

การวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่าง  
กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์  
SET50 (Index Fund) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุน  
เชิงรุก (Active Fund)  
สมพงษ์ หิรัญจรโรจน์

---

## บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ เป็นการศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทตราสารทุนในประเทศไทยที่ลงทุนในดัชนี SET50 (Index Fund) เปรียบเทียบกับกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) จำนวน 6 กองทุน เปรียบเทียบกับดัชนีผลตอบแทนรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง 50 อันดับแรก (SET50 TRI) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุน

เชิงรุก (Active Fund) จำนวน 13 กองทุน เปรียบเทียบกับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ประเภทรายเดือน ตั้งแต่วันที่ 31 สิงหาคม 2552 ถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2562 รวม 10 ปี ใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง และวัดผลประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยใช้ค่า Sharpe's Ratio, Treynor's Ratio และ Jensen

จากการศึกษาพบสรุปผลที่ได้จากการศึกษา โดยแบ่งออกเป็น 4 หัวข้อดังนี้

### 1. ผลการวิเคราะห์และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน

กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ทุกกองทุนที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI ดังนั้นผลการศึกษารูปได้ว่าไม่มีกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ใด ที่ให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI

เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) พบว่ามีทั้งหมดเพียง 2 กองทุนจาก 13 กองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ ที่ผู้จัดการกองทุนสามารถบริหารกองทุนให้มีผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ได้แก่ กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล กองทุนเปิดบัวแก้ว

### 2. ผลการวิเคราะห์และเปรียบเทียบความเสี่ยง

กองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ส่วนใหญ่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI มีเพียง 1 กองทุน ซึ่งได้แก่ กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50 ที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI ซึ่งผลจาก

การศึกษา อาจหมายความว่า ผู้จัดการกองทุนจะบริหารกองทุนให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่า หรือใกล้เคียงกับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีราคาหลักทรัพย์มากที่สุด เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI

นอกจากนั้นเมื่อเปรียบเทียบความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) พบว่า มีเพียง 5 กองทุนจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 13 กองทุน ที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI ที่เหลืออีก 8 กองทุนมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI จากค่าที่ได้ อาจหมายความว่า ผู้จัดการกองทุนจะบริหารกองทุนเชิงรุก โดยอาจมีการจับจ้องหวะในการเลือกหุ้น (Stock Selection) เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนมากกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI ให้มากที่สุด

### 3. ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวม

ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวม พบว่าทั้งหมด 19 กองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ มีค่า Sharpe's Ratio และ ค่า Treynor's Ratio เป็นบวก ซึ่งหมายความว่าผู้จัดการกองทุนสามารถทำผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้มากขึ้น ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงรวม (Total Risk) และ ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ(Systematic Risk) ตามลำดับ สำหรับการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานโดยใช้ค่า Jensen Ratio พบว่า ทุกกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ของกลุ่มตัวอย่าง มีค่า  $\alpha_i$  เป็นลบ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ทุกกองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น สำหรับกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) จากการศึกษาพบว่ามีเพียง 4 กองทุน ที่มีค่าอัลฟา ( $\alpha_i$ ) เป็นบวก ได้แก่ กองทุนเปิดบัวหลวง ทศพล กองทุนเปิดบัวแก้ว กองทุนเปิดบัวแก้ว 2 และกองทุนเปิด อเบอร์ดีน สแตนดาร์ด โกรท

### 4. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ พบว่า ไม่ว่าจะกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) หรือกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ผู้จัดการกองทุนมีความพยายามที่จะบริหารกองทุน ให้มีอัตราผลตอบแทนของกองทุนไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่เป็นดัชนีชี้วัด (benchmark) นอกจากนั้นค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของทุกกองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ พบว่ามีค่าอยู่ในช่วง 0.8534 - 0.998 ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนกับ อัตราผลตอบแทนของดัชนีชี้วัด มีความสัมพันธ์กันในระดับที่สูงมาก

### Abstract

The purpose of this individual study is to study about risk and return from investment on mutual funds in Thailand, which invested in SET 50 (Index fund) compared with mutual funds that invested in equity securities with active investment strategy. The sampling of this Individual Study is Net Asset Valuation (NAV) of 6 mutual funds invested in SET 50 (Index fund) compared with SET 50 Total Return Index (SET 50 TRI), top 50 market capitalization stocks

and 13 mutual funds that invested in equity securities with active investment strategy (Active fund) compared with SET Total Return Index (SET TRI) by retrieving secondary data from 31 August 2009 – 31 August 2019, totally 10 years, applying return of 10 years treasury bill as risk free rate and measuring fund performance effectiveness by Sharpe's ratio, Treynor's ratio and Jensen's ratio.

Based on the findings of this individual study, it was concluded and categorized into 4 topics as follow:

### **1. Resulting of analysis and comparison on Return**

All of sampling index funds have return less than SET 50 Total Return Index (SET 50 TRI). So, the study concluded that none of index funds generate return more than return of SET 50 Total Return Index (SET 50 TRI).

The return's comparison between active funds and SET Total Return Index (SET TRI), the result found that there are only 2 funds, Bualuang Top-Ten fund (BTP) and Buakaew Open-end fund (BKA), have return more than SET Total Return Index (SET TRI).

