



การวิเคราะห์สัดส่วนการลงทุนในหุ้น SET50 โดยอิงกับกองทุนรวม

นางสาววารุณี บุญเชิด

การวิจัยโครงการเฉพาะเรื่องนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ

บัณฑิตวิทยาลัยการจัดการและนวัตกรรม

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี

พ.ศ. 2555

การวิเคราะห์สัดส่วนการลงทุนในหุ้น SET50 โดยอิงกับกองทุนรวม

นางสาววรุณี บุญเชิด วท.บ. (สถิติ)

การวิจัยโครงการเฉพาะเรื่องนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ

บัณฑิตวิทยาลัยการจัดการและนวัตกรรม

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี

พ.ศ. 2555

คณะกรรมการสอบการวิจัยโครงการเฉพาะเรื่องนี้

..... ประธานกรรมการสอบการวิจัยโครงการเฉพาะเรื่อง

(ดร.ปภัศร ชัยวัฒน์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาการวิจัยโครงการเฉพาะเรื่อง

(ดร.วินัย หอมสมบัติ)

..... กรรมการ

(ดร.สุรภาพ รายนาค)

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี

หัวข้อการวิจัยโครงการเฉพาะเรื่อง	การวิเคราะห์สัดส่วนการลงทุนในหุ้น SET50 โดยอิงกับ กองทุนรวม
หน่วยกิต	6
ผู้เขียน	นางสาววรุณี บุญเชิด
อาจารย์ที่ปรึกษา	ดร. วินัย หอมสมบัติ
หลักสูตร	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา	การจัดการ
วิชาเอก	การจัดการวิศวกรรมการเงิน
คณะ	บัณฑิตวิทยาลัยการจัดการและนวัตกรรม
พ.ศ.	2555

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาประสิทธิภาพของกองทุนในแง่ของการเลือกหุ้น โดยเน้นศึกษาเฉพาะกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 ซึ่งการลงทุนในหุ้นนั้น ความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์เป็นสิ่งที่ต้องเผชิญ ผู้วิจัยจึงศึกษาสัดส่วนการลงทุนของกองทุน โดยการประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ย ว่ากองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มากในหุ้นใดในกลุ่ม SET50 พบว่ากองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มากในหุ้นที่มี Market Cap ใหญ่และได้เปรียบเทียบการประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนรวม พบว่าไม่มีกองทุนรวมใดมีการลงทุนตามหนังสือชี้แจงการลงทุน เนื่องจากมาจากความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์ที่สูงตลอดเวลา คำถามต่อมาหากผู้ลงทุนไม่สามารถดูหนังสือชี้แจงการลงทุนประกอบการลงทุนได้แล้ว การเลือกหุ้นและสัดส่วนการลงทุนของกองทุนมีประสิทธิภาพหรือไม่ โดยเลือกและแบ่งหุ้นในแต่ละกองทุนเป็น 2 กลุ่ม โดยกลุ่มแรกเลือกหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่มาก 5 หลักทรัพย์ กลุ่มที่สองเลือกหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่น้อย 5 หลักทรัพย์เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนทั้ง 2 กลุ่มพบว่าจากกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวม 16 กองทุน มีกองทุนรวมอยู่ 9 กองทุนที่มีผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อยและให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ซึ่งสามารถอนุมานได้ว่าเป็นกองทุนที่มีประสิทธิภาพเนื่องจากหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่น้อยเป็นหุ้นที่มีความผันผวนสูงจึงต้องบริหารเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่มากกว่า

คำสำคัญ : หนังสือชี้แจงการลงทุน / หุ้น / สัดส่วนการลงทุน

Special Research Study Title	The analysis on SET50 investment: The implication from mutual fund in Thailand
Credits	6
Candidate	Miss Warunee Booncherd
Advisor	Dr. Winai Homsombat
Program	Master of Science
Field of Study	Management
Major	Financial Engineering Management
Faculty of Study	Graduate School of Management and Innovation
B.E.	2555

Abstract

This study aims to investigate performance of the mutual funds regarding the stock selection by focusing on the mutual funds that invest in SET 50 stocks. Due to a large fluctuation in stock market, this study first examined whether the sample mutual funds invest following the policies that were publicly announced. The finding shows that a large proportion of funds went to the large Market Cap stocks. In addition, there was no mutual funds investing as the policies announced. One possible reason is due to high volatility of market during the considered period. This leads to the next objective of this study, which is to explore whether asset allocation and stock selection of the mutual funds are appropriate. In this study, the 5 most heavily weighted stocks and the 5 most lightly weighted stocks were chosen and compared the average returns of the stocks in these two groups. From the sample 16 mutual funds, there are 9 funds that have higher returns from the 5 most lightly weighted stocks, implying that they have higher performance in better stock selection and investment strategy. This is because of the concept of high risk high return. The 5 most lightly weighted stocks have higher risk, and thus they should result in higher return than the 5 most highly weighted stocks.

Keywords: Fund Fact / Stock / The proportion of investment of funds

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระเล่มนี้ สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณา และการให้ความช่วยเหลือจาก ดร.วินัย หอมสมบัติ ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา รวมถึง ดร.ปภัศร ชัยวัฒน์ ประธานการสอบวิทยานิพนธ์ ที่สละเวลาให้ ทั้งคำปรึกษา คำแนะนำในการศึกษาวิจัย แนวทางค้นคว้าตลอดจนแนวทางการแก้ไข ปัญหาต่างๆ จนกระทั่งการจัดทำวิทยานิพนธ์ สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ขอกราบขอบพระคุณพ่อ คุณแม่เป็นอย่างสูง ทุกท่าน สำหรับกำลังใจ และความช่วยเหลือตลอด ระยะเวลาที่ผ่านมา รวมทั้งขอขอบคุณน้องๆ นักศึกษาปริญญาโท สาขาวิศวกรรมการเงินทุกท่านที่ได้ ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจที่ดีแก่ ผู้วิจัยมาโดยตลอด ทั้งนี้ คุณความดี หรือประโยชน์อันใดที่ เกิดขึ้นจากงานวิจัยเล่มนี้ ผู้วิจัยขอมอบบูชาแด่บิดา มารดา บุพการี ครู อาจารย์และผู้มีพระคุณทุกท่าน หากมีข้อผิดพลาดหรือข้อบกพร่องใดๆ ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่ผู้เดียว

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ข
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ค
กิตติกรรมประกาศ	ง
สารบัญ	จ
รายการตาราง	ช
รายการรูปประกอบ	ฉ
บทที่	
1. บทนำ	1
1.1 หลักการ และเหตุผล	1
1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	2
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	2
1.4 ขอบเขตของการศึกษา	2
1.5 คำสำคัญ และคำจำกัดความ	3
2. แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุน	4
2.2 แนวคิดว่าด้วยผลตอบแทนจากการลงทุน	5
2.3 ทฤษฎีความเสี่ยงจากการลงทุน	7
2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน	11
2.5 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	12
3. ระเบียบวิธีวิจัย	15
3.1 กรอบแนวความคิด	15
3.2 วิธีเก็บรวบรวมข้อมูล	16
3.3 ระเบียบวิธีวิจัยและสมมติฐานการวิจัย	17

4. ผลการวิจัย	22
4.1 ศึกษาค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวม	22
4.2 เปรียบเทียบค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนกับหนังสือชี้แจงการลงทุน	23
4.3 วัดประสิทธิภาพในการเลือกหุ้นของกองทุนรวม	24
5. สรุปผล และข้อเสนอแนะ	28
5.1 สรุปผล	28
5.2 ข้อเสนอแนะ	32
เอกสารอ้างอิง	33
ภาคผนวก	34
ก. รายชื่อหลักทรัพย์ใน SET50 Index	35
ข. การประมาณสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวม	39
ค. การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวม	46
ประวัติผู้วิจัย	55

รายการตาราง

ตาราง	หน้า
2.1 ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมและการลงทุนโดยตรง	5
2.2 ความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมกับความเสี่ยงจากการลงทุนโดยตรง	11
3.1 รายชื่อกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวม 16 กองทุน	16
4.1 ค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ 10 อันดับแรกของตัวอย่าง 7 กองทุน	22
4.2 เปรียบเทียบความแตกต่างในสัดส่วนการลงทุนระหว่างค่าประมาณกับหนังสือชี้แจงการลงทุน	23
4.3 ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนมากและน้อย	25
4.4 การทดสอบสมมติฐานความแตกต่างกันของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์	26
4.5 การทดสอบสมมติฐานผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน	27
ก.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET50 Index ระหว่าง 1 ม.ค. 2556 ถึง 30 มิ.ย. 2556	36
ข.1 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่มตัวอย่าง 8 กองทุนแรก	40
ข.2 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่มตัวอย่าง 8 กองทุนสุดท้าย	43
ค.1 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดวรรณเอเอ็มเซ็ท 50 (AMSET)	47
ค.2 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดฟิ้นนซ่า SET เพิ่มพูนปันผล (FAMEEF)	48
ค.3 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดฟิ้นนซ่า หุ้นระยะยาว (FAMLTF)	49
ค.4 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดกรุงศรีเอ็นแฮนซ์เซ็ท 50 (KFENSET50)	50
ค.5 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาว SET50 (KFLTF50)	51
ค.6 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาวแอลทีพี SET50 ปันผล (KFLTFA50D)	52
ค.7 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50 (MS50)	53

ตาราง

หน้า

ค.8	เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ SET50 INDEX เพื่อการเลี้ยงชีพ (SCBRMS50)	54
-----	---	----

รายการรูปประกอบ

รูป	หน้า
2.1 การกระจายการลงทุนและผลต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์	9
2.2 Characteristic Line	10
2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน	12
3.1 กรอบแนวความคิดในการวิจัย	15
5.1 ความเคลื่อนไหวของ SET Index	28
5.2 หลักทรัพย์ใน SET50 กับการเลือกลงทุนของกองทุนรวมที่ไม่มีประสิทธิภาพ	30
5.3 หลักทรัพย์ใน SET50 กับการเลือกลงทุนของกองทุนรวมที่มีประสิทธิภาพ	32

บทที่ 1 บทนำ

1.1 หลักการ และเหตุผล

การสร้างความมั่งคั่งเพื่อให้คุณภาพชีวิตของผู้มีเงินออมดีขึ้นนั้น สามารถที่จะกระทำการลงทุนได้หลายช่องทาง โดยการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงทางเลือกหนึ่งเป็นการลงทุนที่ได้รับความนิยมมากขึ้นเรื่อยๆ เพื่อต่อสู้กับเงินเฟ้อที่บั่นทอนอำนาจซื้อของเงินออมที่นักลงทุนถืออยู่ ก็คือการลงทุนในหุ้น ซึ่งเป็นตราสารทุนประเภทหนึ่ง que แสดงถึงความเป็นเจ้าของกิจการ ซึ่งการลงทุนในตราสารทุนดังกล่าวอาจจะแบ่งเป็น 2 ช่องทางคือ ช่องทางแรก เป็นการลงทุนทางตรงซึ่งลงทุนด้วยตัวเองของผู้ลงทุน และช่องทางที่สอง เป็นการลงทุนทางอ้อมผ่านกองทุนรวมซึ่งเป็นการลงทุนที่ให้ผู้จัดการกองทุนเป็นผู้ตัดสินใจว่าจะเลือกลงทุนหุ้นตัวไหนในสัดส่วนเท่าไร แต่ช่องทางการลงทุนไม่ว่าช่องทางใดก็ตามที่ให้ผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญก็จะสูงตามไปด้วย หรือที่เรียกว่า High Risk High Return โดยความเสี่ยงต่างๆที่มากกระทบทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมีอยู่มากมาย ทำให้นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนผ่านกองทุนรวมเพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการลงทุนในหุ้นด้วยตัวเอง

นักลงทุนโดยทั่วไปที่จะเลือกกองทุนรวมตราสารทุน จะสามารถดูรายละเอียดกองทุนรวมจากหนังสือชี้แจงการลงทุน และอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในอดีต ซึ่งดูได้จาก มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value: NAV) ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง ซึ่งนักลงทุนจะได้กำไรต่อเมื่อซื้อ NAV ถูก แล้วขาย NAV แพง นอกจากนี้สิ่งที่นักลงทุนอาจจะมองข้ามไปก็คือความเสี่ยง ซึ่งหากดูอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนอย่างเดียว สิ่งที่จะแฝงมาด้วยคือระดับความเสี่ยงที่อาจจะสูงกว่าที่ยอมรับได้ เพราะวันที่ประกาศ NAV หลักทรัพย์ที่กองทุนลงทุนได้ปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าปกติ แต่พอหลังที่ประกาศ NAV หลักทรัพย์ที่กองทุนลงทุนอาจจะปรับตัวลงมากได้ ดังนั้นการดูอัตราผลตอบแทนย้อนหลังหลายๆ ช่วง เช่น ย้อนหลัง 3 เดือน 6 เดือน หรือ 1 ปี ก็พอจะทำให้เห็นความสม่ำเสมอแต่ยังไม่ทำให้เห็นถึงความผันผวนหรือความเสี่ยงที่เกิดขึ้น

การศึกษานี้จึงทำการหาค่าประมาณการลงทุน โดยเฉลี่ยของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 เพื่อศึกษาว่าการเลือกหุ้นของกองทุนรวมนั้นมีสัดส่วนการลงทุนที่มากในหุ้นตัวไหนเพื่อดูว่ากองทุนรวมนั้นได้มีการเลือกหุ้นมีประสิทธิภาพหรือไม่ และทำการเปรียบเทียบสัดส่วนการลงทุนที่แท้จริงกับหนังสือชี้แจงการลงทุนที่ได้ประกาศไว้ เนื่องจากในตลาดมีความผันผวนค่อนข้างสูง หนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนกับการดำเนินการที่แท้จริงจึงอาจจะไม่มีความชัดเจน ซึ่งผู้วิจัยคาดการณ์ว่า

สัดส่วนการลงทุนที่แท้จริงกับหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนรวมอาจจะไม่สอดคล้องกัน จึงทำการศึกษาว่าหากหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนรวมที่ประกาศมีความคลาดเคลื่อนแล้วหุ้นที่กองทุนรวมนั้นทำการคัดเลือกตามสัดส่วนการลงทุนมีประสิทธิภาพหรือไม่

1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

- 1) ศึกษาวิเคราะห์ค่าประมาณการลงทุนโดยเฉลี่ยในหุ้นต่างๆ ของกองทุนรวม
- 2) เปรียบเทียบค่าประมาณการลงทุนโดยเฉลี่ยและหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนรวม
- 3) วัดประสิทธิภาพในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ (หุ้น) ของกองทุนรวมในแต่ละหุ้น โดยเปรียบเทียบหุ้นที่มีสัดส่วนการเลือกหุ้นที่มากที่สุดและน้อยที่สุด

