



30 ปี ลงทุนสินทรัพย์ไทย ประเภทใดให้ผลตอบแทนสูงสุด

สำหรับนักลงทุนแล้วการลงทุนที่คาดหวังโดยมากมักต้องการลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดภายใต้เงื่อนไขต่าง ๆ ทั้งเงื่อนไขเรื่องระยะเวลาการลงทุน ความเสี่ยง และปัจจัยอื่นๆ งานศึกษานี้ได้ทำการศึกษาถึงข้อเท็จจริงเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ทั้งหุ้น พันธบัตร เงินฝากธนาคารและทองคำในรอบระยะเวลา 30 ปีเพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนที่เกิดขึ้นจากการถือครองสินทรัพย์

ผลจากการศึกษาผลตอบแทนเปรียบเทียบจากการถือสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ของประเทศไทยตั้งแต่ พ.ศ. 2518-2548 พบว่าหากผู้ลงทุนถือสินทรัพย์ในระยะยาวแล้วหุ้นจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดกว่าร้อยละ 2,900 โดยผลตอบแทนที่ได้เป็นตัวเลขจากการถือหุ้นมากกว่าที่ได้จากการถือเงินฝากกว่า 3 เท่าและมากกว่าการถือครองพันธบัตรกว่า 1.5 เท่า โดยการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาที่เกิดขึ้นในประเทศอื่นๆ ทั้งสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร และญี่ปุ่น ที่หุ้นเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในระยะยาวสูงสุดเช่นกัน

อย่างไรก็ตามพบว่าเมื่อแบ่งช่วงเวลา ในการทำการศึกษาเพื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนจากการถือสินทรัพย์ประเภทต่างๆ แล้วกลับพบว่าถึงแม้หุ้นเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในระยะยาวสูงที่สุดแต่ก็มีความผันผวนจากอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดเช่นกัน โดยพบว่าในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงิน (พ.ศ. 2540-2544) หุ้นกลับเป็นหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำสุด ทั้งนี้เนื่องมาจากหุ้นเป็นสินทรัพย์ที่มีผลตอบแทนแปรผันตามภาวะเศรษฐกิจและอ่อนไหวต่อปัจจัยต่างๆ มากกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ในขณะที่ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ จะให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างคงที่ แต่หลังจากภาวะดังกล่าวผลตอบแทนที่ได้จากหุ้นก็ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วโดยนับจากหลังวิกฤตเป็นต้นมา (พ.ศ. 2545-2548) หุ้นกลับเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยต่อปีสูงสุดอีกครั้งโดยเฉลี่ยที่ร้อยละ 20 ในขณะที่สินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยต่อปีไม่เกินร้อยละ 7

เมื่อพิจารณาโอกาสที่การถือหุ้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าพันธบัตร พบว่าหากถือหุ้นนานขึ้นก็จะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนสูงกว่าการถือพันธบัตรที่สูงขึ้น ทั้งนี้หากนักลงทุนเลือกถือหุ้นเป็นระยะเวลา 2 ปีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าการถือพันธบัตรมีกว่าร้อยละ 52 และหากเพิ่มระยะเวลาการถือครองออกไป เช่น 5 ปี โอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนสูงกว่าการถือพันธบัตรก็จะเพิ่มสูงขึ้นอีก

จัดทำโดย

วิธาน เจริญผล

Email: research@set.or.th

Disclaimer

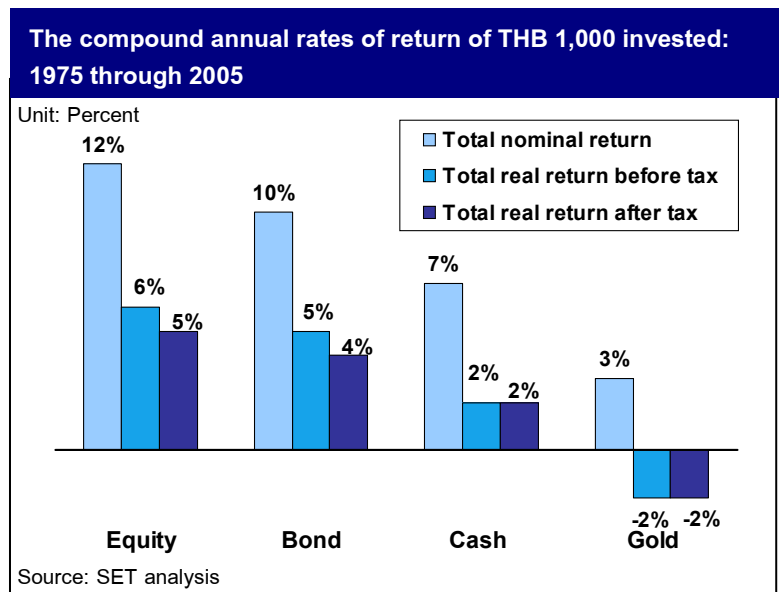
ข้อความที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีคุณภาพเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

รูปแบบผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นและสินทรัพย์อื่น ๆ

เงินลงทุนในหุ้น 1,000 บาทตั้งแต่ปี 1975 จะ
ได้ผลตอบแทน 29,000 บาทในปี 2005 ซึ่ง
เป็นผลตอบแทนสูงสุดเทียบกับการลงทุนใน
พันธบัตร เงินฝาก และทองคำ

สินทรัพย์ประเภทใดคุ้มค่าการลงทุนที่สุดในอดีตที่ผ่านมา

สำหรับประเทศไทย หุ้นเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดในระยะยาวทั้ง
ในรูปของตัวเงิน ผลตอบแทนที่แท้จริง และผลตอบแทนที่แท้จริงหลังหัก
รายจ่ายภาษี โดยเงินลงทุนในหุ้นไทย 1,000 บาทตั้งแต่ปี 1975 จะเพิ่ม
มูลค่าเป็น 30,308 บาทในปี 2005 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนสะสมร้อยละ
12 ต่อปี ในขณะที่การลงทุนในทองคำให้ผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา
เดียวกันน้อยที่สุด โดยมูลค่าจาก 1,000 บาท เพิ่มขึ้นเป็น 2,487 บาทคิดเป็น
อัตราผลตอบแทนสะสมร้อยละ 3 ต่อปี



