

ผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ  
ที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทย บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด  
The Effect of Risk on Return of Retirement Mutual Fund (RMF)  
In Thai Stock Investment Policy Kasikorn Asset Management Company Limited

วรัญญา ชำนาญ\*<sup>1</sup> และ ณพล หงสกุลวสุ<sup>2</sup>  
Warunya Chamnarn<sup>1</sup> and Napon Hongsakulvasu<sup>2</sup>

บทคัดย่อ

การค้นคว้าแบบอิสระฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ ที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทย บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ได้แก่กองทุน KFLRMF KS50RMF KEQRMF KTHAICGRMF และ KMSRMF โดยใช้ข้อมูลรายวันของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2557 ถึง 31 ธันวาคม 2561 ด้วยแบบจำลองทางเศรษฐศาสตร์สำหรับการพยากรณ์ข้อมูลอนุกรมเวลา GARCH, GARCH-M, TGARCH-M และ EGARCH-M ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม KS50RMF KEQRMF และ KMSRMF อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อเปรียบเทียบกองทุนที่ศึกษาพบว่า กองทุนรวม KMSRMF มีผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนสูงที่สุด ที่สัมประสิทธิ์ 15.644 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม KMSRMF สูงที่สุด ณ ช่วงเวลาที่ศึกษา ความเสี่ยงส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม KEQRMF และ KS50RMF ที่สัมประสิทธิ์ 9.418 และ 6.142 ตามลำดับ สอดคล้องกับทฤษฎีส่วนชดเชยความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเมื่อลงทุนในกองทุนที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น (High risk high return) สรุปแบบจำลองที่เหมาะสมกับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม KS50RMF KEQRMF และ KMSRMF คือแบบจำลอง GARCH-M แบบจำลองที่เหมาะสมกับข้อมูลอัตราผลตอบแทนของกองทุน KFLRMF คือแบบจำลอง GARCH ในส่วนของกองทุนรวม KTHAICGRMF ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลอง ณ ช่วงเวลาที่ศึกษา

**คำสำคัญ:** ความเสี่ยง อัตราผลตอบแทน กองทุนรวม การประมาณค่าความผันผวน แบบจำลอง GARCH

\*Corresponding author. Email: [jwarunya.chamn@gmail.com](mailto:jwarunya.chamn@gmail.com)

1 นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต (ภาคพิเศษ) คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

2 อาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

## ABSTRACT

The main objective of this independent study was to study the effect of risk on the rate of return of retirement mutual funds (RMF), including KFLRMF, KS50RMF, KEQRMF and KTHAICGRMF, under a stock market investment policy of Kasikorn Asset Management Company Limited. In the study, the daily secondary data of the net asset value (NAV) from January 2014 – December 2018 were collected by using economic models, namely GARCH, GARCH-M, TGARCH-M, and EGARCH-M, to forecast the time series data. The results of the study indicated that the risk affected directly towards on the rate of return of Retirement Mutual Fund “KS50RMF, KEQRMF and KMSRMF” with statistical significance. When comparing among the mutual funds it was found that the KMSRMF had the greatest effect of risk on the rate of return with a coefficient value at 15.644, leading to the highest rate of return of the KMSRMF during the period of the study. KEQRMF and KS50RMF had the effect of risk on the rate of return with a coefficient value at 9.418 and 6.142 respectively. This shall comply with the risk premium theory in which investors will receive a higher rate of return when investing in funds with a higher risk (High Risk High Return). In conclusion, the model that best suits the data of return rate of the mutual fund KS50RMF, KEQRMF and KMSRMF is GARCH-M, while GARCH is the most applicable for KFLRMF. However, as for the KTHAICGRMF, the statistically significant relationship in the model has not been found during this study.