### **2. Analysis finding and risk comparison**

Most of index funds have lower standard deviation than SET 50 TRI. There is only MFC SET50 fund which is the index fund that has higher SD than SET50 TRI). From this result shown that fund managers intend to manage index funds to have lower of standard deviation and not much vary from SET50 TRI and able to generate return on investment as much as those of SET Index

For standard deviation of active funds, the results found that 5 out of 13 active funds have lower standard deviation than SET TRI. While other 8 funds have higher standard deviation than SET TRI. From this result may implied that fund managers of active fund may use stock selection method to wisely select stock to be able to generate higher return than SET TRI's return.

### **3. Analysis finding of Fund performance effectiveness**

The study found that all 19 representative funds in this study have positive both Sharpe's Ratio and Treynor's Ratio. It shows that fund managers are able to manage and

generate higher return per a unit of total risk and also per a unit of systematic risk respectively. Analysis of fund performance effectiveness by using Jensen Ratio found that all representative of index funds in this study have negative alpha ( $\alpha_i$ ) which indicated that actual average rate of return of index funds was lower than expected rate of return. For active funds, there are only 4 active funds that have positive alpha; Bualuang Top - Ten Fund (BTP), Buakaew Open-end Fund (BKA), Buakaew 2 Open-end Fund (BKA2) and Aberdeen Standard Growth fund which indicated that actual average rate of return of active funds were higher than expected rate of return.

#### 4. Analysis finding of Correlation between dependent and independent variable

The study found that correlation coefficient of both index and active funds were approximate 0.8534 - 0.998 which indicate highly positive relationship between fund's rate of return and benchmark's rate of return. The study results confirmed that no matter index or active fund, fund manager prudently manages investment portfolio to generate rate of return as much as or higher than benchmark return.

#### บทนำ

การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางประชากร (Demographic Change) เข้าสู่สังคมสูงวัย (Aging Society) กำลังเป็นประเด็นที่หลายประเทศทั่วโลกให้ความสนใจ การเข้าสู่สังคมสูงวัยของแต่ละประเทศจะวัดจากสัดส่วนของประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปที่มีอยู่ในสังคมหรือประเทศนั้น ๆ โดยสังคมสูงวัยสามารถแบ่งสถานการณ์ออกได้เป็น 3 ระดับ ดังนี้ “สังคมสูงวัย” (Aged society) หมายถึง สังคมที่มีประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปมากกว่าร้อยละ 10 ของประชากรทั้งหมด “สังคมสูงวัยอย่างสมบูรณ์” (Complete Aged Society) หมายถึง สังคมที่มีประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปมากกว่าร้อยละ 20 ของประชากรทั้งหมด “สังคมสูงวัยระดับสุดยอด” (Super Aged Society) หมายถึง สังคมที่มีประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปมากกว่าร้อยละ 28 ของประชากรทั้งหมด

สำหรับประเทศไทยจากการวิเคราะห์ข้อมูลจำนวนประชากรของประเทศไทย เดือนธันวาคม ปี 2561 พบว่ามีจำนวนประชากรทั้งสิ้น 66.41 ล้านคน เป็นชาย 32.55 ล้านคน หญิง 33.86 ล้านคน และมีประชากรอายุ 60 ปีขึ้นไปจำนวน 10.67 ล้านคน หรือ 16.06% ของจำนวนประชากรทั้งหมด ซึ่งถือเป็นอันดับที่ 2 ของกลุ่มอาเซียน ทั้งนี้รัฐบาลไทยได้ให้ความสำคัญกับการเปลี่ยนผ่านเข้าสู่สังคมสูงวัย ซึ่งนำมาถึงความท้าทายในหลายมิติ ทั้งการลดลงของจำนวนแรงงานที่อาจส่งผลกระทบต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจ การสร้างความมั่นคงทางการเงินหลังวัยเกษียณ ตลอดจนการพัฒนาคุณภาพชีวิตของผู้สูงอายุ โดยรัฐบาลได้เริ่มออกมาตรการรับมือในด้านต่าง ๆ อาทิ การลดภาษีนิติบุคคลให้แก่สถานประกอบการที่มีการจ้างงานผู้สูงอายุ การให้เบี้ยยังชีพผู้สูงอายุ การดูแลสุขภาพและที่อยู่อาศัยของผู้สูงอายุ การสนับสนุนให้มีบุตรเพื่อเพิ่มจำนวนประชากรในวัยเด็กมากขึ้น รวมทั้งมีการรณรงค์ให้มีการออมเพื่อชาติในกลุ่มอายุ 25-40 ปี ซึ่งเป็นวัยทำงานมีการออมเงินเพิ่มขึ้น เพื่อเก็บเงินไว้ใช้ในวัยสูงอายุ

ดังนั้นเพื่อเป็นการปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางประชากรเข้าสู่สังคมสูงวัย และมีเงินออมสำหรับวัยเกษียณอย่างเพียงพอ บุคคลกลุ่มอายุ 25-40 ปี ซึ่งเป็นวัยทำงานควรตัดสินใจลงทุนเพื่อวัยเกษียณตั้งแต่เริ่มทำงาน โดยการลงทุนในสินทรัพย์แต่ละประเภทในสัดส่วนที่เหมาะสมกับแต่ละช่วงอายุ มีการจัดสรรเงินลงทุนที่ชัดเจน เลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่หลากหลาย เพื่อกระจายความเสี่ยงของสินทรัพย์ เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายในการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ดังนั้นการเลือกลงทุนในกองทุนรวมจึงเป็นเครื่องมือในการลงทุนอีกประเภทหนึ่งสำหรับผู้ลงทุนรายย่อยที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน

ปัจจุบันกองทุนรวมเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุน โดยจากข้อมูลอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมกองทุนรวม พบว่ามีอัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่องมาตลอด 27 ปีที่ผ่านมา โดยข้อมูล ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2562 พบว่ามีบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมทั้งสิ้น 26 บริษัท และมีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิภายใต้การบริหารจัดการที่ประมาณ 5,369.28 พันล้านบาท ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ประชากรในประเทศตระหนักถึงความสำคัญของการออม เพื่อสร้างความมั่นคงให้แก่ครอบครัว รวมทั้งเตรียมความพร้อมทางด้านการเงินสำหรับวัยเกษียณกันมากขึ้น นอกจากนี้ ประชากรบางส่วนเริ่มลงทุนในกองทุนตราสารทุน เพื่อเปิดโอกาสในการรับผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราที่เพิ่มมากขึ้นด้วย ดังนั้นคำถามหลักที่มักจะถูกพูดถึงคือ หากนักลงทุนต้องการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนควรที่จะเลือกลงทุนในกองทุนที่มีนโยบายการบริหารกองทุนแบบใด ระหว่างกองทุนรวมดัชนีราคาหลักทรัพย์ (Index Fund) หรือกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งที่จะศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมประเภทตราสารทุนในประเทศไทยที่ลงทุนในดัชนี SET50 (Index Fund) เปรียบเทียบกับกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) เพื่อใช้เป็นข้อมูลสำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุนในกองทุนตราสารทุนสามารถนำผลการศึกษาที่ได้มาเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน นอกจากนี้ยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจลงทุนระหว่างกองทุนตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุกได้

## 1.2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานศึกษาวิจัยเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์ของการศึกษา 3 ประการ ได้แก่

1. เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทน จากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับดัชนีผลตอบแทนรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง 50 อันดับแรก หรือเรียกว่า SET50 TRI ที่ใช้เป็นเกณฑ์อ้างอิงมาตรฐาน (Benchmark)
2. เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทน จากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ หรือเรียกว่า SET TRI ที่ใช้เป็นเกณฑ์อ้างอิงมาตรฐาน (Benchmark)
3. เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund)

## 1.3 ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษาจะเลือกศึกษาผลการดำเนินงานของกองทุนรวมตราสารทุน ที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ในประเทศไทย ที่มีอายุจัดตั้งกองทุนตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป ไม่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล และได้รับการจัดลำดับ Morningstar Rating ตั้งแต่ 3 ดาวขึ้นไป จาก Morningstar Thailand โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) จำนวน 6 กองทุนเปรียบเทียบกับดัชนีผลตอบแทนรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง 50 อันดับแรก (SET50 TRI) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) จำนวน 13 กองทุน เปรียบเทียบกับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ประเภทรายเดือน ตั้งแต่วันที่ 31 สิงหาคม 2552 ถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2562 รวม 10 ปี ใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง และวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ค่า Sharpe's Ratio, Treynor's Ratio และ Jensen

#### 1.4 สมมติฐานการศึกษา

1. ใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI เป็นตัวแปรอิสระ และใช้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) เป็นตัวแปรตาม โดยที่อัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund)
2. ใช้อัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET TRI เป็นตัวแปรอิสระ และใช้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) เป็นตัวแปรตาม โดยที่อัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET TRI มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund)
3. ใช้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) เป็นตัวแปรอิสระ และใช้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) เป็นตัวแปรตาม โดยที่อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund)

#### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

เพื่อใช้เป็นข้อมูลเบื้องต้นในการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน กับดัชนีชี้วัดสำหรับผู้สนใจลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน และเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund)

#### กรอบแนวความคิดทางทฤษฎี

1. แนวความคิดเรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง

ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ใด ๆ นั้น นักลงทุนมักจะพิจารณาเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ควบคู่ไปกับระดับของความเสี่ยงที่ตนเองยอมรับได้เสมอ อย่างไรก็ตามยิ่งโอกาสที่ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนมีความไม่แน่นอนมากขึ้นเท่าใด ก็จะทำให้ให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่มากขึ้นเท่านั้น ดังนั้นคำว่า “ผลตอบแทน (Returns)” จะหมายถึง ผลประโยชน์ที่นักลงทุนทุกคนปรารถนาที่จะได้รับจากการลงทุน โดยคาดหวังว่าผลประโยชน์ที่ได้รับนั้น จะทำให้เงินลงทุนเพิ่มพูนขึ้น และคุ้มค่ากับการที่นักลงทุนผู้นั้น ยอมสูญเสียโอกาสที่จะนำเงินที่ตนเองมีอยู่ไปใช้ประโยชน์ในด้านอื่น ดังนั้นการวัดผลตอบแทนที่เกิดขึ้นตลอดช่วงเวลาการลงทุน จะช่วยในการพรรณนาความมั่งคั่ง และเป็นข้อมูลที่บ่งบอกว่าการลงทุนนั้นคุ้มค่าหรือไม่ ในทางปฏิบัติการคำนวณผลตอบแทนจะประเมินผลตอบแทนในรูปร้อยละต่อปี โดยเรียกว่า “อัตราผลตอบแทน (Rate of Return)”

