

แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในหลักทรัพย์ของไทย

The Concept of Return and Rate of Risk In Securities of Thailand

อารยา อิงไพบูลย์กิจ¹ และวรดิศ ธนภัทร²

Araya Uengpaiboonkit and Voradit Thanapatra

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในหลักทรัพย์ของไทย จากการศึกษาของนักวิชาการและนักวิจัยที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อถึงศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และเพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์ เพื่อใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน โดยใช้วิธีการวิจัยเอกสาร ผลการศึกษาพบว่า ทฤษฎีที่นิยมนำมาใช้ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงคือ ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) และความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง พบว่ามีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก หากหลักทรัพย์มีอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับสูงความเสี่ยงก็จะสูงตามไปด้วย

คำสำคัญ : อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง หลักทรัพย์

Abstract

This article was to study the concept of rate of return and risk in Securities of Thailand. The aims to study the concept of rate of return and risk of Securities, and to study the relationship between rate of return and risk. Methodology by documentary research. Findings showed the theories used most in to study was Capital Asset Pricing Model (CAPM). The relationship between rate of return and risk finding was positively correlated, if the Securities have an expected return, the risk is high.

Keywords : Rate of Return, Risk, Security

¹ อาจารย์ประจำสาขาวิชาการจัดการ คณะเทคโนโลยีการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏวชิราวุฒวิทยาลัย วิทยาเขตสุรินทร์ araya.eung@gmail.com 090-9946990

² นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช voradit@gmail.com 081-3107777

บทนำ

ในการระดมเงินทุนของภาคธุรกิจและภาครัฐบาลเพื่อนำเงินไปใช้ในการขยายและดำเนินกิจการ นอกเหนือจากการกู้ยืมโดยตรงจากสถาบันการเงินแล้วช่องทางการระดมเงินทุนที่สำคัญที่สุดช่องทางหนึ่ง ก็คือ ตลาดทุน (Capital Market) โดยผ่านทางออกตราสารทางการเงินต่างๆ ในตลาดแรก (Primary Market) หุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ พันธบัตรรัฐบาล หน่วยลงทุนของกองทุนต่างๆ เป็นต้น และมีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ทำหน้าที่เป็นตลาดรอง (Secondary Market) เพื่อเป็น ศูนย์กลางซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ การระดมเงินทุนผ่านตลาดทุนนี้เกิดจากความต้องการของทั้งผู้ต้องการ เงินทุนหรือบริษัทต่างๆ และในส่วนของผู้ลงทุนนักลงทุนเลือกที่จะลงทุนก็เพราะต้องการดอกผลจากเงินทุนของตน ซึ่งก็คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนซึ่งถือเป็นทางเลือกที่ดีกว่าการปล่อยให้เงินทุนของตนมีมูลค่าลดลงตามหลักการ ของมูลค่าของเงินตามเวลา (Time Value of Money) อันเกิดจากแรงกดดันจากปัจจัยที่สำคัญหลายประการ เช่น เงินเพื่อ ค่าเสียโอกาส ความเสี่ยง เป็นต้น การลงทุนในตลาดทุนจึงเป็นทางเลือกที่สำคัญทางหนึ่งสำหรับความ ต้องการการออมเงินและลงทุนของนักลงทุน (สันติชัย น้อยสกุล และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2556) อย่างไรก็ตาม การลงทุนทุกชนิดย่อมมีความเสี่ยงซึ่งความเสี่ยงจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับผลตอบแทน กล่าวคือ หลักทรัพย์ใดที่ให้ผลตอบแทนที่ต้องการในระดับสูงก็จะมีระดับความเสี่ยงที่สูงเช่นเดียวกัน ในทางตรงกันข้าม หลักทรัพย์ใดที่ให้ผลตอบแทนที่ต่ำก็จะมีความเสี่ยงในระดับต่ำ ดังนั้นการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ นัก ลงทุนจะลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดในระดับความเสี่ยงที่เท่ากันหรือในระดับผลตอบแทนที่เท่ากันแต่ระดับ ความเสี่ยงต่ำกว่าโดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอความรู้จากการทบทวนวรรณกรรม เพื่อศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับอัตรา ผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ และศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจาก การลงทุนในหลักทรัพย์ของไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อถึงศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์
2. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาแนวคิดอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ เพื่อความเข้าใจที่ตรงกัน สามารถให้ความหมายหรือคำจำกัดความของค่าต่างๆ ได้ดังนี้

อัตราผลตอบแทน (Rate of Return) หมายถึง อัตราผลกำไรที่ได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญในรูปแบบของเงินปันผล (Dividend) และกำไรหรือขาดทุนจากการจำหน่ายหุ้นสามัญ (Capital gain or loss)

ความเสี่ยง (Risk) หมายถึง โอกาสที่ผลตอบแทนจากการลงทุนนั้นมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับจากการลงทุนอันเกิดมาจากความไม่แน่นอนที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความไม่แน่นอนที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)

หลักทรัพย์ (Security) หมายถึง ตราสารหรือเอกสารการแสดงสิทธิ์ในหนี้หรือทรัพย์สินที่มีการซื้อขายกัน เช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ พันธบัตร และตั๋วเงิน เป็นต้น

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี ตลอดจนงานวิจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง เพื่อนำมาใช้ในการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง สามารถอธิบายได้ดังนี้

1. แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์

ทฤษฎีที่นำมาใช้ในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ สามารถแบ่งออกเป็น 3 ทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎีการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ทฤษฎีการคำนวณความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ และทฤษฎีตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ซึ่งมีรายละเอียดของทฤษฎีต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา (ภากร ลีรุ่งเรืองพันธุ์ และสิริวรรณ โฉมจำรูญ, 2553) ดังนี้