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

- 1) ทราบค่าประมาณการลงทุนโดยเฉลี่ยในหุ้นกลุ่ม SET50 ของกองทุนรวมว่านิยมลงทุนในหุ้นตัวใดในกลุ่ม SET50
- 2) ได้ข้อมูลเกี่ยวกับค่าประมาณการลงทุนโดยเฉลี่ยว่าแตกต่างไปจากหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนรวมอย่างไร
- 3) สามารถนำผลการวิเคราะห์ไปใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในกองทุนรวมที่มีประสิทธิภาพในด้านสัดส่วนการลงทุน การเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุน

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

เพื่อให้ผลที่ได้รับสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมด้านการลงทุนมากที่สุด ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาในช่วงเวลาระหว่างวันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2555 ถึงวันที่ 31 มกราคม พ.ศ.2556 โดยใช้ข้อมูลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรที่ศึกษาคือกองทุนรวมที่มีหนังสือชี้แจงการลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 จำนวน 16 กองทุนและหุ้นกลุ่ม SET50 ทั้ง 50 ตัวโดยเป็นหุ้นที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศให้ใช้ในการคำนวณดัชนี SET50 Index ระหว่างวันที่ 1 มกราคม ถึง 30 มิถุนายน 2556

1.5 คำสำคัญ และคำจำกัดความ

SET50 คือ หุ้น 50 ตัว ที่มีสภาพคล่องสูง ปริมาณการซื้อขายมีความสม่ำเสมอ ไม่แกว่งมากเกินไป เช่น วันนี้ปริมาณซื้อขาย 10 ล้านหุ้น อีกวัน 100 ล้านหุ้น แบบนี้ถือว่าปริมาณซื้อขายต่างกันเกินไป ถือว่าไม่สม่ำเสมอ และที่สำคัญ SET 50 เป็นหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีอัตราการเติบโตของบริษัทอย่างต่อเนื่อง โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะจัดอันดับหลักทรัพย์ไว้

กองทุนรวมตราสารทุน หมายถึง กองทุนรวมประเภทที่มีนโยบายนำเงินที่ระดมได้จากการขายหน่วยลงทุนไปลงทุนในตราสารทุนประเภทต่างๆ ซึ่งได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ (Warrant) รวมถึงหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอื่นๆ โดยสัดส่วนของการลงทุนนั้นต้องเป็นไปตามเกณฑ์ที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์กำหนดขึ้น คือ ไม่น้อยกว่าร้อยละ 65 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิในแต่ละรอบบัญชีของกองทุนนั้นๆ ทั้งนี้ เมื่อผู้จัดการกองทุนได้ลงทุนเป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดดังกล่าวข้างต้นแล้ว เงินทุนส่วนที่เหลือก็สามารถที่จะนำไปใช้ลงทุนในทรัพย์สินประเภทอื่นๆ ได้ สิ่งสำคัญก็คือ กองทุนรวมประเภทนี้จะเหมาะสมสำหรับนักลงทุนที่ยอมรับความเสี่ยงได้สูง เนื่องจากเป็นการนำเงินไปลงทุนในตราสารทุน ซึ่งโดยธรรมชาติมักมีความผันผวนของราคา หรือความเสี่ยงที่ค่อนข้างสูง แต่ก็ให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูงด้วยเช่นเดียวกัน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2551)

มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) หรือ MARKET CAP หมายถึง มูลค่าตามราคาตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งเป็นค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียน คูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน ปัจจุบัน การคำนวณมูลค่าตามราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน (กระทรวงการคลัง, 2556)

บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุน

“การลงทุน หมายถึงการกันเงินไว้จำนวนหนึ่ง ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อก่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคตซึ่งจะชดเชยให้แก่ผู้กันเงิน โดยกระแสเงินสดรับนี้ ควรคุ้มกับอัตราเงินเฟ้อและคุ้มกับความไม่แน่นอนที่จะเกิดแก่กระแสเงินสดรับในอนาคต” (Reilly, 1992 อ้างอิงจาก จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2540) รูปแบบการลงทุนสามารถแบ่งได้เป็น 3 รูปแบบ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2540) ดังนี้

1. การลงทุนเพื่อการบริโภค (Consumer Investment)

การลงทุนเพื่อการบริโภคเป็นการซื้อสินค้าประเภทถาวร (Durable Goods) เช่น รถยนต์ รวมทั้งการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real estate investment) เป็นการนำเงินออมมาซื้อสินค้าประเภทถาวรซึ่งเป็นการลงทุนเพื่อการบริโภคของผู้บริโภคอย่างหนึ่ง โดยมาจากความพึงพอใจไม่แสวงหาผลกำไร หากสินค้าประเภทถาวรเหล่านี้ ในกรณีที่สินค้าประเภทถาวรมีมูลค่าสูงขึ้นแล้วขายไปได้กำไรถือว่าเป็นเพียงผลพลอยได้เท่านั้น

2. การลงทุนในธุรกิจ (Business or Economic Investment)

การลงทุนในธุรกิจหมายถึงการซื้อสินทรัพย์เพื่อประกอบธุรกิจเพื่อแสวงหาผลกำไร โดยหวังว่ารายได้ที่ได้รับอย่างน้อยจะชดเชยกับความเสี่ยงในการลงทุน การลงทุนในลักษณะนี้มุ่งหวังกำไรการลงทุน โดยกำไรจะเป็นตัวดึงดูดความสนใจของนักลงทุนให้นำเงินมาลงทุน โดยการลงทุนนี้เป็นการนำเงินออมที่ได้สะสมไว้หรือการกู้ยืมเงินจากธนาคารมาลงทุน

3. การลงทุนในหลักทรัพย์ (Financial or Securities Investment)

การลงทุนในหลักทรัพย์การลงทุนทางอ้อมที่แตกต่างจากการลงทุนในธุรกิจ เนื่องจากการลงทุนนี้เป็นการลงทุนตามความหมายของเงินหรือการลงทุนในหลักทรัพย์ (Asset) ในรูปหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ เป็นต้น โดยมีผลตอบแทนเป็นอัตราดอกเบี้ย หรือ เงินปันผล (Yield) แล้วแต่ประเภทของหลักทรัพย์ที่ได้ลงทุนไป นอกจากนี้ยังมีผลตอบแทนอีกลักษณะหนึ่ง คือ กำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) หรือ ขาดทุน (Capital Loss) ซึ่งจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ลงทุน

2.2 แนวคิดว่าด้วยผลตอบแทนจากการลงทุน

การลงทุนคือการลดการบริโภคในวันนี้เพื่อหวังผลตอบแทนในวันข้างหน้าซึ่งนักลงทุนคาดหวังว่าในอนาคตต้องได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้นนั้นจะสามารถชดเชยระยะเวลาอัตราเงินเฟ้อและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้อย่างคุ้มค่า โดยผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่างๆมักแสดงในรูปร้อยละ โดยเปรียบเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี โดยเรียกรวมๆว่า “อัตราผลตอบแทน” ซึ่งเป็นตัวบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับหรือจะได้รับในหนึ่งงวดจากการลงทุนประเภทนั้นๆ

ผู้ลงทุนแต่ละคนกำหนดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่แตกต่างกัน ซึ่งมีปัจจัยที่เป็นองค์ประกอบพื้นฐานที่สำคัญ 2 ประการ (จิริตัน สังก์แก้ว, 2547)

1) อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงหรืออัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (The risk free rate) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการภายใต้ภาวะกรณีที่สมมุติว่าไม่มีความเสี่ยง ดังนั้นผู้ลงทุนทราบว่า จะได้รับผลตอบแทนอย่างแน่นอนและจะได้รับเมื่อใด อัตราผลตอบแทนดังกล่าวอาจเทียบเคียงได้ว่าเป็นอัตราที่ผู้ลงทุนต้องการเพื่อแลกเปลี่ยนกับความพอใจจากการบริโภคเงินออมในปัจจุบันและในอนาคต

2) อัตราผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน (Risk premium) เป็นอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนเรียกร้องเพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่ต้องรับภาระเพิ่มขึ้นจากอัตราผลตอบแทนภายใต้ภาวะกรณีที่ไม่มีความเสี่ยง

การลงทุนเพื่อคาดหวังผลตอบแทนนั้นสามารถทำได้ทั้งการลงทุนทางตรงซึ่งเป็นการลงทุนด้วยตัวเองของผู้ลงทุนและการลงทุนทางอ้อมโดยผ่านกองทุนรวมซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมและผลตอบแทนจากการลงทุนสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 2.1 ดังนี้

ตารางที่ 2.1 ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมและการลงทุนโดยตรง

ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวม	ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นด้วยตัวเองของผู้ลงทุน
เงินปันผลซึ่งผลตอบแทนนี้ผู้ลงทุนจะได้รับจากกองทุนรวมที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล แต่ละกองทุนจะมีนโยบายการจ่ายผลตอบแทนที่แตกต่างกันออกไปบางกองทุนอาจมีนโยบายจ่ายเงินปันผลบางกองทุนอาจมีนโยบายนำเงินที่ต้องจ่ายปันผลทบยอดเพื่อลงทุนต่อไป	เงินปันผล (Dividend) ซึ่งผลตอบแทนนี้เกิดจากการที่บริษัทหลักทรัพย์นำกำไรสุทธิจากการดำเนินงานกิจการมาจ่ายให้ผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 2.1 ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวมและการลงทุนโดยตรง (ต่อ)

ผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนรวม	ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นด้วยตัวเองของผู้ลงทุน
<p>กำไรส่วนเกินมูลค่าหน่วยลงทุน (Capital Gain) ซึ่งผลตอบแทนนี้ผู้ลงทุนจะได้รับเมื่อผู้ลงทุนขายคืนหน่วยลงทุนในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อเข้ามาตอนแรก</p>	<p>กำไรจากการขายหุ้น (Capital Gain) ซึ่งผลตอบแทนนี้เกิดจากการที่ผู้ลงทุนขายหุ้นได้ในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อเข้ามา</p>
	<p>มีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ การลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทใดก็ตาม มีผลให้ผู้ลงทุนที่ถือหุ้นมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของบริษัทนั้นๆ ตามสัดส่วนของหุ้นที่ถือต่อหุ้นที่บริษัทออกจำหน่ายทั้งสิ้น โดยผู้ลงทุนสามารถใช้สิทธิดังกล่าวในการเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงคะแนนเสียงในการตัดสินใจปัญหาสำคัญของบริษัท เช่น เมื่อบริษัทจะเพิ่มทุน จ่ายเงินปันผล ควบรวมกิจการ เป็นต้น</p>
	<p>มีสภาพคล่องเมื่อต้องการเปลี่ยนเป็นเงินสดซึ่งหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงกว่าทรัพย์สินถาวรอื่นๆ เช่น บ้านหรือที่ดิน เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย ทำให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อขายหุ้นหรือเปลี่ยนมือในการถือหุ้นได้อย่างสะดวกและคล่องตัวโดยผู้ลงทุนไม่ต้องรู้จักกับผู้ที่ต้องการจะซื้อหรือขายหุ้น ซึ่งสิ่งสำคัญในการตกลงกันระหว่างผู้ซื้อกับผู้ขายก็คือ ราคาซื้อขายที่ทั้งสองฝ่ายต่างพึงพอใจ มีการส่งมอบค่าหุ้นและโอนความเป็นเจ้าของหุ้นตรงตามกำหนดเวลา อย่างไรก็ตาม หุ้นของแต่ละบริษัทอาจมีสภาพคล่องที่แตกต่างกัน โดยหุ้นบางบริษัทที่ได้รับความสนใจจากผู้ลงทุน จะซื้อขายคล่อง ในขณะที่หุ้นของบางบริษัทที่ไม่ค่อยมีผู้สนใจก็อาจจะหาผู้ซื้อผู้ขายได้ยากกว่า</p>

ที่มา: สถาบันความรู้ตลาดทุน (TSI) (2546)

2.3 ทฤษฎีความเสี่ยงจากการลงทุน

การลงทุนในตราสารทุนของผู้ลงทุนไม่ว่าจะช่องทางใดก็ตามหากต้องการผลตอบแทนสูงผู้ลงทุนต้องเผชิญความเสี่ยงที่สูง หรือที่เรียกว่า High Risk High Return ซึ่งความเสี่ยง หมายถึง โอกาสหรือความเป็นไปได้ที่ความคลาดเคลื่อนหรือความผิดไปจากที่ได้ประมาณการหรือคาดหวังของเหตุการณ์ใดๆที่เกิดขึ้น โดยระดับของความเสี่ยงนั้นขึ้นอยู่กับโอกาสหรือความน่าจะเป็นที่ความคลาดเคลื่อนจะเกิดขึ้นมีมากน้อยเพียงใด กล่าวคือ ถ้าโอกาสหรือความน่าจะเป็นที่จะเกิดความคลาดเคลื่อนระหว่างผลที่เกิดขึ้นจริงกับผลที่คาดหวังมีอยู่สูงหนึ่งก็คือความเสี่ยงสูงแต่ถ้าโอกาสหรือความน่าจะเป็นที่จะเกิดความคลาดเคลื่อนระหว่างผลที่เกิดขึ้นจริงกับผลที่คาดหวังต่ำหนึ่งก็คือความเสี่ยงต่ำ ระดับของความเสียหายจะพิจารณาจากขอบเขตหรือความกว้างของการแกว่งตัวของราคาหรือผลตอบแทนจากการลงทุนนั้นๆ ซึ่งก็คือความผันผวน (Volatility) กล่าวคือถ้าการลงทุนใดๆมีความผันผวนของราคาหรือผลตอบแทนสูงหมายความว่าความเสี่ยงสูง ในทางกลับกันถ้าการลงทุนใดๆมีความผันผวนของราคาหรือผลตอบแทนต่ำหมายความว่าความเสี่ยงต่ำ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2554)

จิรรัตน์ สังข์แก้ว (2540) แบ่งความเสี่ยงออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่ 1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือความเสี่ยงที่ไม่สามารถจัดได้โดยการกระจายการลงทุนที่เหมาะสมกับ 2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบหรือความเสี่ยงเฉพาะตัวหรือความเสี่ยงที่สามารถจัดได้ โดยการกระจายการลงทุนที่เหมาะสม

1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk หรือ Market Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกที่บริษัทไม่อาจควบคุมได้และส่งผลกระทบต่อทุกๆหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แหล่งที่มาของความเสี่ยงที่เป็นระบบได้แก่

(1) ทศนคติที่มีการเปลี่ยนแปลงของนักลงทุนต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

(2) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ย (Interest Rates Risk) เป็นการเปลี่ยนแปลงในระดับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้าม

(3) ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อหรือความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ (Purchasing Power หรือ Inflation Risk) เป็นการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าต่างๆไป ซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง

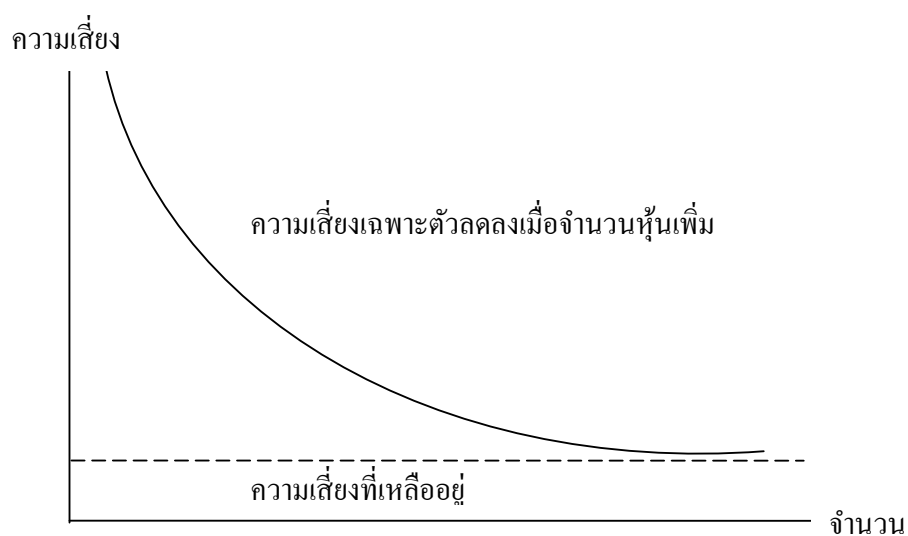
2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic หรือ Unique Risk) เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวที่เกิดจากปัจจัยภายในของแต่ละบริษัท ได้แก่

(1) ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากลักษณะของธุรกิจนั้นๆ เช่น ประเภทธุรกิจ โครงสร้างรายได้ ค่าใช้จ่ายของกิจการ เป็นต้น ทั้งนี้ปัจจัยที่มากกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของกิจการอาจเป็นปัจจัยมหภาค(Macro Factors) เช่น การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน ภาวะเงินเฟ้อ ค่าแรงงาน เป็นต้น ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น รวมถึงปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อ

ดำเนินงานของธุรกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงทางสังคม เทคโนโลยี การเมือง กฎระเบียบต่างๆ เป็นต้น แต่ธุรกิจจะได้รับผลกระทบรุนแรงหรือไม่อย่างไรขึ้นกับปัจจัยจุลภาค(Micro Factors) ภายในกิจการด้วย เช่น บางกิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก ผลที่ตามมาคือ กิจการนั้นมีรายการค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายคงที่จำนวนมากในทางตรงกันข้าม หากกิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรน้อย รายการค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายคงที่ก็จะน้อยตามไปด้วย ซึ่งการที่กิจการมีต้นทุนคงที่จำนวนน้อยมาก เมื่อยอดขายไม่เป็นไปตามที่กำหนด แต่ภาระค่าใช้จ่ายยังคงที่เท่าเดิม ก็จะทำให้กำไรของกิจการติดลบอย่างมากในปีที่ยอดขายลดลง ส่งผลให้ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนลดลงไปด้วย

(2) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการที่กิจการสร้างภาระผูกพันทางการเงินไว้ เช่น การก่อหนี้ ถ้ากิจการใดมีการก่อหนี้จำนวนมาก กิจการนั้นจะมีภาระการจ่ายดอกเบี้ย ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายคงที่จำนวนมาก หากกิจการไม่สามารถทำกำไรได้ตามเป้าที่วางไว้ กำไรของกิจการก็จะไม่เพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยได้ เมื่อกิจการไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยตามภาระผูกพันได้ ก็ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่อาจจะถูกฟ้องร้องดำเนินคดีได้

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้สามารถลดความเสี่ยงได้ด้วยการกระจายการลงทุนในหุ้นหลายๆตัวซึ่งเรียกความเสี่ยงที่กระจายการลงทุนหุ้นหลายๆตัวนี้ว่า ความเสี่ยงที่ลดได้ด้วยการกระจายการลงทุน (Diversifiable Risk) ซึ่งการกระจายเงินลงทุนในหุ้นหลายๆตัวจะทำให้ความเสี่ยงเฉพาะที่มีอยู่ในหุ้นแต่ละตัวจะลดลงเพราะถูกหักลบกลบไป



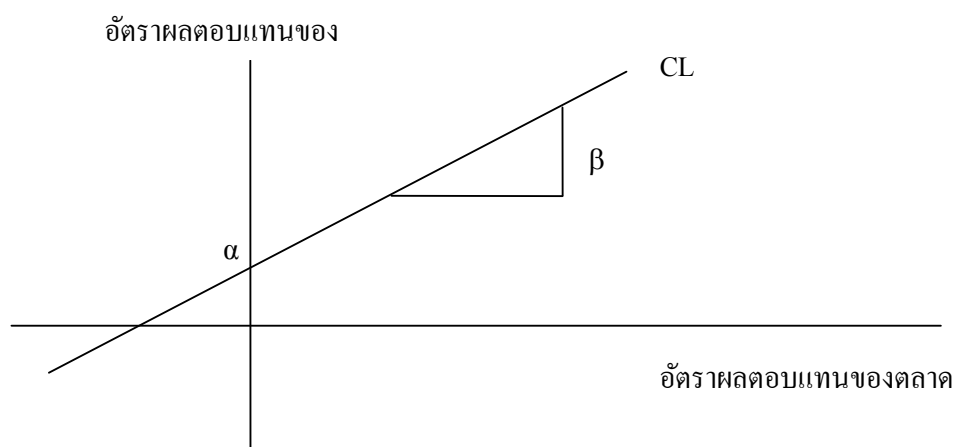
รูปที่ 2.1 การกระจายการลงทุนและผลต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์

การลงทุนที่มีการกระจายในหุ้นหลายตัวทำให้ความเสี่ยงเฉพาะตัว (ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ) และความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งหากกลุ่มหลักทรัพย์มีการกระจายความเสี่ยงมากพอระดับหนึ่งจะทำให้จะเหลือเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ต้องเผชิญ

จากที่กล่าวข้างต้นสามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดได้ ทำให้เราสามารถทราบถึงดัชนีหรือระดับโดยเปรียบเทียบความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นได้ โดยทั่วไปเราใช้สมการ Characteristic Line หรือ Market Model ซึ่งสมการดังกล่าวจะทำให้ได้ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Beta Coefficient) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ระดับและทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นเปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของตลาดซึ่งเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

- เมื่อ
- R_{it} คืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ระหว่างช่วงระยะเวลา t
 - R_{mt} คืออัตราผลตอบแทนของตลาดระหว่างช่วงระยะเวลา t
 - α_i คือค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เมื่อตลาดไม่มีการเปลี่ยนแปลง
 - β_i คือค่าความชันของเส้นถดถอย
 - ε_{it} คือค่าส่วนผิดพลาด



รูปที่ 2.2 Characteristic Line

ค่าเบต้าของตลาดมีค่าเท่ากับ 1.0 ส่วนค่าเบต้าของหลักทรัพย์ที่เป็นไปได้สามารถอธิบายได้ ดังนี้

- 1) หากหลักทรัพย์มีค่าน้อยกว่า 1.0 หมายความว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด
- 2) หากหลักทรัพย์มีค่าน้อยกว่า 1.0 หมายความว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด

การลงทุนในกองทุนรวมและการลงทุนในหุ้นล้วนแล้วแต่มีความเสี่ยงด้วยกันทั้งหมด โดยสามารถเปรียบเทียบความเสี่ยงการลงทุนทั้ง 2 ลักษณะดังกล่าวนี้ สามารถเปรียบเทียบได้ตามตารางที่ 2.2 ดังนี้

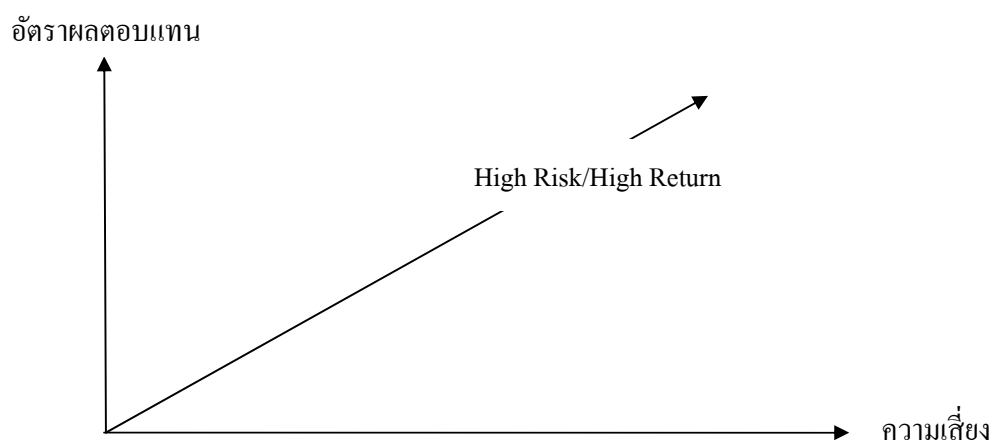
ตารางที่ 2.2 ความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวมกับความเสี่ยงจากการลงทุนโดยตรง

ความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนรวม	ความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น
กองทุนรวมตราสารทุน ผู้ลงทุนอาจต้องพิจารณาความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจของบริษัทที่กองทุนรวมนำเงินไปลงทุน เช่น หากเป็นธุรกิจที่เน้นการส่งออก กรณีที่เกิดปัญหาค่าเงินผันผวนอาจส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัท	ความเสี่ยงจากภาวะตลาด (Market risk) ซึ่งมักขึ้นอยู่กับสถานการณ์ต่าง ๆ เช่น ภาวะการเมือง สังคมภายในประเทศ ภาวะเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศ ที่จะกระทบต่อภาคธุรกิจ จนทำให้ภาวะตลาดเปลี่ยนแปลงไปจนมีผลกระทบต่อราคาหุ้น
กองทุนรวมตราสารหนี้ ผู้ลงทุนอาจต้องพิจารณาความเสี่ยงจากการผิดชำระหนี้ เช่น บริษัทที่ออกตราสารหนี้ที่กองทุนรวมนำเงินไปลงทุน มีฐานะทางการเงินเป็นอย่างไร สามารถจ่ายดอกเบี้ยและคืนเงินต้นให้กับกองทุนรวมได้ครบถ้วนสม่ำเสมอหรือไม่ รวมถึงความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง	ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Liquidity risk) ที่หุ้นบางบริษัทอาจไม่ได้ซื้อขายคล่อง มีจำนวนหุ้นที่ซื้อขายอยู่ในตลาดไม่มาก ทำให้ไม่สามารถซื้อขายได้ในเวลาหรือราคาที่ต้องการหากต้องรีบขายเพราะมีความจำเป็นต้องใช้เงิน
กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนแตกต่างออกไป เช่น กองทุนรวมที่ลงทุนในต่างประเทศควรพิจารณาความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจและการเมืองของประเทศที่ไปลงทุนเพิ่มด้วย	ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทผู้ออกหุ้น (Company risk) เช่น การบริหารกิจการผิดพลาดไม่เป็นไปตามเป้าหมาย การเปลี่ยนแปลงผู้บริหารหรือนโยบายบริษัท การถูกฟ้องร้องดำเนินคดี หรือการถูกฟ้องล้มละลาย เป็นต้น หรือหากบริษัทต้องพึ่งพิงผู้จัดจำหน่ายหรือลูกค้ารายใหญ่บางรายมากเกินไป หากเกิดปัญหาเหล่านี้ ก็จะมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจไม่สามารถค้าขายต่อไปได้ หรือถ้ากิจการต้องพึ่งพาช่างฝีมือหรือช่างที่มีทักษะเฉพาะตัวมากเกินไปการประท้วงหยุดงานก็อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานบริษัทในช่วงนั้น ๆ ได้ยิ่งถ้าบริษัททำธุรกิจหลากหลาย ความเสี่ยงจากการดำเนินงานอาจยิ่งเพิ่มมากขึ้นได้

ที่มา: สถาบันความรู้ตลาดทุน (TSI) (2546)

2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน

การลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆหรือทรัพย์สินใดๆย่อมให้ผลตอบแทนซึ่งระดับผลตอบแทนจะมีทิศทางความสัมพันธ์กับระดับความเสี่ยงในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากผู้ลงทุนมีความต้องการผลตอบแทนในอัตราที่สูงแต่ขณะเดียวกันผู้ลงทุนเองก็พยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยงด้วย ถ้าต้องการให้ผู้ลงทุนยอมแบกรับความเสี่ยงที่สูงขึ้น หลักทรัพย์เองก็ต้องให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย มิฉะนั้นผู้ลงทุนจะไม่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้น (ตลาดการเงินและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์, 2554)



รูปที่ 2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน

2.5 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

สำหรับการศึกษาในครั้งนี้ได้มีการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาในครั้งนี้ ได้แก่ ศิริพร พรไชยะ (2543) ศึกษาเรื่อง”การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย กรณีศึกษา: กองทุนตราสารทุน (Equity Funds) เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเภทกองทุนตราสารทุน” โดยใช้ข้อมูลในช่วงเดือนมกราคม 2539 ถึงเดือนมิถุนายน 2542 ด้วยการจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ผลการศึกษาพบว่ากองทุนที่ศึกษายกเว้น SCBRT มีผลตอบแทนในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แต่มีการตอบสนองต่อผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งแสดงได้ว่าในช่วงตลาดมีความผันผวนในทิศทางที่ตกต่ำ กองทุนจะลงทุนโดยเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างมั่นคง โดยราคาหลักทรัพย์นั้นจะไม่ตกตัวอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์อื่นและขณะเดียวกันจะไม่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว นั่นคือกองทุนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ

ปรีชา เสงศรีสมบัติ (2547) ศึกษาเรื่อง “การเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนรวมกับผลตอบแทนจากการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนด้วยตนเอง” โดยได้ศึกษากองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุน โดยเริ่มใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม 2543 ถึงวันที่ 31 กรกฎาคม 2547 มีทั้งสิ้น 62 กองทุนโดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model :CAPM) ผลการศึกษาพบว่ากองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด 8 อันดับพบว่ามีภาระกระจุกตัวการลงทุนอยู่ 3-5 หมวดธุรกิจ ได้แก่ พลังงาน สื่อสาร วัสดุก่อสร้างและธนาคารซึ่งกองทุนรวมส่วนใหญ่จะมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าความเสี่ยงตลาด สะท้อนให้เห็นว่ากองทุนรวมส่วนใหญ่เลือกลงทุนในความเสี่ยงที่ต่ำ เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ศึกษากับผลตอบแทนที่เกิดจากการเลือกหลักทรัพย์ด้วยตนเองพบว่าการเลือกหลักทรัพย์ด้วยตนเองให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากองทุนรวมแต่ความเสี่ยงของการเลือกหลักทรัพย์ด้วยตนเองสูงกว่ากองทุนรวม

