

อิทธิพลของระยะเวลาและฤดูกาลที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย¹

The Effects of Investment Horizon and Seasonality on Returns: Evidence from the Stock Exchange of Thailand

ศิริวรรณ ว่องวีรวุฒิ
ชนากร ลิขิตาภิวัฒน์

บทคัดย่อ

การศึกษานี้แสดงถึงผลตอบแทนและความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาถึงปัจจัยเรื่องระยะเวลาลงทุนและปัจจัยด้านฤดูกาลโดยวิเคราะห์จากข้อมูลของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET index) และพบว่า หากนักลงทุนมีช่วงระยะเวลาการลงทุนที่สั้นจะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนทบต้น โดยเฉลี่ยสูงกว่าลงทุนระยะยาวและเมื่อระยะเวลาลงทุนนานกว่า 5 ปีขึ้นไป ผลตอบแทนทบต้นโดยเฉลี่ยจะเริ่มคงที่ประมาณ 10% แต่ความผันผวนของผลตอบแทนจะลดลงจนถึงไม่มีโอกาสขาดทุนเลยที่ระยะเวลา 20 ปี นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยด้านฤดูกาลไม่มีผลกระทบต่อระดับผลตอบแทนหากมีระยะเวลาลงทุนเท่ากัน

คำสำคัญ: การลงทุน ฤดูกาล ผลตอบแทน

ABSTRACT

This study shows the returns and volatility of returns for various investment horizons and seasonality in the Stock Exchange of Thailand. Using the broad market index (SET Index), we find that short investment horizons earn higher average return than longer horizons.

For the investment periods longer than 5 years, the annual average rate of return is almost fixed at 10%. The volatility of returns, however, decreases significantly as the horizons expand. At the 20-year investment periods, rates of returns are always positive. We also find that seasonality plays no role in both rate of returns and volatility of returns given the same horizons.

Keywords: investment, seasonality, return

¹ ได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยจากมหาวิทยาลัยกรุงเทพ

ความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มักถูกมองว่าเป็นการเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อย (Retail Investors) เนื่องจากการลงทุนที่มีระดับผลตอบแทนและความเสี่ยงสูง โดยเฉพาะนักลงทุนบุคคลซึ่งมักมีความถนัดในการซื้อขายหลักทรัพย์บ่อยและระยะเวลาถือครองหลักทรัพย์สั้น (ศุภวรรณลิมปภากาญจน์เวช และชรรษ ไทยเจริญ, 2552) ซึ่งในปี 2553 นักลงทุนบุคคลมีส่วนในการซื้อขายสูงที่สุดถึงร้อยละ 62 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2553) ประกอบกับแนวโน้มผลตอบแทนจากการออมเงินผ่านสถาบันการเงินต่างๆ ลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นช่องทางหนึ่งที่น่าสนใจ และจากข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เปิดตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงปัจจุบัน ผลตอบแทนที่ได้รับเป็นตัวเงิน (Total Nominal Return) มากกว่าที่ได้จากเงินฝากธนาคารกว่า 3 เท่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) มีนโยบายส่งเสริมให้มีการลงทุนระยะยาวในหลักทรัพย์มากขึ้น เพื่อความมั่นคงทางเศรษฐกิจและสังคม การจัดตั้งกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund: LTF) เป็นทางเลือกหนึ่งของความพยายามสร้างเสถียรภาพให้กับตลาดทุนไทย ซึ่งกำหนดให้ลงทุนในกองทุนรวมผ่านสถาบัน โดยต้องถือหน่วยลงทุนไว้ไม่น้อยกว่า 5 ปี จากการศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าการลงทุนในหุ้นสามัญในระยะเวลามากกว่า 10 ปีจะให้ผลตอบแทนประมาณร้อยละ 5.7-6.6 ต่อปี โดยเฉลี่ย ซึ่งสูงกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ในขณะที่ระดับความเสี่ยงอันเกิดจากความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน (Siegel, 1992)

ปัจจุบันมีงานวิจัยที่กล่าวถึงเฉพาะผลตอบแทนจากการลงทุนเมื่อต้นปีจนถึงปลายปี แต่ในทางปฏิบัติ นักลงทุนสามารถเริ่มต้นและสิ้นสุดการลงทุนเมื่อใดก็ได้ ดังนั้น ปัจจัยด้านฤดูกาลของการลงทุนจึงอาจมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนที่แตกต่างกัน เช่น งานวิจัยของ Keim (1993) กล่าวถึงผลตอบแทนในแต่ละปีว่ามีผลมาจากผลตอบแทนในเดือนมกราคม (January Effect) มากที่สุด และความผันผวนของราคาหุ้นเป็นความเสี่ยงที่จะต้องคำนึงถึงควบคู่กับความไม่แน่นอนของผลตอบแทน (Return Volatility)

