ถึงวันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2560)

การลงทุนด้วยวิธี LSI โดยลงทุน สิ้นสุดวันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2560 ในจำนวนเงินที่แตกต่างกันตาม ระยะเวลาที่ถือครองเพื่อศึกษาเปรียบเทียบ ซึ่งแบ่งเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้

จำนวนเงิน 12,000 บาท ถือครอง 12 เดือน (เริ่ม 1 เมษายน พ.ศ. 2559)

จำนวนเงิน 36,000 บาท ถือครอง 36 เดือน (เริ่ม 1 เมษายน พ.ศ. 2557)

จำนวนเงิน 60,000 บาท ถือครอง 60 เดือน (เริ่ม 1 เมษายน พ.ศ. 2555)

ผลจากการคำนวณนำไปเปรียบเทียบกับ SET TRI โดยใช้ IR เป็นดัชนีวัดผลตอบแทนของการลงทุน ด้วยวิธี DCA จากเงินที่ลงทุนในแต่ละงวด IRR คือผลตอบแทนเป็นร้อยละต่อการลงทุน หรือหมายถึงอัตรา ผลตอบแทนในกระบวนการคิดลด (Discount Rate) ที่ทำให้มูลค่าปัจจุบัน (Net Present Value: NPV) ของ การลงทุนมีค่าเท่ากับ 0 จึงเป็นความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนกับ NPV ในที่นี้จะมีอัตราผลตอบแทน ระดับหนึ่งที่ทำให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิมีค่าเท่ากับ 0 พอดี (NPV=0) ซึ่งก็คือ อัตราผลตอบแทนภายในของการ ลงทุน เมื่อกำหนดให้ r คืออัตราผลตอบแทนภายใน ซึ่งสามารถหา r ได้จากสมการดังต่อไปนี้ (ชูชีพ พิพัฒนศิริ, 2540)



$$\sum_{t=1}^n \frac{(B_t - C_t)}{(1+r)^t} = 0 \quad (1)$$

โดยที่

t คือ เวลา (ปี)

r คือ อัตราดอกเบี้ยหรืออัตราคิดลดที่เหมาะสม

B_t คือ ผลประโยชน์ของการลงทุนในปีที่ t

n คือ จำนวนปีที่ลงทุน

C_t คือ ค่าใช้จ่ายในการลงทุนของกองทุนในปีที่ t

การวัดประสิทธิภาพกองทุน

การวัดประสิทธิภาพของกองทุนตามช่วงเวลาการศึกษา ได้แก่ 12 เดือน, 36 เดือนและ 60 เดือน โดยทำการเปรียบเทียบและจัดลำดับ ซึ่งเครื่องมือที่นิยมในการใช้เป็นมาตรวัดประสิทธิภาพกองทุนมีอยู่ 3 วิธีดังต่อไปนี้

(1) Sharpe Ratio เป็นดัชนีเพื่อวัดความสามารถในการสร้างอัตราผลตอบแทนเพื่อเปรียบเทียบระหว่างหลักทรัพย์หรือเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงที่เท่ากัน โดยความเสี่ยงที่ใช้ตามแนวคิดนี้ได้แก่ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน หากกองทุนใดมีค่า Sharpe Ratio ที่สูงกว่าดัชนีอ้างอิงหรือสูงกว่าอีกกองทุนหนึ่งแสดงว่าผู้จัดการกองทุนนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าดัชนีอ้างอิงหรือสูงกว่าอีกกองทุนหนึ่ง ณ 1 หน่วยความเสี่ยงที่เท่ากัน สมการคำนวณหา Sharpe Ratio ของกองทุน (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2547)

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p} \quad (2)$$

โดยที่

S_p คือ ดัชนีของ Sharpe ที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

$\bar{R}_p$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมในช่วงเวลาการศึกษา

$\bar{R}_f$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงในช่วงเวลาการศึกษา

σ_p คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจากอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