Weigand (2004) ศึกษาเรื่อง “การเลือกหุ้นของกองทุนรวม กรณีศึกษา: กองทุนที่มี Market Cap ขนาดใหญ่” โดยได้ศึกษากองทุนรวมที่มี Cap ขนาดใหญ่ที่มีการลงทุนใน S&P 500 โดยเริ่มใช้ข้อมูล 2 กลุ่มตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 1999 ถึงเดือนกรกฎาคม 2000 และอีกกลุ่มตั้งแต่เดือน 31 มีนาคม 1999 ถึง 31 มีนาคม 2000 โดยทำการเปรียบเทียบช่วงความผันผวนของ 2 ช่วงเวลาดังกล่าวพบว่าผลตอบแทนไม่แตกต่างกัน และ Weigand (2004) จึงทำการทดสอบความสัมพันธ์ของหุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่มากที่สุด 5 ตัวกับหุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อยสุด 5 ตัวโดยใช้ค่าสถิติ t-test ในการทดสอบพบว่าผลตอบแทนที่กองทุนเลือกให้สัดส่วนการลงทุนมากที่สุดมีค่าไม่แตกต่างหรือในบางกรณีน้อยกว่าผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อย ซึ่งผลตอบแทนของช่วงเวลาที่ใช้ศึกษาให้ผลตอบแทนที่ไม่แตกต่างกัน หุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่แตกต่างกันควรให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกันสะท้อนให้เห็นว่ามีบางกองทุนที่เลือกหุ้นได้ไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร

โดยสรุป งานศึกษาของ ศิริพร พรไชยะ (2543) ได้ทำการศึกษาประเมินผลงานของกองทุนรวมในแง่ประสิทธิภาพของการลงทุนว่ากองทุนรวมจะเลือกลงทุนในหุ้นที่มีความเสี่ยงต่ำซึ่งผลตอบแทนของกองทุนต่ำกว่าตลาด งานศึกษาของ ปรีชา เสงศรีสมบัติ (2547) ได้ศึกษาเปรียบเทียบการลงทุนที่ลงทุนผ่านกองทุนกับการลงทุนด้วยตัวเองว่าการลงทุนของกองทุนมีความเสี่ยงต่ำและผลตอบแทนต่ำกว่าการลงทุนด้วยตัวเอง โดยการศึกษานี้ผู้วิจัยได้ศึกษาเพิ่มในแง่การเปรียบเทียบค่าการประมาณการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนโดยเลือกศึกษาเฉพาะกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้น SET50 และ Weigand (2004) ได้ศึกษาการเลือกหุ้นจากหุ้นของกองทุนที่มีสัดส่วนการลงทุนที่มากที่สุดให้ผลตอบแทนไม่แตกต่างจากหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่น้อยนั้นเป็นการเลือกหุ้นที่ไม่มี

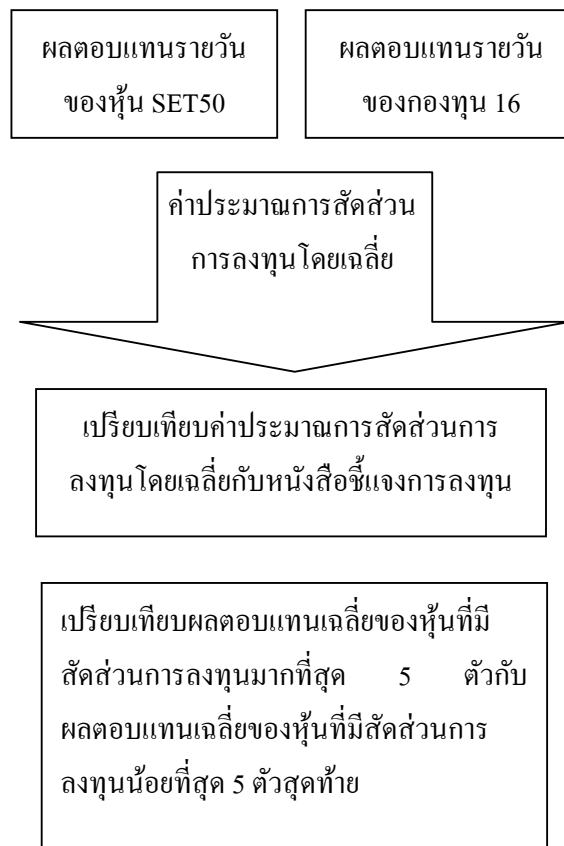
ประสิทธิภาพของกองทุน การศึกษานี้จึงทำการศึกษาในกองทุนรวมตราสารทุนของประเทศไทยโดยศึกษาเฉพาะกองทุนรวมที่มีหนังสือชี้แจงการลงทุนในหุ้น SET50 โดยวัดประสิทธิภาพกองทุนในแง่ของการเลือกหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนมากของแต่ละกองทุนเปรียบเทียบกับหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อย

บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาวิจัยเรื่องการวิเคราะห์สัดส่วนการลงทุนในหุ้น SET50 โดยอิงกับกองทุนรวม มีระเบียบวิธีการศึกษาดังนี้

3.1 กรอบแนวความคิด

ผู้วิจัยทำการศึกษาค่าการประมาณการลงทุนโดยเฉลี่ยของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้น SET50 ว่าแตกต่างไปจากหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนรวมหรือไม่ อย่างไร เพื่อศึกษาถึงสัดส่วนการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในหุ้นหรือหลักทรัพย์ของกองทุนรวมตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ในส่วนต่อไปผู้วิจัยได้ทำการศึกษาถึงประสิทธิภาพของกองทุนรวมจากการเลือกหุ้นและสัดส่วนการลงทุน โดยทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนมากที่สุดกับผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อยที่สุดโดยกรอบแนวความคิดสามารถอธิบายได้จากรูปที่ 3.1 ดังนี้



รูปที่ 3.1 กรอบแนวความคิดในการวิจัย

3.2 วิธีเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) โดยเก็บข้อมูลที่ได้จากแหล่งข้อมูลดังนี้

1) เก็บข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ณ วันทำการซื้อขายรายวันจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา 12 เดือน เริ่มตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555 ถึงเดือนมกราคม พ.ศ. 2556 รายละเอียดหลักทรัพย์กลุ่ม SET50 ดังภาคผนวก ก

2) เลือกกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมจำนวน 16 กองทุนที่มีหนังสือชี้แจงระบุว่าลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 และเก็บมูลค่าสินทรัพย์สุทธิรายวัน (Net Asset Value : NAV) ของแต่ละกองทุนจากสมาคมบริษัทจัดการกองทุน ในช่วงระยะเวลาเดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555 ถึงเดือนมกราคม พ.ศ. 2556 รายชื่อกองทุนรวมดังกล่าวดังแสดงในตารางที่ 3.1 ดังนี้

ตารางที่ 3.1 รายชื่อกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวม 16 กองทุน

ลำดับ	ชื่อกองทุน	สัญลักษณ์
1	กองทุนเปิด วรรณเอเอ็มเซ็ท 50	IAMSET50
2	CIMB-PRINCIPAL SET50 : กองทุนเปิดซีไอเอ็มบี-พริ้นซิเพิล เดลี เซ็ท 50 อินเด็กซ์	CIMB_PRINCIPAL SET 50
3	กองทุนเปิดฟิ้นซ่า SETเพิ่มพูนปันผล	FAMEEF
4	กองทุนเปิดฟิ้นซ่า หุ้นระยะยาว	FAMLTF
5	กองทุนเปิดเค เซ็ท 50	K_SET50
6	กองทุนเปิดกรุงศรีเอ็นแชนซ์เซ็ท 50	KFENSET50
7	กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาว SET50	KFLTF50
8	กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาวเอ็คทีฟ SET50 ปันผล	KFLTFA50_D
9	กองทุนเปิดกรุงไทยหุ้นระยะยาว SET50	KSET50LTF
10	กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50	MS50
11	กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ SET50 INDEX เพื่อการเลี้ยงชีพ	SCBRMS50

ตารางที่ 3.1 รายชื่อกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวม 16 กองทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อกองทุน	สัญลักษณ์
12	กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ SET50 INDEX	SCBSET50
13	โครงการจัดการกองทุนเปิดไทยเด็ทซ์เซ็ท 50 อีทีเอฟ	TDEX
14	กองทุนเปิดทหารไทย SET50	TMB50
15	กองทุนเปิดทหารไทย SET50 ปันผล	TMB50DV
16	กองทุนเปิดทหารไทย SET50 เพื่อการเลี้ยงชีพ	TMB50RMF

3.3 ระเบียบวิธีวิจัยและสมมติฐานการวิจัย

3.3.1 วัดค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยจากหนังสือชี้แจงการลงทุนของกองทุนรวม

1. การวัดผลตอบแทน

การวัดผลตอบแทนของกองทุนรวมและหุ้นกลุ่ม SET50 โดยใช้วิธีการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนแบบ Arithmetic (ค่าเฉลี่ยเลขคณิต) คือการคำนวณแบบพื้นฐานที่ไม่คำนึงถึงการลงทุนอย่างต่อเนื่อง (Reinvestment) โดยการหาผลตอบแทนจากผลต่างของราคาหลักทรัพย์ปลายงวด เปรียบเทียบกับราคาหลักทรัพย์ต้นงวดที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาหนึ่งของการลงทุน (Jorion, 2001)

1) การวัดผลตอบแทนของหุ้นสามารถแสดงได้ดังสมการ ดังนี้

$$r_{i,t} = \frac{x_{i,t} - x_{i,t-1}}{x_{i,t-1}} \quad (3.1)$$

โดยที่ $r_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนรายวันของหุ้น i วันที่ t
 $x_{i,t}$ คือ ราคาปิดของหุ้น i วันที่ t
 $x_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของหุ้น i วันที่ $t-1$

2) การวัดผลตอบแทนของกองทุนรวม

$$R_{i,t} = \frac{X_{i,t} - X_{i,t-1}}{X_{i,t-1}} \quad (3.2)$$

โดยที่ $R_{i,t}$ คือ ผลตอบแทนรายวันของหุ้น i วันที่ t
 $X_{i,t}$ คือ ราคาปิดของหุ้น i วันที่ t
 $X_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของหุ้น i วันที่ $t-1$

2. การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การหาค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 สามารถหาโดยใช้วิธีการของการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของกองทุนรวมโดยใช้สมการดังนี้

$$y_i = \beta_{i0} + \sum_{j=1}^{50} \beta_{ij} x_{ij} + \varepsilon_i \quad (3.3)$$

โดยที่ y_i คือ ผลตอบแทนรายวันของกองทุน i
 β_{ij} คือ ค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของกองทุน i ของหุ้นตัวที่ j
 x_{ij} คือ ผลตอบแทนรายวันหุ้นตัวที่ j ของกองทุน i

เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้เป็นการหาค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ย ซึ่งเป็นค่าของน้ำหนักการลงทุนเท่านั้น จึงกำหนดเงื่อนไขให้ค่าเบต้า (β) ในสมการ (3.3) ไม่มีค่าเป็นลบ หลังจากนั้นดำเนินการต่อโดยนำสมการสร้างแบบจำลองไปหาค่าสัดส่วนโดยอนุมาน (Implied Weight) และกำหนดค่าเบต้า (β) มากกว่า 0 โดยการเพิ่มเงื่อนไขในการประมาณการเป็น Non-negative Least Squares ($\beta \geq 0$)

3.3.2 การเปรียบเทียบประสิทธิภาพจากการเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุนรวม

ในการศึกษานี้ได้ทำการวัดประสิทธิภาพกองทุนรวมแต่ละกองทุนในแง่ของการเลือกหุ้นของกองทุนรวม โดยอ้างอิงงานศึกษาของ Weigand (2004) เป็นหลัก ที่ได้ทำการวัดประสิทธิภาพของกองทุนรวมโดยการจัดกลุ่มหุ้นที่มีสัดส่วนที่มากที่สุด 5 ตัวกับกลุ่มหุ้นที่มีสัดส่วนที่น้อยที่สุด 5 ตัวมาเปรียบเทียบ

ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นเพื่อวัดประสิทธิภาพของในแง่การเลือกหุ้นของกองทุนรวม โดยในงานศึกษานี้ได้ทำการเลือกหุ้นในกลุ่ม SET50 ที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มากที่สุด 5 ตัว และเลือกหุ้นในกลุ่ม SET50 ที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อยที่สุด 5 ตัว

นอกจากพิจารณาความแตกต่างในผลตอบแทน ผู้วิจัยยังได้เพิ่มบทวิเคราะห์ด้านความเสี่ยงเข้าไปด้วย ซึ่งการวัดค่าความเสี่ยงและเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์สามารถวัดได้ ดังการคำนวณต่อไปนี้

1. การวัดความเสี่ยง

การวัดความเสี่ยงของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 ตัวแรก และต่ำสุด 5 ตัว สามารถคำนวณหาได้จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (σ) ของกลุ่มหลักทรัพย์ตามสมการ ดังนี้

$$\sigma^2 = w\Omega w' \quad \text{โดยที่} \quad w = \begin{bmatrix} w_1 \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ w_5 \end{bmatrix} \quad (3.4)$$

w คือ สัดส่วนการลงทุนของหุ้นแต่ละตัว ในงานวิจัยนี้สมมติให้สัดส่วนการลงทุนในหุ้น 5 ตัวเท่ากัน

และ $\sum_{i=1}^5 w_i = 1$ จะได้ว่า

$$w = \begin{bmatrix} 0.2 \\ 0.2 \\ 0.2 \\ 0.2 \\ 0.2 \end{bmatrix} \quad \text{และ} \quad w' = [0.2 \quad 0.2 \quad 0.2 \quad 0.2 \quad 0.2]$$

และจากสูตรด้านบน สามารถกระจายออกมาให้ได้เป็น Variance - Covariance Matrix ได้ดังต่อไปนี้

$$\Omega_{it} = \begin{bmatrix} \sigma_{it,1}^2 & \sigma_{it,12} & \cdots & \sigma_{it,1k} \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & \cdots & \cdots & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ \sigma_{it,k1} & \sigma_{it,k2} & \cdots & \sigma_{it,k}^2 \end{bmatrix} \quad (3.5)$$

$\sigma_{i,k}^2$ คือ ความแปรปรวนของหุ้นตัวที่ k ($k = 1, 2, \dots, 5$) ในกลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุน i

$$\sigma_{i,k}^2 = \sum_{k=1}^5 \sum_{t=1}^{246} (R_{it,k} - \bar{R}_{it,k})^2 \quad (3.6)$$