ความผันผวนดังกล่าวสามารถวัดได้ด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนย้อนหลัง การพิจารณาการลงทุนที่ผลตอบแทนอย่างเดียวย่อมทำให้ให้นักลงทุนเข้าใจผิดได้ว่าจะได้รับผลตอบแทนที่เป็นบวกโดยไม่มีโอกาสขาดทุน ผู้ลงทุนควรมีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาการลงทุน นอกจากผลตอบแทนที่ได้รับแล้ว ปัจจัยด้านระยะเวลาในการลงทุนและฤดูกาลในการลงทุน อาจมีผลต่อผลตอบแทนและความผันผวนของผลตอบแทน ซึ่งหมายถึงโอกาสที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่ต้องการ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงศึกษาอิทธิพลของระยะเวลาในการลงทุนและฤดูกาลที่มีผลต่อผลตอบแทนและความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาระยะเวลาในการลงทุนและฤดูกาลในการลงทุนที่มีผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาระยะเวลาในการลงทุนและฤดูกาลในการลงทุนที่มีผลต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประโยชน์ที่ได้รับ

เพื่อเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์แก่นักลงทุน ผู้บริหารตลาดทุน และผู้เกี่ยวข้องในการตัดสินใจลงทุนและกำหนดนโยบายเพื่อส่งเสริมการลงทุนในระยะเวลาที่เหมาะสม

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาของงานวิจัยของ Siegel (1992) พบว่าผลตอบแทนส่วนเกินกว่าปกติจากการลงทุนในหุ้นเป็นระยะเวลา 30 ปีมีมากกว่าการลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ทั้งผลตอบแทนจากการฝากธนาคาร ซื้อพันธบัตรรัฐบาล หรือหุ้นกู้ นอกจากนี้ ผลตอบแทนขั้นต่ำจากการลงทุนระยะยาวในหุ้นยังมีค่าสูงกว่าระดับเงินเฟ้อถึงร้อยละ 5 ซึ่งในช่วงเวลาที่ตลาดตกต่ำเช่นช่วงที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจปี 1929 หุ้นก็ยังคงทำผลตอบแทนได้สูงกว่าเงินฝากธนาคารหรือพันธบัตรหลังจากลงทุนเกินกว่า 22 ปี ซึ่งผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยต่อปีในช่วง 1929-1958 สูงกว่าเงินเฟ้อถึงร้อยละ 6.8 สูงกว่าพันธบัตรร้อยละ 5.1 และสูงกว่าเงินฝากธนาคารถึงร้อยละ 7.5 อนึ่ง ในงานวิจัยนี้ Siegel

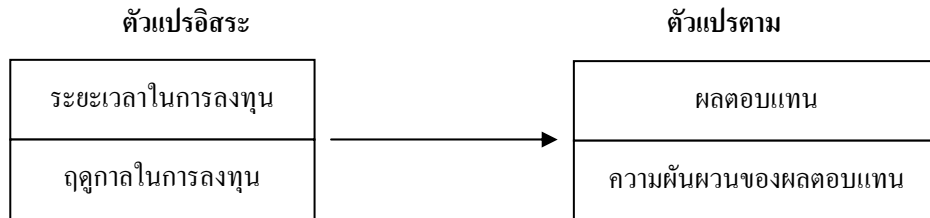
คำนวณผลตอบแทนจากดัชนี S&P 500 ซึ่งเป็นตัวแทน (Proxy) ของระดับราคาหลักทรัพย์ โดย Siegel สรุปว่ายิ่งลงทุนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เป็นเวลานาน นักลงทุนยิ่งมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น (Siegle, 1998, และ Ibbotson, 2001) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Acheson, Hickson, Turner, และ Ye. (2009) ซึ่งได้เก็บข้อมูลหุ้นรายเดือนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษในช่วงปี ค.ศ. 1825-1870 โดยนำราคาปิดของหุ้นทุกตัวในแต่ละเดือนมาคำนวณเป็นดัชนีรวมของตลาดฯ ในการศึกษาดัชนีที่คำนวณแบบถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาดฯ (Weighted by market capitalization) แบบถ่วงน้ำหนักด้วยทุนจดทะเบียน (Paid-up capital) และแบบเฉลี่ยคณิต (Unweighted) พบว่าผลตอบแทนในช่วงเวลาก่อนปี ค.ศ. 1850 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดภาวะเงินฝืด (Deflation Period) อยู่ที่ร้อยละ 8.09 และช่วงเวลาหลังปี 1850 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ (Inflationary Period) อยู่ที่ร้อยละ 9.44 ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้นให้ผลตอบแทนที่ดีทั้งในภาวะเงินฝืดและเงินเฟ้อ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Nanda and Peters (2006) ได้ศึกษากลุ่มการลงทุนระยะยาวแบบซื้อแล้วถือไว้ (Buy-and-hold) ตั้งแต่เดือนมกราคม 1961 ถึง ธันวาคม 2004 ของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange: NYSE) โดยมีการปรับพอร์ตทุกเดือนเพื่อเลือกเฉพาะหลักทรัพย์ที่ยังมีการซื้อขายอยู่ในตลาดและถ่วงน้ำหนักตามขนาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) พบว่ากลุ่มการลงทุนให้ผลตอบแทน ร้อยละ 10.83 เช่นเดียวกับผลตอบแทนจากการลงทุนระยะยาวที่คำนวณโดยดัชนีของทั้งตลาดซึ่งอยู่ที่ร้อยละ 10.69 หากคำนวณผลตอบแทนจากการลงทุนตั้งแต่มกราคม 1926 ถึง ธันวาคม 2004 (79 ปี) จะพบว่าการลงทุนระยะยาว จะให้ผลตอบแทนแบบทบต้นเฉลี่ยประมาณร้อยละ 10 ต่อปี และผลตอบแทนแบบที่ซื้อแล้วถือไว้ให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับการคำนวณผลตอบแทนจากดัชนีตลาดโดยรวม โดยไม่จำเป็นต้องซื้อขายมากครั้งก็สามารถได้ผลตอบแทนไม่แตกต่างจากผลตอบแทนของตลาดโดยรวม