สอดคล้องกับหลาย ๆ ประเทศที่การลงทุน
ในหุ้นระยะยาวให้ผลตอบแทนสูงสุดเมื่อ
เทียบกับสินทรัพย์อื่น ๆ

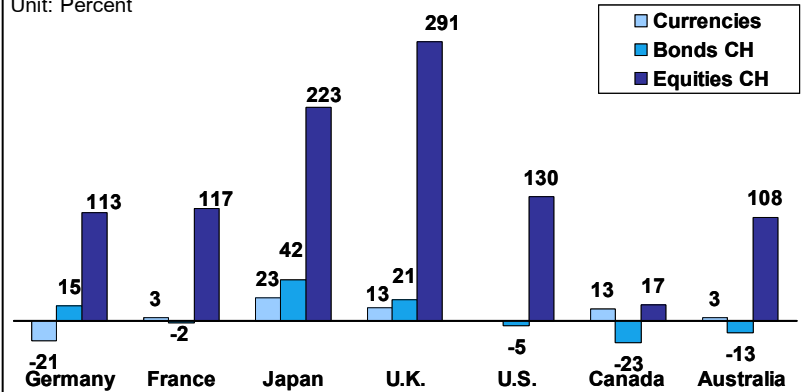
เช่นเดียวกับกรณีศึกษาของสหรัฐอเมริกา (Jeremy J. Siegel (1992))¹ และ
ข้อมูลในอดีตของประเทศอื่น ๆ (Black and Litterman (1991))² ที่หุ้นเป็น
สินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนระยะยาวสูงที่สุด โดยจากรูป ในการลงทุนระยะ
ยาวตั้งแต่ปี 1975 ถึงปี 1991 พบว่าหุ้นให้ผลตอบแทนส่วนเกินจาก LIBOR
(returns in excess of London interbank offered rate (LIBOR)) ถึงเกือบ
ร้อยละ 300 ใน UK และกว่าร้อยละ 200 สำหรับประเทศญี่ปุ่น เทียบกับ
พันธบัตรในทั้งสองประเทศที่ให้ผลตอบแทนร้อยละ 21 และ 42 ตามลำดับ
และในช่วงเวลาเดียวกัน พบว่าการลงทุนในพันธบัตรของสหรัฐอเมริกาให้
ผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ย LIBOR ด้วย

¹ Jeremy J. Siegel (1992), "The Equity Premium: Stock and Bond Returns Since 1802", Financial Analysts Journal, 48(1), January/February 1992, pp. 28-38.

² Black, Fischer and Robert Litterman (1991), "Global Asset Allocation with Equities, Bonds and Currencies", Goldman, Sachs & Co., October 1991.

Historical excess returns (1975 through 1991): selected countries

Unit: Percent



Source: Black and Litterman (1991)

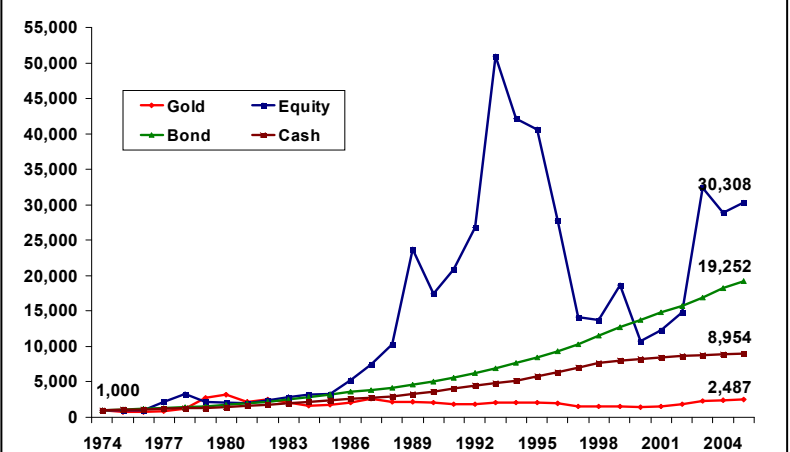
Note: Bond and equity excess returns are in U.S. dollars currency hedged (CH).

Excess returns on bonds and equities are in excess of the London interbank offered rate (LIBOR), and those on currencies are in excess of the one-month forward rates.

อัตราผลตอบแทนรวมของหุ้นไทยในช่วงเวลา 30 ปี สูงถึงร้อยละ 2,931 แม้ว่าจะมีปัจจัยวิกฤติเศรษฐกิจทำให้ราคาหุ้นลดลงอย่างมากในช่วงปี 1997-2001 รongลงมาคือการลงทุนในพันธบัตรที่ให้อัตราผลตอบแทนรวม ร้อยละ 1,825 ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจมากนักเนื่องจาก เป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนคงที่

Total nominal return indexes 1975-2005: Thailand

Unit: Baht



Source: SET analysis

แต่อัตราเงินเฟ้อ ทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริง จากการลงทุนในหุ้น ลดลงจากระดับที่เป็น ตัวเงินถึง 84% ในขณะที่ผลตอบแทนที่ แท้จริงของพันธบัตร เงินฝาก และทองคำ ลดลง 81% 87% และ 133% ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อ พบว่าผลตอบแทนที่แท้จริงของ การลงทุนในหุ้น น้อยกว่าค่าที่เป็นตัวเงินอย่างมาก โดยอัตราผลตอบแทนที่ แท้จริงในช่วงเวลาเดียวกันเท่ากับร้อยละ 482 เช่นเดียวกับสินทรัพย์ ประเภทอื่นๆ ที่ผลตอบแทนที่แท้จริงลดลงต่ำกว่าที่เป็นตัวเงินอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนทองคำที่ให้ผลตอบแทนที่แท้จริงติดลบ

