

โครงสร้างตลาดและมาตรการพัฒนาธุรกิจกองทุนรวม ในประเทศไทย จากอดีตสู่ยุคหลัง Covid-19

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 23 ธันวาคม 2563

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 22 กุมภาพันธ์ 2564

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 11 มีนาคม 2564

ดร.อัญชดา เจริญรุทซ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ดร.พนิตศา ภาวบุตร

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บทคัดย่อ

บทความนี้ บรรยายลักษณะของธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทยในแง่ของโครงสร้างตลาดและการแข่งขัน โดย
ส่วนหนึ่งของการพัฒนาเป็นการสรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ประกอบกับการวิเคราะห์ข้อมูลธุรกิจกองทุนรวม
จากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน จากการศึกษาพบว่า คุณลักษณะเฉพาะตัวของธุรกิจกองทุนรวมไทยคือ การมี
ธนาคารพาณิชย์ถือครองความเป็นหนึ่งทางการตลาด แต่ไม่มีธนาคารใดที่ถืออำนาจผูกขาด เมื่อวัดจาก Herfindahl Index
กองทุนตราสารหนี้มีขนาดใหญ่ที่สุด เนื่องจากมีลักษณะใกล้เคียงเงินฝากแต่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี จึงเป็นที่นิยม
ในกลุ่มผู้ลงทุนแบบ Passive Saving นอกจากนี้ยังพบว่า คนไทยอยู่ในกลุ่มรายได้สูงเลือกที่จะลงทุนในหุ้นโดยตรง มากกว่า
ผ่านกองทุนด้วยข้อจำกัดในการลงทุนของกองทุน ผลการศึกษาชี้ว่า เครื่องมือทางภาษีช่วยกระตุ้นวินัยในการออมและ
การลงทุน ส่วนแนวทางการพัฒนาธุรกิจกองทุนรวมคือ การขยายช่องทางจัดจำหน่ายกองทุน และการให้การศึกษาด้านการเงิน
การลงทุน นับว่าปัจจุบันเป็นรอยต่อที่สำคัญของการพัฒนาธุรกิจกองทุนรวมไปสู่ความเป็นสากล ด้วยกระบวนการร่วมมือ
ในภูมิภาคและการผ่อนคลายมาตรการควบคุมที่ยังดำเนินต่อไป การเปลี่ยนผ่านระหว่างกองทุนที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี
แบบเก่าไปเป็นแบบใหม่ที่มีข้อกำหนดถือครองยาวนานขึ้นประกอบกับการระบาดของ Covid-19 ที่รัฐควรใช้โอกาสเป็นตัวเร่ง
ผลักดันให้นโยบายส่งเสริมกองทุนที่มีนโยบายเน้นการลงทุนอย่างยั่งยืน (ESG Fund) ให้มีการขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

คำสำคัญ : นโยบายการออม ธุรกิจกองทุนรวม กฎเกณฑ์และมาตรการเกี่ยวกับบริษัทจัดการกองทุนรวม

Tracing the Development of Market Structure and Regulations of Mutual Funds in Thailand from the Past to Post Covid-19

Received: December 28, 2020

Revised: February 22, 2021

Accepted: March 11, 2021

Dr. Anchada Charoenrook

Assistant Professor of Department of Finance,
Thammasat Business School, Thammasat University

Dr. Pantisa Pavabutr

Associate Professor of Department of Finance,
Thammasat Business School, Thammasat University

ABSTRACT

This article describes the competitive landscape and market structure of mutual funds in Thailand by drawing on the authors' empirical research, related literature, and mutual fund data from the Association of Investment Management Companies (AIMC). The Thai mutual fund industry exhibits unique features: a strong bias towards local commercial bank brands and concentrated investments in fixed income funds over equity funds by roughly two-folds judging from AUM size. Yet interestingly, analysis of market concentration with the Herfindahl index does not suggest that any single bank dominate the industry. Thai investors appear to prefer to invest directly in equity themselves rather than through mutual funds. Tax incentivized funds have been successful in the promotion of passive savings. Thai investors with higher income bracket and financial savvy choose to invest directly in equity rather than through mutual funds. In our view, the industry appears to be at an inflection point in recent years as regulators lifted restrictions to move the industry towards more regionalization and a move towards a new class of tax incentivized funds. The on-going Covid-19 pandemic creates new impetus for growth in ESG funds.

Keywords: Savings Policy, Mutual Fund Industry, Mutual Fund Regulation

1. บทนำ

ในรอบสิบกว่าปีที่ผ่านมา ธุรกิจกองทุนรวมในประเทศไทยมีการเติบโตและมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ด้วยแรงสนับสนุนจากความต้องการออมของครัวเรือนในประเทศ รวมถึงกฎเกณฑ์และมาตรการเกี่ยวกับการจัดการกองทุนรวมที่ส่งเสริมการแข่งขันและการผ่อนคลายมาตรการควบคุม จากข้อมูลจากสมาคมบริษัทจัดการลงทุน (AIMC) สินทรัพย์ที่กองทุนรวมบริหารมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละ 11% จาก 1,611 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2550 เป็น 5,389 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2562 แต่ก็จัดว่าเป็นแหล่งการออมเงินที่สำคัญลำดับสองรองจากเงินฝากที่มีมูลค่า 7,968 พันล้านบาท และมีโอกาสที่จะเติบโตได้อีกมากด้วยการขยายตัวของตลาดทุนจากการพัฒนาธุรกิจและอุตสาหกรรม อีกทั้งการก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ ทำให้มีแรงกดดันที่จะต้องพัฒนาทางเลือกในการออมให้ประชาชนเพื่อลดแรงกดดันค่าใช้จ่ายทางการคลัง

