

## การวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน ในกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

### Risk and Return Analysis of Investment on Equity Fund in The SET50 Index

ทักษ์ดนัย จะมะลี<sup>1</sup> และ อภิญญา วนเศรษฐ์<sup>2</sup>

Thakdanai Jamalee and Apinya Wanaset

Received : February 13, 2018

Revised : March 24, 2018

Accepted : January 11, 2019

#### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 และ 2) ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 ภายใต้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย กองทุนรวมตราสารทุน ที่ลงทุนในดัชนี SET50 ใช้ราคาปิดรายเดือนในวันทำการสุดท้ายของเดือนของกองทุนตราสารทุน ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2555 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2559 โดยศึกษากองทุนตราสารทุน จำนวน 12 กองทุน ประกอบด้วย TMB50, 1AMSET50, KFLTTF50, K-SET50, KFLTFA50-D, MS50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 และ TMB50DV เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงภายใต้กรอบแนวคิดทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ เพื่อเป็นแนวทางศึกษาในการตัดสินใจลงทุน

ผลการศึกษาพบว่า 1) กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบอยู่ระหว่าง 0.004746 ถึง 0.051976 โดยกองทุนรวมที่มีค่าความเสี่ยงสูงสุดคือ TMB50 และกองทุนรวมที่มีค่าความเสี่ยงต่ำสุดคือ TMB50DV และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังอยู่ระหว่าง 0.2354 ถึง 0.2562 โดยกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุดคือ TMB50 และกองทุนรวมที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุดคือ TMB50DV ซึ่งสอดคล้องกับ High Risk High Return ยิ่งความเสี่ยง ผลตอบแทนก็ยิ่งสูง 2) ภายใต้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ พบว่ากองทุนรวมทั้ง 12 กองทุน มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ ระดับความเสี่ยงที่เป็นระบบเดียวกับระดับของตลาดหลักทรัพย์ หรือเรียกว่า Overvalued นั่นคือราคาตลาดของกองทุนสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

**คำสำคัญ :** ความเสี่ยง ผลตอบแทน และกองทุนตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

<sup>1</sup>ฝ่าย IT Operations บริษัท National ITMX จำกัด email : khunthakdanai@gmail.com

<sup>2</sup>รองศาสตราจารย์ สาขาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

## ABSTRACT

The objectives of this research were to study 1) risk and return of Investment on Equity Fund in The SET50 Index. And 2) the relationship between return and risk of Investment on Equity Fund in The SET50 Index under Capital Asset Pricing Model.

Data in this study consisted of equity fund in the SET50 index. The closing price of the Fund on the last business day of the month during January 1, 2012 to December 31, 2016 were used in this study including 12 equity funds namely TMB50, 1AMSET50, KFLT50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 and TMB50DV were studied, The relationship between return and risk was investigated by using Capital Asset Pricing Model in order to guide for investment decisions.

The results showed that 1) equity funds in the SET50 index have systematic risk values between 0.004746 and 0.051976. The highest risk is TMB50 and the lowest risk is TMB50DV. The expected return is between 0.2354 and 0.2562. The highest yield is TMB50 and the lowest is TMB50DV, which corresponds to high risk high return. 2) Under the Capital Asset Pricing Model (CAPM), 12 mutual funds have a lower rate of return than return rate of the stock market at the same level of risk, or called over valued. It meant that the market fund prices were higher than their real values.

## Keywords :

Risk, Return, and Equity Fund in The SET50 Index

## บทนำ

ในการตัดสินใจนำเงินที่มีอยู่มาลงทุนสิ่งสำคัญประการแรกของผู้ลงทุนคือนิ่งถึง คือ ผลตอบแทน (Return) ที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุน ซึ่งผลตอบแทนหมายถึงผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการลงทุน ซึ่งเป็นสิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้นจึงมีโอกาสที่จะเกิดความไม่แน่นอนต่างๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อค่าที่ได้รับผลตอบแทนของผู้ลงทุน ความไม่แน่นอนดังกล่าวก็คือ ความเสี่ยง (Risk) โดยทั่วไปการลงทุนที่มีโอกาสได้รับผลตอบแทนสูงมักจะมาคู่กับความเสี่ยงที่สูงขึ้นเช่นกัน (ชลวิธ สุธัญญารักษ์, 2559) ความเสี่ยงจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทน

ที่คาดหวัง หากหลักทรัพย์ใดให้ผลตอบแทนที่คาดหวังในระดับที่สูงก็จะมีความเสี่ยงสูง ตรงกันข้ามหากหลักทรัพย์ใดให้ผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำก็จะมีความเสี่ยงต่ำ

ในการสร้างผลตอบแทนและความมั่นคงให้กับผู้ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งทุกวันนี้มีทางเลือกการลงทุนหลากหลายประเภท ทั้งหุ้นสามัญ พันธบัตร สลากออมทรัพย์ หุ้นกู้ กองทุนรวม ทองคำ อสังหาริมทรัพย์ และอื่นๆ แต่ละประเภทต่างมีรายละเอียดและความซับซ้อนที่แตกต่างกันออกไป การทำความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะของสินทรัพย์เหล่านี้ วิธีการซื้อขาย ผลตอบแทน ความเสี่ยง ราคา และกลยุทธ์

การลงทุน จะช่วยเปิดโอกาสให้เราเลือกในการลงทุน และสร้างพอร์ตการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่ต้องการในระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ และบรรลุเป้าหมายทางการเงิน

ในตลาดการเงินปัจจุบันมีเครื่องมือในการลงทุนหลากหลายชนิด เพื่อตอบสนองรูปแบบและความต้องการในการลงทุนของผู้ลงทุน การลงทุนในกองทุนรวมเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของการลงทุน โดยกองทุนรวมมีผลิตภัณฑ์ทางการเงินประเภทต่างๆ ที่สามารถตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุนได้อย่างหลากหลาย ซึ่งผู้ลงทุนสามารถลงทุนผ่านกองทุนรวมได้โดยการซื้อหน่วยลงทุน ซึ่งก็คือกองทุนที่ออกขายโดยบริษัทจัดการลงทุน เพื่อระดมเงินเข้ากองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้น ส่วนผู้ลงทุนที่ซื้อหน่วยลงทุนนั้นจะมีฐานะเป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองทุนรวม การลงทุนผ่านกองทุนรวมนี้เหมาะกับผู้ที่ไม่มีความชำนาญ และไม่มีเวลาติดตามอย่างใกล้ชิด ทั้งนี้จะมีผู้จัดการกองทุนคอยดูแลให้