**Keywords:** Risk, Rate of return, Mutual fund, Volatility estimation, GARCH Model

## ที่มาและความสำคัญ

ทุกคนล้วนมีเป้าหมายในชีวิต ซึ่งปฏิเสธไม่ได้เลยว่าเป้าหมายความสำเร็จในด้านต่าง ๆ นั้นไม่สามารถแยกออกจากเป้าหมายทางการเงินได้อย่างอิสระต่อกัน หากจำแนกช่วงระยะเวลาของช่วงชีวิตคนตามวัฏจักรความมั่งคั่งส่วนบุคคลแล้ว หลักๆ จะแยกออกเป็น 3 ระยะ คือ ช่วงที่ 1 ระยะตั้งตัว ช่วงที่ 2 ช่วงสะสมความมั่งคั่ง ช่วงที่ 3 ช่วงใช้จ่ายและการเป็นผู้ให้ ซึ่งเป็นช่วงที่ เรียกว่าวัยเกษียณอายุ เป็นช่วงเวลาที่ ต้องนำเงินที่ได้เก็บสะสมไว้ในช่วงที่ 1 และ 2 มาใช้จ่ายและหากมีมากพอที่จะใช้จ่ายไปตลอดชีวิตแล้ว จึงเป็นการเหมาะสมที่จะส่งต่อให้กับลูกหลาน ญาติพี่น้อง หรือบริจาค

การเลือกเครื่องมือในการวางแผนเพื่อเตรียมความพร้อมด้านการเงินในยามเกษียณให้ได้ประสิทธิภาพ จึงเป็นเรื่องสำคัญ โดยประเทศไทยมีรูปแบบการวางแผนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการเกษียณหลากหลายรูปแบบ ได้แก่ แหล่งที่มาจากการทำงาน เช่น กองทุนประกันสังคม กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และแหล่งทางเลือก เช่น ประกันชีวิต กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) ซึ่งเป็นเป้าหมายในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้

กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ คือ กองทุนรวมที่มีจุดมุ่งหมายเพื่อส่งเสริมให้เกิดการออมเงินระยะยาวไว้สำหรับใช้จ่ายยามเกษียณอายุ ด้วยนโยบายการลงทุนที่หลากหลาย กระจายในหลากหลายสินทรัพย์ให้เลือกลงทุนตามความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ โดยผู้ลงทุนจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี สามารถนำมาหักลดหย่อนภาษีได้ตามที่ซื้อจริง ในเพดานไม่เกิน 15% (ณ ช่วงเวลาที่ศึกษา) ของรายได้พึงประเมินในปีภาษีนั้น แต่ไม่เกิน 500,000 บาท เมื่อรวมกับเงินลงทุนในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพหรือกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และประกันชีวิตแบบบำนาญ

ข้อมูลมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม RMF ณ วันทำการสุดท้ายของปี 2561 แยกตามบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด นั้นมีส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 2 รองจากบริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนบัวหลวง จำกัด คิดเป็น 23.89% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพทั้งหมด กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) ที่เสนอขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด มีทั้งหมด 15 กองทุน มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ ณ วันทำการสุดท้ายของปี 2561 ภายใต้การบริหารจัดการของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด เมื่อจำแนกเป็นรายกองทุน พบว่ามูลค่าสินทรัพย์สุทธิกว่า 45.69% ของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพทั้งหมด นักลงทุนเลือกลงทุนในนโยบายหุ้นไทย ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้ จึงมุ่งเน้นวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทย ทั้งหมด 5 กองทุน ได้แก่ KFLRMF : กองทุนเปิดเค หุ้นทุนบริพัตร เพื่อการเลี้ยงชีพ, KS50RMF : กองทุนเปิดเค เซ็ท 50 เพื่อการเลี้ยงชีพ, KEQRMF : กองทุนเปิดเค หุ้นทุน เพื่อการเลี้ยงชีพ, KTHAICGRMF : กองทุนเปิดเค หุ้นธรรมชาติไทย เพื่อการเลี้ยงชีพ, KMSRMF : กองทุนเปิดเค Mid Small Cap หุ้นทุน ด้วยลักษณะข้อมูลของกองทุนที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ เป็นข้อมูลอนุกรมเวลา ซึ่งมักจะมีความสัมพันธ์ระหว่างเวลาหรือข้ามเวลา (Serial Dependency) ระหว่างกัน อันเนื่องมาจากความแปรผันตามกาลเวลา หรือเป็นไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจ เงื่อนไขความผันผวนที่เปลี่ยนแปลงตามกาลเวลานี้ เป็นที่มาว่าผู้วิจัยได้เลือกที่จะใช้แบบจำลอง GARCH หลากหลายรูปแบบ ซึ่งเปิดโอกาสให้มีเงื่อนไขที่มีส่วนประกอบที่เป็น Autoregressive และ Moving Average ในความแปรปรวนที่มีลักษณะ Heteroscedasticity

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทย บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด

### วิธีการศึกษา

การศึกษานี้ศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทย บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด จำนวน 5 กองทุน โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) รายวันของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2557