ดัชนีผลตอบแทนรวม (Total return index) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปัจจุบันการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยส่วนใหญ่จะเป็นการคำนวณการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหลักทรัพย์ที่นักลงทุนถือครอง ขณะที่เครื่องมือที่ใช้โดยทั่วไปในการพิจารณาผลตอบแทนในภาพรวมของทั้งตลาดหรือกลุ่มหลักทรัพย์ คือ การคำนวณร้อยละของการเปลี่ยนแปลงค่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็น SET Index SET50 Index หรือดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งดัชนีเหล่านี้ถูกออกแบบเพื่อให้สะท้อนการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของหลักทรัพย์ที่รวมอยู่ในดัชนีราคาหลักทรัพย์เท่านั้น

อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่ได้จากการถือครองหลักทรัพย์นั้นไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว ผลตอบแทนที่สำคัญอีกรูปแบบหนึ่งได้จากการถือครองหลักทรัพย์ที่นอกเหนือจากการเปลี่ยนแปลงของราคา คือ เงินปันผล ดังนั้น เพื่อให้ให้นักลงทุนทราบถึงผลตอบแทนจากการลงทุนทั้งหมดที่เกิดจากการถือครองหลักทรัพย์ วิธีการวัดผลตอบแทนจากการลงทุนจึงควรที่จะนำเงินปันผลมาพิจารณาด้วย

ดัชนีผลตอบแทนรวม (Total return index) คืออะไร

หลักการที่สำคัญในการคำนวณดัชนีผลตอบแทนรวม (Total return index-TRI) คือ การรวมผลตอบแทนทุกประเภทให้สะท้อนออกมาในค่าดัชนี ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มี 3 รูปแบบ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Capital gain/loss) สิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน (Rights offering) คือการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนซึ่งมักจะให้สิทธิ์ซื้อในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด และเงินปันผล (Dividend) ซึ่งเป็นส่วนแบ่งของกำไรที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น

ดัชนีราคา



Capital gain/loss + Rights offering

ดัชนีผลตอบแทนรวม



Capital gain/loss + Rights offering + Dividend

สูตรการคำนวณดัชนีผลตอบแทนรวมเกิดจากการคิดค่าอัตราผลตอบแทนรวม (Total Return) รายหลักทรัพย์ คือ

$$\text{Total Return (\%)} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{close price}_t \times \text{Outstanding Shares}_t)}{\sum_{i=1}^n [(\text{close price}_{t-1} \times \text{Outstanding Shares}_{t-1}) \pm (\text{Adjusted price} \times \text{Adjusted Shares})]} - 1$$

+ Total Dividend Yield

แล้วจึงนำปรับเป็นค่าดัชนี โดยให้เริ่มต้นที่ 1,000 จุด

ประโยชน์และการนำไปใช้

● ประโยชน์ต่อผู้ลงทุนสถาบัน

ดัชนีผลตอบแทนรวมให้ประโยชน์อย่างยิ่งต่อการเป็นเครื่องมือเปรียบเทียบ (benchmark) ผลการลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ (portfolio) ดังเช่นในการลงทุนของกองทุนรวมที่ลงทุนตามหลักทรัพย์ใน SET หรือ SET50 หากจะวัดผลการดำเนินงานของกองทุนโดยเปรียบเทียบกับดัชนีราคาหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว อาจทำให้ตัวเลขผลการดำเนินงานของกองทุนสูงกว่า benchmark อยู่เสมอ เพราะผลตอบแทนจากดัชนีราคาจะไม่รวมเงินปันผลที่กองทุนได้รับในช่วงเวลาที่ลงทุน รวมถึงผลตอบแทนที่จะเพิ่มขึ้นได้อีกจากการนำเงินปันผลมาลงทุนซ้ำ (re-investment)

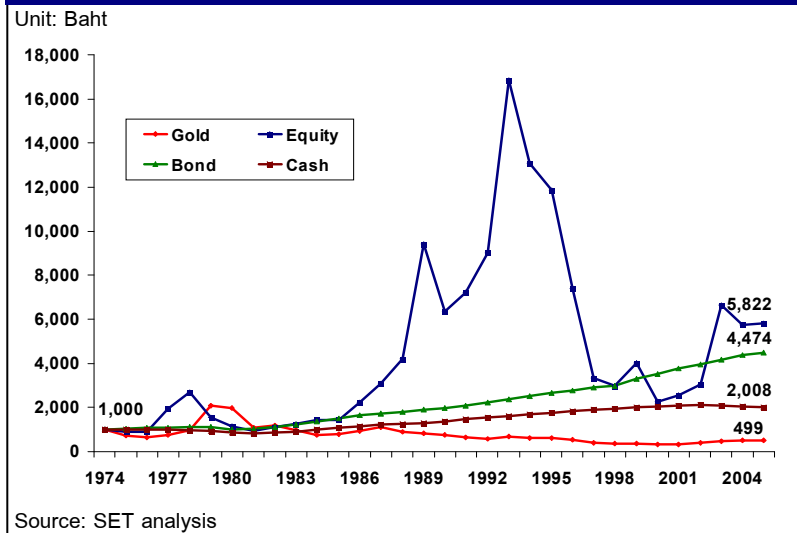
● ประโยชน์ต่อผู้ลงทุนรายบุคคล

ในส่วนของผู้ลงทุนรายบุคคลนั้น สามารถใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนรวมรายหลักทรัพย์มาประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ได้ เพราะตัวเลขผลตอบแทนรวม 12 เดือนย้อนหลังจะเป็นข้อมูลที่สะท้อนภาพรวมผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ๆ ที่เกิดขึ้นในรอบ 1 ปีที่ผ่านมา ซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม โดยไม่ต้องพิจารณาเฉพาะปัจจัยด้านราคาในระยะสั้นเท่านั้น