กองทุนรวมดัชนีมีกลยุทธ์การลงทุนเชิงรับ เพื่อเลียนแบบดัชนีอ้างอิงโดยเน้นสร้างผลตอบแทนให้ใกล้เคียงดัชนีอ้างอิงให้มากที่สุด และที่สำคัญคือค่าใช้จ่ายในการบริหารกองทุนที่ต่ำ จึงทำให้โดยรวมแล้วกองทุนมีค่าใช้จ่าย (Total expense ratio) ที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับกองทุนที่มีกลยุทธ์การลงทุนเชิงรุก (Active Investment) นอกจากนี้การลงทุนในกองทุนรวมดัชนียังเป็นทางเลือกที่ดีในการกระจายความเสี่ยงให้นักลงทุน โดยเฉพาะความเสี่ยงรายตัวของบริษัท (วุฒิชัย คงพัฒนสิริ, 2557) กองทุนรวมดัชนีนี้เหมาะสมกับนักลงทุนที่ยังไม่มีประสบการณ์ในการลงทุนมากนัก หรือนักลงทุนที่ไม่มีเวลามากพอในการเลือกหุ้นรายตัว รวมไปถึงนักลงทุนที่ต้องการทางเลือกในการกระจายความเสี่ยง นักลงทุนจำเป็นต้องรู้จัก

ดัชนีที่กองทุนรวมดัชนีใช้ในการเลียนแบบ วิธีการลงทุน และรายละเอียดอื่นๆ ก่อนเลือกลงทุน ไม่ว่าจะเป็นกองทุนรวมดัชนีหรือการลงทุนใดๆ นักลงทุนควรถามตัวเองว่าจุดประสงค์หรือเป้าหมายในการลงทุนของตัวเองคืออะไร ก่อนที่จะลงทุนเสมอ เพื่อวางแผนให้บรรลุเป้าหมายการลงทุนในอนาคต

หากเปรียบเทียบกองทุนตามนโยบายการลงทุนพบว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 เป็นกองทุนที่ได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุดในระยะยาว การบริหารกองทุนรวมนั้น ก็เลยมุ่งเน้นการสร้างผลตอบแทนที่ใกล้เคียงดัชนี SET50 ให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ ทั้งนี้กองทุนรวมตราสารทุนที่เลือกมาพิจารณานั้นเป็นกองทุนที่มีการซื้อขายในตลาดเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 5 ปี เพื่อให้ราคาเสนอซื้อขายมีความใกล้เคียงกัน ซึ่งจะส่งผลให้การศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทน มีความน่าเชื่อถือซึ่งสะท้อนราคาที่แท้จริง โดยมีรายชื่อกองทุนตราสารทุนที่จะทำการศึกษาเรียงตามอันดับของราคาขาย (Offer) ของแต่ละกองทุน จึงเป็นเหตุผลการศึกษาครั้งนี้ถึงการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเป็นอย่างไร เพื่อช่วยให้นักลงทุนที่สนใจสามารถนำผลการศึกษาที่ได้มาเปรียบเทียบกองทุนแต่ละกองทุน ให้ผู้ลงทุนสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจลงทุน ด้วยความสำคัญที่ได้กล่าวมา การเข้าใจพฤติกรรมของความเสี่ยงและผลตอบแทนจะช่วยให้การตัดสินใจ เลือกลงทุนในกองทุนรวมได้อย่างเหมาะสม โดยนำเครื่องมือทางเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการวิเคราะห์ และการศึกษครั้งนี้จะวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

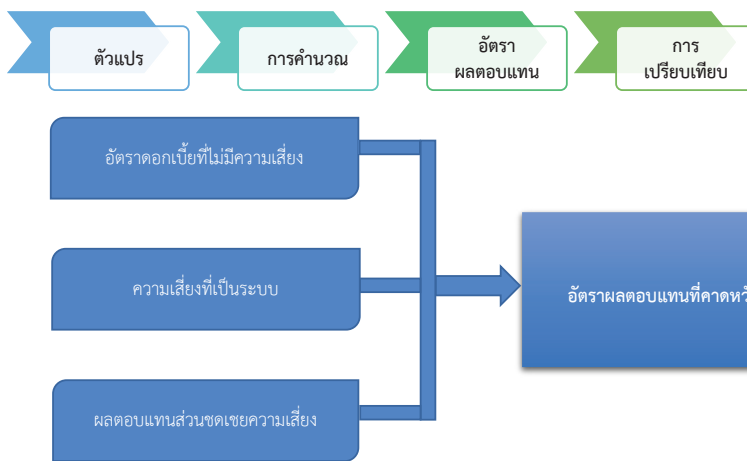
### วัตถุประสงค์

1) เพื่อศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 ภายใต้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

### กรอบแนวคิดการวิจัย

ใช้แนวคิดของทฤษฎีของแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) เป็นแบบจำลองทางการเงินที่ช่วยให้นักลงทุนใช้ในการกำหนดราคาของความเสี่ยงในรูปแบบอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์



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

โดย

$R_i$  = อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังตามระดับความเสี่ยง

$R_f$  = ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เรียกเก็บกับผู้กู้ที่ไม่มีความเสี่ยง ซึ่งในทางปฏิบัติสามารถประมาณการได้ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตราสารหนี้ภาครัฐ

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดโดยเฉลี่ย

$\beta_i$  = ดัชนีที่แสดงถึงระดับความเสี่ยงของการลงทุนในกองทุน  $i$  คำนวณได้จากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุน  $i$  กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนที่มีอยู่ตลาด

### ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาเฉพาะกองทุนรวมประเภทตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 12 กองทุนตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2555 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2559 ทั้งนี้กองทุนรวมตราสารทุนที่เลือกมาพิจารณานั้นต้องเป็นกองทุนที่มีการซื้อขายในตลาดเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 5 ปี เพื่อให้ราคาเสนอซื้อขายมีความใกล้เคียงกัน ซึ่งจะส่งผลให้การศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทน มีความน่าเชื่อถือซึ่งสะท้อนราคาที่แท้จริง โดยมีรายชื่อกองทุนตราสารทุนที่จะทำการศึกษาเรียงตามอันดับของราคาขาย (Offer) ของแต่ละกองทุน

## บททวนวรรณกรรม

ในระยะที่ผ่านมาการศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนมีการนำมาใช้อย่างแพร่หลายในหลักทรัพย์กลุ่มต่างๆ รวมทั้งกองทุนรวมยกตัวอย่างเช่น

รัตติกาล กันทาปวง (2554) วิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนหุ้นระยะยาวที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด โดยทำการศึกษาดังแต่วันที่จดทะเบียนกองทุนของแต่ละกองถึงปี พ.ศ. 2553 วัดประสิทธิภาพผลของผลตอบแทนจากการลงทุนของกองทุนหุ้นระยะยาวด้วยวิธีตัวชี้วัด (Sharpe Index) และการวิเคราะห์แบบสโตแคสติกดอมิแนนซ์ (Stochastic Dominance) พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุน มีค่าระหว่าง 16.07%-29.15% ซึ่งกองทุนรวมหุ้นระยะยาว ที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด 3 อันดับแรก คือ SCBLT3 มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 29.15%, SCBLT2 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 20.80% และ SCBLTT อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย 20.52% ส่วนในด้านความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนพบว่ากองทุนหุ้นระยะยาวที่มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานต่ำที่สุด 3 อันดับแรก คือ SCBLTS โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 10.40%, SCBLT1 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 15.90% และ SCBLT2 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 21.21% เมื่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทุนใดๆ มีค่ามากจะส่งผลโดยตรงต่อความเสี่ยงซึ่งจะแสดงให้เห็นว่ากองทุนหุ้นระยะยาวดังกล่าวนี้มีอัตราผลตอบแทนของกองทุนผิดไป จากอัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้รับมากที่สุดเช่นกัน (High-risk High-return)

ธนิยนันท์ นิมิตรชัยวงศ์ (2554) วิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดธนาคาร โดยทำการศึกษาดังแต่วันที่ 1 ตุลาคม พ.ศ. 2551 ถึงวันที่ 30 กันยายน พ.ศ. 2554 โดยทำการประมาณค่าสมการถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) ตามทฤษฎีแบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model :CAPM) พบว่าอัตราผลตอบแทนมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ (SET) หมวดธนาคารตัวเงินคลังอายุ 3 เดือนมีค่า P-value เท่ากับ 0.0000 โดยทดสอบที่ระดับนัยสำคัญ 5% จึงไม่สามารถปฏิเสธได้ว่าอัตราผลตอบแทนมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ ในด้านอัตราผลตอบแทนส่วนเกินหมวดธนาคาร (BANK) มีอัตราผลตอบแทนไม่แตกต่างจากตลาด เนื่องจากค่า P-value (F-stat) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.2340 ซึ่งมีค่า P-Value มากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธได้ว่าความเสี่ยงไม่แตกต่างจากตลาด และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเทียบกับความเสี่ยง โดยวิธี Sharpe Ratio พบว่าตลาดหลักทรัพย์ (SET) และหมวดธนาคาร (BANK) มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเท่ากับ 0.0328 และ 0.0316 ตามลำดับ หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินสูงที่สุด คือ หลักทรัพย์ KTB TCAP และ CIMBT หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ต่ำที่สุด คือ หลักทรัพย์ BAY TMB และ BBL

Gregory Connor and Sanjay Sehgal (2001) วิเคราะห์แบบจำลอง Three Factor Model ของ Fama and French ในตลาดหลักทรัพย์อินเดีย พบว่าปัจจัยตลาด ปัจจัยขนาด และปัจจัยทางด้านมูลค่า

มีผลกระทบต่อในตลาดหลักทรัพย์อินเดีย อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละหลักทรัพย์ สามารถอธิบายได้โดยปัจจัยทั้งสามตัว และไม่สามารถได้ด้วยปัจจัยตลาดเพียงปัจจัยเดียว ซึ่งให้เห็นว่าแบบจำลองการกำหนดหลักทรัพย์ หรือ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญไม่อย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยทั้งสามตัวมีความเชื่อมโยงระหว่างปัจจัยความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในเรื่องรายได้กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์แต่ละตัว

ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์ (2559) แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model) หรือ CAPM เป็นแบบจำลองเกี่ยวกับการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงจากการลงทุน โดยกำหนดให้ความเสี่ยงของตลาดเป็น 1 ถ้าหลักทรัพย์ใดมีความเสี่ยงมากกว่า 1 จัดเป็นหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูงกว่าตลาดและหลักทรัพย์ใดมีความเสี่ยงน้อยกว่า 1 เป็นหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำกว่าตลาด ดังนั้นถ้านักลงทุนที่มีพฤติกรรมชอบความเสี่ยงสามารถเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนสูง หรือนักลงทุนที่มีพฤติกรรมไม่ชอบความเสี่ยงสามารถเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ โดยการใช้แบบจำลอง CAPM ในการวิเคราะห์และเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ พบว่าผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงมากกว่าตลาดหรือเป็นหลักทรัพย์เชิงรุก ได้แก่ บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น, บริษัท ปตท., ธนาคารกสิกรไทย, ธนาคารไทยพาณิชย์, ธนาคารกรุงไทย, และบริษัท ปตท. จำกัดและผลิตปิโตรเลียม ส่วนหลักทรัพย์ที่

มีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาดหรือเป็นหลักทรัพย์เชิงรับ ได้แก่ บริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิส, บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล, ธนาคารกรุงเทพ, และบริษัท อินทัช โฮลดิ้งส