ความเสี่ยง (Risk) หมายถึง การที่อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นได้รับจริง (actual return) คลาดเคลื่อนหรือเบี่ยงเบน หรือแตกต่าง ไปจากอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนนั้นคาดหวังไว้ว่าจะได้รับ (expected return) ซึ่งอาจจะมากเกินไปหรือน้อยเกินไป หรือแม้กระทั่งอาจจะเกิดผลขาดทุนจากการลงทุน ดังนั้นความเสี่ยงจากการลงทุนจึงถือว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญประการหนึ่งในการตัดสินใจลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนใด ๆ ก็ตาม โดยที่ประเภทของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุน สามารถจำแนกออกเป็น 2 ประเภท คือ (1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในตลาด เกิดขึ้นจากปัจจัยภายนอกซึ่งไม่สามารถควบคุมได้ ความเสี่ยงชนิดนี้ไม่สามารถลดหรือหลีกเลี่ยงความเสี่ยงได้ แม้จะมีการกระจายการลงทุน เช่น ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ย (Interest rate Risk) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Risk) และความเสี่ยงจากการเมือง (Political Risk) เป็นต้น (2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัว (Unique/Specific) ของแต่ละหลักทรัพย์นั้น เป็นความเสี่ยงที่แตกต่างกันของแต่ละกิจการและเกิดขึ้นจากปัจจัยภายในของบริษัท โดยอาจรวมถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะในแต่ละกลุ่มธุรกิจ หรืออุตสาหกรรมนั้น ๆ ความเสี่ยงชนิดนี้สามารถหลีกเลี่ยงได้ โดยการกระจายการลงทุน (Diversification) ได้แก่ ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) ความเสี่ยงด้านการเงิน (Financial Risk) ความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Industrial Risk) หรือ ความเสี่ยงทางการล้มละลาย (Default Risk) เป็นต้น

## 2. ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz

ในปี ค.ศ. 1952 Harry Markowitz นักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกัน ได้นำเสนอแนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ขึ้น โดย Markowitz ได้พัฒนาแบบจำลองกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Model) โดยการตั้งสมมติฐานอยู่บนแนวคิดที่ว่า นักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผล (Rational) และพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averter) นอกจากนี้สมมติฐานดังกล่าวยังแสดงให้เห็นว่า การตัดสินใจลงทุนภายใต้ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz นั้นล้วนแต่เป็นการเลือกการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง โดยได้มีการอ้างอิงถึงทฤษฎีอรรถประโยชน์ ซึ่งเป็นทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ เพื่อนำมาประยุกต์ใช้สำหรับอธิบายการตัดสินใจลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ของนักลงทุน

## 3. ทฤษฎีอรรถประโยชน์ (Utility Theory)

ทฤษฎีอรรถประโยชน์เป็นทฤษฎี ที่อธิบายพฤติกรรมของผู้ลงทุนในการพิจารณาเลือกการลงทุนที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนสามารถยอมรับได้ โดยตั้งอยู่บนพื้นฐานว่าผู้ลงทุนทั่วไปจะกลัวความเสี่ยง หมายความว่าหากผู้ลงทุนนั้นพิจารณาเลือกการลงทุนในหลักทรัพย์ 2 ตัวที่ให้อัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน ผู้ลงทุนก็จะเลือกการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า ในอีกทางหนึ่ง จะพิจารณาเลือกการลงทุนในทางเลือกที่ให้อัตราผลตอบแทนสูง

กว่าหากมีความเสี่ยงเท่ากัน นอกจากนั้นความสามารถในการยอมรับความเสี่ยงของนักลงทุนแต่ละคนอาจจะไม่เท่ากัน ซึ่งขึ้นอยู่กับทัศนคติของผู้ลงทุนที่มีต่อความเสี่ยงในระดับที่ต่างกันนั่นเอง

#### 4. แบบจำลองการประเมินราคาของหลักทรัพย์ หรือแบบจำลอง CAPM

แบบจำลอง CAPM อธิบายถึง การเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใด หรือหลักทรัพย์หนึ่งที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่ง Model ดังกล่าวเป็นแบบจำลองอย่างง่ายของทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ มาใช้พิจารณาเพื่อให้ได้รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์กับค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) ที่ใช้เป็นวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์นั้น นอกจากนั้นค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ( $\beta$ ) จะบ่งบอกระดับ และทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนแปลงของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดด้วย โดยทั่วไปค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของตลาดหลักทรัพย์จะมีค่าเท่ากับ 1 โดยที่หากหลักทรัพย์มีค่า Beta เท่ากับ 1.00 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์นั้น มีการเปลี่ยนแปลงในระดับเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด แต่ถ้าหากหลักทรัพย์มีค่า Beta น้อยกว่า 1.00 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์นั้น มีการเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ส่งผลให้นักลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ย่อมต้องการอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด

#### 5. การวัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงานของกองทุนรวม

ตามหลักการลงทุนแล้วการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงจะให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสูง และการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำจะให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำ หรือกล่าวอีกในนัยหนึ่งว่า ผลตอบแทนและความเสี่ยงจะแปรผันไปในทางเดียวกัน ดังนั้นในการวัดผลการดำเนินงาน หากเราสนใจเฉพาะอัตราผลตอบแทนเพียงอย่างเดียวจะถือว่าเป็นการมองภาพด้านเดียว เพื่อให้การประเมินผลการดำเนินงานมีการนำเอาความเสี่ยงในการลงทุนของกองทุนมาพิจารณาประกอบด้วย (Risk-Adjusted Return) ดังนั้นการวัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ควรจะวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ค่า Sharpe's Ratio , Treynor's Ratio , Jensen ดังนี้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หน้า 605-608)