(2) Treynor Ratio เป็นดัชนีเพื่อวัดความสามารถในการสร้างอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงที่เท่ากัน เช่นเดียวกับวิธีวัดผลตาม Sharpe Ratio หากแต่ Treynor Ratio ได้นำความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Beta Coefficient) ซึ่งนิยมเรียกว่า ค่าเบต้า (β) มาใช้ โดยหากกองทุนใดมีค่า Treynor Ratio ที่สูงกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์หรือสูงกว่าอีกกองทุนหนึ่งแสดงว่ากองทุนนั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์หรือสูงกว่าอีกกองทุนหนึ่งในทางกลับกันหากกองทุนใดมีค่า Treynor Ratio เป็นลบ แสดงว่าผลการดำเนินงานของกองทุนนั้นไม่ดีเนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่



เป็นระบบของหลักทรัพย์หลักที่ปราศจากความเสี่ยง สมการคำนวณหา Treynor Ratio ของกองทุน (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2547)

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p} \quad (3)$$

โดยที่

T_p คือ ดัชนีของ Treynor ที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

$\bar{R}_p$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมในช่วงเวลาที่ศึกษา

$\bar{R}_f$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงในช่วงเวลาที่ศึกษา

β_p คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

(3) Jensen's Alpha คือดัชนีเปรียบเทียบผลตอบแทนโดยดูจากค่าอัลฟา (α) ซึ่งเป็นค่าที่บอกให้ทราบถึงกองทุนนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าตลาดหรือไม่ เช่น ถ้าผลตอบแทนนั้นมีค่า Alpha อยู่ร้อยละ 5 แสดงว่ากองทุนนั้นให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอยู่ร้อยละ 5 ณ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ 1 หน่วย สมการคำนวณหา Jensen's Alpha ของกองทุน (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2547)

$$\alpha_p = \bar{R}_p - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p] \quad (4)$$

โดยที่

α_p คือ ดัชนีของ Jensen's Alpha ที่ใช้วัดผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นเพื่อใช้วัดความสามารถในการบริหารกองทุน

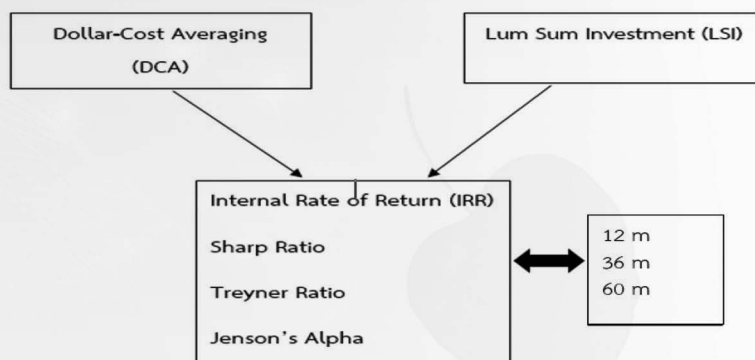
$\bar{R}_p$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมในช่วงเวลาที่ศึกษา

$\bar{R}_f$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงในช่วงเวลาที่ศึกษา

$\bar{R}_m$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี SET TRI (SET TR) ในช่วงเวลาที่ศึกษา

β_p คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

การวัดประสิทธิภาพกองทุนทั้ง 3 วิธี มีวัตถุประสงค์การวัดที่แตกต่างกัน โดย Sharpe Ratio มุ่งเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ได้รับกับสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free) ซึ่งต้องมากกว่า 0 เสมอ หาก Sharpe Ratio มีค่าติดลบย่อมแสดงถึงผลตอบแทนที่ไม่มีประสิทธิภาพของกองทุนนั้น ส่วน Jensen's Alpha นั้น มุ่งเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนกับดัชนีอ้างอิงเป็นหลักเพื่อดูว่ากองทุนนั้นสามารถทำผลตอบแทนได้ดีกว่าดัชนีเทียบวัดหรือไม่ Treynor Ratio เป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับส่วนชดเชยจากความเสี่ยงที่เป็นระบบของตลาดโดยรวม เพื่อดูว่ากองทุนนั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนแตกต่างกันหรือไม่ ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดของงานวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของงานวิจัย

ผลการวิจัยและทดสอบสมมติฐาน

ผลการศึกษาวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็นสองส่วน ส่วนแรกเป็นผลการศึกษาการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในกองทุนรวมด้วยวิธี DCA และวิธี LSI แบบรายเดือน ส่วนที่สองนั้นเป็นผลการศึกษาการเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารกองทุนผ่านมาตรวัดดัชนี Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen' Alpha โดยทั้งสองส่วนนี้แบ่งช่วงเวลาในการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ช่วงเวลา ได้แก่ แบบรายเดือน รวมระยะเวลา 12 เดือน 36 เดือน และ 60 เดือนระหว่างวันที่ 1 เมษายน พ.ศ. 2555 ถึงวันที่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2560 โดยซื้อทุกๆ วันที่ 1 ของเดือนหรือวันทำการถัดไป (ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการ)

จากการศึกษาส่วนแรก (ตารางที่1) พบว่าแบบจำลองการลงทุนที่ระยะเวลา 12 เดือน SET TRI แสดงผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 16.76 ต่อปี ในขณะที่กองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี DCA ให้ผลตอบแทนอยู่ระหว่างร้อยละ -2.56 ถึงร้อยละ 33.31 ต่อปีและกองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี LSI ให้ผลตอบแทนอยู่ระหว่างร้อยละ 2.46 ถึงร้อยละ 25.22 ต่อปี โดยจำนวนกองทุนที่ลงทุนวิธี LSI ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA เป็นจำนวน 48 กองทุนจาก 73 กองทุนหรือคิดเป็นร้อยละ 65.75 ในจำนวนนี้มีกองทุน LTF/RMF จำนวนทั้งสิ้น 17 กองทุน และมีกองทุนจำนวน 12 กองทุนที่การลงทุนวิธี LSI ให้ผลตอบแทนสูงกว่าวิธี DCA โดยคิดเป็นร้อยละ 70.59 จากการลงทุนทั้งหมดสำหรับกองทุนประเภท LTF/RMF

เมื่อขยายระยะเวลาในการลงทุนจาก 12 เดือนเป็น 36 เดือน พบว่า SET TRI แสดงผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 7.67 ต่อปี โดยที่กองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี DCA ให้ผลตอบแทนอยู่ระหว่างร้อยละ 1.65 ถึงร้อยละ 14.87 ต่อปี และกองทุนที่ลงทุนวิธี LSI ให้ผลตอบแทนอยู่ระหว่างร้อยละ 2.46 ถึงร้อยละ 13.33 ต่อปี โดยการลงทุนด้วยวิธี LSI ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA จำนวน 38 กองทุนจากทั้งหมด 73 กองทุนหรือคิดเป็นร้อยละ 52.05 ในจำนวนนี้มีกองทุน LTF/RMF จำนวน 6 กองทุน จากทั้งหมด 17 กองทุน ที่การลงทุนด้วยวิธี LSI ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA หรือคิดเป็นร้อยละ 35.29

สำหรับการลงทุนที่ระยะเวลา 60 เดือน พบว่า SET TRI แสดงผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 9.06 ต่อปี โดยที่กองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี DCA ให้ผลตอบแทนอยู่ระหว่างร้อยละ 4.81 ถึงร้อยละ 16.91 ต่อปี และกองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี LSI ให้ผลตอบแทนอยู่ระหว่างร้อยละ 7.27 ถึงร้อยละ 19.10 ต่อปี โดยการลงทุนด้วยวิธี LSI