สุธีรัตน์ กิตติโชควัฒนา และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2557) โดยใช้แนวคิดเรื่องทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model - CAPM) เป็นแนวคิดในการพิจารณาซึ่งสามารถใช้เป็นแนวทางที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าหลักทรัพย์กลุ่มทรัพยากรพลังงานและสาธารณูปโภคที่ผู้ลงทุนควรลงทุนซื้อ มี 4 หลักทรัพย์ คือ AKR, BAFS, DEMCO และ AI โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) ส่วนหลักทรัพย์กลุ่มทรัพยากรพลังงานและสาธารณูปโภคที่ผู้ลงทุนไม่ควรลงทุนซื้อ มี 2 หลักทรัพย์ คือ BANPU และ BCP โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (over valued)

### วิธีการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนภายใต้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ และการรวบรวมข้อมูลโดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายเดือนในวันทำการสุดท้ายของเดือนของกองทุนตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2555 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2559 จำนวน 12 กองทุน ดังต่อไปนี้



ตารางที่ 1 กองทุนรวมตราสารทุน ที่ลงทุนในดัชนี SET50

| ลำดับ | กองทุน                                          | บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน |
|-------|-------------------------------------------------|------------------------------|
| 1     | กองทุนเปิดทหารไทย SET50                         | บลจ.ทหารไทย จำกัด            |
| 2     | กองทุนเปิดวรรณเอเอ็มเซ็ท 50                     | บลจ.วรรณ จำกัด               |
| 3     | กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาว SET50              | บลจ.กรุงศรี จำกัด            |
| 4     | กองทุนเปิดเค เซ็ท 50                            | บลจ.กสิกรไทย จำกัด           |
| 5     | กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาวแอ็คทีฟ SET50 ปันผล | บลจ.กรุงศรี จำกัด            |
| 6     | กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50                     | บลจ.เอ็มเอฟซี จำกัด          |
| 7     | กองทุนเปิดกรุงศรีเอ็นแฮนซ์เซ็ท 50               | บลจ.กรุงศรี จำกัด            |
| 8     | กองทุนเปิดซีไอเอ็มบี-พริ้นซิเพิล เดลี-เซ็ท 50   | บลจ.ซีไอเอ็มบี จำกัด         |
| 9     | กองทุนเปิดแอสเซทพลัส SET50                      | บลจ.แอสเซท พลัส จำกัด        |
| 10    | SCB SET50 Index Fund                            | บลจ.ไทยพาณิชย์ จำกัด         |
| 11    | SCB SET50 Index RMF                             | บลจ.ไทยพาณิชย์ จำกัด         |
| 12    | กองทุนเปิดทหารไทย SET50 ปันผล                   | บลจ.ทหารไทย จำกัด            |

ที่มา : สมาคมบริษัทจัดการลงทุน <https://www.aimc.or.th>

### เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

1) เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนตราสารทุนด้วยค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และความแปรปรวน และค่าความแปรปรวนร่วมของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

2) เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM)

3) คำนวณความเสี่ยงที่เป็นระบบ ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis)

โดยสามารถคำนวณได้สมการดังนี้

$$R_i = \alpha + \beta R_m$$

โดยที่

$R_i$  = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนใน SET50

$\alpha$  = ค่าสัมประสิทธิ์แอลฟา (ค่าคงที่)

$\beta$  = ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ SET Index

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การรวบรวมข้อมูลราคาของกองทุนตราสารทุนจากฐานข้อมูลทางอินเทอร์เน็ตของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 12 กองทุน (รายชื่อตามดัชนีหลักทรัพย์ SET50 ระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2555 ถึง 31 ธันวาคม 2559) ซึ่งกองทุนตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 เป็นข้อมูลทุติยภูมิรายเดือนในวันทำการสุดท้ายของเดือน รวม 60 เดือน

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนตราสารทุนดังต่อไปนี้

1) การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือตัวแบบการตีราคาสินทรัพย์ทุนอธิบายการกำหนดราคาหลักทรัพย์โดยการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบโดยสามารถคำนวณได้สมการดังนี้

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

โดยที่

$E(R_i)$  = อัตราผลตอบแทนรวมที่คาดหวังของกองทุน i  
 $R_f$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

$\beta_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าหรือดัชนีชี้วัดความเสี่ยงของกองทุน i

$E(R_m)$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ SET Index

2) การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง เป็นการคำนวณหาราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) โดยนำข้อมูลราคาปิดตลาดหลักทรัพย์ในวันทำการสุดท้ายของเดือนมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายเดือน โดยสามารถคำนวณได้สมการดังนี้

$$R_m = \frac{(SET_t - SET_{t-1})}{SET_{t-1}} \times 100$$

โดยที่

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ SET Index

$SET_t$  = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือน t

$SET_{t-1}$  = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือน t-1

3) การประมาณค่าสัมประสิทธิ์หรือการวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุนรวม (Systematic Risk) ค่าสัมประสิทธิ์ หรือ Beta ( $\beta$ ) เป็นการวัดความอ่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ซึ่งอัตราผลตอบแทนของกองทุนตราสารทุน โดยทั่วไปจะวัดโดยการเคลื่อนไหวของดัชนีตลาด คำนวณได้ดังสมการดังนี้

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Variance}(R_m)}$$

โดยที่

$\beta_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า

$\text{Cov}(R_i, R_m)$  = ค่าความแปรปรวนร่วมของกองทุน i กับตลาดหลักทรัพย์

$\text{Variance}(R_m)$  = ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ตามในการศึกษานี้ใช้วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) เพื่อหาค่าดังกล่าวข้างต้น

4) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน ทำการศึกษาผลตอบแทนของตลาด และวิเคราะห์ความเสี่ยงของกองทุนตราสารทุนที่ทำการศึกษา ในรูปของสัมประสิทธิ์หรือค่าเบต้า รวมทั้งทำการวิเคราะห์ถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ คำนวณได้ดังนี้



• **การคำนวณความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์** สามารถคำนวณหาความเสี่ยงจากการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ว่ามีมากน้อยเพียงใด โดยวัดด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน หากมีการกระจายมากแสดงว่ามีความเสี่ยงมาก ซึ่งคำนวณได้ดังสมการดังนี้

$$\sigma_m = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R}_m)^2}{n}}$$

โดยที่

$\sigma_m$  = ค่าความเสี่ยงหรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตลาดหลักทรัพย์

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

$\bar{R}_m$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของตลาดหลักทรัพย์

$n$  = จำนวนเดือนที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

• **การคำนวณความเสี่ยงกองทุนรวมตราสารทุนรายตัว** โดยนำอัตราผลตอบแทนของแต่ละกองทุนตราสารทุน มาคำนวณหาความเสี่ยงจากการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนว่ามีมากน้อยเพียงใด โดยวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ถ้ามีการกระจายมากแสดงว่ามีความเสี่ยงมาก และมีความไม่แน่นอนของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงมากด้วย ซึ่งคำนวณได้ดังสมการดังนี้

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

โดยที่

$\sigma_i$  = ค่าความเสี่ยงหรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกองทุนรวม i

$R_i$  = อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม i ในเดือน ที่ t

$\bar{R}_i$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของกองทุนรวม i

$n$  = จำนวนเดือนที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

• **การวิเคราะห์ความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงการลงทุน** เป็นการวิเคราะห์จากสมการถดถอยด้วยวิธีการประมาณค่าแบบ OLS ตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) โดยใช้เส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line: SML) ซึ่งเป็นเส้นระดับดุลยภาพที่แสดงถึงอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากกองทุนตราสารทุน เท่ากับอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์

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

โดยที่

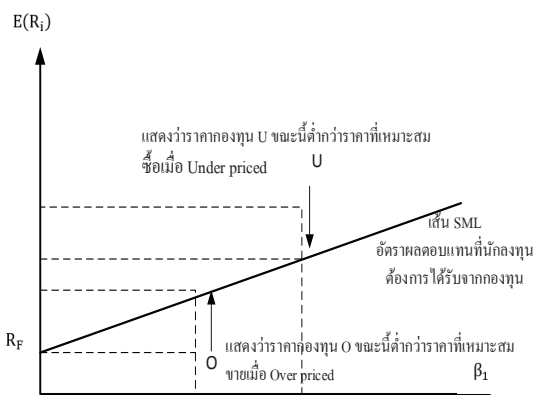
$E(R_i)$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกองทุน i

$R_f$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง ( $\beta=0$ )

$\beta_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าหรือดัชนีชี้วัดความเสี่ยงของกองทุน i

$E(R_m)$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ SET Index

เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการตามระดับค่าเบต้าที่คำนวณได้โดยใช้ CAPM กับอัตราผลตอบแทนที่พยากรณ์ซึ่งอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาที่ได้คาดไว้ ซึ่งทำให้สามารถประเมินได้ว่ากองทุนใดราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Over priced) กองทุนใดราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Under priced) และกองทุนใดมีราคาที่เหมาะสมแล้ว (Fair Priced)



ภาพที่ 1 การปรับตัวเข้าหาราคาดุลยภาพ  
ของกองทุน U และ กองทุน O  
ที่มา : กาญจน์ กังวานพรศิริ 2560

ผลการศึกษา

1) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของอัตรา  
ผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนใน  
กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

จากการตรวจสอบลักษณะความนิ่งของ  
ข้อมูลกองทุนตราสารทุน ทั้ง 12 กองทุน มีคุณลักษณะ  
ของความนิ่ง (Stationary) แล้วจึงนำข้อมูลมาวิเคราะห์  
ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจาก  
การลงทุนในกองทุนตราสารทุน ด้วยวิธีการประมาณค่า  
แบบ OLS (Ordinary Least Squares) จากแบบจำลอง  
ต่อไปนี้

$$R_i = \alpha + \beta R_m$$

ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (β) ในกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

| กองทุน     | Coefficient (β) | F-statistic | P-value | R <sup>2</sup> |
|------------|-----------------|-------------|---------|----------------|
| TMB50      | 0.0519          | 724.3218*   | 0.0000  | 0.9257         |
| 1AMSET50   | 0.0318          | 619.8747*   | 0.0000  | 0.9143         |
| KFLT50     | 0.0194          | 964.3196*   | 0.0000  | 0.9432         |
| K-SET50    | 0.0181          | 947.0562*   | 0.0000  | 0.9422         |
| KFLTFA50-D | 0.0140          | 189.1668*   | 0.0000  | 0.7643         |
| M-S50      | 0.0154          | 281.3123*   | 0.0000  | 0.8285         |
| KFENSET50  | 0.0132          | 785.6461*   | 0.0000  | 0.9311         |
| CIMB-SET50 | 0.0131          | 1038.760*   | 0.0000  | 0.9470         |
| ASP-SET50  | 0.0127          | 960.0087*   | 0.0000  | 0.9429         |
| SCBSET50   | 0.0105          | 1027.406*   | 0.0000  | 0.9465         |
| SCBRMS50   | 0.0099          | 1045.119*   | 0.0000  | 0.9473         |
| TMB50DV    | 0.0047          | 137.6425*   | 0.0000  | 0.7020         |

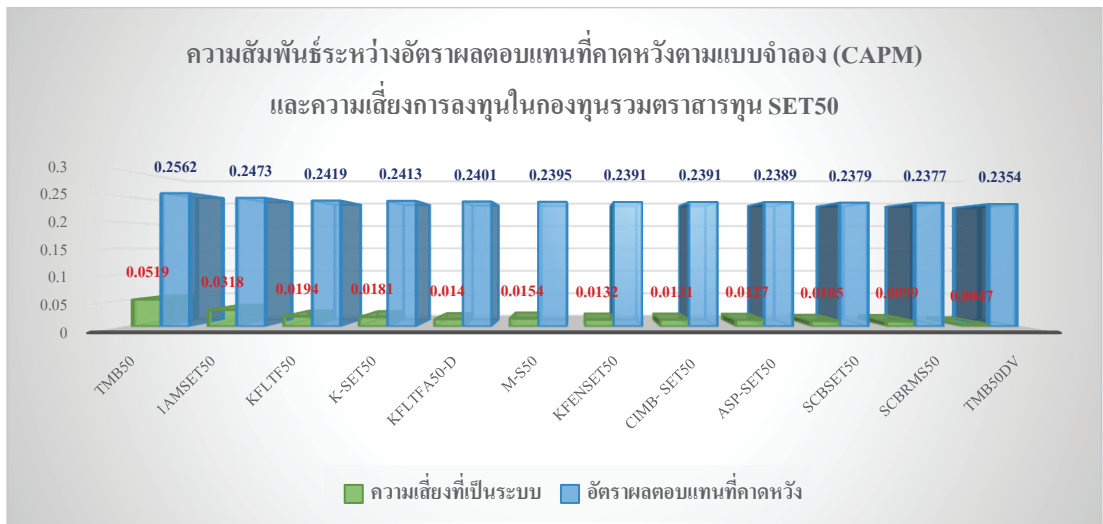
หมายเหตุ \* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ( $\beta$ ) ในกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 จำนวน 12 กองทุน ได้แก่ กองทุนรวม TMB50, 1AMSET50, KFLTF50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 และ TMB50DV พบว่าทุกกองทุนรวมตราสารทุนลงทุนในดัชนี SET50 มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ( $\beta$ ) อยู่ระหว่าง 0.004746 ถึง 0.051976 โดยกองทุนรวมที่มีค่าความเสี่ยงสูงสุดคือ TMB50 ( $\beta = 0.051976$ )