สำหรับงานวิจัยที่ศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2553) พบว่า การลงทุนในหุ้นในระยะยาวจะให้ผลตอบแทนมากกว่าการฝากธนาคาร พันธบัตรหรือทองคำ โดยที่การลงทุนเป็นระยะเวลา 30 ปี (ค.ศ. 1975- 2005) ด้วยเงินลงทุนตั้งต้น 1,000 บาท หากลงทุนในหุ้นจะกลายเป็นเงินถึง 30,308 บาท ในขณะที่ลงทุนในพันธบัตร ฝากเงินและทองคำจะได้ 19,252 บาท 8,954 บาท และ 2,487 บาทตามลำดับ และเมื่อคำนึงถึงผลกระทบจากเงินเฟ้อผลตอบแทนโดยรวมจากหุ้นก็ยังคงสูงที่สุดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ประเภทอื่น แต่ในขณะเดียวกัน หุ้นเป็นการลงทุนที่มีความผันผวนมากที่สุดเมื่อได้รับผลกระทบจากวิกฤติต่างๆ เช่นในช่วงระยะเวลาปี 2540- 2544 ซึ่งหากลงทุนระยะสั้นๆ ในช่วงเวลาดังกล่าวก็จะได้รับผลตอบแทนติดลบมากขึ้นได้เช่นกัน (วิธาน เจริญผล, 2549) นอกจากนี้ งานวิจัยของ สิทธิ ชัยสุโรจน์ (2552) ได้เปรียบเทียบการลงทุนระยะยาวระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กสหรัฐอเมริกาโดยใช้ดัชนีกองทุนหุ้น SET Index Fund และ Dow Jones Industrial Average ช่วงเวลาตั้งแต่เมษายน 1975 ถึง มิถุนายน 2010 พบว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้นของไทยได้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา แต่มีความผันผวนสูงกว่าด้วยเช่นกัน และเมื่อพิจารณาการลงทุนในช่วงระยะเวลา 5 ปีก็ยังคงให้ข้อสรุปไม่แตกต่างกัน กล่าวคือ ผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความผันผวนสูงกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่นิวยอร์กในสหรัฐอเมริกา

จากผลการศึกษาทั้งจากต่างประเทศและของประเทศไทย ให้ผลสอดคล้องกันว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะให้ผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว แต่การศึกษาข้างต้นมักแสดงผลตอบแทนรายปีที่มีการกำหนดเวลาการลงทุนตามรอบปีปฏิทิน ในทางปฏิบัตินักลงทุนมิได้เริ่มต้นลงทุนในเวลาต้นปีและสิ้นสุดในปลายปีเสมอ ดังนั้น ในการศึกษานี้จะทดสอบอัตราผลตอบแทนและความผันผวนของผลตอบแทนที่มีระยะเวลาการลงทุนต่างกัน (Time horizon) และมีปัจจัยด้านฤดูกาลลงทุนเป็นตัวแปรหลัก

กรอบแนวคิดงานวิจัย

การศึกษาระยะเวลาในการลงทุนและฤดูกาลลงทุนที่มีผลต่อผลตอบแทนและความผันผวนของผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ระเบียบวิธีวิจัยและข้อมูลที่ใช้

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้ข้อมูลรายเดือนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET index) ซึ่งเป็นดัชนีที่ถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ของหลักทรัพย์ทั้งหมดและอัตราเงินปันผลจ่ายจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ตลาดเปิดทำการเดือนเมษายน 2518 ถึงเดือนธันวาคมปี 2552² การใช้ดัชนีของตลาดฯ ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนการลงทุนช่วยตัดปัญหาในเรื่องของ Survival Bias ซึ่งเกิดจากบริษัทจดทะเบียนที่ถูกเพิกถอน ควบรวม หรือเข้าแผนฟื้นฟูกิจการในช่วงวิกฤติการเงินต่างๆ เนื่องจากข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ จะเป็นดัชนี ณ สิ้นเดือน ดังนั้น จึงกำหนดระยะเวลาเริ่มต้นและสิ้นสุดการลงทุนไว้ที่สิ้นเดือนของแต่ละช่วงเดือนและปีที่ทำการศึกษ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดทำการในเดือนเมษายน 2518 จนถึงปัจจุบันตลาดเปิดทำการมาแล้วเป็นระยะเวลา 35 ปี เพื่อให้ได้จำนวนข้อมูลที่เพียงพอในการคำนวณ การวิจัยนี้จะแบ่งระยะเวลาในการลงทุนเป็นช่วงเวลาต่างๆ คือ 1, 5, 10, 15, 20 ปี