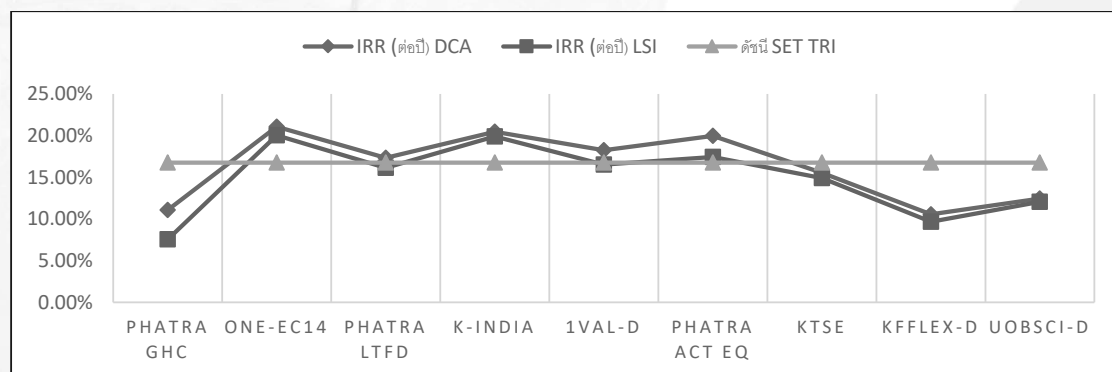


ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA จำนวน 55 กองทุนจาก 73 กองทุนหรือคิดเป็นร้อยละ 75.34 ในจำนวนนี้มีกองทุน LTF/RMF จำนวน 15 กองทุน จากทั้งหมด 17 กองทุน ที่การลงทุนด้วยวิธี LSI ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA หรือคิดเป็นร้อยละ 88.23 (ภาคผนวกแสดงผลการศึกษาในรูปแบบกราฟ)

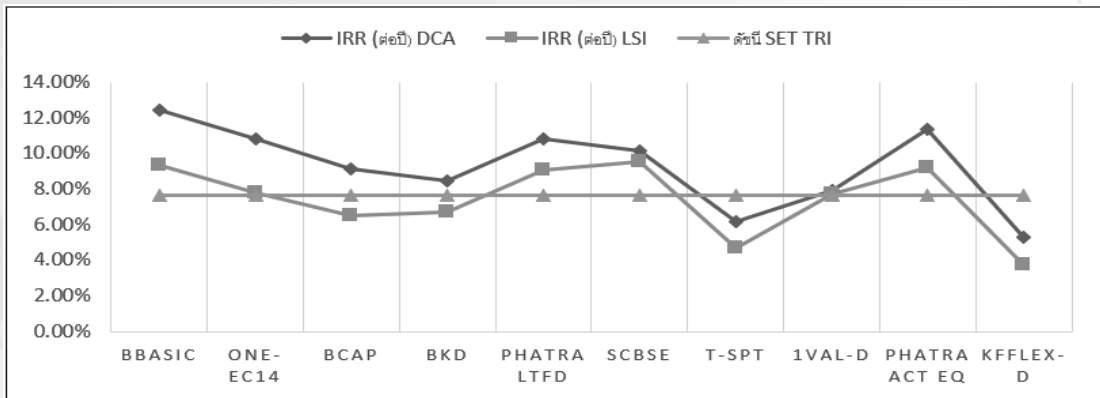
ตารางที่ 1 การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการจำลองการลงทุน

ผลตอบแทนจากการ ลงทุน (IRR) ต่อปี	การลงทุนด้วยวิธี DCA			การลงทุนด้วยวิธี LSI		
	12 เดือน	36 เดือน	60 เดือน	12 เดือน	36 เดือน	60 เดือน
ดอกเบี้ยประจำ 1 ปี	1.41%	1.67%	2.17%	1.41%	1.67%	2.17%
SET TRI	16.76%	7.67%	9.06%	16.76%	7.67%	9.06%
ค่าที่มากที่สุด	33.31%	14.87%	16.91%	25.22%	13.33%	19.10%
ค่าน้อยที่สุด	-2.56%	1.65%	4.81%	2.46%	2.46%	7.27%
ค่าเฉลี่ย	11.15%	7.50%	8.25%	12.21%	7.40%	9.84%