ดัชนีผลตอบแทนรวมที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ

จากประโยชน์ข้างต้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงจัดทำดัชนีผลตอบแทนรวมรายวัน เพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนสถาบัน ได้แก่ SET TRI, mai TRI, SET50 TRI, SET100 TRI และ Industry TRI รวมถึงข้อมูลอัตราผลตอบแทนรวมรายเดือน 12 เดือนย้อนหลังเป็นรายหลักทรัพย์ เพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนรายบุคคล โดยตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้จัดทำข้อมูลย้อนหลังในช่วงตั้งแต่ปี 2002 – ปัจจุบัน ซึ่งเผยแพร่ผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ <http://www.set.or.th/th/info/statistics/tri.html> ตั้งแต่ 2 พฤษภาคม 2006 เป็นต้นไป

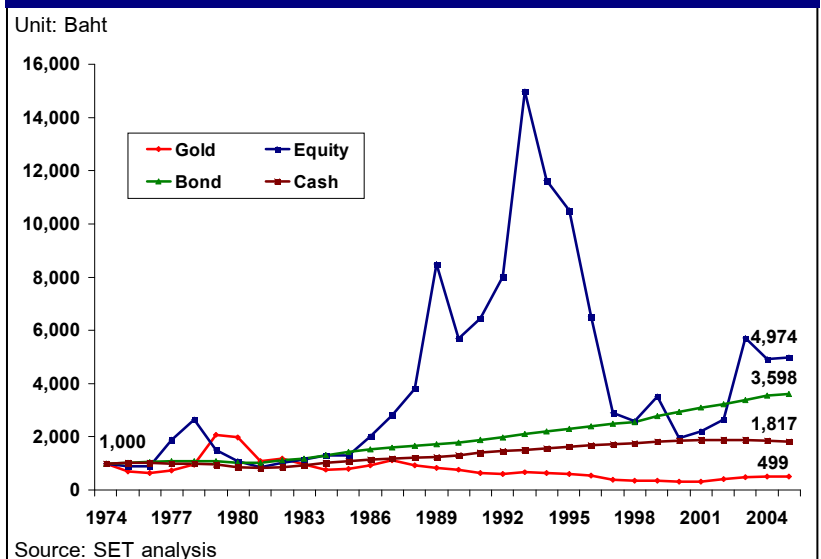
Total real return indexes 1975-2005: Thailand



ภาวะภาษีที่น้อยกว่าจากการลงทุนในหุ้นทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงลดลงเพียงร้อยละ 18 ในขณะที่ผลตอบแทนที่แท้จริงจากพันธบัตรลดลงถึงร้อยละ 25

การศึกษาพบว่าผลตอบแทนที่แท้จริงหลังหักภาวะภาษีจากการลงทุนในสินทรัพย์ลดลงไม่มากนัก โดยการลงทุนในหุ้นมีภาวะภาษีไม่มาก เพราะได้รับการยกเว้น capital gain tax มีเพียงภาวะภาษีที่เก็บจากเงินปันผล (หัก ณ ที่จ่ายร้อยละ 10) โดยผลตอบแทนที่แท้จริงหลังภาวะภาษีลดลงจากระดับก่อนหักภาวะภาษีเพียงร้อยละ 18 เมื่อเทียบกับการถือพันธบัตรและเงินฝากที่ผลตอบแทนลดลงร้อยละ 25 และ 19 ตามลำดับ ซึ่งเป็นผลจากภาวะภาษีที่เก็บจากอัตราดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 15 นอกจากนี้ในความเป็นจริงหากมีการซื้อขายพันธบัตร ยังต้องมีภาวะภาษีจาก capital gain ด้วย แต่ด้วยข้อจำกัดของข้อมูลทำให้ผลตอบแทนที่คำนวณในที่นี้ไม่มีผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงในราคา (ดูภาคผนวก) ด้านการลงทุนในทองคำไม่ได้รับผลกระทบจากภาวะภาษี เนื่องจากได้รับการยกเว้นภาษีจากการซื้อขาย³

Total real return indexes, after taxes, 1975-2005: Thailand



³ สอดถามจากสมาคมค้าทองคำ (Gold Traders Association)

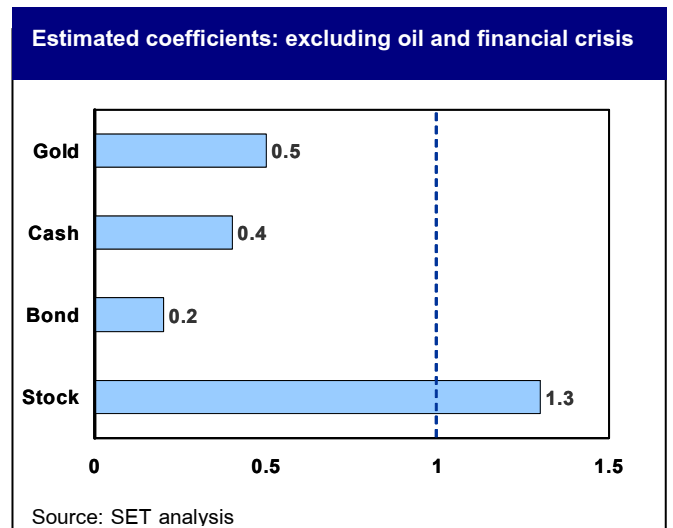
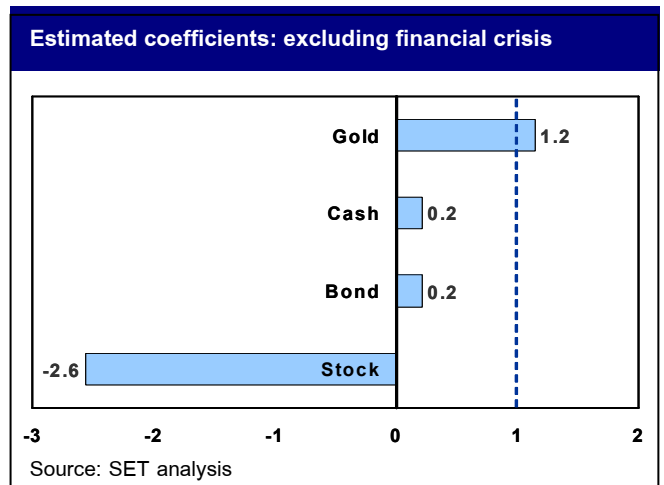
หุ้นสามัญป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อ (inflation hedger) ได้หรือไม่