#### 6. สหสัมพันธ์ (Correlation)

เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป (หรือข้อมูล 2 ชุดขึ้นไป) โดยที่การพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีมากน้อยเพียงใดนั้น จะใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) เป็นค่าที่วัดความสัมพันธ์ โดยที่จะใช้สัญลักษณ์  $r$  แทนสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของกลุ่มตัวอย่าง การบอกระดับหรือขนาดของความสัมพันธ์ จะใช้ตัวเลขของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ -1 หรือ 1 แสดงถึงการมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง แต่หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงถึงการมีความสัมพันธ์กันในระดับน้อยหรือไม่มีเลย

### วิธีดำเนินการศึกษา

การเลือกประชากรและวิธีการเก็บข้อมูล จะคัดเลือกกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ในประเทศไทย ที่มีอายุจัดตั้งกองทุนตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป ไม่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล และได้รับการจัดลำดับ Morningstar Rating ตั้งแต่ 3 ดาวขึ้นไป จาก



Morningstar Thailand มีจำนวนทั้งสิ้น 19 กองทุน โดยแบ่งเป็นกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) จำนวน 6 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50 กองทุนเปิดกรุงไทยหุ้นระยะยาว SET50 กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาว SET50 กองทุนเปิดเค เซ็ท 50 กองทุนเปิดทหารไทย SET50 กองทุนเปิดทหารไทย SET50 เพื่อการเลี้ยงชีพ และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) จำนวน 13 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดเค สตราทีจิค เทรดิง หุ้นทุน กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล กองทุนทรัพย์สมบูรณ์ กองทุนเปิดทีเอสโก้ ทวีทุน กองทุนเปิดธนภูมิ กองทุนเปิดบัวแก้ว กองทุนเปิดบัวแก้ว 2 กองทุนเปิดสินภิญโญห้า กองทุนเปิดอเบอร์ดีน สแตนดาร์ด สยามลีดเดอร์ส กองทุนเปิดธนาชาติพินดาเมนทอล พลัส กองทุนเปิด ไทย อีควิตี้ฟันด์ กองทุนเปิด

อเบอร์ดีน สแตนดาร์ด โกรท และ กองทุนเปิดยูไนเต็ทฟันด์ สำหรับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ เป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (secondary data) ประเภทรายเดือน ข้อมูลที่ใช้ได้แก่ (1) มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV per Unit) ของกองทุนย้อนหลัง 10 ปี ตั้งแต่วันที่ 31 สิงหาคม 2552 ถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2562 เพื่อนำมาคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมรายเดือน (2) ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) และดัชนีผลตอบแทนรวมของหุ้นสามัญ

จดทะเบียนที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง 50 อันดับแรก (SET50 TRI) รายเดือน ตั้งแต่วันที่ 31 สิงหาคม 2552 ถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2562 (3) อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหาย การศึกษานี้จะใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหาย

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยและการวิเคราะห์ข้อมูล จะใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ซึ่งเป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (secondary data) โดยจะคำนวณข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ดังนี้ (1) จำนวนอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนกองทุนรวมตราสารทุน (2) จำนวนอัตราผลตอบแทนของดัชนีชี้วัดที่นำมาใช้เป็นเกณฑ์อ้างอิงมาตรฐาน (Benchmark) (3) จำนวนอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหาย จะใช้อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (4) จำนวนหาความเสี่ยงของกองทุน ซึ่งวัดได้จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ( $\sigma_i$ ) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนและดัชนีชี้วัด (4) การวิเคราะห์ประสิทธิภาพผลการดำเนินงานของกองทุนรวม โดยใช้มาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe, Treynor และ Jensen (5) การหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป (หรือข้อมูล 2 ชุดขึ้นไป) โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่วัดความสัมพันธ์

## ผลการศึกษาและการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ได้วิเคราะห์ผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ในประเทศไทย ที่มีอายุจัดตั้งกองทุนตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป ไม่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล และได้รับการจัดลำดับ Morningstar Rating ตั้งแต่ 3 ดาวขึ้นไป จาก Morningstar Thailand นอกจากนี้ยังทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง (1) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับดัชนีผลตอบแทนรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง 50 อันดับแรก หรือเรียกว่า SET50 TRI (2) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ หรือเรียกว่า SET TRI (3) อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund)

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งออกเป็น 4 หัวข้อ ดังนี้

## 1. ผลการวิเคราะห์และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน

จากการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) เทียบกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI พบว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) มีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI โดยที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของทุกกองทุนประมาณ 19% ต่อปี ในขณะที่อัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI อยู่ที่ประมาณ 23% ต่อปี

จากการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) เทียบกับอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) พบว่าอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาส่วนใหญ่ มีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) โดยมีเพียง 2 กองทุน ได้แก่ กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล และกองทุนเปิดบัวแก้ว ที่มีผลต่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนมากกว่าอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ประมาณ 13% และ 1% ตามลำดับ และมีอีกเพียง 1 กองทุน ที่มีอัตราผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ในขณะที่อีก 10 กองทุน มีอัตราอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI)

## 2. ผลการวิเคราะห์และเปรียบเทียบความเสี่ยง

ผลการวิเคราะห์ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) และ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากที่สุดเท่ากับ 0.047292 คือ กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ค 50 ส่วนกองทุนที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุดเท่ากับ 0.043100 คือ กองทุนเปิดกรุงไทย หุ้นระยะยาว SET50 ในขณะที่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI เท่ากับ 0.044188