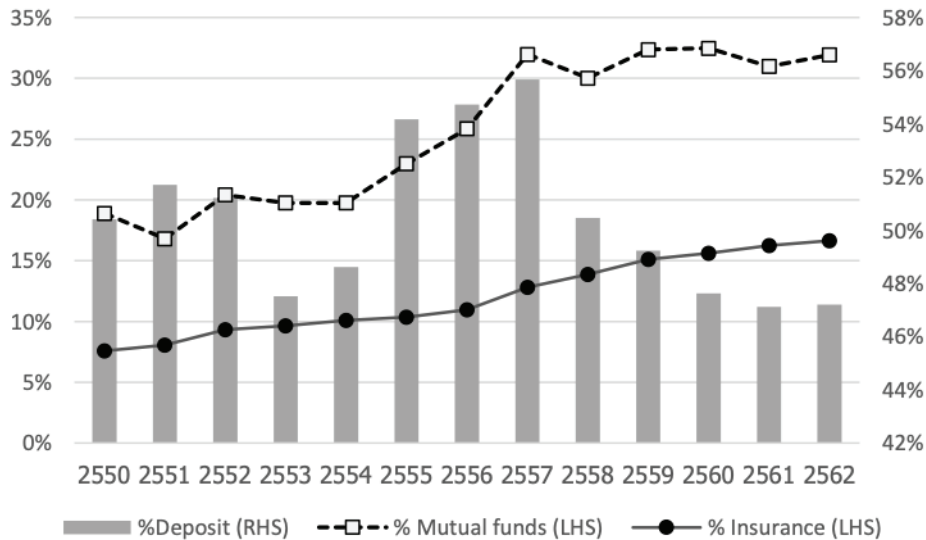
บทความนี้ชี้ให้เห็นว่า โครงสร้างตลาดและการแข่งขันของธุรกิจกองทุนรวมเป็นอย่างไร เพราะเหตุใด และโครงสร้างใดบ้างที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาธุรกิจกองทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายใต้เงาของสถานการณ์ Covid-19 ได้ส่งผลให้หนี้สาธารณะของประเทศเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วไปกว่าเดิม บ่งชี้ความเร่งด่วนในการพัฒนาธุรกิจกองทุน เพื่อจูงใจให้เกิดการออมระยะยาว การศึกษาอาศัยการติดตามการเปลี่ยนแปลงด้านกฎเกณฑ์และมาตรการเกี่ยวกับการจัดการกองทุนรวมที่สำคัญ ประกอบกับการวิเคราะห์ข้อมูลของธุรกิจจัดการกองทุนและประมวลข้อเรียนรู้จากบทความวิจัยของผู้เขียนเองและงานวิจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่ออธิบายพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมจากอดีตสู่ปัจจุบันและอนาคตอันใกล้ ในบทสรุปนำเสนอผลของการวิเคราะห์ที่มีนัยต่อนโยบายรัฐในการพัฒนาธุรกิจกองทุนรวมและส่งเสริมการออมระยะยาว

2. ภาพรวมของการออมผ่านนโยบายที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวม

การเปลี่ยนแปลงของหลักเกณฑ์และมาตรการเกี่ยวกับบริษัทจัดการกองทุนรวม มีส่วนเกี่ยวข้องกับการพัฒนาของธุรกิจกองทุนเป็นอย่างมาก โดยจุดพลิกผันของอุตสาหกรรมที่สำคัญคือ ปี พ.ศ. 2535 ที่กระทรวงการคลังประกาศยุติการผูกขาดการดำเนินธุรกิจกองทุนของ “บริษัทกองทุนรวม จำกัด”¹ เพื่อให้มีการเปิดโอกาสให้สถาบันการเงินไทยที่ได้รับอนุญาตเปิดกองทุนแข่งขัน ต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ได้อนุญาตให้มีการตั้งกองทุนแบบพิเศษ เพื่อสิทธิประโยชน์ทางภาษี ได้แก่ Long Term Fund (LTF) และ Retirement Fund (RMF) ในเวลาใกล้เคียงธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มมีนโยบายผ่อนคลายด้านการควบคุมการลงทุนในต่างประเทศผ่าน Foreign Investment funds (FIF) อาจกล่าวได้ว่า ผู้มีอำนาจกำกับธุรกิจกองทุนรวมใช้วิธีการผ่อนคลายมาตรการควบคุมอย่างช้า ๆ เพื่อสร้างดุลยภาพระหว่างเสถียรภาพตลาดทุนโดยการสร้างความแข็งแกร่งให้กับนักลงทุนสถาบันและการปกป้องนักลงทุนรายย่อย เพื่อการเตรียมพร้อมกับการแข่งขันในระดับนานาชาติ

¹ ปัจจุบัน “บริษัทกองทุนรวม จำกัด” คือ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซีจำกัด (มหาชน)

ภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนของเงินลงทุนในกองทุนรวมเพิ่มจาก 19% ของ GDP ในปี พ.ศ. 2550 เป็น 32% ของ GDP ณ สิ้นปี พ.ศ. 2562 ซึ่งน้อยกว่าสัดส่วนของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วที่มีสัดส่วนดังกล่าวสูงเกินกว่า 50% ของ GDP ตามที่รายงานในงานวิจัยของ Fernando, Klapper, Sulla, และ Vittas (2003) และข้อมูลจาก World Bank Data Catalog² เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศอาเซียนด้วยกัน ณ สิ้นปี พ.ศ. 2561³ สินทรัพย์สุทธิกองทุนรวมไทยมีมูลค่าประมาณ 155 พันล้านเหรียญสหรัฐ สูงเป็นอันดับที่ 3 รองจากมาเลเซียที่ 179 พันล้านเหรียญสหรัฐ และสิงคโปร์ ซึ่งเป็นฐานการตั้งกองทุน Off-Shore มีมูลค่าสูงถึง 2,509 พันล้านเหรียญสหรัฐ



ภาพที่ 1: สัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิกองทุนรวม เงินสำรองประกันภัย และเงินฝากต่อ GDP
ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

ตารางที่ 1 เปรียบเทียบภาพรวมของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิและส่วนแบ่งตลาดในกองทุนรวมจำแนกตามลักษณะสินทรัพย์ และกองทุนที่มีลักษณะพิเศษ (Special Funds Group) ได้แก่ กองทุนที่มีสิทธิประโยชน์ทางภาษีได้แก่ RMF LTF และกองทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศที่เรียกว่า Foreign Investment Fund (FIF) ปี พ.ศ. 2550 และปี พ.ศ. 2562 ที่บ่งชี้ว่า การใช้แรงจูงใจทางภาษีประสบความสำเร็จในการดึงดูดการออมใน RMF และ LTF สูงกว่า 7 เท่าตัวจาก 75 และ 53 พันล้านบาท ในปี พ.ศ. 2550 เป็น 220 และ 93 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2562 ตามลำดับ การเพิ่มดังกล่าวสูงกว่าการเติบโตของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นประมาณ 2 เท่าในช่วงเวลาเดียวกันจึงอาจกล่าวได้ว่า มูลค่าของกองทุนที่เพิ่มมาจากเงินทุนไหลเข้าใหม่ อย่างไรก็ตามสัดส่วนของการออมในกองทุนที่ได้รับสิทธิพิเศษทางภาษียังน้อย มีส่วนแบ่งตลาดอยู่ไม่ถึง 10% เมื่อเทียบกับขนาดของสินทรัพย์รวมกองทุนทั้งหมด

² ข้อมูลจาก <https://datacatalog.worldbank.org/>

³ ข้อมูลจาก Monetary Authority Singapore, www.mas.gov.sg/publications/singapore-asset-management-survey, Malaysian Securities Commission, www.sc.com.my/analytics/fund-management-products และสมาคมบริษัทจัดการลงทุน www.aimc.or.th

ตารางที่ 1: มูลค่าสินทรัพย์สุทธิและส่วนแบ่งตลาดในกองทุนรวมจำแนกตามลักษณะสินทรัพย์และกองทุนลักษณะพิเศษ