โดยที่

- 1) $R_{it,k}$ คือ ผลตอบแทนรายวันของหุ้นตัวที่ k ในกลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุน i
- 2) $\bar{R}_{it,k}$ คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นตัวที่ k ในกลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุน i โดยคำนวณได้จาก $\bar{R}_{it,k} = \left(\sum_{t=1}^{246} R_{it,k} \right) / 246$
- 3) $\sigma_{it,kk'}|_{k \neq k'}$ คือ ความแปรปรวนร่วมระหว่างหุ้นตัวที่ k ในกลุ่มหลักทรัพย์ของกองทุน i

$$\sigma_{it,kk'}|_{k \neq k'} = \sum_{k=1}^5 \sum_{t=1}^{246} (R_{it,k} - \bar{R}_{it,k})(R_{it,k'} - \bar{R}_{it,k'})$$

2. การวัดผลตอบแทนรายวันเฉลี่ยของหุ้นในกลุ่มหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 ตัวแรกและให้สัดส่วนการลงทุนต่ำ 5 ตัวสุดท้ายสามารถหาได้โดย

1) $\bar{R}_{it,k}^{Heavy}$ คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุดตัวที่ k ของกองทุน i ซึ่งคำนวณได้จาก $\bar{R}_{it,k}^{Heavy} = \left(\sum_{k=1}^5 R_{it,k}^{Heavy} \right) / 5$ โดยที่ $R_{it,k}^{Heavy}$ คือ ผลตอบแทนรายวันของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนมากที่สุดตัวที่ k โดยที่ $k = 1, \dots, 5$

2) $\bar{R}_{it,k}^{Light}$ คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันของหุ้นแต่ละตัวที่กองทุนให้สัดส่วนน้อยที่สุด 5 ตัวสุดท้ายของกองทุน i ซึ่งคำนวณได้จาก $\bar{R}_{it,k}^{Light} = \left(\sum_{k=1}^5 R_{it,k}^{Light} \right) / 5$ โดยที่ $R_{it,k}^{Light}$ คือ ผลตอบแทนรายวันของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนน้อยตัวที่ k โดยที่ $k = 1, \dots, 5$

ในการเปรียบเทียบความแตกต่างของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 2 ผู้วิจัยได้คำนวณหาผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์เฉลี่ยตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งสามารถคำนวณได้จาก

$$\bar{R}_{i-Heavy} = \left(\sum_{t=1}^{246} \bar{R}_{it,k}^{Heavy} \right) / 246 \quad \text{และ} \quad \bar{R}_{i-Light} = \left(\sum_{t=1}^{246} \bar{R}_{it,k}^{Light} \right) / 246 \quad (3.7)$$

โดยการศึกษานี้ได้ทำการวัดประสิทธิภาพการลงทุนของกองทุนรวมในแง่ของการเลือกหุ้นว่าหุ้นที่กองทุนรวมได้ลงทุนในสัดส่วนที่แตกต่างกันมีประสิทธิภาพหรือไม่ โดยเลือกเปรียบเทียบหุ้นใน 2 กลุ่มหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมลงทุนในสัดส่วนมากที่สุด 5 หลักทรัพย์ และที่กองทุนรวมเลือกลงทุนในสัดส่วนน้อย 5 หลักทรัพย์ จากนั้น นำผลตอบแทนเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบโดยใช้เครื่องมือทางสถิติ คือ Paired t-test เนื่องจากข้อมูลเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ภายในกองทุนรวมเดียวกัน ซึ่งมีปัจจัยสิ่งแวดล้อมต่างๆ เหมือนกัน เช่น นโยบายการลงทุนจากผู้บริหารเดียวกัน และการเปรียบเทียบไม่ได้ทำเป็นรายหลักทรัพย์ แต่ดำเนินการในรูปของผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงถือว่าข้อมูลผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ไม่มีอิสระต่อกัน จึงใช้การทดสอบแบบ Dependent t-test หรือ Paired t-test โดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มาก ($\bar{R}_{i-Heavy}$) ไม่แตกต่างจากกลุ่มผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อย ($\bar{R}_{i-Light}$)

H_1 : ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มาก ($\bar{R}_{i-Heavy}$) แตกต่าง จากกลุ่มผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อย ($\bar{R}_{i-Light}$)

หลังจากนั้น นำกองทุนที่กองทุนที่ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 2 ต่างกัน หรือยอมรับ H_1 มาหาความสัมพันธ์ว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของทั้ง 2 กลุ่ม เป็นไปในทิศทางใดโดยตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนรวมที่มาก ($\bar{R}_{i-Heavy}$) มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับกลุ่มผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อย ($\bar{R}_{i-Light}$)

H_1 : ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มาก ($\bar{R}_{i-Heavy}$) มีค่าน้อยกว่ากลุ่มผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อย ($\bar{R}_{i-Light}$)

โดยการทดสอบสมมติฐานทั้ง 2 คู่กำหนดให้ทดสอบ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

บทที่ 4 ผลการวิจัย

4.1 ศึกษาค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวม

จากการการประมาณค่าสัดส่วนการลงทุนรวมในหุ้น SET50 ของกลุ่มตัวอย่าง 16 กองทุน พบว่า แต่ละกองทุนรวมมีการลงทุนในหุ้นและสัดส่วนที่ต่างกัน แต่พบว่าส่วนใหญ่กองทุนรวมจะลงทุนให้หุ้น SET50 ที่มี Market Cap สูง ซึ่งจากการนำค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนดังกล่าวของแต่ละกองทุน มาพิจารณาหลักทรัพย์ที่ลงทุนเหมือนกัน พบว่า มีหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 10 หลักทรัพย์ที่กองทุนรวมมีสัดส่วนการลงทุนที่คล้ายกันตามตารางที่ 4.1 (รายละเอียดค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนในหุ้นแต่ละตัวสามารถดูได้จาก ภาคผนวก ข)

ตารางที่ 4.1 ค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ 10 อันดับแรกของตัวอย่าง 7 กองทุน

หุ้น\ กองทุน	CIMB PRINCIPAL SET 50	KF LTF50	KSET50 LTF	SCB SET50	TDEX	TMB50	TMB50 RMF
ADVANC	0.0764	0.0757	0.0771	0.0760	0.0733	0.0739	0.0737
BBL	0.0490	0.0510	0.0517	0.0546	0.0502	0.0507	0.0504
CPF	0.0411	0.0411	0.0420	0.0411	0.0472	0.0407	0.0409
KBANK	0.0494	0.0518	0.0515	0.0503	0.0544	0.0485	0.0486
KTB	0.0309	0.0309	0.0300	0.0311	0.0349	0.0327	0.0327
PTT	0.1141	0.1160	0.1093	0.1140	0.0946	0.1157	0.1160
PTTEP	0.0785	0.0776	0.0761	0.0767	0.1017	0.0756	0.0758
PTTGC	0.0382	0.0389	0.0392	0.0367	0.0422	0.0380	0.0377
SCB	0.0543	0.0539	0.0561	0.0552	0.0361	0.0560	0.0565
SCC	0.0553	0.0557	0.0555	0.0537	0.0525	0.0544	0.0545

ซึ่งหุ้นใน SET50 ทั้ง 10 ตัวเป็นหุ้นที่มี Market Cap สูงในตลาด กล่าวคือ เป็นหุ้นของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่เป็นที่รู้จัก มีปัจจัยพื้นฐานและผลประกอบการค่อนข้างดี มีการจ่ายปันผลสม่ำเสมอ ซึ่งถือได้ว่าเป็นหุ้นที่เหมาะสมแก่การลงทุนระยะยาว หากตลาดมีความผันผวนสูงหุ้นจะได้รับความสนใจสูงจากนัก

ลงทุนและกองทุนรวม แต่ในขณะที่เดียวกันผลตอบแทนจะไม่สูงมากเมื่อเทียบกับหุ้นที่มีความเสี่ยงสูง ตัวอย่างหลักทรัพย์ 3 อันดับแรกที่กองทุนรวมทั้ง 7 มีลักษณะการลงทุนคล้ายกัน ได้แก่ PTT (บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)) PTTEP (บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)) และ ADVANC (บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน))

4.2 เปรียบเทียบค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนกับหนังสือชี้แจงการลงทุน

ในส่วนนี้ ผู้วิจัยทำการศึกษาเปรียบเทียบสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมที่ได้จากการประมาณค่าเทียบกับหนังสือชี้แจงการลงทุน (Fund Fact) เพื่อดูลักษณะการลงทุนของกองทุนรวมว่าการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เนื่องจากไม่สามารถเก็บข้อมูลหนังสือชี้แจงการลงทุนทั้ง 16 กองทุนได้ครบ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกพิจารณากองทุนรวมเป็นตัวอย่าง 8 กองทุนเพื่อดูความแตกต่างและเพื่อเป็นการสนับสนุนสมมติฐานของผู้วิจัยที่ว่า สัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ซึ่งจะเกิดคำถามต่อไปว่ากองทุนรวมมีประสิทธิภาพด้านการเลือกหุ้นหรือไม่ สำหรับในส่วนนี้ ผลการเปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุน กับ ข้อมูลจากหนังสือชี้แจงการลงทุน ในเดือนตุลาคม 2555 กับเดือนเมษายน 2556 โดยเปอร์เซ็นต์ความแตกต่างของแต่ละกองทุนมีรายละเอียดตามตารางที่ 4.2 ดังนี้ (สำหรับค่าความแตกต่างรายหุ้น แสดงในภาคผนวก ค)

ตารางที่ 4.2 เปอร์เซนต์ ความแตกต่างในสัดส่วนการลงทุน ระหว่างค่าประมาณ กับ หนังสือชี้แจงการลงทุน

กองทุน	เปอร์เซนต์ความแตกต่าง		
	หนังสือชี้แจงการลงทุนเดือน ค.ค. 55 และ เม.ย. 56	ค่าประมาณการสัดส่วนและหนังสือชี้แจงการลงทุนเดือนค.ค. 55	ค่าประมาณการสัดส่วนและหนังสือชี้แจงการลงทุนเดือนเม.ย. 56
AMSET	32.66%	47.52%	50.40%
FAMEEF	24.82%	35.76%	9.91%
FAMLTF	30.10%	35.27%	47.06%
KFENSET50	11.10%	21.64%	34.21%
KFLTF50	9.11%	11.23%	13.83%
KFLTFA50D	49.39%	37.48%	60.27%
MS50	16.68%	67.44%	78.04%
SCBRMS50	16.05%	47.20%	47.72%

โดยสรุป พบว่าไม่มีกองทุนใดจากทั้ง 8 กองทุนที่มีสัดส่วนการลงทุนตรงกับค่าที่ได้จากการประมาณเปอร์เซ็นต์ความแตกต่างพบว่ามีตั้งแต่ 9.11% - 78.04% สะท้อนได้ว่ากองทุนรวมมีการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการลงทุนอยู่ตลอดเวลา ดังนั้น ผลตอบแทนจึงมีการเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาต่อด้านประสิทธิภาพการเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์และสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมว่ามีประสิทธิภาพหรือไม่ โดยพิจารณาจากผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงและน้อย ดังรายละเอียดในส่วนต่อไป

4.3 วัดประสิทธิภาพในการเลือกหุ้นของกองทุนรวม

สำหรับการวัดประสิทธิภาพการเลือกหุ้นของกองทุนรวมและสัดส่วนการลงทุน ผู้วิจัยได้แบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ หลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 หลักทรัพย์และที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อยที่สุด 5 หลักทรัพย์ มาเปรียบเทียบความเสี่ยง (จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน หรือ σ) และผลตอบแทน

รายละเอียดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนมากและน้อยสามารถดูได้จากตามตารางที่ 4.3 โดยกำหนดให้

- $\bar{R}_{i-Heavy}$ คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่มากที่สุด
- $\sigma_{i-Heavy}$ คือ ความเสี่ยงของกลุ่มหุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่มากที่สุด
- $\bar{R}_{i-Light}$ คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อยที่สุด
- $\sigma_{i-Light}$ คือ ความเสี่ยงของกลุ่มหุ้นที่กองทุนให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อยที่สุด

ตารางที่ 4.3 ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนมากและน้อย

กองทุน	$\bar{R}_{i-Heavy}$	$\sigma_{i-Heavy}$	$\bar{R}_{i-Light}$	$\sigma_{i-Light}$
AMSET50	0.0025	0.0105	0.0282	0.0663
CIMB_PRINCIPAL	0.0009	0.0001	0.0021	0.0001
FAMEEF	0.0009	0.0100	0.0065	0.0671
FAMLTF	0.0009	0.0091	0.0021	0.0133
K_SET50	0.0008	0.0097	0.0014	0.0119
KFENSET50	0.0009	0.0001	0.0025	0.0001
KFLTF50	0.0009	0.0097	0.0021	0.0119
KFLTFA50_D	0.0012	0.0101	0.0013	0.0111
KSET50LTF	0.0009	0.0001	0.0021	0.0001
M_S50	0.0005	0.0001	0.0060	0.0044
SCBRMS50	0.0017	0.0112	0.0019	0.0092
SCBSET50	0.0009	0.0001	0.0021	0.0001
TDEX	0.0009	0.0097	0.0059	0.0663
TMB50	0.0009	0.0001	0.0023	0.0001
TMB50DV	0.0009	0.0091	0.0020	0.0127
TMB50RMF	0.0012	0.0101	0.0015	0.0116

จากผลการศึกษาพบว่าในกลุ่มของผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 ตัวแรกมีความเสี่ยงต่ำกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนต่ำสุด 5 ตัวสุดท้าย เนื่องจากหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุดนั้นเป็นหุ้นที่มี Market Cap ในตลาดสูงกว่าและมีผลตอบแทนต่ำกว่าหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนต่ำสุด 5 ตัวสุดท้าย ซึ่งการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง ความเสี่ยงที่ต้องเผชิญก็จะสูงตามไปด้วย

ในส่วนต่อไปเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 ตัวแรก กับ ผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนต่ำสุด 5 ตัวสุดท้าย โดยใช้ค่าสถิติ t-test ในการทดสอบ โดยมีสมมติฐาน ดังนี้

$$H_0: \bar{R}_{i-Heavy} = \bar{R}_{i-Light}$$

$$H_1: \bar{R}_{i-Heavy} \neq \bar{R}_{i-Light}$$

ตารางที่ 4.4 การทดสอบสมมติฐานความแตกต่างกันของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์