และกองทุนรวมที่มีค่าความเสี่ยงต่ำสุดคือ TMB50DV ( $\beta = 0.004746$ ) แสดงว่าความสัมพันธ์ของความเสียหายหลักทรัพย์ทุกกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ณ ระดับนัยสำคัญร้อยละ 5

2) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

หน่วย: เฉลี่ยต่อเดือน



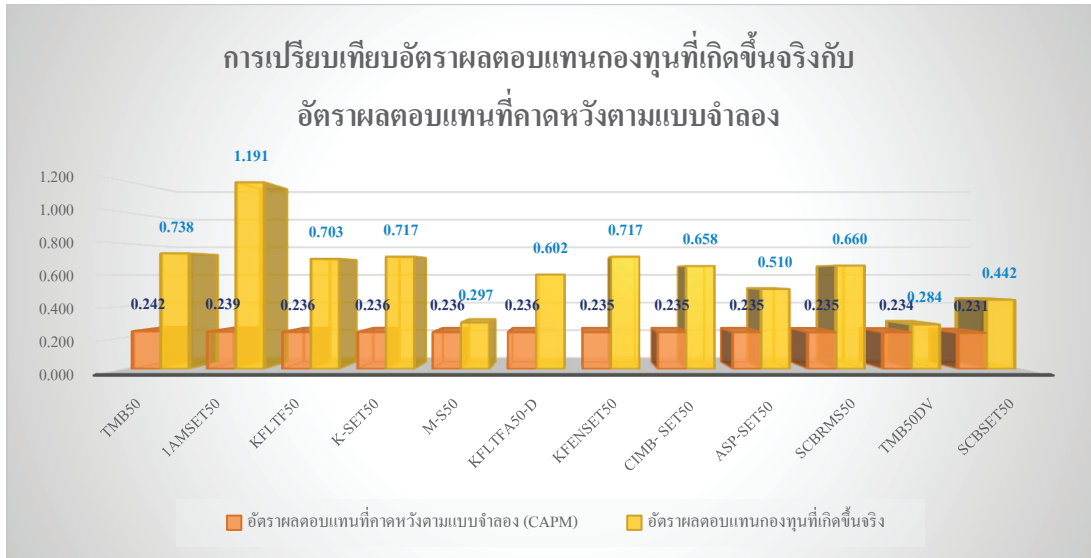
ภาพที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และกับความเสี่ยงการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน SET50

จากภาพที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลอง (CAPM) และความเสี่ยงการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน SET50 จำนวน 12 กองทุน ได้แก่ กองทุนรวม TMB50, 1AMSET50, KFLTF50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 และ TMB50DV พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital

Asset Pricing Model : CAPM) กับความเสี่ยงที่เป็นระบบ การลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกล่าวคือ กองทุนที่มีความเสี่ยงสูงกองทุนนั้นให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูงเช่นเดียวกัน โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) สูงที่สุดคือ TMB50 = 0.2562 และต่ำสุดคือ TMB50DV = 0.2354

### 3) การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกองทุนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ในกองทุนรวมที่ลงทุนในดัชนี SET50

หน่วย: เฉลี่ยต่อเดือน

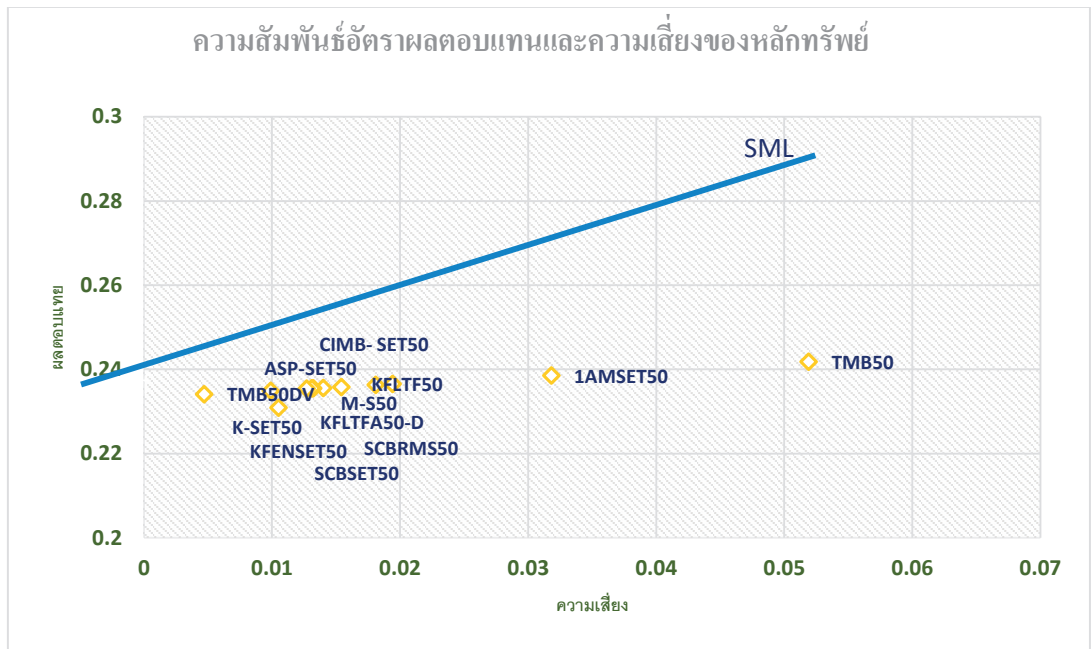


**ภาพที่ 3** การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกองทุนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง  
ตามแบบจำลอง (CAPM) ของกองทุนรวมตราสารทุน SET50