ถึง 31 ธันวาคม 2561 ด้วยแบบจำลองทางเศรษฐศาสตร์สำหรับการพยากรณ์ข้อมูลอนุกรมเวลา GARCH, GARCH-M, TARCH-M และ EGARCH-M

### ผลการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนรายวันของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทย บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด ทั้ง 5 กองทุน จากการคัดเลือกแบบจำลองที่มีความเหมาะสม โดยใช้เกณฑ์การพิจารณาคัดเลือกแบบจำลองที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่า AIC ที่ต่ำที่สุด พบว่า

แบบจำลอง GARCH (1,1) เหมาะสมสำหรับการประมาณค่าเฉลี่ยและความผันผวนสำหรับชุดข้อมูลของกองทุน KFLRMF

$$\text{รูปแบบจำลองค่าเฉลี่ย} \quad KFLRMF_t = 0.799KFLRMF_{t-1} - 0.811\varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{รูปแบบจำลองความผันผวน} \quad h_t = 0.000 + 0.046\varepsilon_{t-1}^2 + 0.946h_{t-1}$$

แบบจำลอง GARCH-M เหมาะสมสำหรับการประมาณค่าเฉลี่ยและความผันผวนสำหรับชุดข้อมูลของกองทุน KS50RMF KEQRMF และ KMSRMF

$$\text{รูปแบบจำลองค่าเฉลี่ย} \quad KS50RMF_t = -0.858KS50RMF_{t-1} + 0.841\varepsilon_{t-1} + 6.142h_t + \varepsilon_t$$

$$\text{รูปแบบจำลองความผันผวน} \quad h_t = 0.000 + 0.056\varepsilon_{t-1}^2 + 0.941h_{t-1}$$

$$\text{รูปแบบจำลองค่าเฉลี่ย} \quad KEQRMF_t = -0.880KEQRMF_{t-1} + 0.861\varepsilon_{t-1} + 9.418h_t + \varepsilon_t$$

$$\text{รูปแบบจำลองความผันผวน} \quad h_t = 0.000 + 0.053\varepsilon_{t-1}^2 + 0.939h_{t-1}$$

$$\text{รูปแบบจำลองค่าเฉลี่ย} \quad KMSRMF_t = -0.386KMSRMF_{t-1} + 0.488\varepsilon_{t-1} + 15.644h_t + \varepsilon_t$$

$$\text{รูปแบบจำลองความผันผวน} \quad h_t = 0.000 + 0.140\varepsilon_{t-1}^2 + 0.785h_{t-1}$$

สำหรับกองทุน KTHAICGRMF ไม่พบแบบจำลองที่ศึกษาเหมาะสมกับชุดข้อมูลดังกล่าว

สรุปผลการเปรียบเทียบผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ศึกษาความเสี่ยงส่งผลกระทบในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม KS50RMF KEQRMF และ KMSRMF อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อเปรียบเทียบกองทุนที่ศึกษาพบว่า กองทุนรวม KMSRMF ความเสี่ยงส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนสูงที่สุด ที่สัมประสิทธิ์ 15.644 ความเสี่ยงส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม KEQRMF และ KS50RMF ที่สัมประสิทธิ์ 9.418 และ 6.142 ตามลำดับ สอดคล้องกับทฤษฎีส่วนชดเชยความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเมื่อลงทุนในกองทุนที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น (High risk high return)

### สรุปและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาในครั้งนี้ได้ศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพที่มีนโยบายลงทุนในหุ้นไทย บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย จำกัด จำนวน 5 กองทุน ในช่วงเวลาย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2557 ถึง 31 ธันวาคม 2561 ซึ่งจะมีกองทุนเปิดเค Mid

Small Cap หุ้นทุนเพื่อการเลี้ยงชีพ ที่พึ่งจดทะเบียนกองทุนเมื่อ 30 กันยายน 2558 และกองทุนเปิดเค หุ้นธรรมาภิบาลไทย เพื่อการเลี้ยงชีพ ที่พึ่งจดทะเบียนกองทุนเมื่อ 22 พฤศจิกายน 2560 ส่งผลให้จำนวนข้อมูลที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้มีปริมาณข้อมูลที่ใช้ศึกษาน้อยเมื่อเทียบกับกองทุนอื่น