กองทุน	$\bar{R}_{i-Heavy}$	$\bar{R}_{i-Light}$	$\sigma_{i-Heavy}$	$\sigma_{i-Light}$	t-test	Sig 2-tailed
AMSET50	0.0025	0.0064	0.0105	0.0663	-0.9150	0.3610
CIMB_PRINCIPAL	0.0009	0.0021	0.0001	0.0001	-2.0170	0.0448
FAMEEF	0.0009	0.0065	0.0100	0.0671	-1.2976	0.1956
FAMLTF	0.0009	0.0021	0.0091	0.0133	-1.7548	0.0806
K_SET50	0.0008	0.0014	0.0097	0.0119	-0.7479	0.4553
KFENSET50	0.0009	0.0025	0.0001	0.0001	-2.3063	0.0219
KFLTF50	0.0009	0.0021	0.0097	0.0119	0.0101	0.0100
KFLTFA50_D	0.0012	0.0013	0.0101	0.0111	-0.1192	0.9052
KSET50LTF	0.0009	0.0021	0.0001	0.0001	-2.0320	0.0432
M_S50	0.0005	0.0060	0.0001	0.0044	-1.3042	0.1934
SCBRMS50	0.0017	0.0019	0.0112	0.0092	-0.3170	0.7515
SCBSET50	0.0009	0.0021	0.0001	0.0001	-1.9302	0.0547
TDEX	0.0009	0.0059	0.0097	0.0663	-1.1822	0.2383
TMB50	0.0009	0.0023	0.0001	0.0001	-2.2187	0.0274
TMB50DV	0.0009	0.0020	0.0091	0.0127	-1.4310	0.1537
TMB50RMF	0.0012	0.0015	0.0101	0.0116	-0.3842	0.7012

จากการทดสอบสมมติฐานสามารถแบ่งผลสรุปได้เป็น 2 กลุ่มดังนี้

1) ยอมรับ H_0 จำนวน 9 กองทุน พบว่ากองทุนทั้ง 9 กองทุนนั้นมีผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 ตัวแรกไม่แตกต่างจากผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนต่ำสุด 5 ตัวสุดท้าย จะเห็นได้ว่าสัดส่วนการลงทุนในหุ้น และความเสี่ยงของหุ้นทั้ง 2 กลุ่มแตกต่างกัน แต่ผลตอบแทนเฉลี่ยกลับไม่แตกต่างกัน ดังนั้น จึงทำให้กองทุนรวม 9 กองทุนไม่มีประสิทธิภาพด้านการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน

2) ยอมรับ H_1 จำนวน 7 กองทุน พบว่ากองทุนทั้ง 7 กองนั้นีผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 ตัวแรกแตกต่างจากผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนต่ำสุด 5 ตัวสุดท้าย ซึ่งเป็นการให้สัดส่วนในการลงทุนในหุ้นที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงศึกษาต่อว่าหากเป็นการเลือกสัดส่วนในการลงทุนที่แตกต่างกันแล้วทิศทางของผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นทั้ง 2 กลุ่มเป็นอย่างไร โดยหาความแตกต่างโดยตั้งสมมติฐานดังนี้

$$H_0: \bar{R}_{i-Heavy} \geq \bar{R}_{i-Light}$$

$$H_1: \bar{R}_{i-Heavy} < \bar{R}_{i-Light}$$

ตารางที่ 4.5 การทดสอบสมมติฐานผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน

กองทุน	$\bar{R}_{i-Heavy}$	$\bar{R}_{i-Light}$	$\sigma_{i-Heavy}$	$\sigma_{i-Light}$	t-test	Sig1-tailed
CIMB_PRINCIPAL	0.0009	0.0021	0.0001	0.0001	-2.0170	0.0224
FAMLTF	0.0009	0.0021	0.0091	0.0133	-1.7548	0.0403
KFENSET50	0.0009	0.0025	0.0001	0.0001	-2.3063	0.0110
KFLTF50	0.0009	0.0021	0.0097	0.0119	0.0101	0.0050
KSET50LTF	0.0009	0.0021	0.0001	0.0001	-2.0320	0.0216
SCBSET50	0.0009	0.0021	0.0001	0.0001	-1.9302	0.0274
TMB50	0.0009	0.0023	0.0001	0.0001	-2.2187	0.0137

จากการทดสอบสมมติฐานพบว่าทั้ง 7 กองทุนมีผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงสุด 5 ตัวแรกน้อยกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนต่ำสุด 5 ตัวสุดท้าย นั่นคือ กองทุนรวมทั้ง 7 ที่ทำการศึกษาพบว่ามีประสิทธิภาพด้านการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งหากเปรียบเทียบความเสี่ยงของหุ้น พบว่ากองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มากกว่าหุ้นที่มีความเสี่ยงต่ำ ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่ากองทุนรวมที่มีประสิทธิภาพมักจะเลือกการดำเนินงานและบริหารกองทุนให้ความเสี่ยงอยู่ในเกณฑ์ต่ำ โดยการเลือกลงทุนในหุ้นที่มี Market Cap สูงเพื่อหวังผลตอบแทนในระยะยาว และเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าเพื่อหวังผลตอบแทนที่สูงขึ้นกว่าปกติหรือหากลงทุนในหุ้นที่มีความเสี่ยงต่ำอย่างเดียว

บทที่ 5 สรุปผล และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผล

จากการศึกษา พบว่าการประมาณการสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมที่ลงทุนให้หุ้นกลุ่ม SET50 มีสัดส่วนการลงทุนที่มากในหุ้นที่มี Market Cap สูงในตลาด ซึ่งเป็นหุ้นของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ เป็นที่รู้จัก มีปัจจัยพื้นฐานและผลประกอบการค่อนข้างดี จ่ายปันผลสม่ำเสมอ จึงเหมาะแก่การลงทุนระยะยาว แต่ในขณะที่เดียวกันผลตอบแทนจะไม่สูงมากเมื่อเทียบกับหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงกว่า โดยหุ้น 10 อันดับแรกที่ 7 กองทุนได้ให้สัดส่วนการลงทุนที่มากนั้น พบว่า 3 อันดับแรกที่ทำให้สัดส่วนมากและคล้ายกัน ได้แก่ PTT (บริษัท ปตท. จำกัด มหาชน) PTTEP (บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด มหาชน) และ ADVANC (บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด มหาชน)

จากหนังสือชี้แจงการลงทุนของเดือนตุลาคม 2555 และเดือนเมษายน 2556 มีการเปลี่ยนแปลง การลงทุนในหุ้นจากเดิมที่เคยได้ชี้แจงและเปลี่ยนหุ้นที่เลือกให้ลำดับการลงทุนสูงสุด 5 ลำดับแรก ซึ่งหลังจากการประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยเปรียบเทียบกับหนังสือชี้แจงการลงทุนทั้งเดือน ตุลาคม 2555 และเดือนเมษายน 2556 พบว่าค่าประมาณการสัดส่วนการลงทุนมีความแตกต่างจากการลงทุนของกองทุนรวมตามที่ได้ชี้แจงไว้ในหนังสือชี้แจงการลงทุน ทั้งนี้ผู้วิจัยจึงนำความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ SET50 ที่ผ่านมาเพื่อมาเปรียบเทียบกับสิ่งที่เกิดขึ้น โดยความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ SET50 สามารถแสดงได้ตามรูปที่ 5.1 เพื่อดูความเคลื่อนไหวของตลาด SET50



รูปที่ 5.1 ความเคลื่อนไหวของ SET Index (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

หากพิจารณาความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์

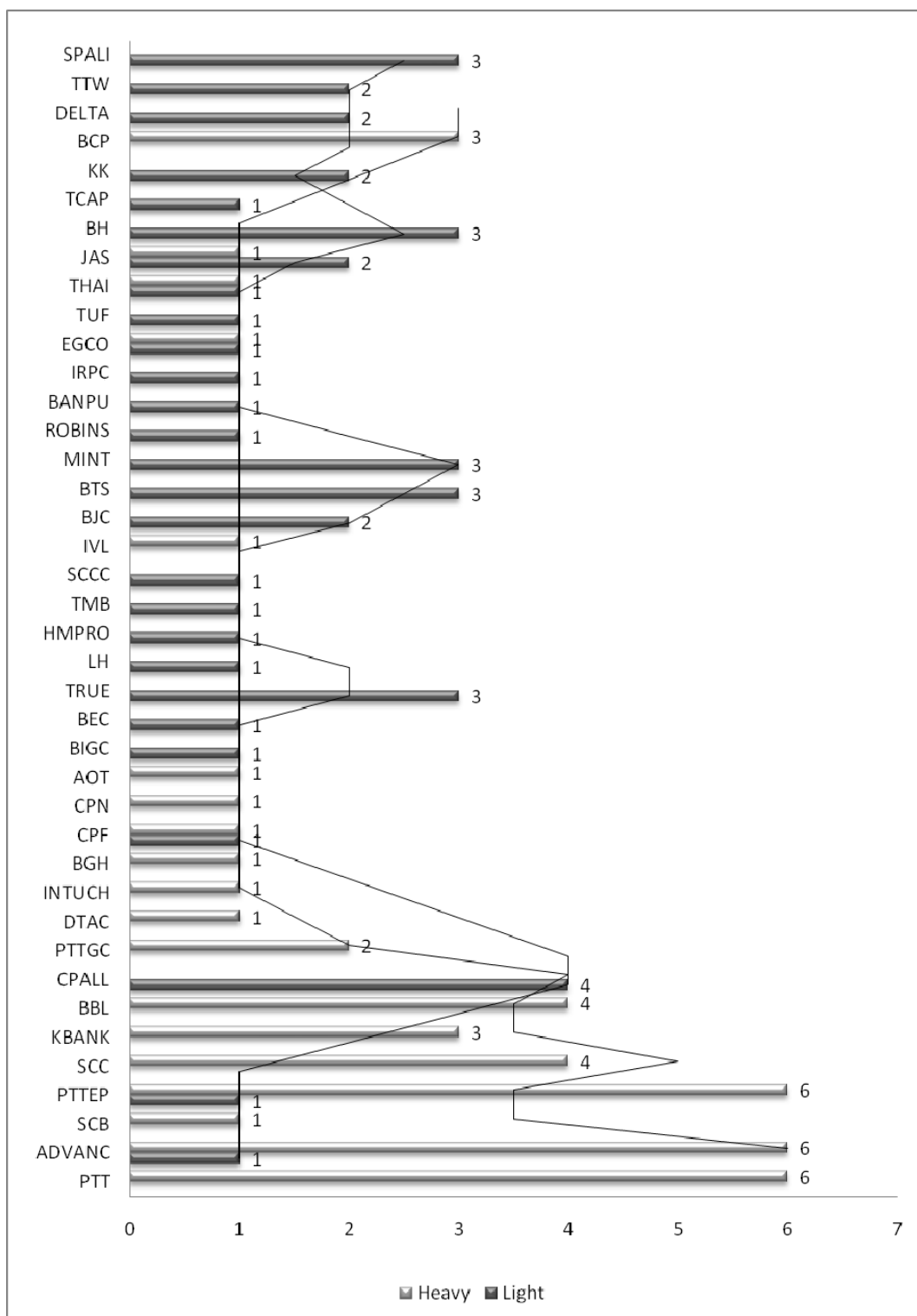
รูปที่ 5.1 พบว่า ในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ 2555 ถึงเดือนมกราคม 2556 ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกับกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษานั้น ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนอยู่ตลอดเวลา ทำให้กองทุนรวมมีการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในหลักทรัพย์หรือมีการปรับกลยุทธ์การลงทุน เพื่อให้สอดคล้องกับภาวะความผันผวนของตลาด ดังเห็นได้จาก หนังสือชี้แจงการลงทุน (Fund Fact) ของเดือนตุลาคม 2555 และเดือนเมษายน 2556 ที่มีการเปลี่ยนแปลง

พิจารณาค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง 8 กองทุน เปรียบเทียบกับหนังสือชี้แจงการลงทุนพบว่า มีความแตกต่างทั้ง 8 กองทุน ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากลยุทธ์การลงทุนในหุ้น SET50 ของแต่ละกองทุนมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา และกองทุนจะไม่เปิดเผยการลงทุนที่แท้จริงเนื่องจากภาวะการแข่งขันในตลาดที่สูงจึงทำให้แต่ละกองทุนรวมปิดบังกลยุทธ์การลงทุน เพื่อป้องกันคู่แข่งทราบกลยุทธ์ในการลงทุน ดังนั้น แม้กองทุนจะมีหนังสือชี้แจงการลงทุน แต่อย่างไรก็ตาม ก็ทำให้นักลงทุนไม่สามารถทราบถึงกลยุทธ์การลงทุนของกองทุนรวมได้

ผู้วิจัยจึงทำการวัดประสิทธิภาพของกองทุนรวมในแง่ของการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ และสัดส่วนการลงทุน ว่ามีประสิทธิภาพหรือไม่ โดยเลือกหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่มาก 5 ลำดับแรกกับหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนที่น้อย 5 ลำดับสุดท้าย มาเปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างกัน โดยการทดสอบความแตกต่างทางสถิติ พบว่า มี 9 กองทุนมีผลตอบแทนเฉลี่ยของทั้ง 2 กลุ่มไม่แตกต่างกัน ในขณะที่สัดส่วนการลงทุนและความเสี่ยงของหุ้นทั้ง 2 กลุ่มแตกต่างกัน ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า การเลือกหุ้นสัดส่วนการลงทุน และการบริหารการลงทุน ของกองทุนรวมทั้ง 9 กองทุนไม่มีประสิทธิภาพ ผู้วิจัยจึงหารูปแบบการเลือกหุ้นของกองทุนทั้ง 9 โดยพิจารณาจำนวนกองทุนและกลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าว เรียงลำดับตามมูลค่าตลาด ใน SET50 แล้วนำมาสร้างกราฟ แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่

- 1) จำนวนกองทุนที่เลือกหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่มาก 5 ลำดับแรก (9 กองทุนๆ ละ 5 ตัว)
- 2) จำนวนกองทุนที่เลือกหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่น้อย 5 ลำดับสุดท้าย (9 กองทุนๆ ละ 5 ตัว)