จากข้อมูลผลตอบแทนที่แท้จริงในข้างต้น จะเห็นได้ว่าอัตราเงินเฟ้อส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ซึ่งเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและอัตราเงินเฟ้อแล้ว พบว่าในช่วงเวลาปกติทั่วไป (ไม่รวมช่วงวิกฤติการณ์ราคาน้ำมันและวิกฤติเศรษฐกิจ) หุ้นสามัญทำหน้าที่ป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้ดีที่สุด

การวิเคราะห์โดยใช้สมการ regression (Fama and Schwert (1977))⁴ ในการทดสอบความมีประสิทธิภาพของสินทรัพย์ในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อ (the inflation hedging effectiveness of assets) โดยใช้ตัวแปร nominal rate of return เป็นตัวแปรตาม และ inflation rate เป็นตัวแปรต้น มีหลักการว่ายิ่งค่าสัมประสิทธิ์จากสมการประมาณการมีค่าเข้าใกล้ 1 มากเท่าใด แสดงว่าประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อจะดีตามไปด้วย

จากการนำวิธีการข้างต้นมาประยุกต์ใช้กับข้อมูลผลตอบแทนของสินทรัพย์ต่างๆ และอัตราเงินเฟ้อรายปีของประเทศไทย พบว่าหากไม่รวมช่วงเวลาที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในประเทศไทย ค่าสัมประสิทธิ์ของสินทรัพย์ประเภทหุ้นจากการประมาณการสมการเท่ากับ -2.6 ในขณะที่ของพันธบัตร เงินฝาก และทองคำ มีค่าเท่ากับ 0.2 0.2 และ 1.1 ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้ดี เพราะการเปลี่ยนแปลงในราคาทองคำสอดคล้องหรือตอบสนองอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นได้ดี

อย่างไรก็ตามหากไม่รวมข้อมูลในช่วงที่เกิดวิกฤติการณ์ราคาน้ำมันโลกครั้งที่สองและสามในช่วงปี 1979 และ 1990 ตามลำดับด้วย ซึ่งทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อทางด้านต้นทุนที่เกิดจากราคาน้ำมัน (cost-push inflation) ที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนและกำไรของการประกอบธุรกิจ พบว่าสัมประสิทธิ์ของสินทรัพย์ประเภทหุ้นเท่ากับ 1.3 ในขณะที่ของพันธบัตร เงินฝาก และทองคำ เท่ากับ 0.2 0.4 และ 0.5 ตามลำดับ ซึ่งอาจเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทหุ้นสามารถป้องกันความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อที่เกิดจากด้านอุปสงค์ (demand-pull inflation) ในช่วงเวลาปกติได้ดี



⁴ Fama, Eugene F. and G. William Schwert (1977), "Asset returns and inflation" Journal of Financial Economics 5, 115-146.

หุ้นให้ผลตอบแทนสูงสุดจากการลงทุนระยะยาว แต่ความเสี่ยงจากความผันผวนในราคาก็สูงด้วย

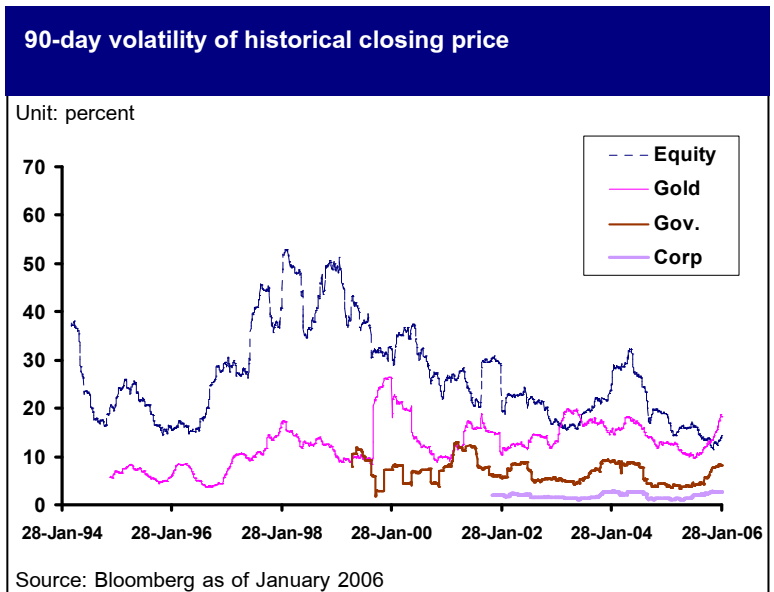
แต่ใช้ว่าเฉพาะการลงทุนในหุ้นที่มีความผันผวน สิทธิประโยชน์อื่น ๆ ก็มีความผันผวนในราคาเช่นกันทั้งพันธบัตร และทองคำ แม้ว่าความผันผวนจะไม่มากเท่าหุ้น

ความเสี่ยงจากความผันผวนในราคามีผลอย่างไร

แม้ว่าข้อมูลข้างต้นจะแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนในระยะยาวจากการลงทุนในหุ้นให้ผลตอบแทนสูงสุดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ประเภทพันธบัตร เงินฝาก และทองคำ แต่ในขณะเดียวกัน ก็มีความผันผวนในราคา ซึ่งก็หมายถึงความผันผวนของผลตอบแทนสูงสุดด้วยเช่นกัน เมื่อเทียบกับทั้งพันธบัตร เงินฝาก และทองคำ