สำหรับการวิเคราะห์ความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) และอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI พบว่า มีเพียง 5 กองทุนจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 13 กองทุน ที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI นอกจากนี้พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากที่สุดเท่ากับ 0.048790 คือ กองทุนเปิด ไทย อีควิตี้ฟันด์ แสดงว่ากองทุนรวมตราสารทุนนี้มีความเสี่ยงรวมมากที่สุด โดยมีส่วนต่างค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเมื่อเทียบกับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI เท่ากับ 0.006132 ส่วนกองทุนที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยที่สุด คือ กองทุนเปิด อเบอร์ดีน สแตนดาร์ด โกรท โดยมีค่าเท่ากับ 0.037387 ในขณะที่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI มีค่าเท่ากับ 0.042659

## 3. ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวม

ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) จำนวน 6 กองทุนที่ใช้ในการศึกษา พบว่าทุกกองทุนมีค่า Sharpe's Ratio และ Treynor's Ratio เป็นบวก โดยกองทุน Index Fund ที่มีค่า Sharpe Ratio และ Treynor's Ratio มากที่สุด คือ กองทุนเปิดทหารไทย SET50 โดยค่าที่ได้เท่ากับ 0.389908 และ 0.017262 ตามลำดับ ในขณะที่กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ค 50 มีค่า Sharpe

Ratio และ Treynor's Ratio น้อยที่สุด เท่ากับ 0.198599 และ 0.009076 ตามลำดับ นอกจากนี้การวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานโดยใช้ค่า Jensen Ratio ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น หรือค่าอัลฟา ( $\alpha_i$ ) พบว่า ทุกกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ของกลุ่มตัวอย่าง มีค่า  $\alpha_i$  เป็นลบ โดยกองทุนที่มีค่า Jensen Ratio น้อยที่สุด คือ กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50 โดยมีค่าเท่ากับ -0.009117 และกองทุนที่มีค่า Jensen Ratio มากที่สุด คือ กองทุนเปิดทหารไทย SET50 โดยมีค่าเท่ากับ -0.000616

สำหรับผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) จำนวน 13 กองทุนที่ใช้ในการศึกษา พบว่า ทุกกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) มีค่า Sharpe's Ratio และ Treynor's Ratio เป็นบวก โดยกองทุน Active Fund ที่มีค่า Sharpe Ratio และ Treynor's Ratio มากที่สุด คือ กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล โดยค่าที่ได้เท่ากับ 0.738258 และ 0.036902 ตามลำดับ ในขณะที่กองทุนเปิดยูไนเต็ดฟันด์ มีค่า Sharpe Ratio และ Treynor's Ratio น้อยที่สุด เท่ากับ 0.347620 และ 0.015491 ตามลำดับ

อย่างไรก็ตามเมื่อวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานโดยใช้ค่า Jensen Ratio จาก ค่าอัลฟา ( $\alpha_i$ ) พบว่า มีเพียง 4 กองทุน ที่มีค่าอัลฟา ( $\alpha_i$ ) เป็นบวก ได้แก่ กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล กองทุนเปิดบัวแก้ว กองทุนเปิดบัวแก้ว 2 และกองทุนเปิด อเบอร์ดีน สแตนดาร์ด โกรท โดยกองทุนที่มีค่า Jensen Ratio มากที่สุด ได้แก่ กองทุนเปิดบัวหลวงทศพล โดยมีค่าเท่ากับ 0.013883 ในขณะที่กองทุนที่มีค่า Jensen Ratio น้อยที่สุด ได้แก่ กองทุนเปิดยูไนเต็ดฟันด์ โดยมีค่าเท่ากับ -0.004875 ตามลำดับ

#### 4. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับเกณฑ์อ้างอิงมาตรฐานดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI (Benchmark) พบว่า มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยกองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาว SET50 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากที่สุด อยู่ที่ 0.9998 และกองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อยที่สุด อยู่ที่ 0.9669

สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาด SET TRI พบว่า อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับดัชนีผลตอบแทนรวมตลาด SET TRI (Benchmark) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน กองทุนที่มีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากที่สุด คือ กองทุนเปิดทิสโก้ ทวีทุน มีค่าเท่ากับ 0.9727 และกองทุนเปิดบัวหลวงทศพล มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อยที่สุด มีค่าเท่ากับ 0.8534

นอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง จากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.9454 ซึ่งหมายความว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มี

นโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

## สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาสามารถสรุปผลการศึกษา โดยแบ่งออกเป็น 4 หัวข้อหลัก ดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน ที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) และอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ทุกกองทุนที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง มีอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI โดยที่มีค่าเฉลี่ยส่วนต่างอยู่ที่ 4% นอกจากนี้ยังพบว่ามี

1 กองทุน คือ กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50 ที่มีผลต่างของอัตราผลตอบแทนกองทุนเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด อยู่ที่ 10% ดังนั้นจากการศึกษาสรุปได้ว่า ไม่มีกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ใด ที่ให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI

สำหรับการเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) กับ อัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) พบว่ามีทั้งหมดเพียง 3 กองทุน จาก 13 กองทุนที่ผู้จัดการกองทุนสามารถบริหารกองทุนให้มีผลตอบแทนเท่ากับ หรือ มากกว่าอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ในขณะที่อีก 10 กองทุน ให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) ดังนั้นผลจากการศึกษาสรุปได้ว่าถึงแม้ว่าผู้จัดการกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) จะพยายามบริหารกองทุน เพื่อให้ผลตอบแทนของกองทุนนั้นชนะดัชนีชี้วัด (Benchmark) หรือ พยายามที่จะทำผลกำไรให้มากที่สุด

โดยการเลือกหลักทรัพย์และสัดส่วนที่เหมาะสม เช่น หุ้นรายตัว หรือตราสารหนี้ที่ลงทุน รวมถึงคำนึงถึงช่วงเวลาซื้อขายที่เหมาะสมแล้ว แต่การเลือกหลักทรัพย์ สัดส่วนการลงทุน รวมทั้งจังหวะในการซื้อขายของผู้จัดการกองทุน อาจไม่ได้เป็นไปตามสภาพเศรษฐกิจที่คาดการณ์ จึงส่งผลให้ราคาซื้อหรือราคาขายไม่ได้เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ ทำให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าดัชนีชี้วัด

2. ผลการวิเคราะห์และเปรียบเทียบความเสี่ยง พบว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ส่วนใหญ่มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่าค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI มีเพียง 1 กองทุน ที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่าค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI จากผลการศึกษาอาจหมายความว่า ผู้จัดการกองทุนจะบริหารกองทุนให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่า หรือใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET 50 TRI มากที่สุด เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI

นอกจากนั้นเมื่อเปรียบเทียบความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) พบว่า มีเพียง 5 กองทุนจากทั้งหมด 13 กองทุน ที่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่าค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI ที่เหลืออีก 8 กองทุนมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่าค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI จากค่าที่ได้ อาจหมายความว่า ผู้จัดการกองทุนจะบริหารกองทุน เชิงรุก (Active Fund) อาจมีการจับจังหวะในการเลือกหุ้น (Stock Selection) และช่วงเวลาซื้อขาย เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทน

มากกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์มากที่สุด ดังนั้นจึงทำให้กองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ส่วนใหญ่จะมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานมากกว่าค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET TRI

3. ผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกองทุนรวม พบว่าทั้งหมด 19 กองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ มีค่า Sharpe's Ratio และ Treynor's Ratio เป็นบวก ซึ่งหมายความว่าผู้จัดการทั้งกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) สามารถทำผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้มากขึ้น ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงรวม (Total Risk) และ ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ

นอกจากนั้น ผลที่ได้จากการศึกษา พบว่ามีเพียง 4 กองทุนที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก (Active Fund) มีค่า Sharpe Ratio น้อยกว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) หรือกล่าวโดยสรุปได้ว่า กองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ส่วนใหญ่ให้ผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้มากขึ้น ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงรวม (Total Risk) มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) สำหรับค่า Treynor's Ratio พบว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ส่วนใหญ่มีค่า Treynor's Ratio มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) โดยมีเพียง 2 กองทุน ที่มีค่า Treynor's Ratio น้อยกว่า หรือกล่าวโดยสรุปได้ว่า กองทุนรวม

ตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ส่วนใหญ่ให้ผลตอบแทนส่วนเพิ่มได้มากขึ้น ต่อ 1 หน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) มากกว่ากองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund)

สำหรับการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงานโดยใช้ค่า Jensen Ratio ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น หรือค่าอัลฟา ( $\alpha_i$ ) พบว่าทุกกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) ของกลุ่มตัวอย่าง มีค่า  $\alpha_i$  เป็นลบ หมายความว่า อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยของกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น สำหรับ ค่าอัลฟา ( $\alpha_i$ ) ของกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) จากการศึกษานี้พบว่ามีเพียง 4 กองทุน ที่มีค่าอัลฟา ( $\alpha_i$ ) เป็นบวก ซึ่งหมายความว่า มีเพียง 4 กองทุนจาก 13 กองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ ที่ให้อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น อีก 9 กองทุนที่เหลือ ถึงแม้ว่าผู้จัดการกองทุนจะใช้นโยบายการลงทุนเชิงรุก ก็ยังไม่สามารถทำให้ได้รับอัตราผลตอบแทนตามที่ควรจะเป็น

4. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม พบว่า

4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 TRI อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET TRI อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของทั้ง 3 สมมุติฐานดังกล่าว พบว่า ไม่ว่ากองทุนรวมตราสารทุนจะมีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) หรือกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ผู้จัดการกองทุนมีความพยายามที่จะบริหารกองทุนให้มีอัตราผลตอบแทนของกองทุนไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่เป็นดัชนีชี้วัด (benchmark) นอกจากนี้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของทั้ง 19 กองทุนที่ใช้ในการศึกษานี้ พบว่ามีค่าอยู่ในช่วง 0.8534 - 0.998 ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีชี้วัดมีความสัมพันธ์กันในระดับที่สูงมาก

## 5.2. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

นักลงทุนที่สนใจลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุนสามารถใช้ผลที่ได้จากการศึกษานี้ เป็นข้อมูลเบื้องต้นในการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนกับดัชนีชี้วัด และยังสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนระหว่างกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) นอกจากนี้ยังสามารถใช้วิธีการในการศึกษานี้ เป็นแนวทางในการนำไปเปรียบเทียบหาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง รวมทั้งวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินการของกองทุนรวมประเภทอื่น ๆ ได้