การคำนวณอัตราผลตอบแทนจะใช้อัตราผลตอบแทนทบต้นรายปีจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$R_{mi} = \left[\prod_{i=1}^t (1 + r_{mi}) \right]^{1/t} - 1$$

โดยที่ R_{mi} คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยแบบทบต้นรายปีที่เริ่มต้นในเดือนที่ m ปีที่ i และ t คือ จำนวนของปีที่ลงทุน ทั้งนี้ r_i คือ อัตราผลตอบแทนในปีที่ i เกิดจากผลรวมของอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในเดือนนั้น³ ตัวอย่างเช่น นักลงทุนเริ่มต้นลงทุนในเดือนกรกฎาคม 2520 ไปเป็นระยะเวลา 10 ปี ซึ่งจะสิ้นสุดในเดือนกรกฎาคม 2530 ค่า r_{mi} คือ อัตราผลตอบแทนรายปีตั้งแต่ 2520 ถึง 2530 บวกด้วยอัตราเงินปันผลตอบแทนในเดือนกรกฎาคมของแต่ละปีและ R_{mi} เป็นค่าเฉลี่ยทบต้นรายปีดังกล่าว

ความเป็นไปได้ที่นักลงทุนจะลงทุนเป็นระยะเวลาเท่ากันแต่เริ่มต้นที่คนละปีก็จะได้รับผลตอบแทนไม่เท่ากัน ความผันผวนของผลตอบแทน (Volatility) ดังกล่าวอาจจะเรียกได้อีกอย่างว่าความเสี่ยง ซึ่งสามารถวัดได้จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนที่เกิดขึ้น ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเป็นการทดสอบทางสถิติที่แสดงให้เห็นการกระจายของผลตอบแทนที่เกิดขึ้น หากผลตอบแทนมีความกว้างของการกระจายตัวมาก (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูง) ก็จะมีโอกาสที่ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจะแตกต่างอย่างมากจากค่าเฉลี่ย และในทางตรงกันข้ามหากมีการกระจายน้อย (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำ) ก็จะมีโอกาส

² http://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html

³ ตลาดฯ ให้นิยามอัตราผลตอบแทน (Dividend Yield) ว่าเป็นอัตราเปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นสามัญเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญเพื่อผลตอบแทนว่าหากลงทุนซื้อหุ้น ณ ระดับราคาตลาดปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลคิดเป็นอัตราร้อยละเท่าใดของราคาหุ้น

ที่ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจะใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยมากขึ้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงวัดความผันผวนของอัตราผลตอบแทนโดยการคำนวณค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของอัตราผลตอบแทนทบต้นรายปีจากข้อมูลทุกปีที่มีระยะเวลาลงทุนเท่ากันและเริ่มต้นลงทุนในเดือนเดียวกัน เช่น ลงทุนในเดือนกรกฎาคมเป็นระยะเวลา 10 ปี จะใช้ค่าผลตอบแทนการลงทุนในเดือนกรกฎาคมของช่วงเวลาปี 2518-2528, 2519-2529, 2520-2530 เป็นต้น เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่นักลงทุนจะเข้ามาลงทุนในช่วงเวลาที่ต่างกันของปี ผลลัพธ์จากการลงทุนจึงไม่เท่ากัน ดังนั้นการใช้ตัวเลขผลตอบแทนจากทุกปีในกลุ่มตัวอย่างจึงรวมเอาความเป็นไปได้ที่นักลงทุนจะได้ผลตอบแทนที่แตกต่างกัน

$$s.d. = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_{mi} - \bar{R})^2}{n-1}}$$

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 ผลตอบแทนทบต้นรายปีที่รอบระยะเวลาการลงทุน

	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.	N
1 ปี	19.6%	16.1%	15.8%	15.6%	14.4%	16.0%	16.7%	16.4%	16.8%	17.1%	17.1%	17.4%	33
3 ปี	12.9%	12.3%	12.5%	12.4%	12.8%	13.4%	13.3%	13.1%	12.9%	13.0%	12.4%	12.3%	31
5 ปี	11.4%	11.3%	11.5%	11.5%	11.6%	11.7%	11.6%	11.6%	11.5%	11.5%	11.1%	11.0%	29
10 ปี	10.5%	10.6%	10.7%	10.6%	10.6%	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%	10.4%	10.2%	10.3%	24
15 ปี	10.1%	10.6%	10.6%	10.4%	10.9%	10.8%	10.6%	10.3%	10.1%	10.0%	9.9%	10.0%	19
20 ปี	9.9%	10.4%	10.4%	10.2%	10.7%	10.6%	10.4%	10.2%	9.9%	9.8%	9.7%	9.8%	14