ถึงจะเป็นที่รู้กันว่าราคาหุ้นค่อนข้างมีความผันผวน ซึ่งทำให้การลงทุนมีความเสี่ยงมากด้วย แต่ใช้ว่าสินทรัพย์ประเภทที่กำหนดรายได้คงที่จะไม่เผชิญกับความผันผวน จากข้อมูลจากการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรองพบว่ามีการเคลื่อนไหวขึ้นลงของราคาและผลตอบแทนการลงทุนในพันธบัตรด้วยเช่นกัน แม้ว่าความผันผวนจะน้อยกว่าราคาของหุ้น ซึ่งหมายความว่าไม่ใชการลงทุนในหุ้นเท่านั้นที่มีความเสี่ยงต่อการขาดทุน การลงทุนในพันธบัตรก็อาจขาดทุนจากราคาที่ผันผวนขึ้นลงได้เช่นกัน โดยความผันผวนเฉลี่ยของดัชนีราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลา 90 วัน เท่ากับ 27% เป็นถือว่ามีความผันผวนมากที่สุดเทียบกับสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ความผันผวนของราคาหุ้นสูงมากขึ้นในช่วงที่เกิดภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ โดยในช่วงดังกล่าว ระดับราคาของหุ้นมีความผันผวน 39% ในขณะที่ในช่วงก่อนและหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจความผันผวนลดลงเหลือ 22% และ 21% ตามลำดับ

ส่วนดัชนีราคาพันธบัตรรัฐบาลและเอกชนมีความผันผวนเฉลี่ย 7% และ 2% ตามลำดับ (เป็นการคำนวณจากข้อมูลหลังวิกฤติเศรษฐกิจเนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูล) และราคาทองคำมีความผันผวนเฉลี่ย 13% โดยก่อนหน้าช่วงวิกฤติเศรษฐกิจมีความผันผวนประมาณ 7% และตั้งแต่ช่วงวิกฤติเศรษฐกิจเป็นต้นมามีความผันผวนสูงขึ้นเป็น 14%

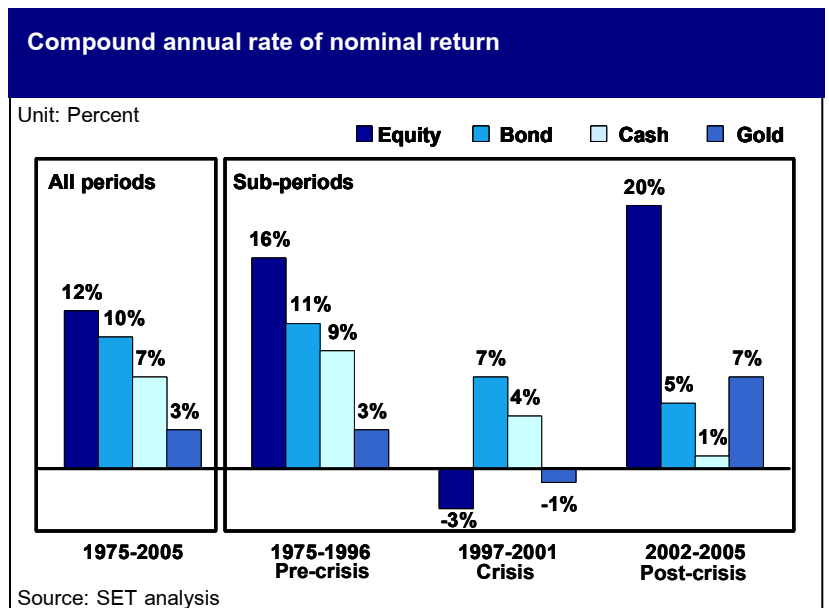


และความผันผวนที่สูงกว่าของหุ้น ทำให้ไม่ได้ผลตอบแทนสูงสุดในทุก ๆ ช่วงเวลา

และเพราะหุ้นมีความผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้ผลตอบแทนไม่คงที่และส่งผลให้ผลตอบแทนต่ำกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ในบางช่วงเวลา เช่นช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมา

หากแบ่งการคำนวณดัชนีผลตอบแทนออกตามช่วงเวลาแล้ว หุ้นเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดในช่วงเวลาปกติ แต่ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ (1997-2001) หุ้นจะได้รับผลกระทบสูง ทำให้พันธบัตรมีผลตอบแทนสูงกว่าในช่วงเวลานั้น

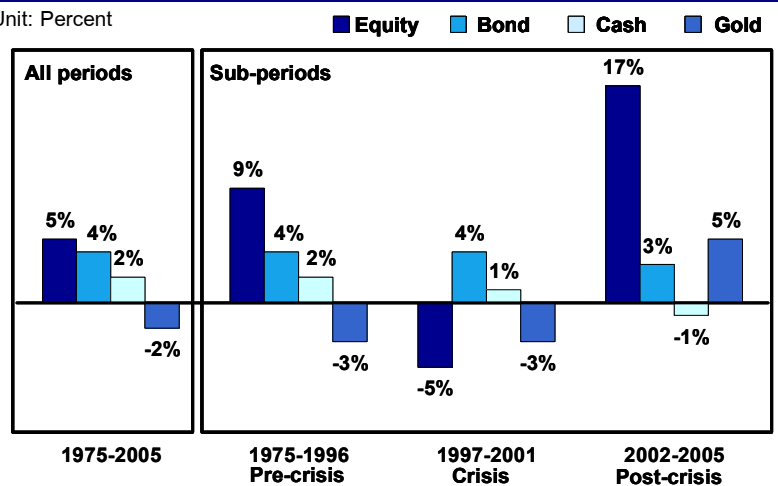
เนื่องจากหุ้นเป็นสินทรัพย์ที่ผลตอบแทนแปรผันตามภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกหลายประการ ดังนั้นในภาวะเศรษฐกิจขาลง ผลตอบแทนของหุ้นจะได้รับผลกระทบ ต่างจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนคงที่ ซึ่งเป็นข้อผูกมัดไว้ตั้งแต่แรก โดยความเสี่ยงส่วนใหญ่เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default risk) ซึ่งขึ้นอยู่กับสถานะของบริษัท ผลตอบแทนจึงไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจมากเท่ากับหุ้น และจากช่วงเวลาที่ศึกษาทั้งหมด 30 ปีพบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมที่เป็นตัวเงิน (nominal return) รายปีของหุ้น พันธบัตร เงินฝากและทองคำ เท่ากับ 12% 10% 7% และ 3% ตามลำดับ ในขณะที่หากคำนวณผลตอบแทนเฉพาะช่วงที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมที่เป็นตัวเงินรายปี ของหุ้นและทองคำมีค่า -3% และ -1% ตามลำดับ ในขณะที่พันธบัตรและเงินฝากแม้ว่าจะให้อัตราผลตอบแทนลดลง แต่ก็ยังเป็นบวกอยู่