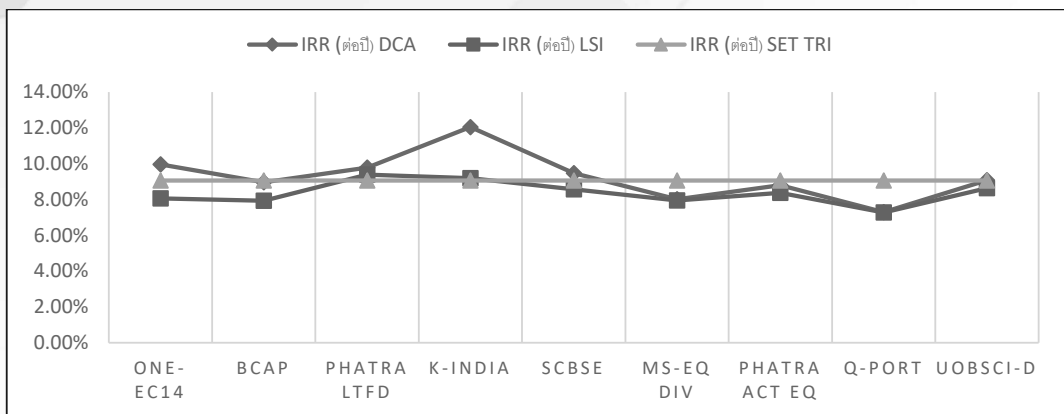
ส่วนที่สองนั้นเป็นผลการศึกษาการเปรียบเทียบประสิทธิภาพการบริหารกองทุนผ่านมาตรวัดดัชนี Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen' Alpha โดยแบ่งระยะเวลาลงทุนเป็น 12 เดือน, 36 เดือนและ 60 เดือน โดยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลากับประสิทธิภาพการบริหารกองทุน (ตารางที่ 2 ในภาคผนวก) ค่าดัชนี Sharpe Ratio ที่มากกว่า 0 นั้นแสดงถึงประสิทธิภาพการบริหารกองทุนในการสร้างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง สำหรับการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปี โดยเฉลี่ยจากธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ และธนาคารกรุงไทยเป็นดัชนีอ้างอิง ผลการศึกษพบว่ากองทุนตัวอย่างทั้ง 73 กองทุน มีค่าดัชนี Sharpe Ratio มากกว่า 0 ทั้ง 3 ช่วงเวลา ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากองทุนทั้งหมดมีประสิทธิภาพในการสร้างอัตราผลตอบแทนสูงกว่าของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (ภาพที่ 2, 3 และ 4)



ภาพที่ 2 กราฟเปรียบเทียบ IRR ของการลงทุนด้วยวิธี DCA และ LSI ของกองทุนที่ลงทุน 12 เดือน



ภาพที่ 3 กราฟเปรียบเทียบ IRR ของการลงทุนด้วยวิธี DCA และ LSI ของกองทุนที่ลงทุน 36 เดือน



ภาพที่ 4 กราฟเปรียบเทียบ IRR ของการลงทุนด้วยวิธี DCA และ LSI ของกองทุนที่ลงทุน 60 เดือน

ผลการศึกษาดัชนี Treynor Ratio โดยใช้ SET TRI เป็นดัชนีอ้างอิงพบว่ากองทุนส่วนใหญ่มีค่าดัชนี Treynor มากกว่า 0 เช่นกันคือร้อยละ 97.26 ในช่วงย้อนหลัง 12 เดือนและร้อยละ 98.63 ในช่วงย้อนหลัง 36 เดือน ในขณะที่ผลการศึกษาย้อนหลัง 60 เดือน พบว่าค่า Treynor Ratio เป็นมากกว่า 0 คิดเป็นร้อยละ 100 ของกลุ่มตัวอย่าง โดยกองทุน LTF/RMF ทั้ง 17 กองทุน ให้ค่า Sharpe Ratio และ Treynor Ratio มากกว่า 0 ทั้ง 3 ช่วงเวลาสอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนด้วยวิธี LSI จึงแสดงให้เห็นว่าทั้ง 73 กองทุนมีประสิทธิภาพในการสร้างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เป็นระบบของตลาดโดยรวม อีกทั้งระยะเวลาที่เพิ่มขึ้นมีผลในการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารกองทุนเช่นกัน

ผลการศึกษาดัชนี Jensen's Alpha โดยใช้ SET TRI เป็นดัชนีอ้างอิงพบว่าในช่วงการลงทุน 12 เดือน กองทุนส่วนน้อยจะมีค่า Jensen's Alpha มากกว่า 0 คือคิดเป็นร้อยละ 38.36 ของกลุ่มตัวอย่าง แต่เมื่อเพิ่มระยะเวลาลงทุนเป็น 36 เดือน และ 60 เดือน อัตราส่วนของกองทุนที่มีค่ามากกว่า 0 เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 65.75 และร้อยละ 78.08 ตามลำดับ โดยกองทุน LTF/RMF ทั้งจำนวน 17 กองทุนมีค่า Jensen's Alpha มากกว่า 0 ในทิศทางที่เพิ่มขึ้นเมื่อระยะเวลาลงทุนเพิ่มขึ้นเช่นกัน กล่าวคือระยะเวลาลงทุน 12 เดือน, 36