จากภาพที่ 3 การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกองทุนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลอง (CAPM) ของกองทุนรวมตราสารทุน SET50 ระหว่างปี พ.ศ. 2555-2559 จำนวน 12 กองทุน ได้แก่ TMB50, 1AMSET50, KFLTF50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBRMS50 และ TMB50DV พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังทุกกองทุนรวมตราสารทุนอยู่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนกองทุนที่เกิดขึ้นจริง แสดงว่าราคากองทุนรวมตราสารทุนนั้นสูงกว่าราคาที่เหมาะสมหรือ Over valued

ในกรณีนี้ผู้ลงทุนควรตัดสินใจขายกองทุนรวมนั้น เพราะกองทุนรวมน่าจะมีราคาตลาดต่ำลงในอนาคต อย่างไรก็ตามในกรณีของผู้ที่ต้องการเข้าลงทุนควรรอจังหวะให้ราคาของกองทุนมีการปรับตัวลดลงก่อนจึงเข้าลงทุน

หากนำค่าความเสี่ยงของกองทุนมาร่วมพิจารณากับอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับโดยใช้เส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line: SML) เพื่อแสดงถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่คาดหวังกับค่าความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุน SET50 จำนวน 12 กองทุน สามารถแสดงได้ดังภาพที่ 4



**ภาพที่ 4** ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุน SET50

จากภาพที่ 4 ความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 จำนวน 12 กองทุน ได้แก่ TMB50, 1AMSET50, KFLT50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 และ TMB50DV พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังทุกกองทุนอยู่ต่ำกว่าเส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าราคากองทุนรวมตราสารทุนนั้นสูงกว่าราคาที่เหมาะสมหรือ Overvalued อย่างไรก็ตามพบว่าทั้ง 12 กองทุนรวม คือ TMB50, 1AMSET50, KFLT50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 และ TMB50DV มีความเสี่ยงน้อยกว่า 1 ( $\beta < 1$ ) นั่นแสดงว่ากองทุนรวมเหล่านี้ยังมีความเสี่ยงต่ำกว่าความเสี่ยงของตลาดโดยรวม

#### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้ใช้เครื่องมือตัวแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) โดยแบ่งการศึกษออกเป็น 3 ส่วน คือ 1) เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนตราสารทุนด้วยค่าเฉลี่ยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และความแปรปรวน และค่าความแปรปรวนร่วมของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน 2) เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เป็นระบบตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) 3) คำนวณความเสี่ยงที่เป็นระบบ ด้วยแบบจำลองตลาด (Market Model) ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งผลการศึกษได้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การวิจัย ดังนี้

### 1.1 ศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50

พบว่ากองทุนรวม ทั้งหมด 12 กองทุน ที่นำมาวิเคราะห์มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ( $\beta$ ) ซึ่งเป็นตัวบ่งบอกความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนกับอัตราผลตอบแทนของตลาด พบว่าความสัมพันธ์มีการเปลี่ยนแปลงเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน แล้วสอดคล้องกับทฤษฎีแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset pricing Model : CAPM) โดยกองทุนรวมทั้งหมด 12 กองทุน ประกอบด้วย TMB50, 1AMSET50, KFLTF50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 และ TMB50DV โดยกองทุนรวมตราสารทุนที่มีผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) สูงที่สุดคือ TMB50 = 0.2562 และต่ำสุด คือ TMB50DV = 0.2354 มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ ( $\beta < 1$ ) แสดงว่าราคาของกองทุนรวมมีการเปลี่ยนแปลงและเคลื่อนไหวช้ากว่าราคาของหุ้นโดยทั่วไปในตลาด หรือเรียกว่าเป็นกองทุนที่มีราคาปรับตัวช้า (Defensive stock) กล่าวคือนักลงทุนที่ต้องการเลือกลงทุนในกองทุนรวมดังกล่าว หากตลาดหลักทรัพย์อยู่ในสภาวะซบเซาจะได้รับผลตอบแทนที่มากกว่า เมื่อเทียบกับผลตอบแทนของตลาด แต่จะต้องยอมรับว่าในกรณีที่ตลาดมีสภาวะรุ่งเรือง ผลตอบแทนของกองทุนรวมนี้ อาจไม่ได้รับผลตอบแทนที่สูง กองทุนรวมกลุ่มนี้จึงเป็นกองทุนที่เหมาะสมสำหรับการลงทุน

### 1.2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 ภายใต้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM)

พบว่ากองทุนรวมทั้ง 12 กองทุน ประกอบด้วย TMB50, 1AMSET50, KFLTF50, K-SET50, KFLTFA50-D, M-S50, KFENSET50, CIMB-SET50, ASP-SET50, SCBSET50, SCBRMS50 และ TMB50DV มีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ ระดับความเสี่ยงที่เป็นระบบเดียวกับระดับของตลาดหลักทรัพย์ หรือเรียกว่า Overvalued นั่นคือราคาของหุ้นสูงกว่าราคาที่แท้จริง ถ้าผู้ลงทุนถือกองทุนดังกล่าวอยู่ก็ควรจะขายออกไปเพราะในอนาคตราคาของหุ้นก็จะลดลงที่สอดคล้องกับงานวิจัยเรื่องการวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (รัตนธัญญะสุวรรณ์, 2557) โดยใช้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์สมการถดถอยด้วยวิธีการประมาณค่าแบบ OLS เป็นแนวทางศึกษาเพื่อการตัดสินใจลงทุน พบอัตราผลตอบแทนของหุ้นหลักทรัพย์ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับหรือราคาหลักทรัพย์สูงเกินมูลค่า

เนื่องจากนโยบายการลงทุนของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 แต่ละกองทุนมีรูปแบบการลงทุนและนโยบายการลงทุนที่แตกต่างกัน ทำให้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมีความผันผวน โดยเฉพาะกองทุนรวม TMB50 จะมีความผันผวนและความเสี่ยงมากกว่ากองทุนอื่น แต่เนื่องจากในสภาวะ



เศรษฐกิจ การเมือง รวมถึงการบริหารงานขององค์กร และปัจจัยภายนอกที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่เลือกลงทุน ขณะเดียวกันผู้ลงทุนควรศึกษานโยบายวัตถุประสงค์ของกองทุน ด้วยการอ่านหนังสือชี้ชวนส่วนสรุปข้อมูลสำคัญ Fund Fact Sheet ของกองทุนก่อนตัดสินใจลงทุน เพื่อให้สามารถประเมินผลตอบแทน ความเสี่ยงและสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่จะได้ว่ามีความสอดคล้องกับเป้าหมายในการลงทุนของผู้ลงทุน

### ข้อเสนอแนะ

เนื่องจากแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) แสดงให้เห็นว่ามีปัจจัยเดียวเท่านั้นที่กระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุน คือ ความเสี่ยงตลาด ถึงแม้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์จะช่วยให้นักลงทุนเข้าใจความสัมพันธ์ต่างๆ ได้ง่ายขึ้น และได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก แต่ก็มีข้อโต้แย้งว่าข้อสมมติฐานตามแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ไม่สอดคล้องกับข้อเท็จจริง (ธนโชค โลเกศกระวี, 2557) ตัวแบบกำหนดราคาหลักทรัพย์ CAPM ค่อนข้างมีปัญหาในการประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติ ดังนั้นจึงมีการพัฒนาตัวแบบกำหนดต่างๆ ในการกำหนดต่างๆ ในการกำหนดราคากองทุนขึ้นมาเพื่อให้ความสอดคล้องกับสภาพตลาดในระบบเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริง โดยเพิ่มปัจจัยที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำหนดอัตราผลตอบแทนของกองทุนนอกเหนือจากปัจจัยด้านความเสี่ยงตลาดในทางปฏิบัติ ทำให้นักลงทุนบางกลุ่มมองว่าแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model :

CAPM) อาจไม่มีประสิทธิภาพจึงได้มีการพิจารณาหาปัจจัยความเสี่ยงอื่นๆ นอกเหนือจากความเสี่ยงตลาด (Market risk) เช่นแบบจำลอง 3 ปัจจัย มีแนวคิดว่าการปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคตามทฤษฎี Arbitrage Pricing Theory : APT มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยทางอ้อม คือ มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ เช่น มีผลต่ออัตราการเจริญเติบโตของกิจการ ยอดขาย กำไร หนี้สิน ฯลฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อีกทอดหนึ่ง แบบจำลอง 3 ปัจจัยบนพื้นฐานของการศึกษาที่ผ่านมาซึ่งกำหนดให้ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ประกอบด้วย 3 ปัจจัย ได้แก่ ความเสี่ยงตลาด (Market risk) ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (B/M ratio)

การศึกษาครั้งต่อไป ควรนำการพิจารณาการวิเคราะห์เชิงคุณภาพในการประเมินมูลค่าด้วย จะทำให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นในการตัดสินใจลงทุน เช่น การวิเคราะห์เศรษฐกิจอุตสาหกรรม นโยบายภาครัฐบาล ส่วนแบ่งทางการตลาด และงบการเงิน ปัจจัยทางด้านเทคนิค การวิเคราะห์อัตราการเจริญเติบโตของธุรกิจ เพื่อการประเมินผลการตัดสินใจให้เกิดความชัดเจนมากขึ้น

และผลการศึกษาจะช่วยให้ผู้ที่สนใจลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนใช้เป็นแนวทางเพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจเลือกลงทุน กำหนดกลยุทธ์การลงทุนในบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ทำให้ทราบถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนี SET50 ในแต่ละบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน

อีกทั้งยังช่วยผู้สนใจลงทุนเกิดความเข้าใจในแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ทราบถึงประสิทธิภาพการบริการจัดการของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเพื่อเป็นแนวทางให้ผู้ลงทุนนำไปวิเคราะห์การลงทุนในกองทุนรวม ให้เหมาะสมกับผู้ลงทุนตามระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ

### บรรณานุกรม

- กาญจณี กังวานพรศิริ. 2560. **เศรษฐศาสตร์การเงินและการจัดการทางการเงิน**. พิมพ์ครั้งที่ 1. นนทบุรี: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัย-ธรรมาธิราช.
- ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์. 2559. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ตามแบบจำลอง CAMP: อัตราส่วน Sharpe และอัตราส่วน Treynor. **วารสารสุทธิปริทัศน์** 30 (95): 130-142.
- ชลวิธ สุทธิญารักษ์. 2559. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนของหลักทรัพย์
- หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม. **วารสารวารสารบัณฑิตศึกษามหาวิทยาลัยราชภัฏวไลย-อลงกรณ์** 10 (3): 14-24.
- ธนโชค โลเกศกระวี. 2557. พัฒนาการของตัวแบบกำหนดราคาหลักทรัพย์จาก CAMP ถึง BAPM. **วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์** 2 (9): 29-48.

- ธนิยนันท์ นิมิตรชัยวงศ์. 2554. **การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย** หมวดธนาคาร กรุงเทพมหานคร. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- รัตติกาล กันทาปวง. 2555. **การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนหุ้นระยะยาวที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์จำกัด เชียงใหม่**. วิทยานิพนธ์ เศรษฐศาสตร-มหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- วุฒิชัย คงพัฒน์ศิริ. 2557. เรียนรู้การลงทุนในกองทุนรวมดัชนี (Index Fund). **หนังสือพิมพ์โพสต์ทูเดย์** (18 กุมภาพันธ์ 2557): 16.
- สุธีรัตน์ กิตติโชควัฒนา และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. 2557. การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มทรัพยากรพลังงานและสาธารณูปโภคโดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM). **วารสารมหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร** 6 (11): 135-148.
- Connor, Gregory and Sehgal, Sanjay. 2001. Tests of the Fama and French model in India. In **Financial Markets Group** (Online). <https://www.researchgate.net>, 4 กุมภาพันธ์ 2561