เช่นเดียวกับอัตราผลตอบแทนสะสมที่แท้จริงหลังหักภาวะภาษี ที่มีรูปแบบเดียวกันกล่าวคือ อัตราผลตอบแทนจากหุ้นจะต่ำกว่าสินทรัพย์ประเภทพันธบัตร เงินฝากและทองคำในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจเท่านั้น

Compound annual rate of real return after tax

Unit: Percent



Source: SET analysis

แต่แม้จะได้รับผลกระทบอย่างมากในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ แต่หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี 1997 จนถึงปัจจุบัน หุ้นก็ฟื้นตัวและให้ผลตอบแทนรวมถึงร้อยละ 121

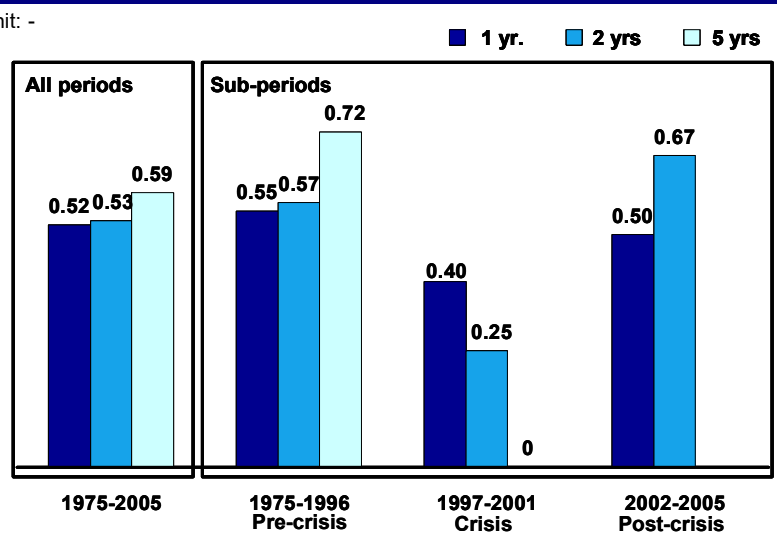
จากช่วงเวลาที่ศึกษา การลงทุนในหุ้นเป็นเวลา 2 ปีมีโอกาสหรือความน่าจะเป็นที่จะได้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตร คิดเป็นร้อยละ 53 และมีโอกาสหรือความน่าจะเป็นสูงขึ้นเป็นร้อยละ 59 หากลงทุนเป็นระยะเวลา 5 ปี

แม้หุ้นจะได้รับผลกระทบอย่างมากจากภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ และให้ผลตอบแทนต่ำกว่าสินทรัพย์ที่ให้รายได้คงที่เช่นพันธบัตร ในช่วงเวลาดังกล่าว แต่หลังจากภาวะดังกล่าว หุ้นก็ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วตามภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวด้วยเช่นกัน โดยนับจากหลังวิกฤติทางเศรษฐกิจเป็นต้นมา หุ้นให้ผลตอบแทนรวมถึงร้อยละ 121 ซึ่งสูงกว่าสินทรัพย์ชนิดอื่นๆ

การศึกษายังพบอีกว่ายิ่งระยะเวลาในการถือหุ้นนานขึ้น โอกาสที่ผลตอบแทนจะสูงกว่าการถือพันธบัตรก็ยิ่งเพิ่มมากขึ้นด้วย ยกเว้นแต่เพียงในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ

Probability that stock returns > bond returns by length of holding-period

Unit: -



Source: SET analysis

กล่าวคือ หากผู้ลงทุนเลือกที่จะลงทุนเป็นระยะเวลา 1 ปี ระหว่างหุ้นและพันธบัตร โอกาสหรือความน่าจะเป็น (probability) ที่ผู้ลงทุนจะเลือกปีที่จะลงทุนในหุ้นแล้วได้ผลตอบแทนสูงกว่าการถือพันธบัตรในปีนั้นๆ คิดเป็นร้อยละ 52 ในขณะที่หากผู้ลงทุนเลือกที่จะลงทุนเป็นระยะเวลานานขึ้นโดยถือสินทรัพย์ 5 ปี ติดต่อกัน ณ ช่วงเวลาใดๆ ใน 30 ปีที่ศึกษาแล้วพบว่าโอกาสจากการเลือกช่วงเวลา แล้วได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสูงกว่าการถือพันธบัตรคิดเป็นร้อยละ 59 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า แม้จะมีความผันผวนในราคาหุ้น แต่ผู้ลงทุนเลือกที่จะถือหุ้นนานขึ้น โอกาสที่จะรับผลตอบแทนสูงกว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนในพันธบัตรจะยิ่งสูงขึ้นตามไปด้วย

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากหุ้นได้รับผลกระทบสูงจากภาวะเศรษฐกิจ ทำให้ในช่วงที่ประเทศเผชิญกับวิกฤติเศรษฐกิจ โอกาสที่ผลตอบแทนจากหุ้นจะสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรนั้นลดลง