เดือนและ 60 เดือน อัตราส่วนของกองทุนที่มีค่ามากกว่า 0 คิดเป็นร้อยละ 17.75, ร้อยละ 64.70 และร้อยละ 94.18 ตามลำดับ (ตารางที่ 2)

ผลการศึกษาข้างต้นแสดงให้เห็นถึงแนวโน้มของประสิทธิภาพการบริหารกองทุนที่เพิ่มขึ้นตามระยะเวลาที่ลงทุนเช่นเดียวกับดัชนี Sharpe Ratio และ Treynor Ratio ผลการทดลองข้างต้นยังแสดงถึงการที่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธี LSI มีค่าใกล้เคียงกับ SET TRI เมื่อระยะเวลาลงทุนเพิ่มขึ้น ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการลงทุนของกองทุนมีลักษณะการซื้อแล้วถือเช่นเดียวกัน ผลการทดลองนี้สอดคล้องกับการศึกษาของศาสตราจารย์ สุขเจริญสินและปริยา สุขเจริญสิน (2556: 102) ที่นำค่า Sharpe Ratio มาศึกษาแล้วพบว่ากองทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนผันแปรตามสภาวะตลาดมากกว่าความสม่ำเสมอของการดำเนินงานกองทุน หรืออาจกล่าวได้อีกนัยหนึ่งว่ากองทุนส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกับหลักการบริหารของกองทุนเลียนแบบดัชนีหรือ Passive Fund ซึ่งเหมาะกับการลงทุนแบบระยะยาว

ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนด้วยวิธี DCA (กรณีไม่รวมเงินปันผล) จะขึ้นอยู่กับแนวโน้มความผันผวนของราคาหน่วยลงทุนตามจังหวะราคาของตลาด (Market Timing) มากกว่าระยะเวลาที่ถือครองในการลงทุน กล่าวคือการลงทุนด้วยวิธี DCA สามารถสร้างผลตอบแทนสูงในกรณีที่ราคาหน่วยลงทุนนั้นมีการเคลื่อนไหวไปตามแนวโน้มในทิศทางขาขึ้น (Uptrend) หรือมีความเคลื่อนไหวแกว่งตัวตามแนวระนาบ (Sideways) ในลักษณะแบบแอ่งกระทะ (U Curve) เนื่องจากมีการสะสมหน่วยลงทุนในช่วงราคาที่ต่ำหรือมีราคาเฉลี่ยต่อหน่วยต่ำแต่ขายออก ณ วันที่ราคาสูงกว่าราคาซื้อครั้งแรก และการลงทุนด้วยวิธี DCA จะมีอัตราผลตอบแทนเป็นลบในกรณีที่ราคาหน่วยลงทุนนั้นมีการเคลื่อนไหวไปตามแนวโน้มในทิศทางขาลง (Downtrend) หรือเคลื่อนไหวแกว่งตัวตามแนวระนาบ (Sideways) ในลักษณะแบบระฆังคว่ำ (Bell Curve) เนื่องจากมีการซื้อสะสมหน่วยลงทุนในช่วงราคาที่สูงหรือมีราคาเฉลี่ยต่อหน่วยสูง แต่ขายออก ณ วันที่ราคาต่ำกว่า (ภาพที่ 5)



ภาพที่ 5 การเคลื่อนไหวของ SET Index ในช่วงที่วิเคราะห์



สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากผลการศึกษาพบว่ากลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์วิธี LSI ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของ SET TRI และสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA อย่างไรก็ตามหากศึกษาเฉพาะกองทุนในกลุ่ม LTF/RMF พบว่าช่วงระยะเวลาลงทุน 36 เดือนกองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี DCA ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี LSI เป็นจำนวนทั้งสิ้น 11 กองทุนจากทั้งหมด 17 กองทุน หรือคิดเป็นร้อยละ 64.71 ผลการศึกษานี้จึงแสดงให้เห็นว่าปัจจัยที่ทำให้การลงทุนด้วยวิธี DCA ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี LSI และ SET TRI ซึ่งไม่ขึ้นอยู่กับระยะเวลาที่ถือครองเนื่องจากการถือครองกองทุนสำหรับระยะเวลา 12 เดือน และ 60 เดือนมีจำนวนกองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี LSI ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA ดังนั้นการศึกษานี้จึงสรุปได้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนไม่ได้ขึ้นกับระยะเวลาในการลงทุนแต่เกิดจากสภาวะราคาหลักทรัพย์ในช่วงตลาดที่ผันผวนและจังหวะของสภาวะตลาด (Market Timing)