## 5.3 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

1. การลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน ทั้งกองทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) หรือกองทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ย่อมมีความเสี่ยงจากการลงทุน และอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับแตกต่างกัน ตามกฎการลงทุนที่ว่า ยิ่งความเสี่ยงของหลักทรัพย์สูง ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนก็จะยิ่งสูงขึ้นตาม และยิ่งความเสี่ยงของหลักทรัพย์ต่ำ ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับก็จะต่ำด้วยเช่นกัน (High Risk High Return) ดังนั้นก่อนการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวม ผู้ลงทุนควรต้องเข้าใจประเภทการลงทุน รวมถึงระดับความเสี่ยงของแต่ละกองทุน ซึ่งจะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนในกองทุนที่เหมาะสมกับผลตอบแทนที่คาดหวัง และระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

2. การวิจัยในครั้งนี้ ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาโดยใช้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) นำมาพิจารณาหาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) เนื่องจากในประเทศไทยมีกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET Index เพียง 1 กองทุน คือกองทุนไทยพาณิชย์ เซ็ท อินเด็กซ์ ฟันด์ ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) กับกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ที่ได้จากการศึกษานี้ อาจจะยังไม่สามารถระบุได้ชัดเจนถึงความสัมพันธ์ ดังนั้นผู้ที่ต้องการนำผลการวิจัยนี้ไปใช้เพื่อเปรียบเทียบหรือตัดสินใจลงทุน จะต้องพิจารณาและคำนึงถึงข้อจำกัดนี้ด้วย

3. เนื่องจากมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุน (NAV) ที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุนเป็นมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยลงทุน หลังหักค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน หรือค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ที่เรียกเก็บจากกองทุนแล้ว ดังนั้นหากนำอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมไปเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ SET TRI หรือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 ซึ่งไม่มีการคิดค่าธรรมเนียมใด ๆ ย่อมทำให้อัตราผลตอบแทนแตกต่างกันได้ถึงแม้ว่าจะมีนโยบายลงทุนในหลักทรัพย์ตามดัชนี

#### 5.4 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

การค้นคว้างานวิจัยในครั้งนี้ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะเป็นอัตราผลตอบแทนเฉพาะกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 และกองทุนที่มีนโยบายการลงทุนเชิงรุก ทั้งหมดเพียง 19 กองทุนเท่านั้น ซึ่งปัจจุบันข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ. 2562 ยังมีกองทุนรวมตราสารทุนในประเทศไทยอีกจำนวน 720 กองทุนที่ไม่ได้นำข้อมูลมาใช้ศึกษา ดังนั้นสำหรับผู้วิจัยที่ต้องการศึกษาในครั้งต่อไป อาจกำหนดขอบเขตของการศึกษาให้ครอบคลุมมากขึ้น เพื่อเป็นประโยชน์ในภาพกว้างสำหรับการเลือกลงทุนในกองทุนรวมตราสารทุน นอกจากนี้ในปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) เริ่มมีการใช้เทคโนโลยีเข้ามาช่วยในการบริหารกองทุนรวมตราสารทุน ดังนั้นผู้ที่สนใจทำวิจัยศึกษาครั้งต่อไป อาจทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างกองทุนรวมที่บริหารจัดการโดยผู้จัดการกองทุน กับกองทุนตราสารทุนที่ใช้เทคโนโลยีเข้ามาช่วยในการคัดเลือกหุ้น (Stock Selection) เป็นต้น

#### บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) และดัชนีผลตอบแทนรวมของหุ้นสามัญจดทะเบียนที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง 50 อันดับแรก (SET50 TRI) วันที่ 31 สิงหาคม 2552 ถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2562. สืบค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2562. จาก <https://www.set.or.th>
- มอร์นิ่งสตาร์ไทยแลนด์. (2562). คัดเลือกรายชื่อกองทุนรวมตราสารทุนลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) ที่ไม่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล และได้รับการจัดลำดับ Morningstar Rating ตั้งแต่ 3 ดาวขึ้นไป. สืบค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2562. จาก <http://www.morningstarthailand.com>
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (TSI) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). เรื่อง ความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2562 จาก [https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017\\_YFSCamp\\_Inv\\_Reading03.pdf](https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017_YFSCamp_Inv_Reading03.pdf)
- เรื่อง กองทุนรวมและหน่วยลงทุน สืบค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2562 จาก [https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017\\_YFSCamp\\_FinPL\\_Reading02.pdf](https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017_YFSCamp_FinPL_Reading02.pdf)
- สมาคมบริษัทจัดการลงทุน. (2562). มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ และอัตราการเติบโตของกองทุนรวม ในช่วงปี 2535 - มิถุนายน 2562. สืบค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2562. จาก [http://oldweb.aimc.or.th/21\\_infostats\\_overview\\_index.php](http://oldweb.aimc.or.th/21_infostats_overview_index.php)

Thai Mutual Fund. (2562). มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วย (NAV per Unit) ของกองทุนรวมตราสารทุนที่ลงทุนในดัชนีราคาหลักทรัพย์ SET50 (Index Fund) จำนวน 6 กองทุน และกองทุนรวมตราสารทุนที่มีนโยบายลงทุนเชิงรุก (Active Fund) จำนวน 13 กองทุน โดยใช้ข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี ตั้งแต่วันที่ 31 สิงหาคม 2552 ถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2562. สืบค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2562. จาก <http://www.thaimutualfund.com>