ข้อมูลในตารางที่ 1 เป็นอัตราผลตอบแทนทบต้นโดยเฉลี่ยรายปีที่ระยะเวลาการลงทุน 1, 3, 5, 10, 15, และ 20 ปี ตามลำดับและมีจุดเริ่มต้นและสิ้นสุดรอบระยะเวลาลงทุนในเดือนต่างๆ กัน จากตารางจะเห็นได้ว่านักลงทุนจะได้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่าหากลงทุนระยะสั้น หากลงทุนเป็นระยะเวลา 1 ปี จะมีโอกาสได้ผลตอบแทนประมาณร้อยละ 14.4-19.6 หากลงทุนเป็นระยะเวลา 3 ปีจะมีโอกาสได้ผลตอบแทนประมาณร้อยละ 12.3-13.4 และพบว่าหากลงทุนที่ระยะเวลานานตั้งแต่ 5 ปีขึ้นไป ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจะใกล้เคียงกัน คือ อยู่ที่ประมาณร้อยละ 9.7-11.7 ทั้งนี้เนื่องจากว่าอัตราผลตอบแทนโดย

โดยที่ s.d. คือ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนที่การลงทุน t ปี

R_{mi} คือ อัตราผลตอบแทนทบต้นรายปีของเดือน m เริ่มต้นในปีที่ i

\bar{R} คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

n คือ จำนวนผลตอบแทนในกลุ่มตัวอย่าง

การวิเคราะห์ในขั้นสุดท้าย เนื่องจากผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนที่ระยะเวลาแตกต่างกันอาจจะมีค่าไม่เท่ากัน รวมทั้งปัจจัยจากอิทธิพลเรื่องของเวลาที่เริ่มต้นและสิ้นสุดการลงทุนในแต่ละเดือนอาจจะทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับมีความแตกต่างกันได้ ดังนั้น จึงวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้การวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบจำแนก 2 ทาง (Two-way ANOVA) เพื่อทดสอบนัยสำคัญทางสถิติว่าค่าที่ได้มีความแตกต่างกันหรือไม่

เฉลี่ยจากการลงทุนที่ระยะเวลานาน เช่น 1 ปี จะมีช่วงเวลาที่ตลาดให้ผลตอบแทนสูงมากในภาวะตลาดขาขึ้น เช่น ปี 2533 หรือ 2546 แต่ในขณะเดียวกันก็ให้ผลขาดทุนมากในบางปีที่เป็นภาวะตลาดขาลง เช่น ปี 2540 หรือ 2551 แต่ผลตอบแทนเฉลี่ยจะลดลงเมื่อระยะเวลาลงทุนนานขึ้นตามลำดับ ทั้งนี้ที่ระยะเวลาลงทุน 20 ปี ผลตอบแทนทบต้นต่ำสุดจะอยู่ ร้อยละ 2 ต่อปี หรืออาจกล่าวได้อีกอย่างว่าผลตอบแทนจะเป็นบวกเสมอหากมีระยะเวลาการลงทุนที่ยาวนานเพียงพอโดยไม่ต้องคำนึงถึงภาวะตลาดเลย

เมื่อพิจารณาผลตอบแทนจากการลงทุนที่เริ่มต้นในเดือนต่างๆ ของปี จะเห็นได้ว่า นักลงทุนที่ลงทุนในเดือน

ต่างกันแต่มีระยะเวลาลงทุนเท่ากันได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยที่ค่อนข้างใกล้เคียงกันตลอดทั้งปี นอกจากระยะเวลาลงทุน 1 ปีซึ่งหากนักลงทุนเริ่มต้นในตอนสิ้นเดือนธันวาคมและ

ถือไว้จนถึงสิ้นปี จะได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่าการเริ่มต้นลงทุนในเดือนอื่นๆ ถึงร้อยละ 2-3

ตารางที่ 2 ความผันผวนของผลตอบแทนที่ระยะเวลาการลงทุนต่างๆ และจุดเริ่มต้นลงทุนในแต่ละเดือน

	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.	N
1 ปี	45.7%	39.9%	39.2%	36.7%	34.9%	37.5%	39.6%	38.0%	40.6%	41.5%	39.7%	39.7%	33
3 ปี	24.1%	22.9%	22.8%	22.6%	21.7%	22.9%	22.9%	23.1%	22.7%	23.1%	22.5%	21.9%	31
5 ปี	18.6%	18.2%	18.5%	18.4%	17.8%	18.1%	18.1%	18.4%	18.1%	18.3%	18.4%	17.8%	29
10 ปี	13.0%	13.2%	13.2%	13.2%	13.1%	13.4%	13.4%	13.5%	13.2%	13.1%	13.0%	12.6%	24
15 ปี	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.2%	8.2%	8.3%	8.1%	19
20 ปี	4.5%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.9%	3.7%	3.7%	14

ตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่าที่ระยะเวลาการลงทุน 1 ปี มีระดับความผันผวนของผลตอบแทนสูงสุดถึงร้อยละ 45 และเมื่อระยะเวลาการลงทุนนานขึ้น ความผันผวนของผลตอบแทนจะค่อยๆ ลดลงตามลำดับ ที่ระยะเวลา 15 และ 20 ปี ความผันผวนลดลงต่ำกว่าร้อยละ 10 ซึ่งแสดงให้เห็นว่ายิ่งระยะเวลาลงทุนนานขึ้น ความผันผวนที่นักลงทุนจะเกิดการขาดทุนจากการลงทุนจะลดลงอย่างมากจนถึงไม่มี

โอกาสขาดทุนเลย ซึ่งเมื่อพิจารณาพร้อมกับข้อมูลจากตารางที่ 1 ที่แสดงอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ย จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่า หากนักลงทุนมีระยะเวลาการลงทุนสั้น โอกาสที่จะได้ผลตอบแทนสูงมากหรือขาดทุนเป็นจำนวนมากได้ แต่เมื่อระยะเวลาลงทุนยาวมากขึ้น แนวโน้มของอัตราผลตอบแทนสูงสุดจะลดลง และขณะเดียวกันอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนมีโอกาสได้รับก็จะสูงขึ้น

ตารางที่ 3 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (Sharpe ratio) ที่ระยะเวลาการลงทุนต่างๆและจุดเริ่มต้นลงทุนในแต่ละเดือน

	ม.ค.	ก.พ.	มี.ค.	เม.ย.	พ.ค.	มิ.ย.	ก.ค.	ส.ค.	ก.ย.	ต.ค.	พ.ย.	ธ.ค.
1 ปี	0.43	0.40	0.40	0.42	0.44	0.44	0.44	0.45	0.44	0.43	0.45	0.45
3 ปี	0.54	0.54	0.55	0.55	0.56	0.55	0.55	0.54	0.54	0.53	0.51	0.51
5 ปี	0.61	0.62	0.62	0.62	0.65	0.64	0.64	0.63	0.63	0.63	0.60	0.62
10 ปี	0.81	0.80	0.81	0.80	0.81	0.79	0.79	0.78	0.79	0.79	0.78	0.81
15 ปี	1.17	1.24	1.25	1.21	1.22	1.20	1.18	1.14	1.15	1.15	1.13	1.17
20 ปี	2.19	2.46	2.49	2.46	2.54	2.51	2.47	2.47	2.44	2.36	2.48	2.47

อัตราส่วนของผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (Sharpe ratio) แสดงระดับของผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับต่อระดับความเสี่ยงหนึ่งหน่วย ดังนั้น หากอัตราส่วนนี้มีค่าต่ำกว่าหนึ่ง แสดงว่านักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าระดับความเสี่ยงจากความผันผวนของผลตอบแทน และในทางตรงข้าม หากอัตราส่วนนี้สูงกว่าหนึ่ง แสดงว่าระดับผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับมีค่าสูงกว่าความเสี่ยง จาก

ข้อมูลในตารางที่ 3 พบว่านักลงทุนจะต้องแบกรับความเสี่ยงสูงที่ระยะเวลาลงทุนสั้นๆ เนื่องจากว่าอัตราส่วนนี้มีค่าเพียง 0.4 แสดงว่านักลงทุนจะได้ผลตอบแทนต่ำกว่าครึ่งหนึ่งของระดับความเสี่ยงที่ตนเองแบกรับอยู่ ที่ระยะเวลาลงทุน 3-10 ปี นักลงทุนยังคงมีระดับความเสี่ยงที่สูงกว่าผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับอยู่แม้ว่าจะมีค่าสูงขึ้นกว่าเดิมก็ตาม และเมื่อระยะเวลาการลงทุนนานขึ้นเป็น

15 -20 ปี จะพบว่าอัตราส่วนนี้สูงขึ้นเป็น 1.2 และ 2.3 ตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบข้างต้นว่า ที่ระยะเวลาการลงทุนที่สั้นๆ ถึงแม้ว่านักลงทุนจะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงมากในบางปี แต่ก็จะมีโอกาสเกิดการขาดทุนที่สูงมากได้เช่นกัน ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่นัก

ลงทุนจะต้องเผชิญ แต่หากนักลงทุนสามารถขยายระยะเวลาการลงทุนให้ยาวขึ้นจะทำให้ความเสี่ยงจากความผันผวนของผลตอบแทนที่จะได้รับลดลงได้ โดยที่อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่จะได้รับยังคงอยู่ในระดับประมาณร้อยละ 10 ต่อปี

ตารางที่ 4 การเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนตามระยะเวลาการลงทุน และฤดูกาลที่แตกต่างกัน