อย่างไรก็ดีระยะเวลาลงทุนที่เพิ่มขึ้น จะมีผลให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธี DCA เข้าใกล้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงมากขึ้น ซึ่งอาจเป็นได้ทั้งบวกและลบ ตัวอย่างเช่น ผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยวิธี DCA สูงสุดที่ร้อยละ 33.31 ต่อปี เกิดขึ้นในการลงทุนระยะ 12 เดือนเท่านั้น แต่เมื่อเพิ่มระยะเวลาลงทุนเป็น 36 เดือน และ 60 เดือน พบว่าสัดส่วนของกองทุนที่ลงทุนด้วยวิธี DCA มีผลตอบแทนเข้าใกล้ผลตอบแทนของดัชนีอ้างอิงมากขึ้นซึ่งเกิดจากความถี่ของการลงทุนที่มากขึ้นทำให้การกระจายราคาเข้าใกล้ค่าเฉลี่ยมากขึ้นนั่นเอง ดังนั้นการเลือกลงทุนในกองทุนที่มีประสิทธิภาพโดยการนำมาวัด Sharpe Ratio, Treynor Ratio และ Jensen's Alpha จึงเป็นเครื่องมือสำคัญในการใช้วิเคราะห์การตัดสินใจลงทุนทั้ง 2 วิธี

แม้ผลการศึกษาครั้งนี้พบว่าการลงทุนด้วยวิธี DCA ให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าการลงทุนด้วยวิธี LSI ทั้งในกลุ่มกองทุนธรรมดาและกลุ่มกองทุน LTF/RMF แต่การลงทุนด้วยวิธี DCA อาจนำมาใช้เป็นกลยุทธ์การลงทุนเพื่อฝึกวินัยการออมได้ เนื่องจากการทยอยลงทุนเป็นงวดๆ โดยเฉพาะในสภาวะการณปัจจุบันที่เงินฝากรธนาคารมีอัตราผลตอบแทนต่ำ รวมทั้งการก้าวสู่สังคมผู้สูงอายุของประเทศไทยที่ต้องให้ความสำคัญต่อการออมเพื่อวางแผนการเกษียณ การลงทุนด้วยวิธี DCA ยังสามารถช่วยลดความเสี่ยงในสภาวะตลาดที่ผันผวนได้ อย่างไรก็ตามการลงทุนด้วยวิธี DCA อาจไม่เหมาะกับนักลงทุนที่ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าหรือเทียบเท่าผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ หากแต่เพียงได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคาร และอาจใช้เป็นกลยุทธ์การลงทุนพื้นฐานของนักลงทุนหน้าใหม่เพื่อนำไปสู่การต่อยอดเพื่อการลงทุนในอนาคตหรือใช้ร่วมกับกลยุทธ์การลงทุนอื่นๆ เพื่อผลตอบแทนและผลประโยชน์สูงสุดของพอร์ตการลงทุน (Portfolio Optimization) ตามเป้าหมายของนักลงทุนได้

ข้อจำกัดการวิจัยและข้อเสนอแนะ

หากต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ทำการลงทุนกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับรวมทั้งประสิทธิภาพการบริหารกองทุน อาจทำการศึกษาโดยใช้ช่วงระยะเวลานานขึ้น โดยใช้ดัชนีอ้างอิงอื่นๆ มา