ในส่วนของผลกระทบของความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนของกองทุนเปิดเค หุ้นธรรมาภิบาลไทยเพื่อการเลี้ยงชีพ (KTHAICGRMF) แบบจำลองที่ศึกษาไม่ได้เหมาะสมกับชุดข้อมูลดังกล่าว

ปี 2563 นโยบายด้านภาษีมีการเปลี่ยนแปลง เกณฑ์การลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ สามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้สูงสุด 30% ของรายได้พึงประเมิน สูงสุด 500,000 โดยนับรวมกลุ่มกองทุนรวมเพื่อการออม (SSF: Super Saving Fund) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และประกันบำนาญ

งานวิจัยนี้เป็นผลการวิเคราะห์ข้อมูล ณ ช่วงเวลาที่ศึกษา นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลเปรียบเทียบกับสถานะตลาด ข่าวสารและเหตุการณ์ปัจจุบันอย่างละเอียดก่อนตัดสินใจลงทุน

### เอกสารอ้างอิง

จิรตัน สังข์แก้ว. (2545). การลงทุน. (พิมพ์ครั้งที่ 5) กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ฐิติพงศ์ ภาพดี. (2558). วิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงกองทุนรวมหุ้นระยะยาวของ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย โดยใช้แบบจำลองการช. (การศึกษาแบบอิสระปริญญา เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต) มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. เชียงใหม่.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). ประเภทกองทุนรวม. สืบค้นเมื่อ 25 มกราคม 2562,

จาก [https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund\\_content02.pdf](https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content02.pdf)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). NAV คืออะไร. สืบค้นเมื่อ 2 มีนาคม 2562,

จาก [https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund\\_content03.pdf](https://www.set.or.th/education/th/begin/mutualfund_content03.pdf)

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน). รู้จักความเสี่ยงบริหารความคาดหวัง จุดเริ่มต้นการลงทุน.

สืบค้นเมื่อ 15 มิถุนายน 2562, จาก <https://www.krungsri.com/bank/th/mutualfunds/getting-start/risk-profiling.html>

ฝ่ายวางแผนและให้คำปรึกษาลูกค้าบุคคล ธนาคารกสิกรไทย. (2558). เตรียมพร้อมด้านการเงิน

ความรู้และจิตใจ คว่ำชัยในการลงทุน. สืบค้นเมื่อ 25 มกราคม 2562,

จาก <https://www.1213.or.th/th/others/investments/Pages/mutualfund.aspx>

รัชดาภรณ์ เมฆเสนา. ทางเลือกในการลงทุน. สืบค้นเมื่อ 15 มิถุนายน 2562, จาก

<https://sites.google.com/a/kkumail.com/savingmoney4u/ministries#TOC--1>

รสสุคนธ์ เรื่องพิพัฒน์พันธุ์. (2551). แบบจำลองความผันผวนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่ม

เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยวิธีอาร์มา

การช อีการช และทีการช. (การศึกษาแบบอิสระปริญญา เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต).

มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. เชียงใหม่.

ลัดดาวรรณ อาจพรม. (2555). การประมาณค่าความผันผวนและการพยากรณ์มูลค่ากองทุนรวมหุ้น

- ระยะยาว. (การศึกษาอิสระปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต).
- มหาวิทยาลัยขอนแก่น. ขอนแก่น.
- สุธีรา สินธุ์ปน. (2554). การวิเคราะห์ผลตอบแทนในการลงทุน ของกองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพของ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทยจำกัด. (การศึกษาแบบอิสระปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. เชียงใหม่.
- หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย. กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF). สืบค้นเมื่อ 25 มกราคม 2562, จาก <https://www.kasikornasset.com/Pages/ALL-RMF.html>
- หลักทรัพย์จัดการกองทุนกสิกรไทย. มูลค่าหน่วยลงทุน. สืบค้นเมื่อ 25 มกราคม 2562, จาก <https://www.kasikornasset.com/th/mutual-fund/nav/Pages/index.aspx>
- เริงชัย ต้นสุชาติ. (2561). แบบจำลองความผันผวนที่แปรตามเวลา. เชียงใหม่: คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์. (2559). เศรษฐมิติ (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- EViews 9 Users Guide II. (2015). ARCH and GARCH Estimation. EViews 9 Users Guide II's Help.
- PITI NA POMPETCH. (2017). トラサヲการเงิน. สืบค้นเมื่อ 15 มิถุนายน 2562, จาก <https://www.betterinvestor.in.th/investment/トラサヲการเงิน/>