ระยะเวลาการลงทุน	<i>n</i>	\bar{x}	<i>Var</i>	<i>F</i>	<i>P-value</i>
1 ปี	12	0.165939	0.000158	215.83	0.000
3 ปี	12	0.127684	1.48E-05		
5 ปี	12	0.105787	3.79E-06		
10 ปี	12	0.105441	2.35E-06		
15 ปี	12	0.103468	1.15E-05		
20 ปี	12	0.101658	1.1E-05		
ฤดูกาลในการลงทุน	<i>n</i>	\bar{x}	<i>Var</i>	<i>F</i>	<i>P-value</i>
ม.ค.	6	0.122549	0.00142	0.69	0.742
ก.พ.	6	0.117276	0.000514		
มี.ค.	6	0.117569	0.000459		
เม.ย.	6	0.116178	0.000443		
พ.ค.	6	0.116849	0.000248		
มิ.ย.	6	0.120528	0.000484		
ก.ค.	6	0.120811	0.000623		
ส.ค.	6	0.118763	0.000598		
ก.ย.	6	0.118148	0.000715		
ต.ค.	6	0.118368	0.000802		
พ.ย.	6	0.116158	0.000825		
ธ.ค.	6	0.116757	0.000881		

เนื่องจากผลตอบแทนในแต่ละปีประกอบด้วยปัจจัย 2 ด้าน คือ ระยะเวลาจากการลงทุน และฤดูกาลการลงทุน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบจำแนก 2 ทาง (Two-way ANOVA) ซึ่งได้ผลตามตารางที่ 4 โดยแสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนแบ่งตามระยะเวลาลงทุนตั้งแต่ 1 ปี ถึง 20 ปี และแบ่งตามฤดูกาล

ลงทุนในแต่ละเดือนของปี ผลการทดสอบสมมติฐานที่ระดับนัยสำคัญที่ 1% พบว่า ระยะเวลาในการลงทุนที่แตกต่างกัน ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนแตกต่างกัน เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนจะเห็นว่าผลตอบแทนจะลดลงเมื่อระยะเวลาลงทุนนานขึ้น และยังพบว่าฤดูกาลลงทุนต่างกัน แต่มีระยะเวลาเท่ากัน จะให้ผลตอบแทนไม่แตกต่างกัน

ตารางที่ 5 การเปรียบเทียบความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนตามระยะเวลาการลงทุน และฤดูกาลที่แตกต่างกัน

ระยะเวลาในการลงทุน	<i>n</i>	\bar{x}	<i>Var</i>	<i>F</i>	P-value
1 ปี	12	0.394057	0.000721	1625.25	0.000
3 ปี	12	0.227721	3.51E-05		
5 ปี	12	0.182155	6.71E-06		
10 ปี	12	0.131611	5.46E-06		
15 ปี	12	0.083917	2.00E-06		
20 ปี	12	0.039825	6.14E-06		
ฤดูกาลในการลงทุน	<i>n</i>	\bar{x}	<i>Var</i>		
ม.ค.	6	0.190681	0.021859	1.63	0.115
ก.พ.	6	0.178124	0.016077		
มี.ค.	6	0.177076	0.015513		
เม.ย.	6	0.172798	0.013443		
พ.ค.	6	0.166657	0.011980		
มิ.ย.	6	0.173753	0.014242		
ก.ค.	6	0.17719	0.016035		
ส.ค.	6	0.17552	0.014780		
ก.ย.	6	0.177713	0.017030		
ต.ค.	6	0.18008	0.017919		
พ.ย.	6	0.175916	0.016300		
ธ.ค.	6	0.173065	0.016318		

จากตารางที่ 5 ความผันผวนในแต่ละปีประกอบด้วยปัจจัย 2 ด้าน คือ ระยะเวลาจากการลงทุน และฤดูกาลการลงทุน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบจำแนก 2 ทาง (Two-way ANOVA) ซึ่งได้ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนแบ่งตามระยะเวลาลงทุนตั้งแต่ 1 ปี ถึง 20 ปี และแบ่งตามฤดูกาลลงทุนในแต่ละเดือนของปี พบว่าระยะเวลาในการลงทุนที่แตกต่างกัน จะมีผลต่อความผันผวนของผลตอบแทนจากการลงทุนแตกต่างกัน โดยที่ความผันผวนของผลตอบแทนจะลดลงเมื่อระยะเวลาลงทุนนานขึ้น และยังพบว่าฤดูกาลลงทุนต่างกัน แต่มีระยะเวลาลงทุนเท่ากันจะมีความผันผวนของผลตอบแทนไม่แตกต่างกัน