สมมติฐานวิธีการคำนวณผลตอบแทนระยะยาวของสินทรัพย์แต่ละประเภท

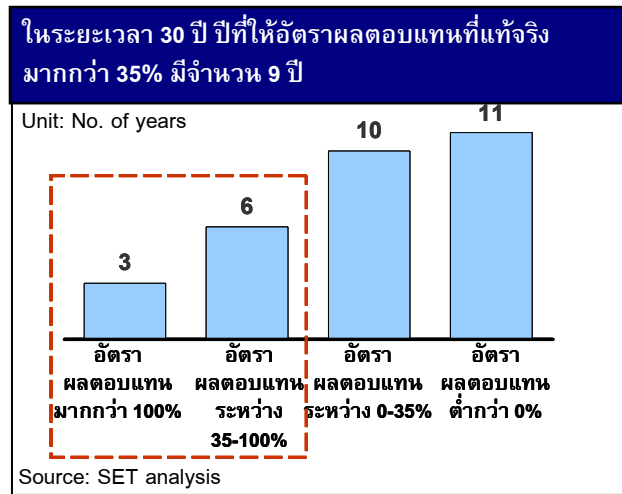
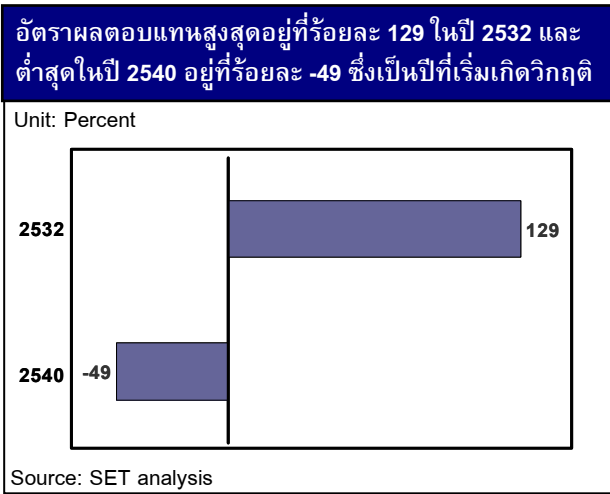
หุ้น: ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นแบ่งออกเป็น ผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคา และผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล การคำนวณผลตอบแทนโดยรวมจึงทำโดยใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของ SET index ในแต่ละปีบวกกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (dividend yield) ในแต่ละปี ก่อนจัดทำเป็น index เพื่อการเปรียบเทียบผลตอบแทนกับสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ โดยกำหนดให้ต้นปี 1975 เป็นปีฐาน (1975 = 1,000)

พันธบัตร: ผลตอบแทนจากพันธบัตรในการศึกษานี้ เป็นผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ย (coupon rate) เพียงอย่างเดียว ไม่ได้พิจารณาผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาพันธบัตร เนื่องจากก่อนหน้านี้การซื้อขายพันธบัตรในตลาดรองยังไม่ได้เป็นที่แพร่หลาย ทำให้ไม่มีราคาอ้างอิงที่จะสามารถนำมาใช้คำนวณผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ ในการศึกษานี้ใช้ coupon rate ของพันธบัตรรัฐบาลรุ่นต่างๆ ที่ออกมาตั้งแต่ปี 1975 โดยสมมติว่ามีการลงทุนใหม่ทุกปีเพื่อสะท้อนอัตราผลตอบแทนสูงสุด

เงินฝาก: ผลตอบแทนจากเงินฝากในการศึกษานี้ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทฝากประจำ 3 เดือน สำหรับลูกค้ารายย่อย โดยเป็นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ที่ใหญ่ที่สุด 5 อันดับแรกของประเทศไทย การศึกษาเลือกอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน เพื่อให้สะท้อนพฤติกรรมของผู้ลงทุนส่วนใหญ่ที่ยังต้องการสภาพคล่องด้วย

ทองคำ: ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ประเภททองคำ คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงในราคาทองคำในแต่ละปี โดยใช้ราคาทองคำแห่งในตลาดโลก เพราะข้อมูลราคาทองคำในอดีตของประเทศไทยมีจำกัด

การลงหุ้นในระยะเวลา 30 ปี (ปี พ.ศ 2518 - 2548) วัดจากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real return)



- ▶ ปีที่มีอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงเป็นบวกมีจำนวน 19 ปี
- ▶ ปีที่มีอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงเป็นลบมีจำนวน 11 ปี
- ▶ ปี พ.ศ. 2532 เป็นปีที่มีอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 124
- ▶ ปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่เริ่มเกิดวิกฤติเป็นปีที่มีอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ -55
- ▶ ความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงสูงสุดและต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 179
- ▶ ปีที่ให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงมากกว่าร้อยละ 100 มีจำนวน 3 ปี
- ▶ ปีที่ให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงมากกว่าร้อยละ 35 มีจำนวน 9 ปี
- ▶ ปีที่ให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงมากกว่าร้อยละ 20 มีจำนวน 10 ปี

ลำดับของอัตราผลตอบแทนที่เป็นบวก

ลำดับ	ปีพ.ศ.	ROI
1	2532	127.11%
2	2546	116.61%
3	2520	115.91%
4	2536	86.97%
5	2529	55.94%
6	2521	39.77%
7	2530	38.98%
8	2542	35.74%
9	2531	35.66%
10	2535	24.40%

ลำดับ	ปีพ.ศ.	ROI
11	2545	19.34%
12	2525	19.18%
13	2527	14.01%
14	2534	13.96%
15	2544	13.34%
16	2526	12.09%
17	2548	1.39%
18	2519	0.64%
19	2528	0.51%

ลำดับของอัตราผลตอบแทนที่เป็นลบ

ลำดับ	ปีพ.ศ.	ROI
1	2540	-54.74%
2	2543	-43.96%
3	2522	-42.77%
4	2539	-37.47%
5	2533	-32.59%
6	2523	-26.84%
7	2537	-22.33%
8	2524	-17.68%
9	2547	-13.43%
10	2541	-11.26%
11	2538	-9.37%