พันล้านบาท	ปี พ.ศ. 2550			ปี พ.ศ. 2562		
	จำนวนกองทุน	มูลค่า (พันล้านบาท)	ส่วนแบ่งตลาด	จำนวนกองทุน	มูลค่า (พันล้านบาท)	ส่วนแบ่งตลาด
จำแนกตามสินทรัพย์						
กองทุนตราสารหนี้	456	908	56%	570	2,593	48%
กองทุนตราสารทุน	190	132	8%	767	1,496	28%
กองทุนผสม	100	245	15%	274	451	8%
กองทุนรวมตลาดเงิน	11	42	3%	39	212	4%
อื่น ๆ	153	283	18%	188	637	12%
รวม	910	1,611	100%	1,838	5,389	100%
กองทุนลักษณะพิเศษ						
RMF	75	38	2.4%	220	304	5.6%
LTF	53	49	3.0%	93	406	7.5%
FIF	113	209	13.0%	743	1,008	18.7%

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

เมื่อมองบทบาทของกองทุนรวมในภาพใหญ่ของการออมประเทศ ณ สิ้นปี 2562 พบว่า เงินฝากธนาคารมีทั้งหมด 7,968 พันล้านบาทคิดเป็นสัดส่วน 38% ของการออมทั้งหมด ส่วนกองทุนรวมมีสัดส่วน 24% กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ⁴ 17% และเงินสำรองประกันภัย 16% อย่างไรก็ตามมีประชากรเพียง 16% ของประเทศเท่านั้นที่มีบัญชีกองทุน ซึ่งคิดเป็นเพียง 10% ของจำนวนบัญชีเงินฝากทั้งประเทศที่มีประมาณ 102 ล้านบัญชี ซึ่งเป็นประเภทเงินฝากสะสมทรัพย์ประมาณ 90 ล้านบัญชี แสดงว่าคนไทยส่วนใหญ่ยังไม่มีเงินออมระยะยาวตามสมควรและการลงทุนในกองทุนกระจุกตัวในกลุ่มคนไทยรายได้สูง

สำหรับในปี พ.ศ. 2563 แม้ว่า AIMC ยังไม่ประกาศข้อมูลสรุปมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุน แต่ข้อมูลเบื้องต้นจาก Morningstar รายงานว่า มูลค่าสินทรัพย์สุทธิกองทุนรวมไทยในปี พ.ศ. 2563 ลดลงจากปี พ.ศ. 2562 ประมาณ 7.3% โดยมีมูลค่าประมาณ 4.0 ล้านล้านบาท สำหรับกองทุน LTF มีมูลค่าลดลงราว 14.6% เหลือ 345 พันล้านบาท ส่วนกองทุน RMF มูลค่ารวมค่อนข้างคงเดิม การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวตั้งข้อสังเกตว่า มีสาเหตุจากปัจจัยที่ 2 ประการที่กระทบต่อระบบเศรษฐกิจและการออม ปัจจัยแรกคือ ปัจจัยภายนอกจากวิกฤติ Covid-19 ที่นับเป็น Exogenous shock ส่วนปัจจัยที่สองเป็นเรื่องนโยบายภายในจากการเริ่มต้นของกองทุนที่ให้สิทธิลดหย่อนภาษีแบบใหม่ที่เข้ามาแทนที่ LTF ภายใต้ชื่อ Super Saving Fund (SSF) ที่มีสามารถลงทุนในหลักทรัพย์หลากหลายรวมทั้งในต่างประเทศ ซึ่งมีความยืดหยุ่นมากกว่า LTF ที่กำหนด

⁴ เงินสำรองเลี้ยงชีพประกอบด้วย มูลค่ากองทุนสำรองเลี้ยงชีพ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ กบข. กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) เงินกองทุนประกันสังคม

ให้ลงทุนหุ้นสามัญในประเทศไทยเป็นหลักแต่ต้องถือครอง 10 ปี ขึ้นไป นอกจากนี้พบว่า เม็ดเงินที่ไหลเข้ากองทุน SSF และ Super Saving Funds Extra (SSFX) ซึ่งเป็นกองทุนลดหย่อนภาษีวงเงินพิเศษมารวมกันยังพบว่า น้อยกว่าอัตราการไหลเข้ากองทุน LTF อยู่ราว 4 พันล้านบาทในขณะที่เงินที่เข้ากองทุน RMF ในปี พ.ศ. 2563 โดยรวมใกล้เคียงกับปี พ.ศ. 2562 สาเหตุอาจมาจากข้อกำหนดการถือครองที่มีระยะยาวถึง 10 ปี แม้จะได้รับประโยชน์ภาษีได้เพียงปี พ.ศ. 2563–2567

3. โครงสร้างตลาดและการแข่งขันธุรกิจกองทุนรวม

เพื่อสะท้อนให้เห็นโครงสร้างตลาดและการแข่งขันของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) การนำเสนอข้อมูลในส่วนนี้แบ่งกองทุนตามประเภทสินทรัพย์ที่ลงทุนเป็นกลุ่มกองทุนตราสารทุน กองทุนตราหนี้ กองทุนผสม และกองทุนอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ได้แบ่งประเภทของ บลจ. เป็น 3 กลุ่มดังนี้

กลุ่มที่ 1 บลจ. ที่เป็นส่วนของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทย

กลุ่มที่ 2 บลจ. ที่เป็นส่วนของบริษัทในกลุ่มธนาคารหรือ บลจ. ต่างชาติ

กลุ่มที่ 3 บลจ. ไทยที่ไม่เป็นส่วนของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทย

ตารางที่ 2: มูลค่าสินทรัพย์สุทธิและส่วนแบ่งตลาดในกองทุนรวมแบ่งตามประเภทของ บลจ.

พันล้านบาท	ปี พ.ศ. 2550				ปี พ.ศ. 2562			
	ตราสารทุน	ตราสารหนี้	ผสม	อสังหาฯ	ตราสารทุน	ตราสารหนี้	ผสม	อสังหาฯ
จำแนกตามสินทรัพย์	96	810	131	34	1,162	2,446	412	280
กองทุนตราสารหนี้	72%	85%	54%	60%	78%	94%	92%	93%
กองทุนตราสารทุน	18	95	12	17	114	98	21	5
กองทุนผสม	14%	10%	5%	30%	8%	4%	5%	2%
กองทุนรวมตลาดเงิน	18	46	102	6	220	50	17	18
อื่น ๆ	14%	5%	42%	10%	15%	2%	4%	6%
รวม	132	951	245	57	1,496	2,594	450	302

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน คำนวณส่วนแบ่งตลาดโดยผู้เขียน

ตารางที่ 2 นำเสนอมูลค่าสินทรัพย์สุทธิและส่วนแบ่งตลาดในกองทุนรวมทุกประเภท⁵ เมื่อเปรียบเทียบกับปี พ.ศ. 2550 กับปี พ.ศ. 2562 ในภาพใหญ่นั้นจะเห็นว่า มูลค่าของธุรกิจกองทุนรวมไทยนั้นกระจุกตัวอยู่ในกองทุนตราสารหนี้ที่มีมูลค่าสินทรัพย์

⁵ การนำเสนอมูลค่าสินทรัพย์สุทธิตามประเภทสินทรัพย์ที่ลงทุนนั้นเป็นไปตามลักษณะข้อมูลที่น่าเสนอโดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุน ไม่มีข้อมูลแบ่งแยกประเภทของกองทุนตามลักษณะการบริหารแบบ Active หรือ Passive Fund ส่วนสัดส่วนของกองทุนที่มีประโยชน์ในการลดหย่อนภาษีมียอดรวมประมาณ 13% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมทั้งสิ้น ณ สิ้นปี พ.ศ. 2562