เปรียบเทียบ เช่น ดัชนี MSCI เป็นต้น การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้ทำการแยกประเภทตามกลุ่มอุตสาหกรรมหรือลักษณะของกองทุน เช่น นโยบายปันผล นโยบายลงทุนแบบ Active Fund หรือ Passive Fund เป็นต้น ซึ่งการศึกษาเจาะจงเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมหรือนโยบายการบริหารกองทุนแบบเดียวกันอาจสามารถกำหนดมาตรวัดได้เฉพาะเจาะจงยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2547). *การลงทุน*. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ชูชีพ พิพัฒน์ศิลป์. (2540). *เศรษฐศาสตร์การวิเคราะห์โครงการ*. พิมพ์ครั้งที่ 3. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *Your First Stock*. สืบค้นเมื่อ 2 กุมภาพันธ์ 2562, จาก Yuanta เว็บไซต์: <https://www.set.or.th/yourfirststock/pdf/dca.pdf>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). *ราคาดัชนีผลตอบแทนรวม*. สืบค้นเมื่อ 10 มีนาคม 2562, จาก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เว็บไซต์: <https://www.set.or.th/th/market/tri.html>.
- นภัสนันท์ บรค์ไพบูลย์ และสุรัชย์ จันทรจรัส. (2559). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทยและอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยโดยเปรียบเทียบกับความเสี่ยง. *วารสารการจัดการสมัยใหม่*, 14(1), 41-50.
- สมาคมบริษัทจัดการกองทุน. (2560ก). *ดัชนีอ้างอิงมาตรฐาน*. สืบค้นเมื่อ 15 กุมภาพันธ์ 2562, จากสมาคมบริษัทจัดการกองทุน เว็บไซต์: <http://oldweb.aimc.or.th/performance.html>.
- สมาคมบริษัทจัดการกองทุน. (2560ข). *มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของอุตสาหกรรมจัดการลงทุนเทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดหลักทรัพย์*. สืบค้นเมื่อ 5 พฤษภาคม 2562, จากการจัดการการเงิน การลงทุน การศึกษาความเป็นไปได้ทางธุรกิจ เว็บไซต์ http://oldweb.aimc.or.th/24_overview_detail.php?nid=34&subid=0&ntype=1.
- สรศาสตร์ สุขเจริญสิน และปรีดา สุขเจริญสิน. (2556). ความสม่ำเสมอของผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราหุ้นในประเทศไทย. *วารสารเศรษฐศาสตร์ปริทรรศน์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์*, 7(2), 102-132.
- Brennan, M. J., Li, F., & Torous, W. N. (2005). Dollar cost averaging. *Review of Finance*, 9(4), 509-535.
- Constantinides, G. M. (1979). A note on the suboptimality of dollar-cost averaging as an investment policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14(2), 443-450.
- Dichtl, H., & Drobetz, W. Dollar-cost averaging and prospect theory investors: An explanation for a popular investment strategy. *Journal of Behavioral Finance*, 12(1), 41-52.



- Himawan, A. (2010). Daily portfolio investment return analysis with dollar cost averaging method. *Business and Entrepreneurial Review*, 9(2), 151 -163.
- Lai, H. C., Tseng, T. C., & Huang, S. C. (2016). Combining value averaging and bollinger band for an ETF trading strategy. *Applied Economics*, 48(37), 3550-3557.
- Leggio, K. B., & Donald, L. (2001). Does loss aversion explain dollar-cost averaging? *Financial Services Review*, 10(1-4), 117-127.
- Marshall, P. S. (2000). A Statistical comparison of value averaging vs dollar cost averaging and random investment techniques. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13(1), 87-99.
- Paglia, J. K., & Xiaoyang, J. (2006). Implementing a dollar cost averaging investment strategy: Does the date of the month matter? *The Journal of Wealth Management*, 9(2), 54-62.
- Panyagometh, K., & Zhu, K. X. (2016). Dollar-cost averaging, asset allocation, and lump sum investing. *The Journal of Wealth Management*, 18(4), 75-89.
- Shtekhman, A., Christos, T., & Brian, W. (2012). *Dollar-cost averaging just means taking risk later*. Retrieved February 10, 2020, from Vanguard research Website:
<https://passiveinvestingaustralia.com/downloads/Dollar-Cost-Averaging-Just-Means-Taking-Risk-Later-Vanguard.pdf>.
- Wu, Y. L., Yang, P. C., & Lin, J. Y. (2009). The study of the rate of returns' difference for local funds' dollar-cost averaging three times per month. *Journal of Information and Optimization Sciences*, 30(4), 779-798.