สามารถแสดงได้ตามรูปที่ 5.2 ดังนี้



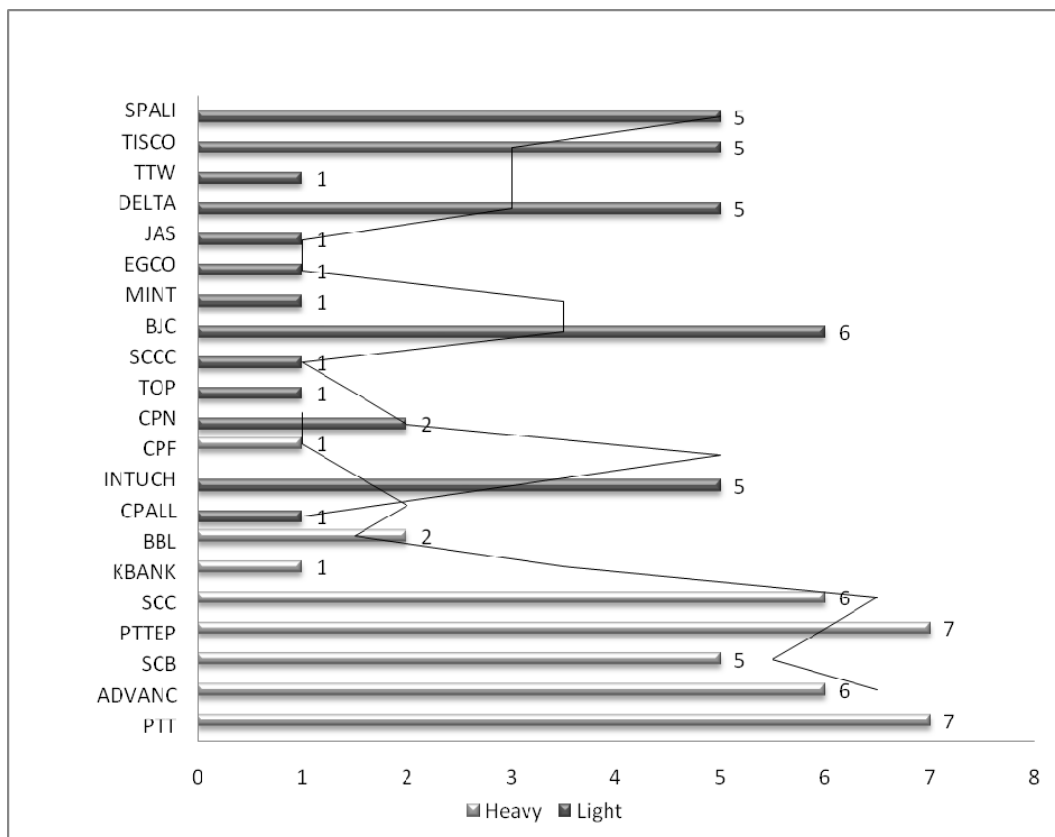
รูปที่ 5.2 หลักทรัพย์ใน SET50 กับการเลือกลงทุนของกองทุนรวมที่ไม่มีประสิทธิภาพ

พบว่า ในกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมที่ไม่มีประสิทธิภาพในการเลือกหุ้น มีการเลือกลงทุนและให้สัดส่วนการลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 ที่ไม่มีรูปแบบอย่างชัดเจน ดังจะเห็นได้จาก การให้สัดส่วนการลงทุนที่มากกับหุ้นที่มี Market Cap น้อย และบางกองทุน มีการเลือกสัดส่วนการลงทุนที่น้อยกับหุ้นที่มี Market Cap สูง จึงทำให้ประสิทธิภาพในการบริหารการลงทุนที่วัดจากการเปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน หรือ ไม่มีประสิทธิภาพในการเลือกลงทุน

ต่อมา พิจารณา 7 กองทุนมีผลตอบแทนเฉลี่ยของทั้ง 2 กลุ่มแตกต่างกัน โดยกองทุนรวมได้รับผลตอบแทนจากหุ้นกลุ่มที่มีสัดส่วนการลงทุนสูง น้อยกว่า สัดส่วนการลงทุนต่ำ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีผลตอบแทนและความเสี่ยง เนื่องจากพบว่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนการลงทุนสูงมากกว่า สัดส่วนการลงทุนต่ำ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าการบริหารการลงทุน และการเลือกหุ้นของกลุ่มตัวอย่างกองทุนรวมทั้ง 7 มีประสิทธิภาพ ผู้วิจัยจึงหารูปแบบการเลือกหุ้นของกองทุนทั้ง 7 กองทุน โดยพิจารณาจำนวนกองทุนและกลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าว เรียงลำดับตามมูลค่าตลาดใน SET50 แล้วนำมาสร้างกราฟ แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่

- 1) จำนวนกองทุนที่เลือกหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่มาก 5 ลำดับแรก (7 กองทุนๆละ 5 ตัว)
- 2) จำนวนกองทุนที่เลือกหุ้นที่มีสัดส่วนการลงทุนที่น้อย 5 ลำดับสุดท้าย (7 กองทุนๆละ 5 ตัว)

สามารถแสดงได้ตามรูปที่ 5.3 ดังนี้



รูปที่ 5.3 หลักทรัพย์ใน SET50 กับการเลือกลงทุนของกองทุนรวมที่มีประสิทธิภาพ

พบว่า หุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนมากและหุ้นที่กองทุนรวมให้สัดส่วนการลงทุนน้อย เป็นไปอย่างมีรูปแบบ นั่นคือ โดยกองทุนจะเลือกให้สัดส่วนการลงทุนที่มากในหุ้นที่มีมูลค่าตลาดสูง และให้สัดส่วนที่น้อยในหุ้นที่มีมูลค่าตลาดที่ต่ำ

5.2 ข้อเสนอแนะ

ในการศึกษาการวัดประสิทธิภาพในการเลือกหุ้นของกองทุนรวมที่ลงทุนในหุ้นกลุ่ม SET50 นี้ มีข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาเพิ่มเติมจากงานนี้ เช่น

- 1) เนื่องจากงานศึกษานี้ได้กำหนดระยะเวลาศึกษาในช่วงปี 2555 - 2556 เท่านั้น ซึ่งเป็นระยะเวลาเพียง 1 ปีเท่านั้น เพื่อเป็นการศึกษาประสิทธิภาพในระยะยาว ผู้วิจัยควรเพิ่มระยะเวลาของข้อมูลให้มากขึ้น
- 2) การศึกษาครั้งนี้เป็นเพียงวิธีวัดประสิทธิภาพวิธีหนึ่งเท่านั้น ควรพิจารณาข้อมูลหรือเครื่องมือวัดอื่นๆ เช่น Historical Return, Information Ratio หรือ Sharpe Ratio มาประกอบด้วย

เอกสารอ้างอิง

กระทรวงการคลัง, 2555, เกียรติคำนิยามด้านเศรษฐกิจ [Online], Available:

http://www.mof.go.th/home/eco/index_economicwordlist.htm [5 เมษายน 2556]

กัลยา วานิชย์บัญชา, 2549, การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับการบริหารและวิจัย, พิมพ์ครั้งที่ 8, โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ.

จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2540, หนังสือการลงทุน, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.

ปรีชา เสงศรีสมบัติ, 2547, การเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนรวมกับผลตอบแทนจากการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนด้วยตัวเอง, งานวิจัยเฉพาะเรื่องปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ศิริพร พรไชยะ, 2543, การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย, วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2551, มาตรฐานกับกองทุนรวมตราสารทุน, คอลัมน์ Regulator Hour, 30 มิ.ย. 2551.

สถาบันความรู้ตลาดทุน (TSI), 2546, หนังสือตลาดการเงิน และการลงทุนในหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, กรุงเทพฯ.

อัญญา ชันชวิทย์, 2547, การวิเคราะห์ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, กรุงเทพฯ.

Jorion, P., 2001, **Value at Risk the New Benchmark for Managing Financial Risk**, 2nd edition; McGraw-Hill, Ohio, USA.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

รายชื่อหลักทรัพย์ใน SET50 Index

ตารางที่ ก.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET50 Index ระหว่าง 1 ม.ค. 2556 ถึง 30 มิ.ย. 2556

ลำดับ	หมวดธุรกิจ	ชื่อหลักทรัพย์	
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร			
1	อาหารและเครื่องดื่ม	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF
2	อาหารและเครื่องดื่ม	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT
3	อาหารและเครื่องดื่ม	บริษัท ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	TUF
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน			
4	ธนาคาร	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	BAY
5	ธนาคาร	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BBL
6	ธนาคาร	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK
7	ธนาคาร	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	KK
8	ธนาคาร	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTB
9	ธนาคาร	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	SCB
10	ธนาคาร	บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (มหาชน)	TCAP
11	ธนาคาร	บริษัท ทิสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TISCO
12	ธนาคาร	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	TMB
13	ประกันภัยและประกันชีวิต	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	BLA
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม			
14	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	IVL
15	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง			
16	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN
17	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH
18	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	บริษัท พญา เรียวเฮาส์ จำกัด (มหาชน)	PS
19	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)	SPALI
20	วัสดุก่อสร้าง	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	SCC

ตารางที่ ก.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET50 Index ระหว่าง 1 ม.ค. 2556 ถึง 30 มิ.ย. 2556 (ต่อ)

ลำดับ	หมวดธุรกิจ	ชื่อหลักทรัพย์	
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง			
21	วัสดุก่อสร้าง	บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	SCCC
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร			
22	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU
23	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	BCP
24	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCO
25	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	ESSO
26	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	GLOW
27	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	IRPC
28	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT
29	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP
30	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RATCH
31	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP
32	พลังงานและสาธารณูปโภค	บริษัท น้ำประปาไทย จำกัด (มหาชน)	TTW
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ			
33	การแพทย์	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)	BGH
34	การแพทย์	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	BH
35	ขนส่งและโลจิสติกส์	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT
36	ขนส่งและโลจิสติกส์	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS
37	ขนส่งและโลจิสติกส์	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	THAI
38	พาณิชย์	บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	BIGC
39	พาณิชย์	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	BJC
40	พาณิชย์	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL
41	พาณิชย์	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	HMPRO

ตารางที่ ก.1 รายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET50 Index ระหว่าง 1 ม.ค. 2556 ถึง 30 มิ.ย. 2556 (ต่อ)

ลำดับ	หมวดธุรกิจ	ชื่อหลักทรัพย์	
42	พาณิชย์	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)	MAKRO
43	พาณิชย์	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	ROBINS
44	สื่อและสิ่งพิมพ์	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	BEC
ลำดับ	หมวดธุรกิจ	ชื่อหลักทรัพย์	
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี			
45	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	บริษัท เสด้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA
46	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC
47	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	DTAC
48	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	INTUCH
49	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	JAS
50	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TRUE

ภาคผนวก ข

การประมาณสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวม

ตารางที่ ข.1 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่ม
ตัวอย่าง 8 กองทุนแรก

หุ้น \ กองทุน	AMSET50	CIMB PRINCIPAL SET 50	FAMEEF	FAMLTF	K_SET50	KFEN SET50	KFLTF50	KFLTF A50_D
ADVANC	0.0580	0.0764	0.0745	0.0790	0.0749	0.0718	0.0757	0.0063
AOT	0.0556	0.0191	0.0186	0.0240	0.0196	0.0177	0.0191	0.0188
BANPU	0.0294	0.0116	0.0000	0.0164	0.0122	0.0178	0.0130	0.0051
BAY	0.0109	0.0218	0.0411	0.0230	0.0052	0.0186	0.0217	0.0390
BBL	0.0484	0.0490	0.0465	0.0579	0.0711	0.0433	0.0510	0.0622
BCP	0.0493	0.0124	0.0113	0.0203	0.0176	0.0257	0.0131	0.1216
BEC	0.0000	0.0140	0.0097	0.0081	0.0140	0.0009	0.0134	0.0000
BGH	0.0000	0.0162	0.0112	0.0096	0.0078	0.0342	0.0154	0.0665
BH	0.0112	0.0157	0.0199	0.0289	0.0269	0.0071	0.0152	0.0091
BIGC	0.0213	0.0269	0.0297	0.0153	0.0191	0.0330	0.0262	0.0102
BJC	0.0000	0.0043	0.0000	0.0000	0.0043	0.0067	0.0042	0.0010
BLA	0.0091	0.0066	0.0185	0.0185	0.0104	0.0000	0.0054	0.0205
BTS	0.0001	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
CPALL	0.0000	0.0050	0.0073	0.0020	0.0002	0.0077	0.0051	0.0112
CPF	0.0270	0.0411	0.0621	0.0514	0.0457	0.0377	0.0411	0.0424
CPN	0.0155	0.0078	0.0000	0.0028	0.0059	0.0044	0.0077	0.0000
DELTA	0.0000	0.0006	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0002	0.0000
DTAC	0.0279	0.0275	0.0557	0.0453	0.0286	0.0358	0.0277	0.0000
EGCO	0.0316	0.0135	0.0344	0.0213	0.0090	0.0018	0.0114	0.0000
ESSO	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0070	0.0000	0.0000	0.0114
GLOW	0.0000	0.0121	0.0000	0.0000	0.0170	0.0000	0.0112	0.0613
HMPRO	0.0233	0.0127	0.0156	0.0113	0.0061	0.0098	0.0126	0.0169

ตารางที่ ข.1 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่ม
ตัวอย่าง 8 กองทุนแรก (ต่อ)

หุ้น \ กองทุน	AMSET50	CIMB PRINCIPAL SET 50	FAMEEF	FAMLTF	K_SET50	KFEN SET50	KFLTF50	KFLTF A50_D
INTUCH	0.0391	0.0030	0.0000	0.0000	0.0096	0.0012	0.0036	0.0328
IRPC	0.0361	0.0113	0.0102	0.0226	0.0155	0.0208	0.0134	0.0014
IVL	0.0000	0.0226	0.0247	0.0417	0.0214	0.0296	0.0237	0.0000
JAS	0.0589	0.0074	0.0054	0.0005	0.0091	0.0068	0.0070	0.0169
KBANK	0.0421	0.0494	0.0589	0.0347	0.0521	0.0522	0.0518	0.0121
KK	0.0038	0.0000	0.0018	0.0065	0.0162	0.0000	0.0000	0.0000
KTB	0.0222	0.0309	0.0369	0.0297	0.0258	0.0265	0.0309	0.0312
LH	0.0247	0.0116	0.0118	0.0230	0.0065	0.0090	0.0122	0.0492
MAKRO	0.0350	0.0118	0.0089	0.0143	0.0200	0.0154	0.0122	0.0000
MINT	0.0168	0.0073	0.0141	0.0146	0.0000	0.0007	0.0073	0.0044
PS	0.0058	0.0070	0.0254	0.0266	0.0117	0.0106	0.0070	0.0065
PTT	0.0338	0.1141	0.0537	0.0995	0.1099	0.1283	0.1160	0.0938
PTTEP	0.0328	0.0785	0.0559	0.0465	0.0891	0.0698	0.0776	0.0864
PTTGC	0.0070	0.0382	0.0451	0.0398	0.0169	0.0376	0.0389	0.0153
RATCH	0.0000	0.0150	0.0000	0.0072	0.0081	0.0114	0.0105	0.0351
ROBINS	0.0207	0.0095	0.0054	0.0055	0.0025	0.0050	0.0106	0.0103
SCB	0.0439	0.0543	0.0402	0.0236	0.0433	0.0448	0.0539	0.0000
SCC	0.0564	0.0553	0.0543	0.0671	0.0623	0.0616	0.0557	0.0090
SCCC	0.0027	0.0101	0.0000	0.0012	0.0225	0.0104	0.0089	0.0000
SPALI	0.0043	0.0014	0.0204	0.0075	0.0014	0.0000	0.0011	0.0000
TCAP	0.0261	0.0092	0.0149	0.0180	0.0023	0.0136	0.0104	0.0602
THAI	0.0000	0.0079	0.0057	0.0000	0.0000	0.0129	0.0077	0.0000
TISCO	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	0.0000

ตารางที่ ข.1 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่ม
ตัวอย่าง 8 กองทุนแรก (ต่อ)

หุ้น \ กองทุน	AMSET50	CIMB PRINCIPAL SET 50	FAMEEF	FAMLTF	K_SET50	KFEN SET50	KFLTF50	KFLTF A50_D
TMB	0.0160	0.0079	0.0130	0.0143	0.0115	0.0078	0.0081	0.0000
TOP	0.0165	0.0142	0.0078	0.0043	0.0072	0.0328	0.0151	0.0079
TTW	0.0068	0.0059	0.0133	0.0090	0.0022	0.0000	0.0055	0.0160
TRUE	0.0039	0.0087	0.0000	0.0000	0.0022	0.0130	0.0093	0.0000
TUF	0.0259	0.0132	0.0162	0.0073	0.0281	0.0045	0.0110	0.0078

ตารางที่ ข.2 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่ม
ตัวอย่าง 8 กองทุนสุดท้าย

หุ้น \ กองทุน	KSET50 LTF	M_S50	SCBRMS50	SCBSET50	TDEX	TMB50	TMB50DV	TMB50 RMF
DTAC	0.0274	0.0000	0.0000	0.0258	0.0302	0.0291	0.0204	0.0292
EGCO	0.0125	0.0000	0.0098	0.0129	0.0149	0.0109	0.0942	0.0106
ESSO	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
GLOW	0.0111	0.0000	0.0299	0.0115	0.0116	0.0121	0.0000	0.0119
HMPRO	0.0119	0.0016	0.0000	0.0124	0.0189	0.0130	0.0000	0.0130
INTUCH	0.0041	0.1860	0.0000	0.0049	0.0000	0.0078	0.0000	0.0082
IRPC	0.0129	0.0000	0.0282	0.0127	0.0167	0.0103	0.0000	0.0106
IVL	0.0233	0.0989	0.0000	0.0229	0.0149	0.0219	0.0000	0.0223
JAS	0.0059	0.0000	0.0062	0.0071	0.0088	0.0080	0.0000	0.0076
KBANK	0.0515	0.0000	0.0919	0.0503	0.0544	0.0485	0.0359	0.0486
KK	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
KTB	0.0300	0.0000	0.0000	0.0311	0.0349	0.0327	0.0427	0.0327
LH	0.0130	0.0088	0.0000	0.0120	0.0063	0.0111	0.0238	0.0110
MAKRO	0.0127	0.0138	0.0000	0.0129	0.0070	0.0125	0.0000	0.0125
MINT	0.0065	0.0000	0.0505	0.0071	0.0051	0.0079	0.0020	0.0077
PS	0.0065	0.0000	0.0000	0.0078	0.0121	0.0065	0.0083	0.0063
PTT	0.1093	0.0963	0.0741	0.1140	0.0946	0.1157	0.0948	0.1160
PTTEP	0.0761	0.0252	0.0926	0.0767	0.1017	0.0756	0.0031	0.0758
PTTGC	0.0392	0.0000	0.0849	0.0367	0.0422	0.0380	0.0631	0.0377
RATCH	0.0117	0.0000	0.0000	0.0115	0.0115	0.0143	0.0000	0.0142
ROBINS	0.0113	0.0000	0.0420	0.0106	0.0090	0.0120	0.0336	0.0121
SCB	0.0561	0.0608	0.0000	0.0552	0.0361	0.0560	0.0250	0.0565
SCC	0.0555	0.0000	0.0350	0.0537	0.0525	0.0544	0.0233	0.0545
SCCC	0.0108	0.0000	0.0000	0.0103	0.0124	0.0099	0.0000	0.0099

ตารางที่ ข.2 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่ม
ตัวอย่าง 8 กองทุนสุดท้าย (ต่อ)

หุ้น \ กองทุน	KSET50 LTF	M_S50	SCBRMS50	SCBSET50	TDEX	TMB50	TMB50DV	TMB50 RMF
ADVANC	0.0771	0.0000	0.0565	0.0760	0.0733	0.0739	0.0703	0.0737
AOT	0.0194	0.0434	0.0000	0.0192	0.0304	0.0173	0.0337	0.0173
BANPU	0.0122	0.0000	0.0409	0.0109	0.0187	0.0121	0.0000	0.0124
BAY	0.0223	0.0505	0.0000	0.0213	0.0207	0.0208	0.0000	0.0208
BBL	0.0517	0.1043	0.0000	0.0546	0.0502	0.0507	0.1576	0.0504
BCP	0.0124	0.0000	0.0807	0.0129	0.0063	0.0134	0.0246	0.0131
BEC	0.0137	0.0114	0.0274	0.0139	0.0160	0.0143	0.0179	0.0143
BGH	0.0164	0.0000	0.0538	0.0158	0.0000	0.0156	0.0116	0.0156
BH	0.0152	0.0107	0.0207	0.0154	0.0042	0.0160	0.0000	0.0158
BIGC	0.0277	0.0121	0.0000	0.0274	0.0272	0.0259	0.0303	0.0258
BJC	0.0042	0.0000	0.0000	0.0047	0.0054	0.0041	0.0238	0.0042
BLA	0.0051	0.0630	0.0000	0.0067	0.0111	0.0068	0.0000	0.0066
BTS	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000
CPALL	0.0050	0.0133	0.0000	0.0051	0.0029	0.0050	0.0042	0.0051
CPF	0.0420	0.0301	0.0240	0.0411	0.0472	0.0407	0.0328	0.0409
CPN	0.0083	0.0000	0.0934	0.0057	0.0173	0.0059	0.0000	0.0061
DELTA	0.0009	0.0000	0.0000	0.0005	0.0000	0.0009	0.0247	0.0009
SPALI	0.0011	0.0000	0.0321	0.0012	0.0000	0.0025	0.0000	0.0026
TCAP	0.0106	0.0813	0.0000	0.0105	0.0198	0.0110	0.0077	0.0110
THAI	0.0078	0.0885	0.0000	0.0069	0.0000	0.0066	0.0597	0.0068
TISCO	0.0004	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0001	0.0254	0.0000
TMB	0.0069	0.0000	0.0000	0.0086	0.0050	0.0079	0.0000	0.0079

ตารางที่ ข.2 การประมาณการสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยของในหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 ของกลุ่ม
ตัวอย่าง 8 กองทุนสุดท้าย (ต่อ)

หุ้น กองทุน	KSET50 LTF	M_S50	SCBRMS50	SCBSET50	TDEX	TMB50	TMB50DV	TMB50 RMF
TOP	0.0132	0.0000	0.0000	0.0142	0.0187	0.0157	0.0000	0.0156
TTW	0.0052	0.0000	0.0000	0.0072	0.0115	0.0043	0.0000	0.0040
TRUE	0.0091	0.0000	0.0000	0.0081	0.0087	0.0090	0.0056	0.0090
TUF	0.0131	0.0000	0.0255	0.0117	0.0095	0.0112	0.0000	0.0113

ภาคผนวก ค

การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวม

ตารางที่ ค.1 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุน โดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุน
เปิดวอร์เรนเอเอ็มเซ็ท 50 (AMSET)

AMSET	ค่าประมาณการ สัดส่วนการลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ค. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กับ (3)	(1) กับ (2)	(1) กับ (3)
INTUCH	0.0391	0.0774	0.1179	0.5233	0.4951	0.6685
PTT	0.0338	0.0991	0.0419	0.5772	0.6590	0.1935
THAI	-	0.0537	0.0578	0.0764	1.0000	1.0000
SCB	0.0439	0.0497	-	-	0.1159	-
KBANK	0.0421	0.0471	0.0410	0.1295	0.1061	0.0269
SCC	0.0564	-	0.0500	-	-	0.1271
				0.3266	0.4752	0.5040

ตารางที่ ค.2 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุน
เปิดพินิจ SET เพิ่มพูนปันผล (FAMEEF)

FAMEEF	ค่าประมาณการสัดส่วน การลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ค. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กับ (3)	(1) กับ (2)	(1) กับ (3)
PTT	0.0537	0.1219	0.0542	0.5554	0.5598	0.0099
ADVANC	0.0745	0.0589	0.062	0.0526	0.2643	0.2011
SCC	0.0543	0.0527	0.0599	0.1366	0.0300	0.0938
PTTEP	0.0559	0.0513	-	-	0.0902	-
CPALL	0.0073	0.0468	-	-	0.8437	-
KBANK	0.0589	-	0.0527	-	-	0.1179
SCB	0.0543	-	0.0506	-	-	0.0727
				0.2482	0.3576	0.0991

ตารางที่ ค.3 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุน
เปิดพินันซ่า หุ้นระยะยาว (FAMLTF)

FAMLTF	ค่าประมาณการสัดส่วน การลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ค. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กั๊บ (3)	(1) กั๊บ (2)	(1) กั๊บ (3)
PTT	0.0995	0.1121	0.0593	0.4710	0.1123	0.6780
ADVANC	0.0790	0.069	0.0504	0.2696	0.1447	0.5672
PTTEP	0.0465	0.0665	-	-	0.3008	-
SCC	0.0671	0.0536	0.0623	0.1623	0.2523	0.0774
CPAL	0.0020	0.0436	-	-	0.9534	-
KBANK	0.0347	-	0.0682	-	-	0.4907
SCB	0.0236	-	0.0513	-	-	0.5395
				0.3010	0.3527	0.4706

ตารางที่ ค.4 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุน
เปิดกรุงศรีเอ็นแซนด์เซท 50 (KFENSET50)

KFENSET50	ค่าประมาณการสัดส่วน การลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ค. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กับ (3)	(1) กับ (2)	(1) กับ (3)
PTT	0.1283	0.1036	0.0858	0.1718	0.2383	0.4952
PTTEP	0.0698	0.0638	0.0613	0.0392	0.0945	0.1391
SCB	0.0448	0.0623	-	-	0.2816	-
ADVANC	0.0718	0.0594	0.0657	0.1061	0.2080	0.0922
SCC	0.0616	0.0489	0.0551	0.1268	0.2598	0.1181
CPALL	0.0077	0	0.0575	-	-	0.8659
				0.1110	0.2164	0.3421

ตารางที่ ค.5 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุน
เปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาว SET50 (KFLTF50)

KFLTF50	ค่าประมาณการสัดส่วน การลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ค. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กับ (3)	(1) กับ (2)	(1) กับ (3)
PTT	0.1160	0.1081	0.0914	0.1545	0.0735	0.2697
ADVANC	0.0757	0.0692	0.0775	0.1199	0.0936	0.0235
PTTEP	0.0776	0.0658	0.0611	0.0714	0.1793	0.2701
SCB	0.0539	0.0649	0.0613	0.0555	0.1691	0.1203
SCC	0.0557	0.0533	0.0562	0.0544	0.0459	0.0081
				0.0911	0.1123	0.1383

ตารางที่ ค.6 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน
กองทุนเปิดกรุงศรีหุ้นระยะยาวเอ็กซ์พี SET50 ปันผล (KFLTFA50D)

KFLTFA 50D	ค่าประมาณการสัดส่วน การลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ค. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กับ (3)	(1) กับ (2)	(1) กับ (3)
BGH	0.0665	0.1	0.1184	0.1840	0.3348	0.4381
BCP	0.1216	0.0905	0.1136	0.2552	0.3439	0.0706
INTUCH	0.0328	0.0801	0.1636	1.0424	0.5911	0.7998
GLOW	0.0613	0.0724	-	-	0.1530	-
BAY	0.0390	0.071	-	-	0.4510	-
PTTGC	0.0153	-	0.0905	-	-	0.8309
CPALL	0.0112	-	0.0892	-	-	0.8742
				0.4939	0.3748	0.6027

ตารางที่ ค.7 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน
กองทุนเปิดเอ็มเอฟซี เซ็ท 50 (MS50)

MS50	ค่าประมาณการสัดส่วน การลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ค. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กับ (3)	(1) กับ (2)	(1) กับ (3)
PTT	0.0963	0.1376	0.1425	0.0356	0.3001	0.3241
ADVANC	-	0.0913	0.0641	0.2979	1.0000	1.0000
BAY	0.0505	0.0823	-	-	0.3865	-
PTTEP	0.0252	0.0801	-	-	0.6854	-
KBANK	-	0.0646	-	-	1.0000	-
BBL	0.1043	-	0.0661	-	-	0.5778
SCC	-	-	0.0615	-	-	1.0000
PTTGC	-	-	0.0598	-	-	1.0000
				0.1668	0.6744	0.7804

ตารางที่ ค.8 เปรียบเทียบค่าประมาณสัดส่วนการลงทุนโดยเฉลี่ยกับหนังสือชี้แจงการลงทุน กองทุน
เปิดไทยพาณิชย์ SET50 INDEX เพื่อการเลี้ยงชีพ (SCBRMS50)

SCBRMS50	ค่าประมาณการสัดส่วน การลงทุน (1)	หนังสือชี้แจงการลงทุน		เปอร์เซ็นต์ความแตกต่าง		
		ต.ล. 55 (2)	เม.ย. 56 (3)	(2) กับ (3)	(1) กับ (2)	(1) กับ (3)
PTT	0.0741	0.1247	0.0904	0.2751	0.4059	0.1804
ADVANC	0.0565	0.0806	0.078	0.0323	0.2994	0.2760
PTTEP	0.0926	0.0757	0.0594	0.2153	0.2227	0.5582
SCB	-	0.075	0.0613	0.1827	1.0000	1.0000
SCC	0.0351	0.0617	0.0557	0.0972	0.4323	0.3711
				0.1605	0.4720	0.4772

ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล	นางสาววารุณี บุญเชิด
วัน เดือน ปีเกิด	20 พฤศจิกายน 2520
ประวัติการศึกษา	
ระดับมัธยมศึกษา	ประโยคมัธยมศึกษาตอนปลาย โรงเรียนเบญจมราชูทิศ ราชบุรี พ.ศ. 2538
ระดับปริญญาตรี	วิทยาศาสตรบัณฑิต สาขาวิชาสถิติ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ พ.ศ. 2542
ระดับปริญญาโท	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ (การจัดการวิศวกรรมการเงิน) มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี พ.ศ. 2555
ประวัติการทำงาน	เจ้าหน้าที่การตลาด บริษัท เมืองไทยประกันชีวิต จำกัด (มหาชน) พ.ศ. 2553 – ปัจจุบัน