สุทธิ 2,594 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2562 เมื่อเทียบกับตราสารทุนที่มีขนาดใหญ่เป็นอันดับสองด้วยมูลค่า 1,496 พันล้านบาท อย่างไรก็ตามพบว่า ในระหว่างปี พ.ศ. 2550-2562 กองทุนตราสารทุนมีอัตราดอกเบี้ยโตประมาณ 22% ต่อปี ซึ่งสูงกว่ากองทุนตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยโตประมาณ 8.7% ต่อปี และสูงกว่าการเพิ่มของดัชนีหลักทรัพย์ตลาดไทยที่เพิ่มจาก 858 จุดในปี พ.ศ. 2550 เป็น 1,579 จุดในปี พ.ศ. 2562 คิดเป็นการเติบโตประมาณ 5.21% ต่อปี ซึ่งหมายความว่า การเติบโตของกองทุนตราสารทุนมีปัจจัยหลักมาจากเงินลงทุนสุทธิที่ไหลมาเพิ่มในกองทุนประเภทนี้ ไม่ใช่ด้วยสาเหตุการเพิ่มของระดับดัชนีเพียงอย่างเดียว อย่างไรก็ตามสัดส่วนของกองทุนตราสารทุนเทียบกับมูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2562 เฉลี่ยอยู่ที่เพียง 20% ข้อสังเกตอีกประการคือ แนวโน้มการลงทุนในกองทุนรวมที่มีความหลากหลายในประเภทของสินทรัพย์มากขึ้น โดยพิจารณาจากปริมาณเม็ดเงินที่อยู่ในกองทุนผสมที่เพิ่มจาก 245 พันล้านบาท เป็น 450 พันล้านบาทในช่วงเวลาเดียวกัน และกองทุนอสังหาริมทรัพย์ที่มีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิเพิ่มขึ้นกว่า 5 เท่าตัวในปี พ.ศ. 2562 แม้ว่าปัจจุบันแนวคิดเรื่องการลงทุนที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสภาพแวดล้อม (ESG Fund) จะได้รับความสนใจมากขึ้นแต่การศึกษาของ Suthirant, Kraisornsuthansanee, และ Rompho (2018) พบว่า จากข้อมูล ณ ปี พ.ศ. 2559 มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนดังกล่าวยังมีสัดส่วนที่น้อยมาก คิดเป็น 1.4% ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิในกองทุนรวมตราสารทุนทั้งอุตสาหกรรมเท่านั้น สำหรับปี พ.ศ. 2563 ในขณะที่ความตื่นตัวในสถานะแวดล้อมทำให้ ESG Fund ในสหรัฐอเมริกามีมูลค่า สินทรัพย์สุทธิพุ่งขึ้นกว่า 70% ไปอยู่ที่ 2.4 แสนล้านเหรียญสหรัฐ กองทุน ESG Fund ประเทศไทยมีการเปิดตัวเพิ่มขึ้นเพียง 2 กองทุน คือ KKP SET50 ESG และ Innotech Sustainable Fund ซึ่งคาดว่า ส่วนแบ่งตลาดโดยรวมยังไม่เกิน 10% ของมูลค่ากองทุนรวมทั้งอุตสาหกรรม

ณ วันที่ 30 ธ.ค. 2563 มีกองทุน ESG Fund ที่บริหารโดย บลจ. กลุ่มธนาคาร ทั้งสิ้น 4 จาก 5 กองทุน โดย 3 ใน 5 กองทุนนั้น ได้รับฐานะเป็นกองทุน SSF กองทุนกลุ่มนี้ให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงใน 1 ปี ที่ผ่านมามีประมาณ 0.30 จากการคำนวณของผู้เขียน⁶

ในส่วนของการแข่งขันธุรกิจกองทุนรวมพบว่า บลจ. ที่เป็นส่วนของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทยเป็นผู้นำส่วนแบ่งตลาดและดูเหมือนว่าแนวโน้มดังกล่าวเพิ่มขึ้นในทุกประเภทของสินทรัพย์โดยเฉพาะกองทุนตราสารหนี้ กองทุนผสม และกองทุนอสังหาริมทรัพย์ ที่มีส่วนแบ่งตลาดเกิน 90% แม้ตัวเลขรวมดังกล่าวทำให้ดูเหมือนว่า บลจ. ที่เป็นส่วนของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทยผูกขาดการแข่งขัน แต่เมื่อพิจารณารายละเอียดของข้อมูลพบว่า ณ สิ้นปี พ.ศ. 2562 มีจำนวนกองทุนทั้งสิ้น 1,838 กองทุน ซึ่งบริหารด้วย บลจ. จำนวน 26 บริษัทพบว่า เป็น บลจ. ที่เป็นส่วนของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทย จำนวน 11 บริษัท บลจ. กลุ่มธนาคารหรือ บลจ. ต่างชาติ 7 บริษัท และ บลจ. ไทยที่ไม่เป็นส่วนของบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทยอีก 8 บริษัท ตารางที่ 3 นำเสนอดัชนีวัดการกระจุกตัวของส่วนแบ่งทางการตลาดตามประเภทสินทรัพย์ (Herfindahl Index, HI) ดัชนี HI ดังกล่าว คำนวณจากผลรวมของส่วนแบ่งตลาดของแต่ละกองทุน ยกกำลังสอง ดังนั้นค่า HI ที่สูงหมายถึงการกระจุกตัวของส่วนแบ่งทางการตลาดที่สูง ข้อมูลในตารางแสดงให้เห็นว่า เมื่อพิจารณากองทุนทั้ง 3 กลุ่มรวมกัน HI ของกองทุน 3 ประเภทที่มีขนาดมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรวมสูงสุดคือ ตราสารทุน ตราสารหนี้ และกองทุนผสมมีค่าค่อนข้างสูงและสูงเกิน 0.25 ซึ่งเป็นค่าสำคัญบ่งชี้เบื้องต้นว่า ตลาดมีการกระจุกตัวสูงตามมาตรฐานกลุ่มประเทศตะวันตกที่มีกฎหมายต่อต้านการผูกขาด (Anti-Trust Law)⁷ อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาเฉพาะกลุ่ม

⁶ คำนวณจากค่าเฉลี่ยของ TISCO ESG Fund และ Krungthai Korkandee Fund ที่มีข้อมูลพอ เนื่องจากมีอายุเกิน 1 ปี

⁷ ข้อมูลจากระเบียบของ European Union (EU) และ Federal Trade Commission สหรัฐอเมริกาในประกาศ Official Journal of the European Union (2004) ระเบียบฉบับที่ 139/2004 และ US Department of Justice and Federal Trade Commission (1992) ระเบียบการควบกิจการแนวนอน

บลจ. ธนาคารพาณิชย์ไทยพบว่า ไม่มีธนาคารใดมีอำนาจถือครองตลาดมากเกินไปโดยค่าเฉลี่ยของดัชนี HI ของกองทุนตราสารทุน กองทุนตราสารหนี้ และกองทุนผสมเท่ากับ 0.126 0.181 และ 0.154 ตามลำดับ

ตารางที่ 3: ดัชนีวัดการกระจุกตัวของส่วนแบ่งทางการตลาดตามประเภทสินทรัพย์ (Herfindahl Index)

นิยาม Herfindahl Index = $\sum_{i=1}^N S_i^2$ กำหนด S_i คือ ส่วนแบ่งตลาดของกองทุน i ในแถวตั้งรวม i คือ บลจ. 3 กลุ่ม ส่วน แถวตั้ง บลจ. ธพ i คือ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ไทย 11 บริษัท

ปี พ.ศ.	กองทุนตราสารทุน		กองทุนตราสารหนี้		กองทุนผสม	
	รวม	บลจ. SW	รวม	บลจ. SW	รวม	บลจ. SW
2550	0.562	0.108	0.738	0.151	0.461	0.290
2551	0.474	0.177	0.772	0.159	0.385	0.156
2552	0.496	0.146	0.823	0.191	0.442	0.184
2553	0.516	0.136	0.848	0.214	0.439	0.155
2554	0.526	0.135	0.840	0.224	0.491	0.136
2555	0.531	0.125	0.856	0.203	0.421	0.109
2556	0.532	0.129	0.871	0.209	0.521	0.105
2557	0.545	0.126	0.931	0.191	0.643	0.108
2558	0.578	0.113	0.849	0.176	0.558	0.117
2559	0.567	0.115	0.849	0.164	0.727	0.129
2560	0.603	0.112	0.864	0.152	0.788	0.175
2561	0.621	0.108	0.878	0.159	0.830	0.159
2562	0.624	0.108	0.891	0.157	0.842	0.176
ค่าเฉลี่ย	0.553	0.126	0.847	0.181	0.581	0.154

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน คำนวณ HI โดยผู้เขียน

4. ความเข้าใจเรื่องพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวม

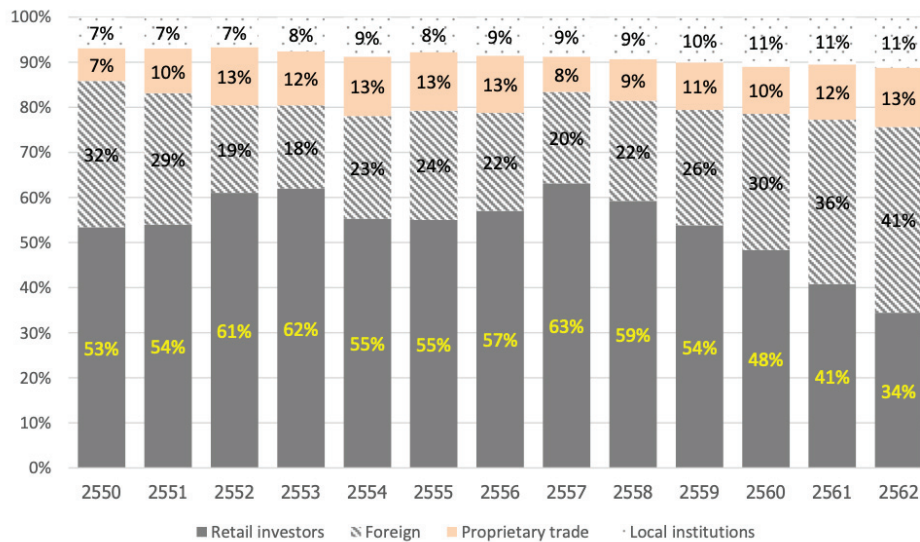
4.1 เหตุใดกองทุนตราสารหนี้จึงได้รับความนิยมสูงที่สุด

ผลจากการวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า สาเหตุหลักที่กองทุนตราสารหนี้จึงได้รับความนิยมสูงที่สุดมาจาก (i) ค่านิยมที่กลัวความเสี่ยงจากการลงทุนหรือความไม่เข้าใจเรื่องการเปรียบเทียบผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (ii) ความเบี่ยงเบนของผลประโยชน์ทางภาษีของดอกเบี้ยในกองทุนตราสารหนี้ที่มีลักษณะคล้ายเงินฝาก (iii) พฤติกรรมการบริหารการลงทุนของผู้จัดการกองทุนที่เน้นนโยบายการบริหารการลงทุนเป็นแบบเชิงรับ

การศึกษาของ Budsaratragoon, Lhaopadchan, Calcher, และ Hillier (2011) ที่สอบถามสมาชิกกองทุนสำรองเลี้ยงชีพในประเทศไทยสรุปว่า ผู้มีส่วนใหญ่กลัวความเสี่ยงและเลือกลงทุนในทางเลือกที่คิดว่า มีความปลอดภัยใกล้เคียงเงินฝาก และตั้งข้อสังเกตว่า นักลงทุนไทยมีวัฒนธรรมของการออม เพื่อดูแลสมาชิกครอบครัวที่อาวุโสกว่า จึงมุ่งรักษาความปลอดภัยของเงินต้นนอกเหนือไปจากการอัตราผลตอบแทน ด้วยเหตุนี้การลงทุนในตราสารหนี้จึงตอบโจทย์ความต้องการดังกล่าว Muthicharoen และ Burong (2020) ศึกษาพฤติกรรมการออมจากตัวอย่างผู้ยื่นเสียภาษีแล้วพบว่าคนไทยส่วนใหญ่เลือกการออมแบบ Passive savings โดยการฝากเงิน การออมผ่านกองทุนสำรองเลี้ยงชีพที่เป็นการหักเงินเดือนโดยอัตโนมัติ ในด้านของอุปทาน Pavabutr, Charoenrook, และ Nathaphan (2012) ศึกษาพฤติกรรมการบริหารการลงทุนของผู้จัดการกองทุนโดยใช้แบบสอบถามทางอิเล็กทรอนิกส์ (Email) กับผู้จัดการ บลจ. ทำการสัมภาษณ์กลุ่ม (Focus Group) กับผู้บริหารกองทุนระดับสูง แล้วพบว่า นโยบายการบริหารการลงทุนเป็นแบบเชิงรับ (Passive Fund Management) เนื่องจาก โครงสร้างตลาดที่บริษัทจัดการลงทุนส่วนใหญ่เป็นบริษัทในเครือธนาคารพาณิชย์ และมีการกำหนดเกณฑ์ในการประเมินที่ไม่ส่งเสริมการบริหารกองทุนแบบเชิงรุก (Active Fund Management) หรือที่เรียกว่าการบริหารกองทุนเพื่อให้เป็นไปตามเกณฑ์ประเมินขั้นต่ำ (Benchmark Play)

4.2 เหตุใดนักลงทุนจึงเลือกลงทุนตรงในตลาดหุ้นมากกว่าลงทุนผ่านกองทุน

ภาพที่ 2 นำเสนอสัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุน 4 กลุ่มในตลาดหลักทรัพย์ อันได้แก่ นักลงทุนรายย่อย (Retail) นักลงทุนต่างชาติ (Foreign) กองทุน (Local Institutions) และพอร์ตของโบรกเกอร์ (Proprietary Trade) พบว่า สัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์เกิน 50% ของมูลค่าการซื้อขายมาโดยตลอดในขณะที่สัดส่วนการซื้อขายของกองทุนไม่เกิน 11% ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด สมาคมหลักทรัพย์ (Association of Securities Companies) รายงานว่า สิ้นไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2563 มีจำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งสิ้นราว 3 ล้านบัญชี หรือประมาณ 3% ของจำนวนบัญชีเงินฝากหรือเป็น 4% ของจำนวนประชากร ซึ่งอนุมานได้ว่า นักลงทุนไทยที่มีรายได้สูงเลือกที่จะลงทุนในตราสารทุนโดยตรงเองมากกว่าลงทุนผ่านกองทุน



ภาพที่ 2: สัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนรายย่อย (Retail) นักลงทุนต่างชาติ (Foreign) นักลงทุนสถาบัน (Institutional) และบัญชีของโบรกเกอร์ (Proprietary Trade)
ที่มา: SETSMART คำนวณสัดส่วนการซื้อขายโดยผู้เขียน

จากการวิเคราะห์ผลของการสอบถามผู้จัดการและผู้บริหารกองทุน 83 ราย ด้วยแบบจำลองการถดถอยลอจิสติกเชิงอันดับ (Ordinal Logistic Regression) เพื่อประมวลว่า อะไรเป็นอุปสรรคการเติบโตของกองทุนตราสารทุนและการเลือกลงทุนในกองทุนตราสารทุนของคนไทย Charoenrook และ Pavabutr (2017) สรุปว่า ข้อจำกัดในการลงทุนตราสารทุนผ่านกองทุนที่สำคัญที่สุดมาจากกฎเกณฑ์และมาตรการการควบคุมการลงทุนเป็นลำดับที่หนึ่ง โดยมาตรการควบคุมเหล่านี้ตามลำดับความสำคัญ ได้แก่ ข้อจำกัดด้านความหลากหลายของตราสารที่สามารถการลงทุนในประเทศ เนื่องจากกองทุนไม่สามารถถือหุ้นตัวใดตัวหนึ่งได้เกิน 15% ของมูลค่ากองทุนและไม่เกิน 25% ในหมวดอุตสาหกรรมเดียว⁸ ปัจจัยที่มีความสำคัญลำดับที่สองคือ ข้อจำกัดด้านสภาพคล่องของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากมีหุ้นหลายตัวที่มี Free Float หรือจำนวนหุ้นที่สามารถเข้าถึง เพื่อซื้อขายปกติได้ต่ำเมื่อเทียบกับขนาดของกองทุน ข้อจำกัดลำดับที่สามมาจากระเบียบข้อบังคับในการลงทุนทำให้ผู้จัดการกองทุนไม่มีแรงจูงใจในการบริหาร กองทุนเพื่อเพิ่มอัตราผลตอบแทน (Yield Enhancement) เมื่อเปรียบเทียบความพอใจในตราสารอนุพันธ์ของผู้จัดการกองทุนต่างประเทศกับผู้จัดการกองทุนไทยพบว่า ผู้จัดการกองทุนไทยไม่ได้ใช้ตราสารอนุพันธ์ เพื่อการเพิ่มอัตราผลตอบแทนของกองทุน

4.3 เหตุใดธนาคารพาณิชย์จึงมีบทบาทมาก

การศึกษาของ Nathaphan (2010) และ Chunhachinda และ Nathaphan (2012) ทดสอบปัจจัยที่กำหนดการเติบโตของธุรกิจกองทุน เช่น ค่าธรรมเนียม ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน และกลุ่มของ บลจ. ที่เป็นและไม่เป็นบริษัทในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ผลของการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของกองทุนแปรผกผันกับค่าใช้จ่ายดำเนินงานและขนาดของกองทุน และพบว่า บลจ. ที่อยู่ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีอัตราการเติบโตที่สูงกว่า จึงได้สรุปว่า ปรากฏการณ์ดังกล่าวเกิดจากความ

⁸ ประกาศกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทน 14/2560 ฉบับที่ 4

ได้เปรียบด้านช่องทางการจัดจำหน่ายของธนาคารพาณิชย์ที่มีจำนวนสาขามากและครอบคลุมฐานลูกค้าเงินฝาก ประกอบกับสิทธิประโยชน์ทางภาษีของดอกเบี้ยในกองทุนรวมตราสารหนี้

นอกจากนี้การศึกษาของ Charoenrook และ Pavabutr (2017) ระบุว่า ปัจจัยที่กำหนดการเลือกลงทุนในกองทุนตามลำดับความสำคัญของคนไทยคือ ความสะดวกด้านช่องทางการจัดจำหน่าย แปรนัยของ บลจ. และอัตราผลตอบแทนในอดีต สิ่งที่น่าสนใจคือ พบว่า ผู้จัดการกองทุนเชื่อว่าคนไทยให้ความสำคัญกับค่าธรรมเนียม ค่าใช้จ่ายดำเนินงานของกองทุนน้อยกว่าความสะดวกในการช่องทางจำหน่าย

4.4 เหตุใดการออมผ่านการลงทุนระยะยาวของคนไทยยังต่ำ

Muthitacharoen และ Burong (2020) ศึกษาผลของแรงจูงใจภาษีต่อการลงทุนระยะยาวโดยวิธี Difference-in-Difference จากข้อมูลการยื่นภาษีบุคคลธรรมดาระหว่างปี พ.ศ. 2552–2559 เพื่อเปรียบเทียบพฤติกรรมการลงทุนของคนไทยในระดับรายได้ต่าง ๆ ในภาพรวมพบว่า คนไทยกลุ่มรายได้ปานกลางและน้อยมีการลงทุนระยะยาวต่ำกว่ากลุ่มรายได้สูง สัดส่วนของผู้มีเงินลงทุนระยะยาวผ่านระบบภาษี อันได้แก่ LTF RMF และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ อยู่ที่ประมาณ 20% – 40% ของผู้เสียภาษีในกลุ่มรายได้ในกลุ่ม Quintile ที่ 1–4 ซึ่งต่างจากของผู้มีรายได้สูงใน Quintile ที่ 5 ที่ประมาณ 70 % สาเหตุที่การออมกลุ่มดังกล่าวมีการออมต่ำอาจไม่ใช่เพียงเพราะมีความรู้ด้านการเงินจำกัด แต่เนื่องจากกลุ่มรายได้น้อยได้ใช้สิทธิหักลดหย่อนภาษีแค่ขั้นพื้นฐาน เพราะไม่มีเงินไปซื้อกองทุนเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) กองทุนหุ้นระยะยาว (LTF) ประกันชีวิต ผ่อนบ้าน จึงไม่ได้รับสิทธิหักลดหย่อนภาษีพิเศษ งานวิจัยดังกล่าวยังศึกษาผลกระทบของการปรับโครงสร้างภาษีปี พ.ศ. 2560 ที่มีต่อ Marginal Propensity to Save (MPS) ของการลงทุนระยะยาวพบว่า แรงจูงใจในทางภาษีแทบจะไม่เปลี่ยน MPS ของกลุ่มรายได้สูงแต่มีผลอย่างนัยสำคัญในการเพิ่ม MPS ของกลุ่มรายได้ปานกลาง

5. บทสรุป

กองทุนรวมเป็นทางเลือกในการลงทุนให้กับนักลงทุนรายย่อยที่สร้างโอกาสในการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนภายใต้การบริหารของมืออาชีพโดยเสียค่าใช้จ่ายไม่มากนัก สำหรับประเทศไทยกองทุนรวมเป็นแหล่งเงินออมที่มีความสำคัญเป็นอันดับสองรองจากเงินฝากแต่มีมูลค่าประมาณ 60% ของเงินฝากดังนั้นจึงมีโอกาสดังกล่าวจะขยายตัวได้อีกมาก

วิกฤติ COVID-19 ข้ำเติมปัญหาของหนี้สาธารณะที่สูงขึ้น ตอกย้ำความจำเป็นในการที่รัฐต้องวางนโยบายการออมระยะยาวของไทย ซึ่งกำลังก้าวเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ เพื่อลดค่าใช้จ่ายของรัฐในการดูแล¹⁰ จากการวิเคราะห์ข้อมูลของธุรกิจจัดการกองทุนและประมวลข้อเรียนรู้จากบทความวิจัยของผู้เขียนเองและงานวิจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่ออธิบายพฤติกรรมการลงทุนในกองทุนรวมพบว่า การลงทุนในกองทุนนั้นมีน้ำหนักประมาณ 50% อยู่ในกองทุนตราสารหนี้ และธนาคารพาณิชย์ไทยถือครองส่วนแบ่งทางการตลาดประมาณ 70% ของกองทุนทั้งหมดทุกประเภท เนื่องจากมีข้อได้เปรียบจากความคุ้นเคยของนักลงทุนและช่องทางในการจัดจำหน่ายผ่านสาขา นอกจากนี้การออมระยะยาวผ่านกองทุนหรือหุ้นสามัญกระจุกตัวในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางขึ้นไป สำหรับคนมีรายได้สูงและมีความรู้ด้านการเงินนิยมลงทุนตรงในตลาดหุ้นมากกว่าผ่านกองทุน ปี พ.ศ. 2563 เป็นปีที่เปลี่ยนผ่านกองทุนสิทธิพิเศษทางภาษี LTF ไปสู่ SSF ที่จะทำให้อายุการลงทุนในกองทุนยาวขึ้น

⁹ การปรับปรุงโครงสร้างอัตราภาษีเงินได้สำหรับบุคคลธรรมดา จากเดิมมี 5 อัตรา เพิ่มเป็น 7 อัตรา เพื่อมุ่งลดภาษีของกลุ่มรายได้น้อย ทำให้สามารถออมได้เพิ่ม

¹⁰ สำนักงานสถิติแห่งชาติ พยากรณ์ว่า สัดส่วนของผู้สูงอายุหลังวัยทำงานจะเพิ่มจาก 20% ของจำนวนประชากรทั้งสิ้นในปี พ.ศ. 2564 เป็น 32% ในปี พ.ศ. 2583

และเพิ่มความหลากหลายในประเภทของสินทรัพย์รวมทั้งความสามารถในการกระจายการลงทุนในต่างประเทศ และการขยายตัวในระยะเริ่มต้นของ ESG Fund

โดยสรุปผลของการวิเคราะห์มีนัยต่อนโยบายรัฐในการพัฒนารุรกิจกองทุนรวมและส่งเสริมการออมระยะยาว ดังนี้

1. ลดความได้เปรียบด้านช่องทางการจำหน่ายของกลุ่ม บลจ. ของธนาคารพาณิชย์ รายงาน Global Investor Experience Survey (2017) ที่จัดทำโดยบริษัท Morningstar ตั้งข้อสังเกตว่า ธุรกิจกองทุนรวมไทยได้รับคะแนนความพึงพอใจต่ำสุดในเรื่องช่องทางการจัดจำหน่ายที่จำกัดอยู่ที่สาขาของธนาคาร และแต่ละธนาคารมักจะขายเพียงผลิตภัณฑ์ของกลุ่มตัวเอง ความได้เปรียบด้านช่องทางดังกล่าวทำให้ผลิตภัณฑ์ในอุตสาหกรรมกระจุกตัวอยู่ในกองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีลักษณะคล้ายเงินฝาก จากการประมวลสถานการณ์ในปัจจุบันมีแนวโน้มว่า อำนาจทางการตลาดของธนาคารพาณิชย์ไทย จะได้รับการท้าทายจากมาตรการที่สนับสนุนการแข่งขันจากกองทุนต่างประเทศ อย่างไรก็ตามช่องทางในการจัดจำหน่ายกองทุนทั้งหมดยังอยู่ในการควบคุมของธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินไทยอยู่ เนื่องจากกองทุนต่างชาติยังต้องจำหน่ายผ่านสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตสัญชาติไทย ด้วยเหตุนี้ทางออกหนึ่งของคู่แข่งต่างชาติคือ การเข้ามาเป็นถือหุ้นของสถาบันการเงินไทย¹¹ นับเป็นความก้าวหน้าที่ปัจจุบันมีธนาคารพาณิชย์ที่เริ่มขายกองทุนที่เป็นของคู่แข่งบนแพลตฟอร์มออนไลน์ จากเดิมที่ธนาคารพาณิชย์จะขายผลิตภัณฑ์ในเครือกลุ่มตัวเองเท่านั้นและขายเฉพาะที่สาขา

2. ปรับแก้ระเบียบข้อบังคับที่เป็นอุปสรรคหรือเป็นต้นทุนต่อการบริหารกองทุน ให้มีประสิทธิภาพและส่งเสริมการบริหารกองทุนที่เน้นกลยุทธ์เชิงรุก (Active Management) มากขึ้น ปัจจุบันนโยบายการลงทุนของกองทุนไทยเน้นการเลือกลงทุนในตราสารทุนในประเทศเป็นหลักและเป็นการลงทุนเชิงรับ ซึ่งจำเป็นต้องพัฒนาโครงสร้างตลาดทุน เพื่อส่งเสริมการลงทุนของนักลงทุนสถาบันให้มากขึ้น โดยมีการเพิ่มขนาดของบริษัทย่อยผ่านการสนับสนุนการควบรวมกิจการ หรือนำบริษัทจากประเทศเพื่อนบ้านที่มีศักยภาพเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งเป็นการเสริมสภาพคล่องให้นักลงทุนสถาบันสามารถลงทุนได้โดยไม่ติดข้อบังคับเรื่องเพดานการถือครองตราสารทุน หรือสามารถซื้อขายในปริมาณมากโดยไม่ทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงมาก ซึ่งจะเป็นการลดต้นทุนในการซื้อขาย รวมทั้งการสนับสนุนการแข่งขันจากต่างประเทศ นโยบายที่ขานรับความต้องการนี้ ได้แก่ โครงการจัดการลงทุนต่างประเทศในกลุ่มอาเซียน หรือ ASEAN Collective Investment Scheme (ASEAN CIS) ซึ่งเริ่มต้นในปี พ.ศ. 2557 และเป็นหนึ่งในโครงการที่ผลักดันการพัฒนาความเชื่อมโยงตลาดทุนในอาเซียน โดยเริ่มจากสามประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศมาเลเซีย ภายใต้โครงการดังกล่าวกองทุนที่ได้รับอนุญาตแล้วในประเทศกลุ่มภาคีสามารถนำหน่วยลงทุนของตนไปเสนอขายให้กับนักลงทุนทั่วไปในกลุ่ม ทางปฏิบัตินี้มีแนวโน้มที่จะขยายกลุ่มสมาชิกให้กว้างขึ้นด้วยสนธิสัญญา Asian Fund Passport ที่ประกอบด้วย ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ เกาหลีใต้ ญี่ปุ่นและไทย

3. ปรับปรุงสิทธิประโยชน์และแรงจูงใจในการออมระยะยาวโดยเฉพาะตั้งเป้าที่กลุ่มรายได้ปานกลางลงมา เช่น การขยายสิทธิประโยชน์ทางภาษีให้กับกลุ่มดังกล่าว ลดเกณฑ์เงินลงทุนขั้นต่ำการลงทุนในกองทุน รวมทั้งการส่งเสริมความรู้ทางการเงินให้นักลงทุนมองเห็นประโยชน์ของการลงทุนในกองทุนรวมที่ไม่ใช่เพียงต้องการสิทธิประโยชน์ทางภาษี เพื่อเพิ่มการลงทุนการออมแบบ Active Savings ผู้เขียนใช้ข้อมูลจาก Morningstar ณ สิ้นเดือน ธ.ค. 2563 คำนวณ อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงในปี พ.ศ. 2563 ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ พบว่า มีค่าเท่ากับ -1.35 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยง

¹¹ United Overseas Bank (UOB) ของสิงคโปร์ และ CIMB ของมาเลเซียได้เข้าซื้อกิจการของธนาคารเอเชียและไทยธนาคารในปี พ.ศ. 2548 และปี พ.ศ. 2551 ตามลำดับ ธนาคาร ING ของ เนเธอร์แลนด์เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ใน ธนาคารทหารไทยปี พ.ศ. 2550 ล่าสุดกลุ่ม MUFG ของญี่ปุ่นเข้าถือหุ้นครอง 75% หุ้นธนาคารกรุงศรี

ของกองทุนที่เป็น Global Equity Fund, General Equity Fund, และ LTF เท่ากับ 1.98, 0.25, และ 0.24 ตามลำดับ แสดงให้เห็นชัดเจนว่า การลงทุนผ่านกองทุนมีอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่ดีกว่าการลงทุนแบบ Passive

4. ติดตามผลของนโยบายการจัดตั้ง กองทุนรวมเพื่อการออม Super Savings Fund (SSF) ที่ มาแทนที่ LTF เพื่อส่งเสริมการออมระยะยาวโดยถือไม่น้อยกว่า 10 ปี ซึ่งมากกว่า LTF ที่ถือได้ 7 ปี อีกทั้งการกำหนดเพดานการลงทุนในกองทุนเพื่อรับประโยชน์ทางภาษีไม่เกิน 500,000 บาท รวมวงเงินออมเพื่อเกษียณทั้งหมดว่าเป็นผลดีกับการออมระยะยาว และลดความเหลื่อมล้ำด้านสิทธิประโยชน์ภาษีระหว่างกลุ่มรายได้สูงและรายได้น้อยได้จริงหรือไม่ เนื่องจากข้อมูลเบื้องต้นพบว่า การอัตราการไหลของเม็ดเงินเข้ากองทุนดังกล่าวยังต่ำกว่ากองทุน LTF ก่อนสิทธิทางภาษีจะสิ้นสุด

5. พิจารณาลดหย่อนเงื่อนไขการลงทุนและเกณฑ์ลดหย่อนภาษีให้กับ ESG Fund เพื่อสนับสนุนกองทุนลักษณะพิเศษดังกล่าวที่ยังมีมูลค่าไม่ถึง 10% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิในกองทุนรวมทั้งหมด การระบาดของ Covid-19 ตอกย้ำประเด็นปัญหาสภาพแวดล้อมและสังคม หากรัฐใช้โอกาสดังกล่าวเป็นแรงผลักดันนโยบายส่งเสริมกองทุนที่มีนโยบายเน้นการลงทุนอย่างยั่งยืน (ESG Fund) นักลงทุนน่าจะได้ประโยชน์ทั้งในด้านการออมของตนและเป็นการสนับสนุนธุรกิจที่มีนโยบายการลงทุนที่ยั่งยืนอีกด้วย

REFERENCES

- Budsaratagoon, P., Lhaopadchan, S., Calcher, I., & Hillier, D. (2011). Personal investment decisions in emerging markets: Evidence from the Thai Government Pension Fund, *Government Pension Fund Policy Paper*.
- Charoenrook, A., & Pavabutr, P. (2017). A window into Thai mutual fund managers' perception and decision-making process, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 20(3), 1–43.
- Chunhachinda, P., & Nathaphan, S. (2012). Determinants of growth for Thai mutual fund industry. *International Research Journal of Finance and Economics*, 86, 120–131.
- Fernando, D., Klapper, L., Sulla, V., & Vittas, D. (2003). The global growth of mutual funds, *World Bank Policy Research Paper 3055*.
- Official Journal of the European Union (2004). *On the control of concentrations between undertakings (the EC merger regulation)*, Official Journal of the European Union, (Report No.139/2004/L 24/1). Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content>
- Morningstar Global Fund Investor Experience Study, (2017). *Morningstar Fund Research*. Oct 3, 2017, 192–196.
- Muthitacharoen, A., & Burong, T., (2020). How do taxpayers respond to tax subsidy for long-term savings? Evidence from Thailand's tax return data, PIER Discussion Paper No.143. Retrieved from https://www.pier.or.th/wp-content/uploads/2020/10/pier_dp_143.pdf
- Nathaphan, S., (2010). Thai mutual fund industry : Challenge and opportunity in the next decade, *CMRI Working Paper (4/2010)*, *Stock Exchange of Thailand*. (in Thai)
- Pavabutr, P. Charoenrook, A., & Nathaphan, S. (2012). Fund managers investment views: A survey of licensed fund managers in Thailand, CMRI Working Paper (2012), *Stock Exchange of Thailand* (in Thai)
- Suthiranart, P., Kraisornsuthansanee, S., & Rompho, N., (2018). Why not investment? Implication of the “Feel-good” factor on Thai sustainability mutual funds, *Journal of Business Administration*, 159, 60–75.
- US Department of Justice and the Federal Trade Commission (1992). *Horizontal Merger Guidelines*. Federal Trade Commission. Retrieved from <https://ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/hmg.pdf>