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

การวิจัยนี้ต้องการแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ถึงอิทธิพลของระยะเวลาในการลงทุนและผลของฤดูกาลต่อผลตอบแทนและความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ร่วมกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของทั้งตลาดฯ เป็นตัวแทนในการวัดผลตอบแทน โดยศึกษาตั้งแต่ตลาดฯ เปิดทำการในปี 2518 เป็นต้นมา และแบ่งช่วงระยะเวลาการลงทุนที่ต้องการศึกษาเป็นช่วงเวลาตั้งแต่ 1 ปี 3 ปี 5 ปี 10 ปี 15 ปี และ 20 ปีตามลำดับ นอกจากนั้นยังศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับหากเริ่มต้นลงทุน ณ เวลาต่างกันของปี ผลการวิจัยพบว่า ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจะลดลงหากระยะเวลาการลงทุนนานขึ้น กล่าวคือ หากช่วงเวลาลงทุนเป็นระยะเวลาด้าน นักลงทุนจะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนทบต้น โดยเฉลี่ยรายปีที่สูงกว่าการลงทุนในระยะ

ยาว โดยที่ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจะเริ่มคงที่เมื่อลงทุนเป็นระยะเวลา 5 ปีขึ้นไป แต่ความผันผวนของผลตอบแทนก็จะลดลงด้วยเช่นกันเมื่อลงทุนเป็นระยะเวลานานขึ้น ยังมีระยะเวลาการลงทุนที่นานขึ้น โอกาสที่นักลงทุนจะประสบผลขาดทุนจะยิ่งน้อยลง และผลการศึกษาปัจจัยด้านฤดูกาลพบว่าไม่มีความแตกต่างกัน กล่าวคือนักลงทุนสามารถเริ่มต้นลงทุน ณ ช่วงเวลาต่างๆ ของปีได้โดยที่ผลตอบแทนเฉลี่ยที่จะได้รับไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น หากนักลงทุนต้องการผลกำไรจากลงทุนมากกว่าการขาดทุนก็ควรพิจารณาลงทุนระยะยาว เนื่องจากการลงทุนระยะยาวมีความผันผวนต่ำและสามารถลงทุนในตลาดฯ เมื่อใดก็ได้โดยที่ผลตอบแทนไม่แตกต่างกัน

บรรณานุกรม

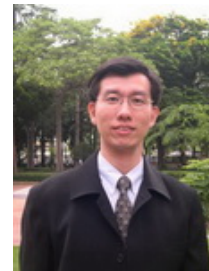
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2553). พัฒนาการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 35 ปี. สืบค้นเมื่อ 20 กรกฎาคม 2553, จาก http://www.set.or.th/setresearch/files/20101230_A_graph_SET_statistics.pdf
- วิชาน เจริญผล. (2549). 30 ปี ลงทุนสินทรัพย์ไทย ประเภทใดให้ผลตอบแทนสูงสุด: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นเมื่อ 13 กันยายน 2553, จาก http://www.set.or.th/setresearch/files/setnote/setnote_5_2006.pdf
- ศุภวรรณ ลิมปกาญจน์เวช และ ชรรยง ไทยเจริญ. (2552). มองนักลงทุนบุคคลไทยผ่านพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์. กรุงเทพฯ: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- สิทธิ ชัยสุโรจน์. (2552). การลงทุนในตลาดหุ้นไทยระยะยาว คิดอีกทีใหม่. สืบค้นเมื่อ 9 สิงหาคม 2553, จาก <http://www.engineercmu.or.th/index.php?q=node/394>
- Acheson, G. G., Hickson, C. R., Turner, J. D., & Ye., Q. (2009). Rule britannia! British stock market returns, 1825-1870. *The Journal of Economic History*, 36, 1107-1137.
- Ibbotson, A. (2001). *Stock, bonds, bills and inflation*. Chicago: Ibbotsons Associates.
- Keim, D. B. (1993). Size related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 13-32.
- Nanda, S., & Peters, D. J. (2006). A very long-term buy-and-hold portfolio. *Journal of Portfolio Management*, 32, 65-73.

Siegle, J. (1992). The equity premium: Stock and bond returns since 1802. *Financial Analysts Journal*, 48(1), 28-38.

Siegle, J. (1998). *Stock for the long run* (2nd ed.). NY: Irwin.



อาจารย์ศิริวรรณ ว่องวิรุฒิ สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ และบริหารธุรกิจบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคล ปัจจุบันดำรงตำแหน่งหัวหน้าภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ มีผลงานทางวิชาการประเภทงานวิจัย ได้แก่ ทัศนคติและพฤติกรรมในการจัดการทางการเงินส่วนบุคคลของนักศึกษาปริญญาตรี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ บทความวิชาการ ได้แก่ จุดคุ้มทุน สิ่ง SMEs ควรรู้เตรียมพร้อม ขอสินเชื่อธุรกิจเอสเอ็มอี การวางแผนทางการเงิน เพื่อวัยเกษียณ “สถิติ” เข้มทิศชีวิตของคนรุ่นใหม่



ดร.ชนากร ลิขิตาวิวัฒน์ สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาเอกด้านการเงินจาก University of Memphis ประเทศสหรัฐอเมริกา บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และวิศวกรรมศาสตรบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ปัจจุบันเป็นอาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย