

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุน  
รวมหุ้นสามัญที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์  
จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด



เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต  
ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved

บัณฑิตวิทยาลัย  
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
กรกฎาคม 2558

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่  
บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด



พรไพยม ชุ่มศิริ

การค้นคว้าแบบอิสระนี้เสนอต่อมหาวิทยาลัยเชียงใหม่เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม  
หลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

ลิขสิทธิ์ © by Chiang Mai University  
All rights reserved

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

กรกฎาคม 2558

การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่บริหาร  
จัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด

พรโพยม ชุ่มศิริ

การค้นคว้าแบบอิสระนี้ได้รับการพิจารณาอนุมัติให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

คณะกรรมการสอบ

คณะกรรมการที่ปรึกษา

กัณฑ์พร ช่างซิด ..... ประธานกรรมการ ..... อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก  
(อ.ดร.กัณฑ์พร ช่างซิด) (ผศ.ดร.ชัยวัฒน์ นิ่มอนุสรณ์กุล)

..... กรรมการ ..... อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม  
(ผศ.ดร.ชัยวัฒน์ นิ่มอนุสรณ์กุล) (อ.ดร.อนันต์ปรีดิ์ ไชยวรรณ)

อนันต์ปรีดิ์ ..... กรรมการ  
(อ.ดร.อนันต์ปรีดิ์ ไชยวรรณ)

14 กรกฎาคม 2558

© ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าแบบอิสระนี้ สำเร็จลงได้ด้วยความกรุณาของ ผศ.ดร.ชัยวัฒน์ นิ่มอนุสรณ์กุล ประธานที่ปรึกษาการค้นคว้าแบบอิสระที่ได้เสียเวลาในการให้ความรู้ คำแนะนำ และให้คำปรึกษาที่มีประโยชน์ต่อการศึกษา อีกทั้งให้ความช่วยเหลือและให้การสนับสนุนในทุกๆด้านอย่างยิ่ง รวมถึงการตรวจสอบแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆซึ่งผู้เขียนกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ ดร.อนันต์ปรีช ไซวรรณ ประธานกรรมการ และ ครกัณฑ์พร ช่วงชิดในการค้นคว้าแบบอิสระที่ได้ให้ข้อเสนอแนะที่มีคุณค่าต่อการศึกษา พร้อมทั้งตรวจสอบแก้ไขข้อผิดพลาดที่เกิดขึ้น ตลอดจนให้คำแนะนำต่างๆอันส่งผลให้การค้นคว้าแบบอิสระฉบับนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ คณาจารย์รับเชิญทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ ตลอดจนแง่คิดในด้านต่างๆและขอบคุณ เจ้าหน้าที่เศรษฐศาสตร์ ตลอดจนบรรณารักษ์ห้องสมุด คณะเศรษฐศาสตร์ทุกท่านที่ได้ให้คำแนะนำช่วยเหลือบริการประสานงานด้านต่างๆเป็นอย่างดีตลอดระยะเวลาที่ศึกษา

ขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา ครอบครัว ที่ให้โอกาสและเป็นกำลังใจให้ด้วยดีตลอดมาจนทำให้การศึกษารุ่นนี้สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์และขอบคุณเพื่อนพนักงานธนาคารกรุงเทพ จำกัด(มหาชน) ตลอดจนเพื่อนๆนักศึกษาปริญญาโทเศรษฐศาสตร์(ภาคพิเศษ) รุ่นที่ 20 ทุกท่าน ที่ได้ให้ความอนุเคราะห์ข้อมูลสนับสนุนในการศึกษารุ่นนี้ รวมทั้งให้ความช่วยเหลือและเป็นกำลังใจด้วยดีตลอดระยะเวลาการศึกษาจนทำให้การศึกษารุ่นนี้สำเร็จได้อย่างสมบูรณ์

สุดท้ายนี้ หากการค้นคว้าแบบอิสระฉบับนี้ จะเป็นประโยชน์แก่หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนผู้ที่สนใจข้อมูล ผู้เขียนขอมอบความดีงามให้แก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกท่าน และในส่วนของความผิดพลาดหรือความบกพร่องต่างๆผู้เขียนขอน้อมรับไว้เพียงผู้เดียว และขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

พร โปยม ชุ่มศิริ

หัวข้อการค้นคว้าแบบอิสระ การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมบัวหลวง จำกัด

ผู้เขียน นางสาวพรโพยม ชุ่มศิริ

ปริญญา เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

คณะกรรมการที่ปรึกษา ผศ.ดร.ชัยวัฒน์ นิ่มอนุสรณ์กุล อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก  
อ.ดร.อนันต์ปรีดิ์ ไชยวรรณ อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนและประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นสามัญ โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2555 ถึง เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2557 วัดผลการดำเนินงาน โดยใช้มาตรวัดตามตัวแบบSharpe, Treynor และJensen ผลการวิจัยพบว่า กองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง) การประเมินผลการดำเนินงานตามตัวแบบของSharpe และ Treynor พบว่า กองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน มีค่า Sharpe's ratio และ Treynor's ratio สูงกว่าตลาด(เกณฑ์อ้างอิง) และการประเมินผลการดำเนินงานตามตัวแบบ Jensen พบว่ากองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีผลตอบแทนเกินปกติ( $\alpha > 0$ )

**Independent Study Title** An Analysis of Rate of Returns and Risks of Securities in Equity Funds Managed by BBL Asset Management Limited Company

**Author** Ms. Pornpayom Chumsiri

**Degree** Master of Economics

**Advisory Committee** Asst. Prof. Dr. Chaiwat NimAnusornsakul Advisor  
Lect. Dr Anaspree Chaiwan Co-advisor

## ABSTRACT

This research, the purpose is to study and evaluate the yield of the Fund's shares. Using monthly data From May 2555 to December 2557 using key performance metrics based on a series of Sharpe, Treynor and Jensen study found that mutual fund shares with a policy of investing in equity securities. Return on average higher Average yield of the market (reference threshold) evaluation of the implementation of a series of Sharpe and Treynor found that mutual fund shares with a policy of investing in equity securities, the value Sharpe's ratio and Treynor's ratio is higher than the market (reference threshold. ) and evaluation of the implementation of the mutual fund shares and Jensen found that a policy of investing in equity securities whose returns exceed the normal ( $\alpha > 0$ )

Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ก
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
สารบัญตาราง	ช
สารบัญภาพ	ฌ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา	3
1.4 ขอบเขตการศึกษา	3
1.5 นิยามคำศัพท์	4
บทที่ 2 กรอบแนวคิดทางทฤษฎีและเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 กรอบแนวคิดทางทฤษฎี	6
2.2 เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	14
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
3.1 แผนการดำเนินงาน ขอบเขต และวิธีวิจัย	25
3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	30
3.3 วิธีการศึกษา / วิธีวิเคราะห์ข้อมูล และสถิติที่ใช้ในการศึกษา	30

บทที่ 4 ผลการศึกษาและการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 ผลการทดสอบข้อมูล	34
4.2 ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญ	35
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	
5.1 สรุปผลการศึกษา	45
เอกสารอ้างอิง	46
ประวัติผู้เขียน	48



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
 Copyright© by Chiang Mai University  
 All rights reserved



## สารบัญตาราง

	หน้า	
ตารางที่ 1.1	กองทุนรวมหุ้นสามัญที่ใช้ในการศึกษา	4
ตารางที่ 4.1	การเปรียบเทียบค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นสามัญกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)	35
ตารางที่ 4.2	การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนหนึ่งหน่วย (ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน) ของกองทุนรวมหุ้นสามัญ	37
ตารางที่ 4.3	ค่า Sharpe's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนกับค่า Sharpe's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)	39
ตารางที่ 4.4	ค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนกับTreynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)	40
ตารางที่ 4.5	ผลการทดสอบ $\alpha$ (Jensen) และค่าสัมประสิทธิ์ $\beta$ ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนจากสมการถดถอยของแบบจำลอง	42
ตารางที่ 4.6	การเปรียบเทียบค่า Sharpe's ratio ค่า Treynor's ratio และค่า $\alpha$ Jensen ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน	44

## สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1.1 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิและอัตราการเติบโตของกองทุนรวมตั้งแต่ปี 2535-มีนาคม 2558	1
ภาพที่ 1.2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของอุตสาหกรรมกองทุนและมูลค่าทรัพย์สินสุทธิภายใต้การจัดการของบลจ.บัวหลวง	2
ภาพที่ 1.3 ส่วนแบ่งการตลาดภายใต้การจัดการของ บลจ.บัวหลวง จำกัด	2
ภาพที่ 2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง	15
ภาพที่ 2.2 ความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ	15
ภาพที่ 4.1 การเปรียบเทียบค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นสามัญกับค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง)	36
ภาพที่ 4.2 การเปรียบเทียบค่า Sharpe's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุนกับค่า Sharpe's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)	40
ภาพที่ 4.3 การเปรียบเทียบค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนกับค่า Treynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)	41
ภาพที่ 4.4 การเปรียบเทียบค่า $\alpha$ Jensen ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน	43

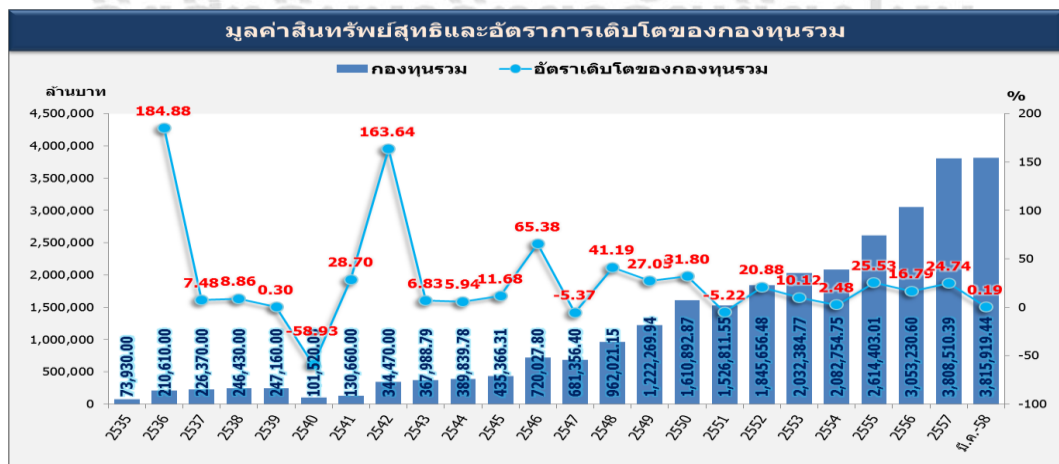
ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved

# บทที่ 1

## บทนำ

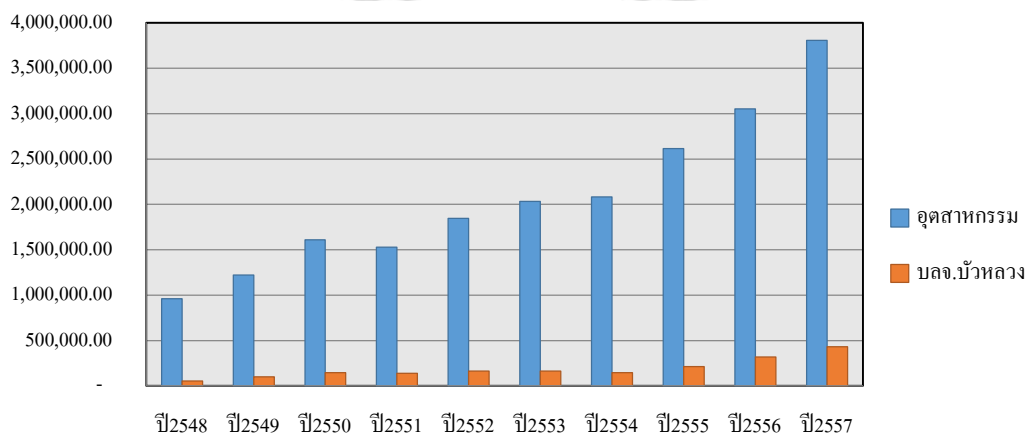
### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันประชาชนโดยทั่วไปได้ให้ความสนใจในการนำเงินมาลงทุนในหลักทรัพย์หรือเครื่องมือทางการเงินอื่นๆเพิ่มมากขึ้น เพื่อเป็นทางเลือกเพิ่มเติมนอกเหนือจากการฝากเงินไว้กับธนาคาร ซึ่งกองทุนรวมก็เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนรายย่อย โดยมีการนำเงินของตนเองมาลงทุนรวมกัน โดยมีผู้จัดการกองทุนเป็นผู้ทำหน้าที่นำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินประเภทต่างๆตามนโยบายการลงทุนที่ได้แจ้งเอาไว้ล่วงหน้า เมื่อได้รับผลตอบแทนมา ผลประโยชน์ต่างๆจะสะสมไว้ในกองทุน ซึ่งนักลงทุนแต่ละคนจะได้รับผลตอบแทนในการลงทุน โดยจากการขายหน่วยลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในรูปของส่วนเพิ่มมูลค่าของเงินลงทุน หรือรับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลในกรณีนั้นๆมีนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีทั้ง 2 แบบ นี้เป็นประโยชน์ทางตรงจากกองทุน ดังนั้นในปัจจุบันจะเห็นว่ามีความสนใจในการลงทุนในกองทุนรวมที่มีแนวโน้มเติบโตสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เห็นได้จากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิในอุตสาหกรรมที่ขยายขึ้นในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2535-2557 เป็นต้นมา โดย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557 มีมูลค่ารวม 3,815,919.44 ล้านบาท (<http://www.aimc.or.th>, 5 มีนาคม 2558)

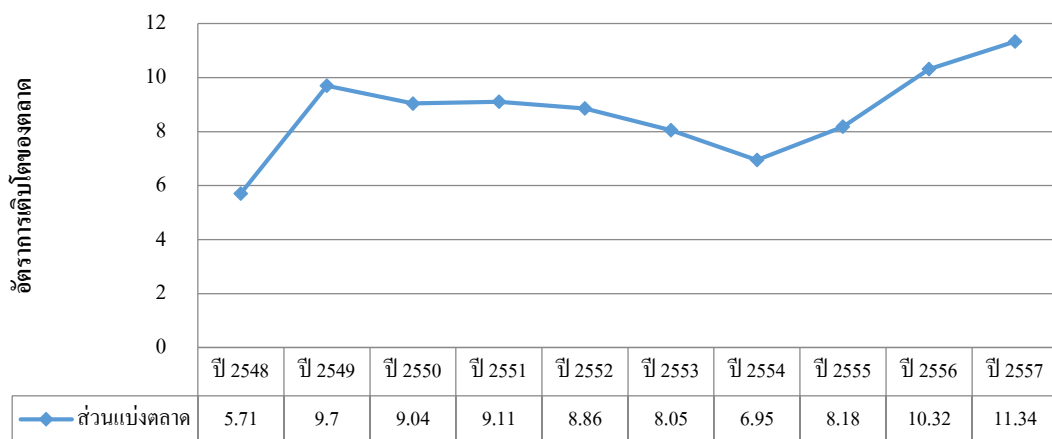


ภาพที่ 1.1 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิและอัตราการเติบโตของกองทุนรวมตั้งแต่ปี 2535-มีนาคม 2558

เนื่องจากบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัด เป็นบริษัทในเครือธนาคารกรุงเทพ ได้รับใบอนุญาตจดทะเบียนจากกระทรวงการคลังให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทกิจการจัดการกองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนส่วนบุคคล จากความพร้อมความเชี่ยวชาญในการเสนอผลิตภัณฑ์ ประกอบกับผลงานการบริหารกองทุนที่มั่นคงและอยู่ในเกณฑ์ดีอย่างต่อเนื่อง โดยยึดมั่นในหลักจรรยาบรรณและคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดต่อผู้ลงทุนจึงทำให้ ณ วันที่ 24 เมษายน 2558 บลจ. บัวหลวง มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวมภายใต้การจัดการ 487,224,751,353.76 ล้านบาทและมีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นทุกปีดังภาพที่ 2



ภาพที่ 1.2 มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของอุตสาหกรรมกองทุนและมูลค่าทรัพย์สินสุทธิภายใต้การจัดการของบลจ.บัวหลวง



ภาพที่ 1.3 ส่วนแบ่งการตลาดภายใต้การจัดการของ บลจ.บัวหลวง จำกัด

เป็นบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนที่ความน่าเชื่อถือและมั่นคงสูง โดยมีธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) เป็น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ถือหุ้นในสัดส่วนถึง 99.99% บริษัทให้ความสำคัญต่อบริการที่ดีและ

สะดวกโดยลูกค้าสามารถซื้อขายผ่านสาขาของธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีจำนวนสาขากว่า 2,000 สาขา ช่องทางอิเล็กทรอนิกส์ ตัวแทนจำหน่ายต่างๆมีผลงานการบริหารกองทุนที่มั่นคงและอยู่ในเกณฑ์ดีอย่างต่อเนื่อง โดยยึดมั่นในหลักจรรยาบรรณและประโยชน์สูงสุดของลูกค้า ภายใต้ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนของคณะกรรมการลงทุนและทีมผู้จัดการกองทุนโดยให้ความสำคัญกับระบบการกำกับควบคุมและบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ ให้บริการที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าอย่างครบวงจร ทั้งในธุรกิจกองทุนรวม ธุรกิจกองทุนส่วนบุคคล และธุรกิจกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ อีกทั้งยังได้รับรางวัล Morningstar Fund Houses Award 2015 จัดโดยนิตยสาร Morningstar research Thailand

ดังนั้นการศึกษารั้วนี้จึงมุ่งที่จะศึกษาวิเคราะห์ทางเลือกของการลงทุนที่นักลงทุนมีเป้าหมายที่จะได้รับความพึงพอใจที่สูงสุด ในการลงทุนในกองทุนหุ้นสามัญที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เพื่อเป็นแนวทางให้นักลงทุนและประชาชนโดยทั่วไป สามารถเปรียบเทียบผลตอบแทนและทางเลือกที่เหมาะสมในการเลือกลงทุนในกองทุนรวมได้

## 1.2 .วัตถุประสงค์เพื่อการศึกษา

- 1) เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นสามัญ
- 2) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นสามัญ

## 1.3.ประโยชน์ที่ได้รับการศึกษา

- 1) ทำให้ทราบถึงความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่บริหารการจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมบัวหลวง จำกัด
- 2) นักลงทุนสามารถนำไปเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจการลงทุนของนักลงทุนเพื่อเลือกในการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนตามที่นักลงทุนคาดหวัง

## 1.4 ขอบเขตการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของ 9 กองทุน (ดังแสดงในตารางที่ 1) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET INDEX) โดยใช้ข้อมูลเป็นรายเดือน เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญ โดยทำการศึกษาในช่วงระยะเวลาคือวันที่ 31 พฤษภาคม 2555 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2557 รวม 29 เดือน

### ตารางที่ 1.1 กองทุนรวมหุ้นสามัญที่ใช้ในการศึกษา

กองทุน	ชื่อย่อ
กองทุนเปิดบัวแก้ว	BKA
กองทุนเปิดบัวแก้ว 2	BKA2
กองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน	B-INFA
กองทุนเปิดบัวหลวงชนคม	BTK
กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล	BKD
กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน	BCAP
กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล	BTP
กองทุนเปิดบัวหลวงบรรษัทภิบาล	BSIRIRCG
กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4	BBASIC4

### 1.5 นิยามศัพท์

**กองทุนรวม** คือ โครงการลงทุนที่จัดตั้งและบริหารจัดการ โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม นำเงินของผู้ซื้อหน่วยลงทุนหลายๆรายมารวมกันและลงทุนในตราสารทางการเงิน หลักทรัพย์ หรือทรัพย์สินตามที่ได้ระบุไว้ในโครงการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนให้กับกองทุน จากนั้นจึงนำผลตอบแทนที่ได้มาเฉลี่ยกลับคืนให้กับผู้ซื้อหน่วยลงทุนตามสัดส่วนการลงทุนในกองทุนรวมนั้น (ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์, 2556)

**ความเสี่ยง** หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อทุกๆ หลักทรัพย์ เป็นปัจจัยซึ่งทำให้เกิดความไม่แน่นอนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต หรือการที่มูลค่าของผลตอบแทนที่ได้รับจริงแตกต่างไปจากผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังไว้ โดยความเสี่ยงที่เป็นระบบประกอบไปด้วย ปัจจัยแรก คือ ความเสี่ยงจากตลาด (Market risk) ปัจจัยที่สอง คือ ความเสี่ยงจากขนาดของกิจการ (Size) และ ปัจจัยที่สาม คือ ความเสี่ยงจากมูลค่า หรืออัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M Ratio) (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2550)

**ผู้ถือหน่วยลงทุน** คือผู้ซื้อหน่วยลงทุนหรือผู้ลงทุนในกองทุนรวม ผู้ถือหน่วยลงทุนอาจจะเป็นบุคคลหรือนิติบุคคลก็ได้ และถือสัญชาติใดก็ได้ ผู้ถือหน่วยลงทุนมีสิทธิที่จะได้รับผลตอบแทนการลงทุนหรือมีสิทธิออกความเห็นในกรณีที่มีการขอมติผู้ถือหน่วยลงทุนเพื่อแก้ไขเปลี่ยนแปลงใดๆ เกี่ยวกับการจัดการกองทุนรวม โดยสิทธิของผู้ถือหน่วยลงทุนแต่ละรายจะมากหรือน้อยนั้นขึ้นอยู่กับ

สัดส่วนในการถือหน่วยลงทุนของผู้ถือหน่วยลงทุนรายนั้นๆ ผู้ถือหน่วยลงทุนทุกคนมีส่วนในการเป็นเจ้าของหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินที่กองทุนรวมลงทุนอยู่ร่วมกัน(ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์,2556)

**มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ(Net Asset Value: Nav)** คือ ทรัพย์สินของกองทุนรวมตามราคาตลาดในขณะใดขณะหนึ่งหักด้วยหนี้สินของกองทุนรวมนั้น สำหรับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุน หมายถึง มูลค่าสินทรัพย์สุทธิหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุนรวมนั้นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิถือเป็นมูลค่าจริงของหน่วยลงทุน ณ วันที่ทำการคำนวณ การคำนวณดังกล่าวจะต้องได้รับการตรวจสอบและให้ความเห็นชอบโดยผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมนั้น(สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์,2550)

**อัตราผลตอบแทน** หมายถึง ผลตอบแทนที่เกิดขึ้น(Realized Return)และผลตอบแทนที่คาดหวัง(Expected Return) ของหลักทรัพย์ ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเป็นผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังจากความจริงได้เกิดขึ้น หรือ ได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว ส่วนผลตอบแทนที่คาดหวัง คือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต นั่นคือผลตอบแทนที่ได้คาดคะเนไว้ ซึ่งอาจจะเป็นหรือไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ ดังนั้น ผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นผลตอบแทนที่มีขึ้นก่อนความจริงจะเกิดขึ้น ได้แก่ ดอกเบี้ย(interest) เงินปันผล(Dividend) ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2550)

**อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate)**หมายถึงอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารทางการเงินประเภทที่ไม่มีความเสี่ยง (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2550)

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved

## บทที่ 2

### กรอบแนวคิดทฤษฎีและเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 กรอบแนวคิดทางทฤษฎี

กองทุนรวม คือ วิธีการลงทุนรูปแบบหนึ่งที่ผู้ลงทุนนำเงินของตนมาลงทุนร่วมกัน โดยมีผู้จัดการกองทุนทำหน้าที่นำเงินนั้นไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินประเภทต่างๆในตลาดเงินหรือตลาดทุน ตามนโยบายการลงทุนที่มีการบอกกล่าวเอาไว้ล่วงหน้า ซึ่งเมื่อได้ผลตอบแทนจากการลงทุนมาแล้ว ผลประโยชน์ต่างๆก็จะสะสมไว้ในกองทุนรวม ซึ่งผู้ลงทุนแต่ละบุคคลอาจจะรับผลตอบแทนจากการลงทุน โดยการขายหน่วยลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในรูปแบบของส่วนเพิ่มมูลค่าเงินลงทุน หรืออาจจะรับผลตอบแทนเป็นเงินปันผลในกรณีที่กองทุนรวมนั้นมีนโยบายการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ ผู้ลงทุนแต่ละบุคคลจะได้รับผลตอบแทนไปตามสัดส่วนของการที่ตนมีส่วนร่วมอยู่ในกองทุนนั้น

ถ้าจะมองในอีกแง่มุมหนึ่ง กองทุนรวมก็คือ วิธีการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินต่างๆ โดยการจ้างผู้ที่มีความเชี่ยวชาญในการลงทุนมาเป็นผู้จัดการเงินลงทุนนั้น ให้เป็นตามหลักการบริหารเงินลงทุน หรือเป็นวิธีการลงทุนในตลาดเงินหรือตลาดทุนโดยทางอ้อม(Intermediary) นั่นเอง

อย่างไรก็ดี มักจะมีความเข้าใจที่คลาดเคลื่อนกัน ไปว่าการที่กองทุนรวมมีผู้จัดการบริหารให้ จึงไม่มีความเสี่ยงในการลงทุน หรือพูดง่าย ๆ ว่าไม่ขาดทุน แต่ในความเป็นจริงแล้วการลงทุนกับกองทุนรวมนั้นจะยังคงมีความเสี่ยงในการลงทุนเสมือนกับการที่ผู้ลงทุน นำเงินไปลงทุนกันเอง แต่ความเสี่ยงนั้นอาจจะน้อยกว่าเนื่องจากมีการกระจายการลงทุน รวมถึงการมีผู้จัดการกองทุนรวมที่มีประสบการณ์ และมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนมาช่วยในการตัดสินใจลงทุนก็ย่อมลดความผิดพลาดจากการลงทุนได้เป็นอย่างมาก

ผู้ที่จัดตั้งกองทุนรวมได้จะต้องเป็นบริษัทที่ได้รับอนุญาตจากกระทรวงการคลังประเภทจัดการกองทุนรวมและมีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือ ก.ล.ต. เป็นผู้กำกับดูแลให้บริษัทนั้นดำเนินการภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยบริษัทที่



ได้รับอนุญาตให้จัดตั้งและจัดการกองทุนนี้เรียกว่า “บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม” หรือ บลจ. หรือ บริษัทจัดการ ซึ่งถือเป็นบริษัทหลักทรัพย์อีกประเภทหนึ่ง

### 2.2.1 ประเภทของกองทุนรวม

ในการแบ่งประเภทของธุรกิจกองทุนรวมนั้น เราสามารถแบ่งออกได้ตามลักษณะต่างๆของกองทุนเป็น 3 ลักษณะ

- 1) แบ่งประเภทของกองทุนตามวิธีการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน
  - 2) แบ่งตามประเภทของกองทุนตามของประเภทผู้ถือหน่วยลงทุน
  - 3) แบ่งประเภทของกองทุนตามนโยบายการลงทุน
- 1) ประเภทกองทุนรวมแบ่งตามวิธีการรับซื้อคืนหน่วยลงทุน

หากใช้เกณฑ์การพิจารณากองทุนรวมจากการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจะสามารถแบ่งประเภทของกองทุนรวมออกได้เป็น 2 ประเภท คือ กองทุนที่ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบอายุโครงการ หรือ กองทุนปิด และกองทุนที่มีการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนสิ้นอายุโครงการ หรือ กองทุนเปิด

กองทุนรวมที่ไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบอายุโครงการ หรือ กองทุนปิด (Close-ended Funds) เป็นกองทุนรวมที่ บลจ. ซึ่งเป็นผู้จัดตั้งกองทุนจะไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนจนกว่ากองทุนรวมนั้นจะถึงวันครบกำหนดอายุโครงการ โดยการเสนอขายหน่วยลงทุนจะกระทำเพียงครั้งเดียวเพื่อระดับเงินลงทุน และจะบอกกล่าวไว้อย่างชัดเจนว่ากองทุนปิดนั้นมีอายุโครงการกี่ปี ดังนั้น หากพ้นกำหนดการเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรกและบลจ. นั้นสามารถขายหน่วยลงทุนได้จำนวนเท่าไร จำนวนหน่วยลงทุนที่สามารถจำหน่ายได้ก็จะคงที่ไปตลอดอายุโครงการ และเมื่อครบอายุโครงการ บลจ. จะดำเนินการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนจากผู้ถือหน่วยลงทุน โดยใช้เงินที่ได้รับจากการขายทรัพย์สินในกองทุนและเลิกกองทุนปิดนั้น อย่างไรก็ตาม บางกองทุนปิดมีการกำหนดเงื่อนไขให้ บลจ. สามารถเปลี่ยนประเภทกองทุนปิดเป็นกองทุนรวมประเภทรับซื้อคืนหน่วยลงทุนได้ โดย บลจ. นั้นอาจจะดำเนินการเปลี่ยนประเภทกองทุนรวมโดยแจ้งให้ผู้ถือหน่วยลงทุนทราบ เพื่อให้ผู้ถือหน่วยลงทุนตัดสินใจว่าจะลงทุนต่อไปในกองทุนนั้นต่อไปหรือต้องการจะขายคืนหน่วยลงทุน ณ วันครบอายุกองทุนเปิดยอมทำได้

เนื่องจากในระหว่างที่ยังไม่ครบอายุกองทุนปิดนั้น บลจ. อาจจะหาตลาดรองให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนโดยนำกองทุนปิดไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ หรือ ศูนย์ซื้อขาย

หลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ถือหน่วยลงทุนที่ประสงค์จะขายหน่วยลงทุนก่อนครบอายุโครงการสามารถนำหน่วยลงทุนของตนไปขายให้กับผู้สนใจลงทุนอื่นๆ ได้อย่างไรดี ราคาซื้อขายหน่วยลงทุนกองทุนปิดในตลาดรองนั้นอาจจะสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าหน่วยลงทุนก็ได้ ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความต้องการซื้อหรือขายหน่วยลงทุนนั้น ในกรณีที่ราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าหน่วยลงทุนเราเรียกว่า Premium แต่หากราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าหน่วยลงทุนเราเรียกว่า Discount ทั้งนี้ กองทุนปิดอาจมีนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น ลงทุนในหุ้น ลงทุนในตราสารหนี้ หรือเป็นกองทุนรวมแบบผสม เป็นต้น

กองทุนรวมที่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบอายุโครงการ หรือ กองทุนเปิด (Open-ended Funds) เป็นกองทุนรวมที่ บลจ. สามารถขายหน่วยลงทุนเพิ่มเติมหลังจากเสนอขายครั้งแรกหากมีผู้ลงทุนสนใจจะเข้ามาลงทุนกับกองทุนเปิดนั้น และ บลจ. ก็จะรับซื้อคืนหน่วยลงทุนหากผู้ถือหน่วยลงทุนประสงค์ที่จะขายคืนหน่วยลงทุนที่ตนถืออยู่ ดังนั้น จำนวนหน่วยลงทุนของกองทุนปิดอาจจะเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ได้ขึ้นอยู่กับว่ากองทุนเปิดนั้นมีผู้ลงทุนซื้อหน่วยลงทุนเพิ่มขึ้นหรือขายคืนหน่วยลงทุนออกไป และเช่นเดียวกับกองทุนปิด กองทุนเปิดแต่ละกองทุนอาจจะมีนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกัน เช่น กองทุนรวมหุ้น กองทุนรวมตราสารหนี้ หรือกองทุนรวมผสม ก็ได้

โดยทั่วไป กองทุนเปิดไม่กำหนดอายุโครงการ เนื่องจากในการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนเปิดนั้นสามารถกระทำได้ที่สำนักงานของ บลจ. หรือตัวแทนสนับสนุนของ บลจ. ดังกล่าว จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องนำกองทุนเปิดไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หรือศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด แต่ในปัจจุบัน มีกองทุนเปิดที่ลงทุนในต่างประเทศจำนวนหนึ่ง ที่ทาง บลจ. เปิดรับซื้อคืนเป็นช่วงตามที่กำหนด ได้ถูกนำไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่กองทุน

ในทุกวันทำการ บลจ. จะคำนวณมูลค่าหน่วยลงทุน ราคาขาย ราคาซื้อคืนหน่วยลงทุน พร้อมทั้งประกาศให้ผู้ลงทุนได้ทราบ เมื่อผู้ลงทุนซื้อหน่วยลงทุน บลจ. ก็จะคำนวณว่าผู้ลงทุนจะได้รับหน่วยลงทุนจำนวนกี่หน่วย โดยใช้มูลค่าซื้อหน่วยลงทุนหารด้วยราคาขายหน่วยลงทุน แต่หากผู้ถือหน่วยลงทุนขายคืนหน่วยลงทุน บลจ. จะคำนวณว่าผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้รับเงินคืนเท่าไร โดยการนำจำนวนหน่วยลงทุนมาคูณด้วยราคาซื้อคืนหน่วยลงทุน กองทุนเปิดจะเลิกกองทุนเมื่อมูลค่าตามราคาที่ตราไว้ที่คำนวณจากจำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดลดลงต่ำกว่า 30 ล้านบาทภายในวันทำการใด หรือหากกองทุนเปิดนั้นมีมูลค่าตามราคาที่ตราไว้ซึ่งคำนวณจากจำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดลดลงต่ำกว่า 50 ล้านบาท เป็นเวลา 5 วันทำการติดต่อกัน นอกจากนี้ กองทุนอาจจะเลิกกองทุนเมื่อมีจำนวนผู้ถือหน่วยลงทุนลดลงเหลือน้อยกว่า 35 รายหรือในกรณีที่มีบุคคลใดหรือกลุ่มบุคคลใดถือหน่วยลงทุนเกินกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ทั้งนี้ บลจ. จะต้องดำเนินการแก้ไขสัดส่วนการถือหน่วยลงทุนของบุคคลหรือกลุ่ม

บุคคลดังกล่าวให้มีจำนวนไม่เกิน 1 ใน 3 ของจำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ภายใน 2 เดือน มิฉะนั้นสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อาจเพิกถอนการอนุมัติให้จัดตั้งและจัดการกองทุนรวม ซึ่งกระบวนการดังกล่าวเป็นหลักเกณฑ์ที่ใช้กับกองทุนปิดด้วย

ในปัจจุบัน กองทุนเปิดจะเปิดให้ผู้ถือหน่วยลงทุนสามารถซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนตามเวลาที่กำหนดทุกวันทำการแต่ก็อาจจะมีกองทุนเปิดบางกองทุนที่กำหนดช่วงระยะเวลาในการซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนเป็นรายสัปดาห์ รายเดือน รายไตรมาส หรือกำหนดเป็นวันที่ ซึ่งเราเรียกกองทุนเปิดแบบนี้ว่า “กองทุนเปิดที่รับซื้อคืนเป็นช่วงระยะเวลา (interval open-ended fund)” ซึ่งผู้ถือหน่วยลงทุนควรต้องทราบและเข้าใจถึงเงื่อนไขในการขายหรือรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่กองทุนเปิดนั้นๆ กำหนดไว้ด้วย

## 2) ประเภทของกองทุนรวมแบ่งตามประเภทผู้ถือหน่วยลงทุน

ในปัจจุบันสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. อนุญาตให้ บลจ. สามารถจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อเสนอขายให้กับผู้ลงทุนแต่ละประเภทได้ ได้แก่

### 2.1) กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป หรือ Retail Fund

เป็นกองทุนที่เสนอขายในวงกว้างแก่ผู้สนใจทั่วไป โดยอาจจะมีนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกันไปตามที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนๆ เนื่องจากเป็นกองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายในวงกว้าง ดังนั้น บลจ. จะต้องขายหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน ไม่น้อยกว่า 35 ราย และผู้ลงทุนรายใหญ่สามารถถือหน่วยลงทุนได้ไม่เกิน 1 ใน 3 ของหน่วยลงทุนที่ขายได้ทั้งหมด

### 2.2) กองทุนรวมเพื่อผู้ลงทุนสถาบัน หรือ Non-retail Fund

เป็นกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อเสนอขายผู้ถือหน่วยลงทุนประเภทสถาบันตามที่สำนักงานฯ กำหนดเท่านั้น โดยมีจำนวนผู้ถือหน่วยลงทุนขั้นต่ำไม่น้อยกว่า 10 ราย ซึ่งผู้ลงทุนประเภทสถาบันดังกล่าวได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ที่ซื้อหน่วยลงทุนเพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเอง หรือเพื่อการบริหารกองทุนส่วนบุคคล หรือเพื่อการจัดการโครงการลงทุนที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์ บริษัทเครดิตฟองซิเออร์ บริษัทประกันภัย นิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นซึ่งมิได้เป็นส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ ธนาคารแห่งประเทศไทย สถาบันการเงินระหว่างประเทศ ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิีงงบประมาณ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

กองทุนรวมตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นิติบุคคลที่มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามกฎหมายการเงินปีล่าสุดที่ผู้สอบบัญชีตรวจสอบแล้วตั้งแต่หนึ่งร้อยล้านบาทขึ้นไป นิติบุคคลที่มีผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลตามที่กล่าวมาแล้วถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้าของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมด ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งมีลักษณะเดียวกับผู้ลงทุนที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นโดยอนุโลมและนิติบุคคลตามที่สำนักงานอนุญาตเป็นรายกรณี ซึ่งนิติบุคคลนั้นต้องประกอบธุรกิจหลักสอดคล้องกับธุรกิจหลักที่กองทุนรวมต้องการลงทุนตามที่กำหนดไว้ในนโยบายการลงทุน

### 3) ประเภทของกองทุนรวมแบ่งตามนโยบายการลงทุน

ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนในกองทุนรวมโดยพิจารณาจากนโยบายการลงทุนของแต่ละกองทุนรวมว่ากองทุนรวมนั้นจะนำเงินของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินประเภทใด และตรงกับความต้องการในการลงทุนหรือไม่ ในปัจจุบันอาจแบ่งตามลักษณะของกองทุนตามนโยบายการลงทุนได้เป็น 2 ลักษณะคือ กองทุนรวมทั่วไปและกองทุนรวมพิเศษ โดยกองทุนรวมในแต่ละลักษณะมีรายละเอียดดังนี้

#### 3.1) กองทุนรวมทั่วไป

กองทุนรวมทั่วไปสามารถแบ่งออกได้เป็น

##### (1) กองทุนรวมตราสารทุนหรือกองทุนรวมหุ้นทุน(Equity fund)

เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายหลักในการแสวงหาผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุนเป็นหลัก ได้แก่ หุ้นสามัญ ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ เป็นต้น โดยเงินลงทุนในตราสารทุนเฉลี่ยรอบปีบัญชีจะต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ส่วนที่เหลืออาจจะมีการลงทุนในตราสารหนี้หรือเงินฝาก หากผู้จัดการกองทุนรวมเห็นว่าเหมาะสม แต่โดยทั่วไปผู้จัดการกองทุนรวมประเภทนี้มักจะลงทุนในตราสารทุนในสัดส่วนที่ค่อนข้างมาก โดยเฉพาะในสถานะที่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนการลงทุนที่ดี กองทุนรวมประเภทนี้จึงเหมาะกับผู้ลงทุนที่ต้องการนำเงินไปแสวงหาผลตอบแทนการลงทุน ทั้งในรูปแบบของเงินปันผลและการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นจากการซื้อตราสารทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งการเคลื่อนไหวของมูลค่าหน่วยลงทุนในแต่ละวันจะมีการแกว่งตัวไปตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ หากช่วงระยะเวลาใดที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีความผันผวน มูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนก็จะมีความผันผวนคล้ายคลึงกัน ดังนั้น ผู้ลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนจะต้องเข้าใจความ

เสี่ยงของการลงทุนในหุ้นซึ่งธรรมชาติจะมีราคาปรับตัวขึ้นลงในแต่ละช่วงระยะเวลาหนึ่งๆ ได้มากกว่า หลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ นอกจากนี้ เงินลงทุนที่จะนำมาลงทุนในกองทุนรวมประเภทนี้ควรจะเป็นเงินลงทุนที่สามารถลงทุนในระยะยาวเมื่อเทียบกับการลงทุนในกองทุนรวมประเภทอื่นๆ ทั้งนี้ เนื่องจากการลงทุนในหุ้นแม้จะมีความผันผวนในระยะสั้นและปานกลาง แต่ในระยะยาวแล้ว จะให้ผลตอบแทนการลงทุนที่ดีและมีโอกาสน้อยลงที่จะขาดทุน โดยกองทุนรวมตราสารทุนเหมาะกับผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนจากการเติบโตของการเงินลงทุนที่สูงและรับความเสี่ยงในการลงทุนได้มาก

## (2) กองทุนรวมตราสารหนี้(Fixed income fund)

เป็นกองทุนรวมที่มีนโยบายนำเงินลงทุนไปลงทุนในตราสารหนี้และเงินฝากเท่านั้น สำหรับตราสารหนี้ที่กองทุนรวมสามารถลงทุนได้ ได้แก่ พันธบัตร หุ้นกู้ ตัวแลกเงิน ตัวสัญญาใช้เงิน เป็นต้น โดยจะไม่นำเงินลงทุนไปลงทุนในตราสารทุนเลย เนื่องจากการลงทุนในตราสารหนี้ที่กองทุนรวมจะได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยและผลกำไร(หรือขาดทุน) จากการเพิ่มขึ้น(หรือลดลง) ของราคาตราสารหนี้ แม้ว่ามูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้จะมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลง ได้เหมือนกับกองทุนรวมประเภทอื่นๆ โดยกองทุนรวมตราสารหนี้ เหมาะกับผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่ค่อนข้างสม่ำเสมอและมีความเสี่ยงในการลงทุนไม่มาก แต่ความผันผวนก็มีได้มากเท่ากับกองทุนรวมตราสารทุนหรือกองทุนรวมผสมที่จะกล่าวต่อไป อย่างไรก็ตาม กองทุนรวมตราสารหนี้สามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทย่อยๆ ดังนี้

(2.1) กองทุนตราสารหนี้ทั่วไป จะมุ่งเน้นการกระจายการลงทุนในตราสารหนี้หลากหลายประเภท โดยไม่มีการกำหนดกรอบการลงทุนเกี่ยวกับอายุของตราสารหนี้ที่กองทุนจะไปลงทุน โดยผู้จัดการกองทุนจะเป็นผู้กำหนดอายุเฉลี่ยของตราสารหนี้ที่อยู่ในกองทุนให้เหมาะสมกับสภาพตลาดตราสารหนี้ และสถานะดอกเบี้ยขณะนั้น

(2.2) กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น เป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นเป็นหลัก โดยกำหนดกรอบการลงทุนไว้ว่า Portfolio Duration เฉลี่ยของกองทุนรวมจะต้องไม่เกิน 1 ปี ตัวอย่างเช่น กองทุนรวมตลาดเงิน มีแบบแผนการลงทุนทั้ง 100% ในตราสารหนี้ที่มีอายุน้อยกว่า 1 ปีโดยทั่วไป กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้นจะให้ผลตอบแทนการลงทุนไม่สูงนัก ส่วนใหญ่จะคิดค่าฝากเงินออมทรัพย์ แต่มูลค่าหน่วยลงทุนก็ไม่ผันผวนมากเช่นกัน ดังนั้นจึงเหมาะกับการลงทุนที่ต้องการสภาพคล่องสูงมาก หรือลงทุนในช่วงที่แนวโน้มของภาวะดอกเบี้ยอยู่ในช่วงขาขึ้น เนื่องจากกองทุนรวมจะได้รับผลตอบแทนการลงทุนในอัตราที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เมื่อตราสารหนี้ที่ลงทุนนั้นทยอยครบอายุ

**(2.3) กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาว** เป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ที่เน้นการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวเป็นหลัก โดย Portfolio Duration เฉลี่ยของกองทุนจะต้องไม่น้อยกว่า 1 ปีการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวซึ่งจะมีดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตราสารหนี้ระยะสั้น ประกอบกับราคาตราสารหนี้จะเพิ่มขึ้น เมื่อแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดปรับตัวลดลง จึงทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนกองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาวในช่วงที่แนวโน้มทิศทางดอกเบี้ยเป็นขาลงจะได้รับผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้น อย่างไรก็ตาม หากอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดมีความผันผวนหรือเกิดความไม่แน่นอนว่าจะมีการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นหรือไม่ มูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาวก็就会有ความผันผวนมากกว่ามูลค่าหน่วยลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้น ดังนั้น กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะยาวจึงเหมาะกับผู้ลงทุนที่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะปรับตัวลดลงในอนาคตเพราะนอกจากผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้ดอกเบี้ยจากการลงทุนในตราสารหนี้แล้ว ยังมีโอกาสได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของส่วนเกินมูลค่าจากการที่ราคาตราสารหนี้ปรับตัวขึ้นอีกด้วย

### 3.2.) กองทุนรวมผสม (Mixed fund)

เป็นกองทุนรวมที่นำเงินไปลงทุนในตราสารทุนหรือหุ้นและตราสารหนี้ โดยบลจ.จะเป็นผู้กำหนดการจัดสรรเงินลงทุนในแต่ละตลาดให้เหมาะสมกับสภาพการณ์ในการลงทุนในขณะนั้นๆ เช่น หากผู้จัดการกองทุนคาดว่า การลงทุนในหุ้นน่าจะให้ผลตอบแทนการลงทุนที่ดีกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ ผู้จัดการกองทุนก็จะนำเงินลงทุนส่วนใหญ่ไปลงทุนในหุ้นในสัดส่วนที่มาก โดยมีการลงทุนในตราสารหนี้บางส่วนเพื่อลดความผันผวนของเงินลงทุน หรือในทางตรงกันข้ามหากผู้จัดการกองทุนเห็นว่า การลงทุนในตราสารหนี้ น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนในหุ้น ก็อาจจะลงทุนในหุ้นเป็นสัดส่วนน้อยลงและจัดสรรเงินลงทุนส่วนใหญ่ไปลงทุนในตราสารหนี้ เนื่องจากโดยส่วนใหญ่แล้ว ราคาของตราสารทุนและตราสารหนี้มักจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงกันข้าม การลงทุนใน 2 ตลาดพร้อมๆ กันย่อมเป็นการกระจายความเสี่ยงและช่วยให้ผู้ลงทุนไม่พลาดโอกาสในการลงทุน หากตลาดใดตลาดหนึ่งให้ผลตอบแทนการลงทุนที่ดีมาก

ในการจัดตั้งกองทุนรวมผสมนั้น หากเป็นกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น บลจ. อาจกำหนดเพดานการลงทุนในหุ้นไว้เท่าไรก็ได้ ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมในแต่ละช่วงเวลาแต่หากเป็นกองทุนรวมผสมทั่วไป เพดานการลงทุนในหุ้นจะต้องไม่เกินร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน และส่วนที่เหลือจึงจะนำไปลงทุนในตราสารหนี้ ผลตอบแทนการลงทุนที่คาดหวังและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมผสมจะอยู่ในระดับปานกลางเมื่อเทียบกับการลงทุนในกองทุนรวมหุ้น โดยกองทุนรวมผสมหรือกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนได้กระจายการลงทุนทั้งในตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้

### 3.3) กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund-RMF)

เป็นกองทุนรวมประเภทหนึ่งที่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้ลงทุนใช้เป็นช่องทางในการลงทุนหรือออมเงินแบบสมัครใจ เพื่อเตรียมเงินไว้ใช้สำรองเลี้ยงชีพในวัยเกษียณอายุ โดยทางการคือ กรมสรรพากรให้สิทธิประโยชน์ในการลดหย่อนภาษีเป็นการจูงใจให้ผู้ลงทุนลงทุนในระยะยาว และต่อเนื่อง

กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพมีหลากหลายนโยบายการลงทุนให้ผู้ลงทุนเลือกที่จะลงทุน เช่น กองทุนรวมหุ้นทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนรวมตลาดเงิน หรือกองทุนรวมผสม เป็นต้น และเป็นกองทุนเปิดที่ผู้ลงทุนสามารถซื้อหรือขายคืนหน่วยลงทุนได้ทุกวันทำการ หรือตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวนฯ โดยผู้ลงทุนสามารถนำเงินค่าซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพในแต่ละปีไปหักเป็นค่าลดหย่อนภาษีในปีที่ตนเองซื้อได้ โดยมีวงเงินสูงสุดที่สามารถหักลดหย่อนในแต่ละปีได้ไม่เกินร้อยละ 15 ของเงินได้ และในกรณีที่ผู้ลงทุนมีเงินสะสมอยู่ในกองทุนสำรองเพื่อการเลี้ยงชีพ (provident fund) หรือกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข) ด้วยนั้น ค่าซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพเมื่อรวมกับเงินสะสมของตนเองในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ หรือ กบข ในแต่ละปีต้องไม่เกิน 300,000 บาท โดยผู้ลงทุนจะต้องลงทุนต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 5 ปีและถือหน่วยลงทุนจนกระทั่งอายุ 55 ปี

### 3.4) กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long Term Equity Fund-LTF)

กองทุนรวมหุ้นระยะยาว หมายถึง กองทุนรวมตราสารแห่งทุนที่นำเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยลงทุนไปลงทุนใน/หรือมีไว้ซึ่งหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม โดยผู้ลงทุนที่ซื้อหน่วยลงทุนกองทุนรวมประเภทนี้สามารถนำเงินค่าซื้อหน่วยลงทุนไปเป็นค่าลดหย่อนภาษีเงินได้ไม่เกินร้อยละ 15 ของเงินได้ทั้งปี แต่ต้องไม่เกิน 300,000 บาท โดยมีเงื่อนไขว่าผู้ลงทุนจะต้องลงทุนในกองทุนรวมประเภทนี้เป็นระยะเวลา 5 ปี หากขายคืนหน่วยลงทุนก่อน จะต้องคืนค่าลดหย่อนภาษีที่ตนได้มาพร้อมกับจ่ายเงินเพิ่มอีกร้อยละ 1.5 ต่อเดือน คุณด้วยจำนวนเดือนนับจากสิ้นเดือนมีนาคมของปีที่ได้ยื่นภาษีแบบแสดงรายการเพื่อเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและใช้สิทธิลดหย่อนดังกล่าว กองทุนรวมหุ้นระยะยาวนี้จะมีอายุโครงการไม่น้อยกว่า 10 ปี และจะเปิดรับซื้อคืนหน่วยลงทุนได้ไม่เกินปีละ 2 ครั้ง สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. กำหนดให้บริษัทจัดการที่ประสงค์ที่จะจัดตั้งกองทุนรวมหุ้นระยะยาวจะต้องขออนุญาตจัดตั้งและจดทะเบียนกองทุนรวมให้ทันภายในวันที่ 30 มิถุนายน 2550 และเมื่อได้รับอนุมัติให้จัดตั้งกองทุนแล้ว จะต้องเสนอขายหน่วยลงทุนภายใน 6 เดือนนับตั้งแต่วันที่ได้รับอนุมัติให้จัดตั้งกองทุน

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

พิเชษฐ โปธิจรยากุล (2545) ได้ทำการศึกษาถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมทั่วไปที่เปิดดำเนินงาน และมีการลงทุนในประเทศไทยที่อยู่ภายใต้การบริหารของบริษัทจัดการกองทุนรวม 14 บริษัท ตั้งแต่เดือนมิถุนายนปี พ.ศ.2540 ถึงเดือนธันวาคมปีพ.ศ. 2544 การศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมมีอัตราต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ทั้งนี้เนื่องจากว่าช่วงเวลาที่ศึกษาประเทศไทยกำลังเข้าสู่ภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจ ทำให้ผลที่ได้จากการศึกษาไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกองทุนและผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกันเป็นส่วนใหญ่ โดยมีค่าเบต้ารวมน้อยกว่า 1 แสดงว่ากองทุนส่วนใหญ่จะมีการปรับตัวที่ช้ากว่าตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแบบหน่วยลงทุนและตราสารหนี้จะให้ค่าเฉลี่ยเบต้าที่น้อยจนถึงติดลบ

วรัณญา นวะมะรัตน์ (2550) การศึกษาผลตอบแทนความเสี่ยงและความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนรวมเพื่อวิเคราะห์และเปรียบเทียบหากองทุนที่มีผลตอบแทนจากหน่วยลงทุนที่ดีที่สุด ความเสี่ยงต่ำที่สุดและสามารถบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพที่สุด เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมวิธีการศึกษาได้นำแนวความคิดพื้นฐานทฤษฎีแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือCapital Asset Pricing Model; (CAPM)และประยุกต์ใช้แบบจำลองของ Shape Index, Treynor Index และ Jensen Index เพื่อวัดความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุน โดยคัดเลือกกองทุนเปิดตราสารทุนที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผลจำนวน 10 กองทุนที่มีระยะเวลาในการดำเนินงานอยู่ในช่วงเดียวกันคือตั้งแต่เดือน มกราคม 2546 ถึงเดือน ธันวาคม 2549 ซึ่งเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดีเฉลี่ยร้อยละ 5.7 ต่อปี ผลการศึกษาเมื่อพิจารณาเป็นรายกองทุนพบว่า กองทุนที่มีผลตอบแทนจากหน่วยลงทุนสูงสุดคือ กองทุนเปิดทิสโก้หุ้นทุนปันผล(TISCOEDF) ส่วนกองทุนที่ให้ผลตอบแทนจากหน่วยลงทุนต่ำสุดคือ กองทุนรวมวรรณพลังสวรรค์(ONE+1) หากพิจารณาทางด้านความเสี่ยงพบว่ากองทุนที่มีค่าความเสี่ยงสูงสุดคือ กองทุนเปิดทิสโก้หุ้นทุนปันผล(TISCOEDF)ส่วนกองทุนที่มีค่าความเสี่ยงที่ต่ำที่สุดคือ กองทุนเปิดธรรมาวรรณ(THANAI)

จากการศึกษาทางด้านผลตอบแทนและความเสี่ยง ผลการศึกษาเป็นไปตามทฤษฎีที่ว่าผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงสูง(High-Risk High-Return) ในส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์กันอย่างน้อยสำคัญ 8 กองทุนจากทั้งหมด 10 กองทุน โดยแบ่งเป็นกองทุนที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 จำนวน 4 กองทุนแสดงว่า



เป็นกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปรับตัวเร็ว (Aggressive Fund) กล่าวคืออัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนมีการเปลี่ยนแปลงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่มากกว่า ส่วนกองทุนที่มีค่าเบต้าต่ำกว่า 1 มี 4 กองทุนแสดงว่าเป็นกองทุนประเภทปรับตัวช้า (Defensive Fund) หรือเป็นกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงผลการตอบแทนของตลาดในสัดส่วนที่น้อยกว่า การศึกษาด้านความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์โดยพิจารณำผลตอบแทนมาปรับด้วยความเสี่ยงของกองทุนที่ทำการศึกษาคำด้วยมาตรวัดทั้ง 3 วิธีคือ Shape Index, Treynor Index และ Jensen Index พบว่าผลการศึกษาทั้ง 3 วิธีเมื่อนำมาให้คะแนนและจัดอันดับ กองทุนที่มีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดคือ กองทุนเปิดอยุธยาทุนทวีปันผล (AYFSCAR) ส่วนกองทุนที่มีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ต่ำที่สุดคือ กองทุนเปิดวรรณพลังสวรรค์ (ONE+1) ซึ่งเป็นกองทุนเดียวที่มีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ต่ำที่สุดทั้ง 3 วิธี อย่างไรก็ตาม ทั้งนี้ นักลงทุนจำเป็นต้องติดตามสถานการณ์และตัดสินใจลงทุนโดยพิจารณาปัจจัยอื่นประกอบด้วย ด้านผู้บริหารกองทุนควรมีการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนอยู่เสมอเพื่อให้สามารถปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การลงทุนในหน่วยลงทุนได้ทันต่อเหตุการณ์

**สมลักษณ์ บุญโกมล (2550)** ทำการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมในกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อใช้เครื่องมือเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมในแต่ละสภาพดอกเบี้ยโดยศึกษากองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน 3 ประเภท ได้แก่ กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ และกองทุนรวมผสม โดยเลือกศึกษานโยบายละ 5 กองทุน ซึ่งเป็นกองทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงสุด 5 อันดับแรก ในแต่ละกลุ่มนโยบายและดำเนินการตั้งแต่ 1 มกราคม 2542 ถึง 31 ธันวาคม 2548 โดยวัดผลการดำเนินงานกองทุนรวมโดยวิธีการของ Shape ซึ่งใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงวิธี Treynor ซึ่งใช้ค่าเบต้าเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงวิธีของ Jensen ซึ่งใช้ค่าอัลฟาเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยง โดยข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงกองทุนรวมนโยบายต่างๆของกองทุนรวมนโยบายต่างๆพบว่าในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างมากในช่วงที่นั้นกองทุนรวมตราสารหนี้เป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนสูงสุดมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 0.0014 และมีความเสี่ยงต่ำที่สุดเท่ากับ 0.0017 ส่วนในช่วงที่ 2 และช่วงที่ 3 กองทุนรวมตราสารทุนมีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดเท่ากับ 0.0019 และ 0.0130 ตามลำดับ ซึ่งเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยค่อนข้างคงที่และเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลง ในช่วงที่ 4 กองทุนรวมผสมเป็นกลุ่มกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 0.0014 ในด้านความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนนั้น เนื่องจากการที่กองทุนรวมตราสารหนี้เป็นกองทุนรวมที่มีความเสี่ยงต่ำมาโดยตลอดจึงทำให้มีค่าความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับต่ำสุดในทุกช่วงที่ทำการศึกษา

ในการวัดผลการดำเนินงานด้วยมาตรวัดทั้ง3ในการใช้ดัชนีตลาดแบบต่างๆในช่วงที่1 นั้น กองทุนรวมตราสารหนี้เป็นกองทุนรวมที่มีการดำเนินงานที่ดีที่สุด ทั้งนี้เนื่องจากเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างมาก ต่อมาในช่วงที่2 เนื่องจากว่าอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นและตลาดหลักทรัพย์เริ่มมีการปรับตัวดีขึ้น ดังนั้นกองทุนรวมตราสารหนี้จึงเป็นกองทุนรวมที่มีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุด และในช่วงที่ 3 และช่วงที่4 นั้นเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยค่อนข้างคงที่ดังนั้นการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้และตราสารหนี้จึงให้ผลการดำเนินงานที่ดีใกล้เคียงกัน

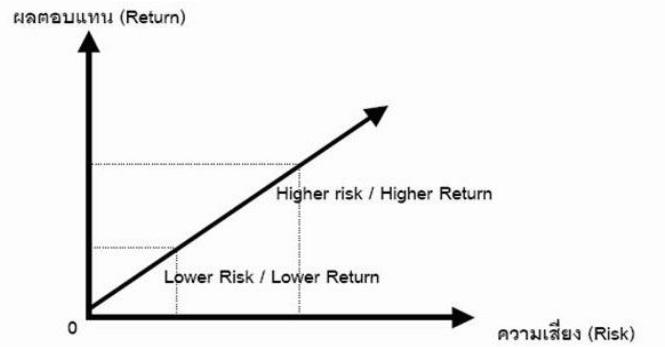
**Surang Mainkamnurd (1996)** ได้ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนเปิดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 51 กองทุนในช่วง ค.ศ. 1992-1995 โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์รวม168 สัปดาห์ มาตรวัดที่ใช้ได้แก่มาตรวัดของ *Shape*, *Trey nor* และ *Jensen* ส่วนเกณฑ์การเปรียบเทียบนั้น ใช้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง โดยอัตราผลตอบแทนตลาดส่วนเกินคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดที่คำนวณจากดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงที่ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วกองทุนรวมควรกระจายความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบออกไปนอกจากนั้นยังพบว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมที่ใช้มาตรวัดของ *Shape*, *Trey nor* ให้ผลที่คงเส้นคงวาตลอดช่วงเวลาการศึกษาอันสรุปได้ว่า ผู้ลงทุนสามารถใช้ผลการดำเนินงานในอดีตของกองทุนรวมเป็นข้อมูลเพื่อการตัดสินใจลงทุนได้

### 2.3.กรอบแนวคิดทฤษฎี

การศึกษาเรื่องการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนหุ้นสามัญที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บัวหลวง จำกัดครั้งนี้ผู้ศึกษาใช้แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

#### 1) ความเสี่ยงในการลงทุน (Investment Risk)

ตามทฤษฎีของการลงทุนความเสี่ยงในการลงทุนคืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นได้รับจริง (Actual Return) คลาดเคลื่อนหรือเบี่ยงเบนหรือแตกต่างไปจากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นคาดหวังไว้ว่าจะได้รับ (Expected Return) ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนระดับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินใดๆมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับความเสี่ยงกล่าวคือหากระดับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงขึ้นระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องแบกรับจากการลงทุนนั้นก็สูงขึ้นด้วยเสมอ ดังแสดงในภาพที่ 12 ที่มา: การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์ (พรอนงค์บุษราตระกูล, 2548)

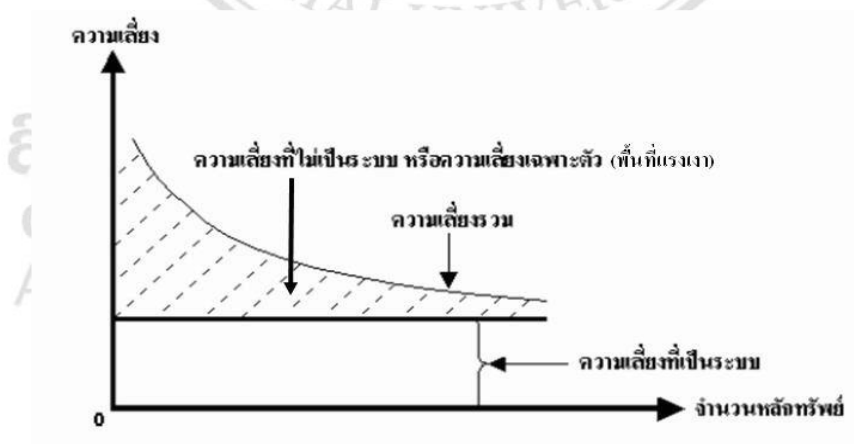


ภาพที่ 2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง

ความเสี่ยงในการลงทุนมาจากปัจจัยสำคัญ 2 ประเภทดังภาพที่ 13 ที่มา: การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์ (พรอนงค์บุษราตระกูล 2548) คือ

(1) ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยมหภาค (Macro Factors) ได้แก่ Pervasive Risk และ Systemic Risk เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดทุนโดยรวมจึงเป็นความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนไม่อาจจัดให้หมดไปจากการลงทุนนั้นได้

(2) ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยจุลภาค (Micro Factors) ได้แก่ Unsystematic Risk หรือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบหรือความเสี่ยงเฉพาะตัวที่เมื่อเกิดขึ้นแล้วจะกระทบหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งโดยเฉพาะผู้ลงทุนสามารถจัดหรือลดความเสี่ยงประเภทนี้ได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายตัวที่พิจารณาคัดเลือกอย่างถี่ถ้วนแล้ว



ภาพที่ 2.2 ความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ความเสี่ยงของกลุ่มลงทุนจะพิจารณาผลกระทบที่มาจากกระจายความเสี่ยงในกลุ่มลงทุนหรือเรียกว่า Diversification Effect เข้ามาในการคำนวณความเสี่ยงรวมของกลุ่มลงทุนด้วยโดยพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์มีมากน้อยหรือเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือตรงข้ามกัน

## 2) อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted return)

จากการตัดสินใจลงทุนอยู่ภายใต้ปัจจัย 2 ตัวคืออัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มการลงทุนจึงควรใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk adjusted return) เป็นตัวบ่งชี้ผลการดำเนินงานแนวทางการวัดผลการดำเนินงานของกลุ่มการลงทุน โดยคำนึงถึงปัจจัยทางด้านอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นหลักโดยใช้แนวคิดมาตรวัดตามตัวแบบของ Sharp

แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์(CAPM: Capital Asset Price Model) โดยสนใจความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ เนื่องจากอยู่ภายใต้เงื่อนไขว่า หากมีการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่หลากหลายนั้นจะสามารถกำจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้ ซึ่งความเสี่ยงในแบบจำลอง CAPM หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยใช้  $\beta$  เป็นตัวแทนเมื่อ  $\beta < 1$  แสดงว่ากองทุนนั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดกล่าวคือมีความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด ถ้า  $\beta > 1$  แสดงว่า กองทุนนั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดและถ้าค่า  $\beta = 1$  แสดงว่า กองทุนนั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดซึ่งค่า  $\beta$  สามารถคำนวณได้จากการใช้สูตรทางคณิตศาสตร์ดังนี้

$$\beta = \frac{\text{Covariance}(R_i, R_m)}{\text{Variance}(R_m)}$$

ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์เดี่ยว หรือ ทั้ง Portfolio นำมาจาก

$R_i$  คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์  $i$

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด

สมการ Securities Market Line (SML)

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f)\beta_i$$

โดยที่

$E(R_i)$	คือ	ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ $i$
$\beta_i$	คือ	ความเสี่ยงที่เป็นระบบที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์
$R_f$	คือ	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ( $\beta=0$ )
$E(R_m) - R_f$	คือ	ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium)

### 3) อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

ผลตอบแทนที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานจึงเป็นผลตอบแทนของกองทุนรวมจะคำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อ 1 ช่วงเวลาคือ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

กรณีจ่ายเงินปันผล

$$R_{pt} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1} + D_t}{NAV_{t-1}}$$

กรณีไม่มีการจ่ายเงินปันผล

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

โดยที่

$R_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในงวดที่ t
$NAV_t$	คือ	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ t
$NAV_{t-1}$	คือ	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ t-1
$D_t$	คือ	เงินปันผลเฉลี่ย ณ เวลาที่ t

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม( $NAV$ ) = (มูลค่าทรัพย์สินรวม-หนี้สิน)/จำนวนหน่วยลงทุน

### 4) ความเสี่ยงกองทุนรวม

ความเสี่ยงของกองทุนรวม วัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน( $\sigma_p$ )ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยมีสมการดังนี้(จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

$$\sigma_p = \left[ \sum_{i=0}^n \frac{(R_{pt} - \bar{R}_{pt})^2}{(n)} \right]^{\frac{1}{2}}$$

โดยที่

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$R_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในงวดที่ t
n	คือ	งวดเวลาทั้งหมดที่ต้องการศึกษา

สำหรับความเสี่ยงส่วนที่เป็นความเสี่ยงระบบ(Systematic Risk) สามารถใช้ค่าเบต้าของกองทุนรวมเป็นตัวชี้ทิศทางและความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม เมื่อเทียบความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนตลาดได้ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

$$\beta_p = \frac{\sigma_{pm}}{\sigma_m^2}$$

โดยที่

$\beta_{pm}$	คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม
$\sigma_{pm}$	คือ ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนของตลาด
$\sigma_m^2$	คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนตลาด

ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนตลาดหาได้จากสมการดังนี้(จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

$$\sigma_{pm} = \frac{\sum(R_{pt} - \bar{R}_{pt})(R_{mt} - \bar{R}_{mt})}{n}$$

#### 5) อัตราผลตอบแทนของตลาด

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นตัวแทนตลาดคำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ของตลาดต่อ 1 ช่วงเวลาคือ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดยที่

$R_{mt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของตลาดในช่วงเวลาที่ $t$
$SET_t$	คือ	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลาที่ $t$
$SET_{t-1}$	คือ	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลาที่ $t-1$

#### 6) ความเสี่ยงของตลาด

ความเสี่ยงของตลาด วัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน( $\sigma_p$ ) ของอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยมีสมการดังนี้(จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

$$\sigma_m = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{(n)} \right]^{\frac{1}{2}}$$

โดยที่

$\bar{R}_m$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด
$R_{mt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของตลาดในงวดที่ $t$
$n$	คือ	งวดเวลาทั้งหมดที่ต้องการศึกษา

### 7) อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงจะใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปีเป็นตัวแทน

ถ้างวดเวลาที่วิเคราะห์มีทั้งหมด  $n$  งวด อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงโดยเฉลี่ยคำนวณได้ดังนี้ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

$$\bar{R}_f = \sum_{t=1}^n \frac{R_{ft}}{n}$$

โดยที่

$\bar{R}_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
$R_{ft}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงในงวดเวลาที่ $t$
$n$	คือ	งวดเวลาทั้งหมดที่ต้องการศึกษา

ซึ่งตัวแทนหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง อาจเป็นหลักทรัพย์รัฐบาลเช่น ตั๋วเงินคลังหรือพันธบัตร

### 8) มาตรการวัดประสิทธิภาพของกองทุนรวม

เนื่องจากการลงทุนผ่านกองทุนรวมถือเป็นการลงทุนที่มีการจ้างผู้เชี่ยวชาญมาทำหน้าที่ในการบริหารเงินลงทุน ดังนั้นผู้ลงทุนก็ควรจะมีข้อมูลในการพิจารณาเพื่อให้ทราบความสามารถของผู้จัดการกองทุนซึ่งก็คือผลตอบแทนจากการลงทุน หรือผลการดำเนินงานของกองทุนนั่นเอง โดยผลตอบแทนจากการลงทุนจะเป็นข้อมูลบ่งบอกว่าการลงทุนผ่านกองทุนนั้นคุ้มค่ากับค่าใช้จ่ายหรือไม่ นอกจากนี้ผู้ลงทุนก็สามารถใช้ผลการดำเนินงานกองทุนต่างๆมาพิจารณาเปรียบเทียบกองทุนในรูปแบบอื่นๆเพื่อให้ประกอบการตัดสินใจการลงทุนได้เช่นกัน ในที่นี้จะใช้วิธีการวัดผลการลงทุนโดยวิธี Risk-adjusted Return เนื่องจากตามหลักการลงทุนแล้วการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงจะให้

ผลตอบแทนคาดหวังที่สูงและการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำจะให้ผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำดั่งนั้นในการวัดผลการดำเนินงานหากเราสนใจเฉพาะอัตราผลตอบแทนนั้นก็ถือว่าเป็นการมองภาพด้านเดียว เพื่อให้การประเมินผลการดำเนินงานมีการนำเอาความเสี่ยงในการลงทุนมาพิจารณาประกอบด้วย

### 9) มาตรการวัดตามตัวแบบของSharpe

เป็นการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุน โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง(Risk-adjusted Return) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว นั่นคือ

มาตรการวัดของ 
$$\text{Sharpe} = \frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\sigma_p}$$

โดย

$\sigma_p$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม (ความเสี่ยงของกองทุนรวม)

$R_{pt}$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหน่วยลงทุน

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

เกณฑ์ตามมาตรการวัดของ 
$$\text{Sharpe} = \frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\sigma_m}$$

โดย

$\sigma_m$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนตลาด

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\sigma_p}$  มากกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\sigma_m}$  แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมมีผลการดำเนินการที่ดีกว่าตลาด

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\sigma_p}$  น้อยกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\sigma_m}$  แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมมีผลการดำเนินการที่แย่กว่าตลาด



### 10) มาตรการวัดตามตัวแบบของ Treynor

เป็นมาตรการประเมินผลประกอบการของกองทุนรวม โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง(Risk-Adjusted Return) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว โดยเป็นความเสี่ยงส่วนที่เป็นระบบ (Systematic Risk) นั่นคือ ค่าเบต้า

มาตรการวัดของ Tray nor =  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\beta_p}$

เกณฑ์ตามมาตรการวัดของ Tray nor =  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\beta_m}$

โดย

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$\bar{R}_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
$\bar{R}_m$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด
$\beta_p$	คือ	ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\beta_p}$  มากกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\beta_m}$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่เหนือ SML นั่นคือมีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\beta_p}$  น้อยกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\beta_m}$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่ใต้ SML นั่นคือมีผลการดำเนินงานด้อยกว่าตลาด

### 11) มาตรการวัดตามตัวแบบของ Jensen

เป็นมาตรการที่อาศัยแนวคิดการวัดผลการดำเนินการของกองทุนที่เกิดขึ้นแล้วเปรียบเทียบกับเกณฑ์ผลการดำเนินการที่ควรจะเป็น ซึ่งคำนวณโดยใช้แนวคิด Capital Asset Pricing (CAPM) หรือสมการ Security Market Line (SML) เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรเป็น หรือค่าอัลฟาของกองทุนมีสมการดังนี้

$$\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f = \alpha_p + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p$$

หรือ

$$\alpha_p = \bar{R}_{pt} - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p]$$

โดยที่

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$\bar{R}_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
$\bar{R}_m$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาด
$\alpha_p$	คือ	ค่าอัลฟาของกองทุน
$\beta_p$	คือ	ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นบวกแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่  
ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง(เบต้า)หนึ่ง

ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นลบแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่  
ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง(เบต้า)หนึ่ง



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 แผนดำเนินการ ขอบเขตและวิธีการวิจัย

##### 1) ขอบเขตเนื้อหา

เนื้อหาในการศึกษาของการค้นคว้าอิสระเรื่องการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่บริษัทจัดการ โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนธนาคารกรุงเทพ ในการศึกษาครั้งนี้จะศึกษาเฉพาะกองทุนรวมหุ้นสามัญที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนธนาคารกรุงเทพ เพื่อวิเคราะห์ค่าความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนของกองทุนรวมหุ้นสามัญดังกล่าว โดยใช้ข้อมูลสถิติรายเดือนตั้งแต่วันที่ 31 พฤษภาคม 2555 ของแต่ละกองจนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2557

##### 2) กรอบแนวคิด / แบบจำลอง

ในการศึกษาการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่บริษัทจัดการ โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนธนาคารกรุงเทพ โดยใช้ข้อมูลสถิติทางการเงินย้อนหลังรายเดือนตั้งแต่วันที่ 31 พฤษภาคม 2555 จดทะเบียนกองแต่ละกองจนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2557 ได้ใช้แบบจำลองต่อไปนี้

##### (1) มาตรฐานวัดตามตัวแบบของSharpe

เป็นการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุน โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง(Risk-adjusted Return) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว นั่นคือ

$$\text{มาตรวัดของ Sharpe} = \frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\sigma_p}$$

โดย

$\sigma_p$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม  
(ความเสี่ยงของกองทุนรวม)

$R_{pt}$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหน่วยลงทุน

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

$$\text{เกณฑ์ตามมาตรวัดของ Sharpe} = \frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\sigma_m}$$

โดย

$\sigma_m$  คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนตลาด

$\bar{R}_m$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\sigma_p}$  มากกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\sigma_m}$  แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมมีผลการดำเนินการที่ดีกว่าตลาด

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\sigma_p}$  น้อยกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\sigma_m}$  แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมมีผลการดำเนินการที่แย่กว่าตลาด

## (2) มาตรวัดตามตัวแบบของ Treynor

เป็นมาตรวัดการประเมินผลประกอบการของกองทุนรวม โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว โดยเป็นความเสี่ยงส่วนที่เป็นระบบ (Systematic Risk) นั่นคือ ค่าเบต้า

$$\text{มาตรวัดของ Treynor} = \frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\beta_p}$$

$$\text{เกณฑ์ตามมาตรวัดของ Treynor} = \frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\beta_m}$$

โดย

$\bar{R}_{pt}$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม

$\bar{R}_f$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

$\bar{R}_m$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

$\beta_p$  คือ ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\beta_p}$  มากกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\beta_m}$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่นเหนือ SML นั้น  
คือมีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f)}{\beta_p}$  น้อยกว่า  $\frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\beta_m}$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่ใต้ SML นั้นคือ  
มีผลการดำเนินงานด้อยกว่าตลาด

### (3) มาตรการวัดตามตัวแบบของ Jensen

เป็นมาตรวัดที่อาศัยแนวคิดการวัดผลการดำเนินการของกองทุนที่เกิดขึ้นแล้วเปรียบเทียบกับเกณฑ์ผลการดำเนินการที่ควรจะเป็น ซึ่งคำนวณโดยใช้แนวคิด Capital Asset Pricing (CAPM) หรือสมการ Security Market Line(SML) เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรเป็น หรือค่าอัลฟาของกองทุนมีสมการดังนี้

$$\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f = \alpha_p + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p$$

หรือ

$$\alpha_p = \bar{R}_{pt} - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p]$$

โดยที่

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$\bar{R}_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
$\bar{R}_m$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาด
$\alpha_p$	คือ	ค่าอัลฟาของกองทุน
$\beta_p$	คือ	ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นบวกแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง(เบต้า)หนึ่ง

ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นลบแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง(เบต้า)หนึ่ง

### 3) ค่าสถิติ ทดสอบ

#### (1) จำนวนอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

ผลตอบแทนที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานจึงเป็นผลตอบแทนของกองทุนรวมจะคำนวณจากอัตราค่าเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อ 1 ช่วงเวลาคือ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545)

$$\text{กรณีจ่ายเงินปันผล} \quad R_{pt} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1} + D_t}{NAV_{t-1}}$$

$$\text{กรณีไม่มีการจ่ายเงินปันผล} \quad R_{pt} = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}$$

โดยที่

$R_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในงวดที่ $t$
$NAV_t$	คือ	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ $t$
$NAV_{t-1}$	คือ	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ $t-1$
$D_t$	คือ	เงินปันผลเฉลี่ย ณ เวลาที่ $t$

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม( $NAV$ ) = (มูลค่าทรัพย์สินรวม-หนี้สิน)/จำนวนหน่วยลงทุน

ทั้งนี้ในกรณีการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิมีการปรับค่าด้วยเงินปันผลจ่ายแล้ว การคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในงวดเวลานั้นก็ไม่ต้องปรับค่าด้วยเงินปันผลซ้ำอีกถ้างวดเวลาที่วิเคราะห์ทั้งหมด  $n$  งวดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย คำนวณดังนี้

#### (2) จำนวนความเสี่ยงของกองทุนรวม

ความเสี่ยงของกองทุนรวม วัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน( $\sigma_p$ )ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยมีสมการดังนี้

$$\sigma_p = \left[ \sum_{i=0}^n \frac{(R_{pt} - \bar{R}_{pt})^2}{(n)} \right]^{\frac{1}{2}}$$

โดยที่

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$R_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในงวดที่ $t$
$n$	คือ	งวดเวลาทั้งหมดที่ต้องการศึกษา

### (3) คำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นตัวแทนตลาดคำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ของตลาดต่อ 1 ช่วงเวลาคือ

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดยที่

$R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของตลาดในช่วงเวลาที่  $t$

$SET_t$  คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลาที่  $t$

$SET_{t-1}$  คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ช่วงเวลาที่  $t-1$

ถ้าช่วงเวลาวิเคราะห์ทั้งหมด  $n$  ช่วงอัตราผลตอบแทนตลาดเฉลี่ยคำนวณได้ดังนี้

### (4) คำนวณความเสี่ยงตลาด

ความเสี่ยงของตลาด วัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ( $\sigma_p$ ) ของอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยมีสมการดังนี้

$$\sigma_m = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{(n)} \right]^{\frac{1}{2}}$$

โดยที่

$\bar{R}_m$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

$R_{mt}$  คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงที่  $t$

$n$  คือ ช่วงเวลาทั้งหมดที่ต้องการศึกษา

### (5) คำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงจะใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปีเป็นตัวแทนซึ่งอยู่ที่ 4.30% (<http://www.thaibma.or.th>, 15 เมษายน 2558)

ถ้าช่วงเวลาวิเคราะห์ทั้งหมด  $n$  ช่วง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงโดยเฉลี่ยคำนวณได้ดังนี้

$$\bar{R}_f = \sum_{t=1}^n \frac{R_{ft}}{n}$$

โดยที่

$\bar{R}_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี
$R_{ft}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี
$n$	คือ	ช่วงเวลาทั้งหมดที่ต้องการศึกษาเป็นรายเดือน

### 3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิเป็นอนุกรมเวลา (Time Series) จะศึกษาข้อมูลของกองทุนประเภทกองทุนหุ้นสามัญจำนวน 9 กองทุนหลักเกณฑ์ในการเลือกกองทุนคือ กองทุนมีนโยบายการลงทุนในหุ้นไม่ต่ำกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมทั้งหมด โดยจะทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิทางการเงินย้อนหลังข้อมูลรายเดือนตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2555 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2557 เพื่อเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนระหว่างกองทุนรวมเพื่อเป็นแนวทางตัดสินใจในการลงทุน

### 3.3 วิธีการศึกษา / วิธีวิเคราะห์ข้อมูล และสถิติที่ใช้ในการศึกษา

นำข้อมูลที่รวบรวมมาได้มาทดสอบโดยคำนวณในรูปแบบของตารางโดยจะวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนประเภทต่างๆดังต่อไปนี้

โดยศึกษากองทุนรวมหุ้นสามัญที่บริหารจัดการ โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนธนาคารกรุงเทพตั้งแต่วันที่ 31 พฤษภาคม 2555 และดำเนินโครงการจนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2557 โดยแบ่งวิธีการศึกษาออกเป็น 3 ส่วนคือ

- 1) การศึกษาอัตราผลตอบแทนของกองทุนหุ้นสามัญ
- 2) .การศึกษาความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนหุ้นสามัญ
- 3) .การศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดเพื่อเปรียบเทียบ

**ขั้นตอนที่ 1** วิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทน (Rate of Return) ของกองทุนนั้นจะใช้วิธีคำนวณโดยใช้มูลค่าสินทรัพย์ของหน่วยลงทุน (Net Asset Value-NAV) การคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยใช้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยโดยมีสูตรในการคำนวณคือ



$$R_t = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}} \times 100$$

โดยที่

$R_t$	คือ	อัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนในงวด
$NAV_t$	คือ	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของหน่วยลงทุนในงวด $t$
$NAV_{t-1}$	คือ	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของหน่วยลงทุนในงวด $t-1$

ส่วนอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สามารถคำนวณได้คือ

$$\bar{R}_p = \left[ \prod_{t=1}^n (1 + R_{pt}) \right]^{\frac{1}{k}} - 1$$

โดยที่

$\bar{R}_p$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหน่วยลงทุน
$R_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของหน่วยลงทุนในงวดที่ $t$
$n$	คือ	งวดเวลาที่ทำการศึกษา
$k$	คือ	จำนวนปีที่ทำการศึกษา

ขั้นตอนที่ 2 วิธีการคำนวณหาความเสี่ยง

ความเสี่ยงของกองทุนรวม วัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ( $\sigma_p$ ) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมโดยมีสมการดังนี้

$$\sigma_p = \left[ \sum_{i=0}^n \frac{(R_{pt} - \bar{R}_{pt})^2}{(n)} \right]^{\frac{1}{2}}$$

โดยที่

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$R_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมในงวดที่ $t$
$n$	คือ	งวดเวลาทั้งหมดที่ต้องการศึกษา

ขั้นตอนที่ 3 การวัดผลการดำเนินงาน โดยใช้ค่าความเสี่ยงที่ใช้ตัวชี้วัดของ Sharpe

$$\text{เกณฑ์ตามมาตรวัดของ Sharpe} = \frac{(\bar{R}_m - \bar{R}_f)}{\sigma_m}$$

โดย

$\sigma_m$	คือ	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนตลาด
$R_m$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด
$R_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt}-\bar{R}_f)}{\sigma_p}$  มากกว่า  $\frac{(\bar{R}_m-\bar{R}_f)}{\sigma_m}$  แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมมีผลการดำเนินการที่ดีกว่าตลาด

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt}-\bar{R}_f)}{\sigma_p}$  น้อยกว่า  $\frac{(\bar{R}_m-\bar{R}_f)}{\sigma_m}$  แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมมีผลการดำเนินการที่แย่กว่าตลาด

### มาตรวัดตามตัวแบบของ Treynor

เป็นมาตรวัดการประเมินผลประกอบการของกองทุนรวม โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว โดยเป็นความเสี่ยงส่วนที่เป็นระบบ (Systematic Risk) นั่นคือ ค่าเบต้า

มาตรวัดของ 
$$\text{Trey nor} = \frac{(\bar{R}_{pt}-\bar{R}_f)}{\beta_p}$$

เกณฑ์ตามมาตรวัดของ 
$$\text{Trey nor} = \frac{(\bar{R}_m-\bar{R}_f)}{\beta_m}$$

โดย

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$\bar{R}_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
$\bar{R}_m$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด
$\beta_p$	คือ	ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt}-\bar{R}_f)}{\beta_p}$  มากกว่า  $\frac{(\bar{R}_m-\bar{R}_f)}{\beta_m}$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่เหนือ SML นั่นคือมีผลการดำเนินงานดีกว่าตลาด

ถ้าค่า  $\frac{(\bar{R}_{pt}-\bar{R}_f)}{\beta_p}$  น้อยกว่า  $\frac{(\bar{R}_m-\bar{R}_f)}{\beta_m}$  แสดงว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอยู่ใต้ SML นั่นคือมีผลการดำเนินงานด้อยกว่าตลาด

### มาตรวัดตามตัวแบบของ Jensen

เป็นมาตรวัดที่อาศัยแนวคิดการวัดผลการดำเนินการของกองทุนที่เกิดขึ้นแล้วเปรียบเทียบกับเกณฑ์ผลการดำเนินการที่ควรจะเป็น ซึ่งคำนวณโดยใช้แนวคิด Capital Asset Pricing (CAPM) หรือสมการ Security Market Line(SML) เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรเป็น หรือค่าอัลฟาของกองทุนมีสมการดังนี้

$$\bar{R}_{pt} - \bar{R}_f = \alpha_p + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p$$

หรือ

$$\alpha_p = \bar{R}_{pt} - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p]$$

โดยที่

$\bar{R}_{pt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวม
$\bar{R}_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
$\bar{R}_m$	คือ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยตลาด
$\alpha_p$	คือ	ค่าอัลฟาของกองทุน
$\beta_p$	คือ	ค่าเบต้าของกองทุนรวม

ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นบวกแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง(เบต้า)หนึ่ง

ถ้าค่า  $\alpha_p$  มีค่าเป็นลบแสดงว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ณ ระดับความเสี่ยง(เบต้า)หนึ่ง

Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาค้างนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และเปรียบเทียบผลตอบแทนความเสี่ยงและประสิทธิภาพการบริหารกองทุนรวมหุ้นสามัญจำนวน 9 กองทุน โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือน พฤษภาคม 2555 ถึง ธันวาคม 2557 รวมข้อมูลทั้งหมด 32 ชุด โดยใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุไม่เกิน 3 ปี เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง ส่วนอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ใช้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แบบรายเดือน สำหรับผลการศึกษาในครั้งนี้ จะแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 3 ส่วน ดังนี้

#### 4.1 ผลการทดสอบข้อมูล

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญ

#### 4.1 ผลการทดสอบข้อมูล

##### 4.1.1 ผลการทดสอบ unit root ของข้อมูล

เนื่องจากในการหาสมการถดถอยระหว่างตัวแปรอนุกรมเวลา 2 ตัวแปรเรามักจะได้  $R^2$  ที่สูงมากและค่าสถิติ t (t-statistic) จะมีนัยสำคัญ ทั้งที่ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์กันเลย ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้จะทำการทดสอบว่าตัวแปรแต่ละตัวมีลักษณะนิ่ง (stationary) หรือไม่ โดยมีสมมติฐานการทดสอบดังนี้

$H_0$ : ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรตามมีลักษณะไม่นิ่ง (non-stationary) หรือมี Unit root

$H_1$ : ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรตามมีลักษณะนิ่ง (stationary) หรือไม่มี Unit root

ข้อมูลที่มีลักษณะนิ่ง (Stationary) ค่าสัมบูรณ์ของค่าสถิติทดสอบ (test statistic) ที่คำนวณได้ จะมากกว่าค่าสัมบูรณ์ของค่าวิกฤต (critical value) 1%, 5% และ 10% หรือ ณ ระดับนัยสำคัญ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในอันดับ 0 หรือ Integration of order zero: (0)

โดยผลการทดสอบข้อมูลอนุกรมเวลาของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นสามัญทุกนโยบาย และอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) พบว่าข้อมูลทั้งหมดเป็นข้อมูลทั้งหมดเป็นข้อมูลที่มีลักษณะนิ่ง (stationary) จึงนำข้อมูลมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นสามัญกับอัตราผลตอบแทนของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง) ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย(Simple linear regression) โดยการประมาณค่าด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด(OLS)

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญ

ค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของกองทุนรวมหุ้นสามัญแต่ละกองทุนจะคำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุน ส่วนอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน คำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารผสม คำนวณค่าเฉลี่ยน้ำหนักร้อยละ 10 ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย น้ำหนักร้อยละ 65 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและพันธบัตรรัฐบาลน้ำหนักร้อยละ 25 เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงจากความเสี่ย ส่วนค่าความเสี่ยงโดยรวมของกองทุนรวมสามัญแต่ละกองทุน คำนวณจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมสามัญ

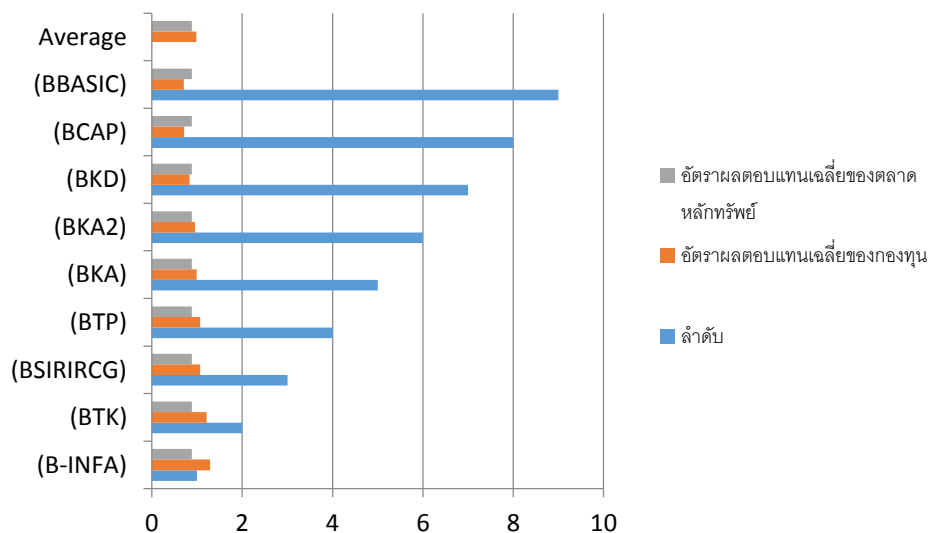
โดยตารางที่ 2 และ ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นสามัญและผลการทดสอบผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นสามัญกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

ตารางที่ 4.1 การเปรียบเทียบค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นสามัญกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อ กองทุน	ลำดับ	อัตราผลตอบแทน เฉลี่ยของกองทุน	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย ของตลาดหลักทรัพย์
กองทุนเปิดบัวหลวง โครงสร้างพื้นฐาน	(B-INFA)	1	1.29	0.88
กองทุนเปิดบัวหลวง ธนคม	(BTK)	2	1.21	0.88
กองทุนเปิดบัวหลวง สิริผลบรรษัทบาล	(BSIRIRCG)	3	1.07	0.88

ตารางที่ 4.1 การเปรียบเทียบค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นสามัญกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) (ต่อ)

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ลำดับ	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุน	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์
กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล	(BTP)	4	1.07	0.88
กองทุนเปิดบัวแก้ว	(BKA)	5	0.99	0.88
กองทุนเปิดบัวแก้ว2	(BKA2)	6	0.95	0.88
กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล	(BKD)	7	0.83	0.88
กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน	(BCAP)	8	0.71	0.88
กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4	(BBASIC)	9	0.70	0.88
	Average		0.98	0.88



ภาพที่ 4.1 การเปรียบเทียบค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นสามัญกับค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง)

จากตารางที่ 4.1 และภาพที่ 4.1 การเปรียบเทียบค่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนกับอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) พบว่า ค่าอัตราผลตอบแทนเป็นบวกทั้งหมด โดยกองทุนเปิดบัวหลวง โครงสร้างพื้นฐานมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 1.29 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88 กองทุนเปิดบัวหลวงชนคมมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 1.21 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88 กองทุนเปิดบัวสิริผลบรรมัทภิบาลมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 1.07 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88 กองทุนเปิดบัวหลวงทศพลมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 1.07 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88 กองทุนเปิดบัวแก้วมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 0.99 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88 กองทุนเปิดบัวแก้ว 2 มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 0.95 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88 กองทุนเปิดบัวแก้วเป็นผลมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 0.83 น้อยกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.882 กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุนมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 0.71 น้อยกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88 กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน 0.70 น้อยกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเท่ากับ 0.88

**ตารางที่ 4.2** การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนหนึ่งหน่วย (ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน) ของกองทุนรวมหุ้นสามัญ

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	อัตรา ผลตอบแทน เฉลี่ยของ กองทุน	ลำดับ	ความ เสี่ยง ของ กองทุน	ลำดับ	ค่า สัมประสิทธิ์ การแปรผัน ของกองทุน	ลำดับ
กองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน	(B-INFA)	1.29	1	5.52	1	4.29	5
กองทุนเปิดบัวหลวงชนคม	(BTK)	1.21	2	5.04	2	4.17	7
กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรรมัทภิบาล	(BSIRIRCG)	1.07	3	3.72	8	3.48	9

ตารางที่ 4.2 การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนหนึ่งหน่วย (ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน) ของกองทุนรวมหุ้นสามัญ (ต่อ)

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุน	ลำดับ	ความเสี่ยงของกองทุน	ลำดับ	ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผันของกองทุน	ลำดับ
กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล	(BTP)	1.07	4	4.90	3	4.58	3
กองทุนเปิดบัวแก้ว	(BKA)	0.99	5	4.20	5	4.25	6
กองทุนเปิดบัวแก้ว2	(BKA2)	0.95	6	4.20	6	4.41	4
กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล	(BKD)	0.84	7	4.00	7	4.78	2
กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน	(BCAP)	0.71	8	2.76	9	3.89	8
กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4	(BBASIC)	0.70	9	4.20	4	5.96	1
	Average	0.99		4.28		4.42	

จากตารางที่ 4.2 การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนหนึ่งหน่วย (ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน) ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน พบว่า อัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน (B-INFA) มีค่าเฉลี่ยสูงสุด รองลงมาคือ กองทุนเปิดบัวหลวงชนคม (BTK) โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ 1.29 และ 1.20 ตามลำดับ ส่วน กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 (BBASIC) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด โดยมีค่าเท่ากับ 0.70

กองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน(B-INFA) มีความเสี่ยงสูงที่สุด รองลงมาคือ กองทุนเปิดบัวหลวงชนคม (BTK) โดยมีค่าความเสี่ยงเท่ากับ 5.52 และ 5.04 ตามลำดับและกองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน (BCAP) มีค่าความเสี่ยงต่ำที่สุด โดยมีค่าเท่ากับ 2.77

กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย4 (BBASIC) มีความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนหนึ่งหน่วย (ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน) สูงสุด เนื่องจากเป็นกองทุนที่มีความเสี่ยงสูง ในขณะที่มีอัตราผลตอบแทน



ค่า ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรุษภิบาล (BSIRIRCG) มีความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนหนึ่งหน่วย (ค่าสัมประสิทธิ์การแปรผัน) ต่ำสุด เพราะเป็นกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงในขณะที่มีความเสี่ยงสูงสุด

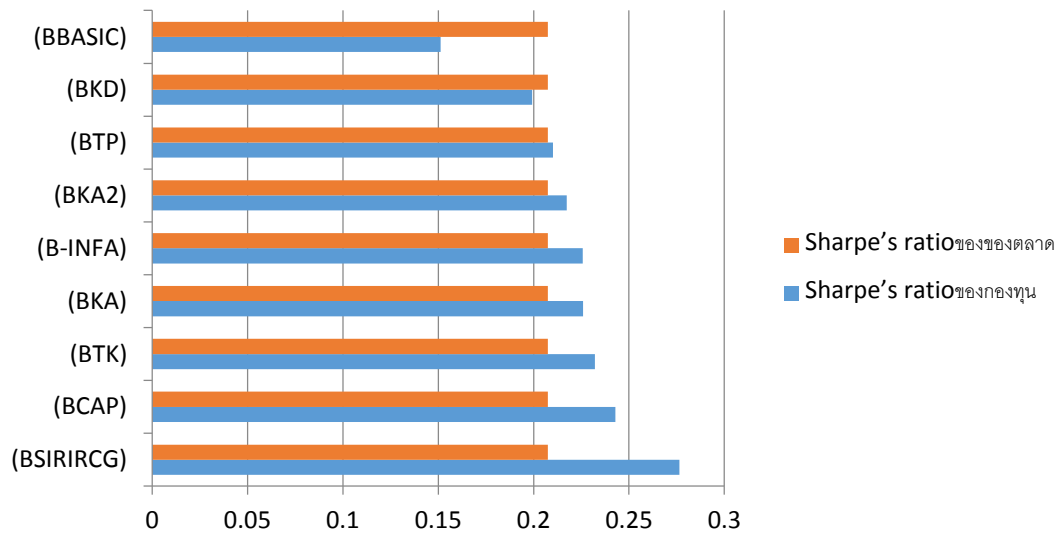
### 1) ผลการวิเคราะห์การดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นสามัญ

ในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นสามัญจะใช้วัดผลการดำเนินงานด้วยอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-adjusted Return) ได้แก่ มาตรฐานวัดตามตัวแบบของ Sharpe, Treynor และ Jensen

โดยตารางที่ 4.3 ภาพที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์การดำเนินงานของกองทุนรวมหุ้นสามัญโดยมาตรฐานวัดตามตัวแบบของ Sharpe, Treynor และ Jensen

**ตารางที่ 4.3** ค่า Sharpe's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนกับค่า Sharpe's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ลำดับ	Sharpe's ratio ของกองทุน	Sharpe's ratio ของตลาด
กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรุษภิบาล	(BSIRIRCG)	1	0.28	0.21
กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน	(BCAP)	2	0.24	0.21
กองทุนเปิดบัวหลวงรชนคม	(BTK)	3	0.23	0.21
กองทุนเปิดบัวแก้ว	(BKA)	4	0.23	0.21
กองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน	(B-INFA)	5	0.23	0.21
กองทุนเปิดบัวแก้ว2	(BKA2)	6	0.22	0.21
กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล	(BTP)	7	0.21	0.21
กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล	(BKD)	8	0.19	0.21
กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4	(BBASIC)	9	0.15	0.21
	Average		0.22	0.21



ภาพที่ 4.2 การเปรียบเทียบค่า Sharpe's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายลงทุนในตราสาร  
 ทูกับค่า Sharpe's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)

จากตารางที่ 4.3 และภาพที่ 4.2 ค่า Sharpe's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายลงทุน  
 ในตราสารทุน พบว่า ค่า Sharpe's ratio เป็นบวกทั้งหมดโดยค่า Sharpe's ratio ของกองทุนรวมหุ้น  
 สามัญที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.22 ซึ่งสูงกว่า Sharpe's ratio ของตลาด  
 (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.21 โดยทั้ง 7 กองทุนมีค่า Sharpe's ratio สูงกว่าค่า Sharpe's ratio  
 ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) และอีก 2 กองทุนมีค่า Sharpe's ratio ต่ำกว่าค่า Sharpe's ratio ของตลาด

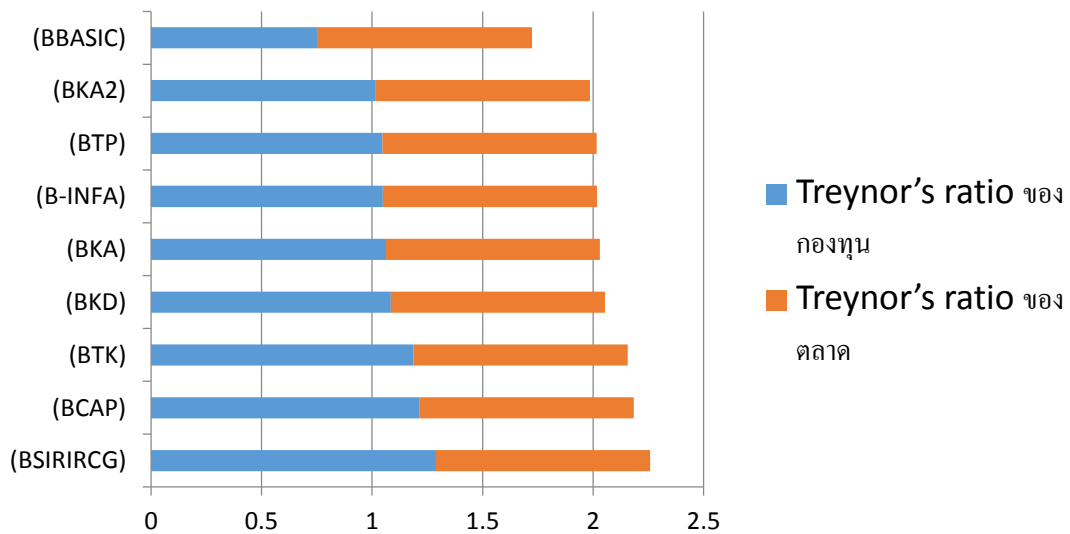
กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรรมัทภิบาล (BSIRIRCG) มีค่า Sharpe's ratio สูงที่สุด รองลงมา  
 คือ กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน (BCAP) โดยมีค่า Sharpe's ratio เท่ากับ 0.28 และ 0.24 ตามลำดับ  
 ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย4 (BBASIC) มีค่า Sharpe's ratio ต่ำที่สุดโดยมีค่าเท่ากับ 0.15

ตารางที่ 4.4 ค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุน  
 กับ Treynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อ กองทุน	ลำดับ	Treynor's ratio ของ กองทุน	Treynor's ratio ของตลาด
กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผล บรรมัทภิบาล	(BSIRIRCG)	1	1.28	0.97
กองทุนเปิดบัวหลวงร่วม ทุน	(BCAP)	2	1.22	0.97
กองทุนเปิดบัวหลวงชนคม	(BTK)	3	1.19	0.97

ตารางที่ 4.4 ค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุน  
กับ Treynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) (ต่อ)

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อ กองทุน	ลำดับ	Treynor's ratio ของ กองทุน	Treynor's ratio ของตลาด
กองทุนเปิดบัวแก้ว	(BKA)	5	1.06	0.97
กองทุนเปิดบัวหลวง โครงสร้างพื้นฐาน	(B-INFA)	6	1.05	0.97
กองทุนเปิดบัวแก้ว2	(BKA2)	8	1.02	0.97
กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล	(BTP)	7	1.05	0.97
กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล	(BKD)	4	1.08	0.97
กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย4	(BBASIC)	9	0.75	0.97
	Average		1.079	0.97



ภาพที่ 4.3 การเปรียบเทียบค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตรา  
สารทุนกับค่า Treynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)

จากตารางที่ 4.4 และภาพที่ 4.3 ค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน พบว่าค่า Treynor's ratio เป็นบวกทั้งหมด โดยค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.078 ซึ่งสูงกว่า Treynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.97 โดยมี 8 กองทุนมีค่า Treynor's ratio สูงกว่าค่า

Treynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง) และมีอีก 1 กองทุนมีค่า Treynor's ratio ต่ำกว่าค่า Treynor's ratio ของตลาด (เกณฑ์อ้างอิง)

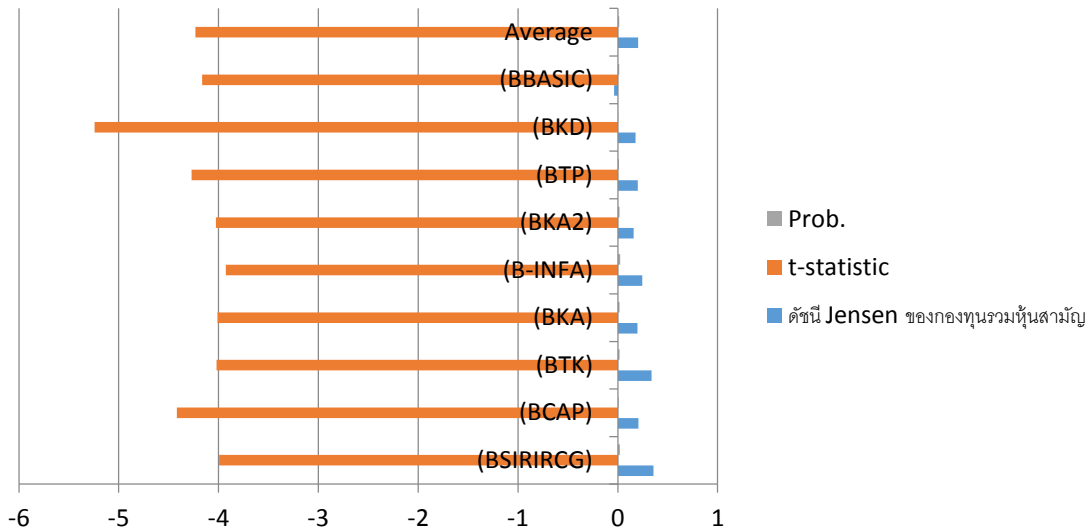
กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรุษทิภบาล (BSIRCG) มีค่า Treynor's ratio สูงที่สุดรองลงมา คือ กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน(BCAP) โดยมีค่า Treynor's ratio เท่ากับ 1.29 และ 1.22 ตามลำดับ ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 (BBASIC) มีค่า Treynor's ratio ต่ำที่สุด โดยมีค่าเท่ากับ 0.75

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบ  $\alpha$  (Jensen) และค่าสัมประสิทธิ์  $\beta$  ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนจากสมการถดถอยของแบบจำลอง

$$\alpha_p = \bar{R}_{pt} - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_p]$$

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อกองทุน	ลำดับ	ดัชนี Jensen ของกองทุนรวมหุ้นสามัญ	t-statistic	Prob.
กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรุษทิภบาล	(BSIRIRCG)	1	0.36**	-3.99	0.02
กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน	(BCAP)	4	0.20***	-4.42	0.01
กองทุนเปิดบัวหลวงธนคม	(BTK)	2	0.34**	-4.012	0.02
กองทุนเปิดบัวแก้ว	(BKA)	6	0.20**	-4.012	0.02
กองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน	(B-INFA)	3	0.24**	-3.93	0.02
กองทุนเปิดบัวแก้ว2	(BKA2)	8	0.16**	-4.03	0.02
กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล	(BTP)	5	0.20**	-4.27	0.01
กองทุนเปิดบัวแก้วปันผล	(BKD)	7	0.18***	-5.24	0.00
กองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย4	(BBASIC)	9	-0.04**	-4.16	0.01
	Average		0.20	-4.23	0.01

หมายเหตุ \*\*\*,\*\*,\* แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 1%, 5%และ 10%



ภาพที่ 4.4 การเปรียบเทียบค่า  $\alpha$  Jensen ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายในการลงทุนในตราสาร  
 ทุน

จากตารางที่ 4.5 และรูปภาพที่ 4.4 การทดสอบค่า  $\alpha$  ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% พบว่า  $\alpha$  ซึ่งเป็นค่าที่แสดงผลตอบแทนผิดปกติของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2047 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% โดยมี 8 กองทุนที่มี  $\alpha$  เป็นบวกแสดงว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนทั้ง 8 กองทุนไม่ได้ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของกองทุนรวมเพียงอย่างเดียวแต่มีปัจจัยอื่นที่ทำให้กองทุนรวมมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติซึ่งมี 2 กองทุนที่ผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% มี 6 กองทุนที่มีผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และมีอีก 1 กองทุนที่มีค่า  $\alpha$  เป็นลบ

กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรรษัทภิบาล (BSIRIRCG) มีค่า  $\alpha$  สูงที่สุดเท่ากับ 0.36 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% รองลงมาคือ กองทุนเปิดบัวหลวงร่วมทุน (BCAP) มีค่า  $\alpha$  0.21 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ตามลำดับส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 (BBASIC) มีค่า  $\alpha$  ต่ำที่สุดโดยมีค่าเท่ากับ -0.04 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.6 การเปรียบเทียบค่า Sharpe's ratio ค่า Treynor's ratio และค่า $\alpha$ Jensen ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน

รายชื่อกองทุน	ชื่อย่อ กองทุน	ลำดับ	Sharpe's ratioของ กองทุน	ลำดับ	Treynor's ratio ของ กองทุน	ลำดับ	ดัชนี Jensen ของ กองทุน รวมหุ้น สามัญ
กองทุนเปิดบัวหลวง สิริผลบรรมัทภิบาล	(BSIRIRCG)	1	0.28	1	1.28	1	0.36
กองทุนเปิดบัวหลวง ร่วมทุน	(BCAP)	2	0.24	2	1.22	4	0.21
กองทุนเปิดบัวหลวง ธนคม	(BTK)	3	0.23	3	1.19	2	0.34
กองทุนเปิดบัวแก้ว	(BKA)	4	0.23	5	1.06	6	0.20
กองทุนเปิดบัวหลวง โครงสร้างพื้นฐาน	(B-INFA)	5	0.23	6	1.05	3	0.24
กองทุนเปิดบัวแก้ว2	(BKA2)	6	0.22	8	1.02	8	0.16
กองทุนเปิดบัวหลวง ทศพล	(BTP)	7	0.21	7	1.05	5	0.20
กองทุนเปิดบัวแก้ว ปันผล	(BKD)	8	0.20	4	1.08	7	0.18
กองทุนเปิดบัวหลวง ปัจจัย4	(BBASIC)	9	0.15	9	0.75	9	-0.04
	Average		0.22		1.08		0.20

จากตารางที่ 4.6 การเปรียบเทียบค่า Sharpe's ratio ค่า Treynor's ratio และค่า $\alpha$ Jensen ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุน พบว่า กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรรมัทภิบาล(BSIRIRCG) มีค่า Sharpe's ratio ค่า Treynor's ratio และค่า $\alpha$ Jensen สูงที่สุด ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4(BBASIC) มีค่าSharpe's ratio ค่า Treynor's ratio และค่า $\alpha$ Jensen ต่ำที่สุด

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

ผลการทดสอบ กองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุนให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง) กองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน(B-INFA) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดโดยมีค่าเท่ากับร้อยละ 1.29 ต่อเดือน ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 (BBASIC) มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดโดยมีค่าเท่ากับร้อยละ 0.70 ต่อเดือน

ทางด้านความเสี่ยงโดยรวมซึ่งวัดด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนพบว่า กองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีความเสี่ยงเฉลี่ยต่ำกว่าความเสี่ยงของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง) กองทุนเปิดบัวหลวงโครงสร้างพื้นฐาน(B-INFA) มีความเสี่ยงสูงสุดโดยมีค่าเท่ากับร้อยละ 5.52 ต่อเดือน ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 (BBASIC) มีค่าความเสี่ยงต่ำที่สุด โดยมีค่าเท่ากับร้อยละ 4.20 ต่อเดือน

ส่วนทางด้านผลการดำเนินงานพบว่า กองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีค่า Sharpe's ratio และค่า Treynor's ratio เป็นบวกทั้งหมด โดยค่า Sharpe's ratio และค่า Treynor's ratio ของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีค่าเฉลี่ยสูงกว่า Sharpe's ratio และค่า Treynor's ratio ของตลาด(เกณฑ์อ้างอิง) กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรรษัทภิบาล(BSIRIRCG) มีค่า Sharpe's ratio และค่า Treynor's ratio สูงที่สุด โดยมีค่าเท่ากับ 0.28 และ 1.28 ตามลำดับ ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 (BBASIC) มีค่า Sharpe's ratio และค่า Treynor's ratio ต่ำที่สุด โดยมีค่าเท่ากับ 0.15 และ 0.75 ตามลำดับ

ผลการทดสอบ ค่า  $\alpha$  Jensen ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% พบว่า ค่า  $\alpha$  ซึ่งเป็นค่าที่แสดงผลตอบแทนผิดปกติของกองทุนรวมหุ้นสามัญที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารทุนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.20 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมี 8 กองทุนมีค่า  $\alpha$  เป็นบวก กองทุนเปิดบัวหลวงสิริผลบรรษัทภิบาล (BSIRIRCG) มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสูงสุดโดยมีค่าเท่ากับ 0.36 ส่วนกองทุนเปิดบัวหลวงปัจจัย 4 (BBASIC) มีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าปกติต่ำที่สุดโดยมีค่าเท่ากับ -0.04

## เอกสารอ้างอิง

- จิรัตน์ สังข์แก้ว.(2554).การลงทุน.กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- พิเชษฐ โพธิ์จรยากุล.(2545).ศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมในประเทศ. (การค้นคว้าแบบอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- รัตติกาล กันทาปวง.(2554).การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนระยะยาวที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด. (การค้นคว้าแบบอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่)
- วรัญญา นวมะรัตน์.(2550).การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงและความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ของกองทุนรวม. (การค้นคว้าแบบอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- วิริยา เรือนไชย.(2554).การเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนระหว่างกองทุนเปิดไทยเด็กซ์เซิร์ท 50 อีทีเอฟและกองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในเซิร์ท 50. (การค้นคว้าแบบอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่)
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(2551).ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับกองทุนรวม (พิมพ์ครั้งที่1). กรุงเทพฯ
- สมาคมบริษัทจัดการลงทุน.(2545).ผู้ทำหน้าที่ขายหน่วยลงทุน กองทุนรวม ผู้ที่ทำหน้าที่ด้านการตลาดกองทุนส่วนบุคคล.มาสเตอร์ คีย์ จำกัด.กรุงเทพฯ.
- สมาคมบริษัทจัดการลงทุน.(2558).มูลค่าNAVย้อนหลัง.สืบค้นเมื่อ 5 มีนาคม 2558, จาก <http://www.aimc.or.th>
- สุธีรา สินธุปิ่น.(2554).การวิเคราะห์ผลตอบแทนในการลงทุนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทยจำกัด. (การค้นคว้าแบบอิสระเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่)
- สมลักษณ์ บุญโกมล.(2550).การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานจากการลงทุนในกองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน. (สารนิพนธ์ คณะเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ).



Surang Mainkamnurd. (1996). *The Evaluation and Persistence of Mutual Fund Performance: The Case of Thai Stock Market*. Working paper. Joint Doctorial in Business Administration Program, Chulalongkorn University, Thammasart University and National Institute of Development Administration.



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright© by Chiang Mai University  
All rights reserved

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-สกุล	น.ส. พรโพยม ชุ่มศิริ
วันเดือนปีเกิด	8 มกราคม 2529
ประวัติการศึกษา	สำเร็จการศึกษาปริญญาตรี บริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยพายัพ ปีการศึกษา 2551
ประสบการณ์ทำงาน	2552-ปัจจุบัน บมจ.ธนาคารกรุงเทพ สาขาท่าแพ ตำแหน่ง เจ้าหน้าที่การตลาด



มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright © by Chiang Mai University  
All rights reserved