1.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ ประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วนคือ

1. กระแสเงินสดหรือรายได้ที่นักลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาการลงทุน โดยอาจอยู่ในรูปของเงินปันผล (Dividend Yield) หรือดอกเบี้ยที่ผู้ออกหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์

2. กำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain/Loss) หมายถึง ส่วนเกินหรือส่วนขาดเมื่อนำราคาขายมาเปรียบเทียบกับราคาซื้อหรือเรียกว่าเป็นการเปลี่ยนแปลง ของราคาของหลักทรัพย์ ดังนั้นผลตอบแทนรวม (Total Return) ของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งคือผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น

1.2 การวัดความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ก็คือโอกาสที่นักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนตามความคาดหวังไว้ ความเสี่ยงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนควรจะต้อง

พิจารณาก่อนที่จะตัดสินใจลงทุนเพราะว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนจะต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อเป็นส่วนชดเชย ความเสี่ยงสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ

1. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ ส่งผลกระทบต่อทุกหลักทรัพย์ในตลาด ความเสี่ยงชนิดนี้เมื่อเกิดขึ้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์โดยทั่วไปเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันและในแต่ละธุรกิจ จะไม่สามารถควบคุมความเสี่ยงนี้ได้ โดยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นมีดังนี้

1.1 ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงทัศนคติของผู้ลงทุนโดยส่วนรวมต่อการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทาน วงจรธุรกิจ หรือ อัตราแลกเปลี่ยน

1.2 ความเสี่ยงในการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งทำให้ราคาตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนในทิศทางตรงกันข้าม

1.3 ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อหรือความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ (Purchasing Power Risk or Inflation Risk) คือ ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าทั่วไปซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง

2. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัทที่เกิดขึ้นกับธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งเท่านั้น โดยความเสี่ยงประเภทนี้ ได้แก่

2.1 ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากความผันแปรของกำไรของบริษัท อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ

2.2 ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากความผันแปรของกำไรของบริษัท เนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

2.3 ความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Industry Risk) คือ ความเสี่ยงที่ผู้ผลทำให้อัตราผลตอบแทนของนักธุรกิจในอุตสาหกรรมเดียวกันเปลี่ยนแปลงการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ช่วยลดความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ลง โดยยิ่งลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้น ความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ซึ่งวัดโดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจะลดลงเป็นลำดับ หากมีการกระจายการลงทุนที่ดูแลแล้วความเสี่ยงที่ยังคงเหลืออยู่ของกลุ่มหลักทรัพย์ คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น

1.3 ทฤษฎีตัวแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) อธิบายว่าบนพื้นฐานที่นักลงทุนมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk averse investors) จะมีจุดสมดุล (Equilibrium) ระหว่างความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดที่มีดุลยภาพ

ภาพการลงทุนในหลักทรัพย์จะต้องให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งหมายถึงความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ด้วยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่เป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบสูง ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจากหลักทรัพย์ชนิดนั้นจะสูงตามไปด้วย ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงที่เป็นระบบและมูลค่าของหลักทรัพย์แสดงในรูปของแบบจำลอง Capital asset pricing model (CAPM) ซึ่งพัฒนาแบบจำลองโดย William Sharpe ในช่วงปี ค.ศ. 1960s และมีอิทธิพลต่อการลงทุนนับแต่นั้นเป็นต้นมา โดยหลักเกณฑ์ในการตัดสินใจคือ ถ้าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์มีค่าน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในตลาด นักลงทุนควรตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้น เพราะว่าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงสามารถชดเชยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ แต่ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับจากหลักทรัพย์มากกว่าอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในตลาด นักลงทุนไม่ควรลงทุนในหลักทรัพย์นั้น เพราะว่าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงนั้นไม่สามารถชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นได้

จากการทบทวนวรรณกรรมของนักวิจัยหรือนักวิชาการที่ทำการศึกษเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์โดยเฉพาะการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังแสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงแนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่นักวิจัยหรือนักวิชาการศึกษา

นักวิจัย/นักวิชาการ	CAPM
ภากร สิริรุ่งเรืองพันธุ์ และสิริวรรณ โฉมจรรย์ (2553)	✓
ธีระ ลัมประเสริฐ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555)	✓
อนุดิตา มาสะอาด และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555)	✓
สันติชัย น้อยสกุล และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556)	✓
ทศรัตน์ เขียวเขว่า (2556)	✓
กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556)	✓
นิรุติ ไส้รักษา และคณะ (2558)	✓
Louis et al. (2004)	✓

จากตารางที่ 1 พบว่า นักวิจัยหรือนักวิชาการส่วนใหญ่ นำแนวคิดเกี่ยวกับ CAPM มาใช้ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ ซึ่งรูปแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) เป็นรูปแบบแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของสินทรัพย์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบของสินทรัพย์ ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบคือ ความเสี่ยงที่ไม่สามารถจัดให้หมดไปได้ด้วยการกระจายการลงทุนที่ดีหรือความเสี่ยงที่ไม่

สามารถกระจายได้ (Nondiversified Risk) ซึ่งค่าเบต้าในแบบจำลอง CAPM มีเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ โดยไม่มีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบหรือความเสี่ยงเฉพาะตัว (Stand Alone Risk) ของหลักทรัพย์นั้น เนื่องจากในรูปแบบ CAPM ได้ตั้งสมมติฐานว่า นักลงทุนจัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบออกไปได้หมดจากการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน เมื่อความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบถูกจัดออกไปก็เหลือเพียงความเสี่ยงที่เป็นระบบ ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงิน กล่าวได้ว่ารูปแบบ CAPM สามารถกำหนดคุณภาพของผลตอบแทนที่จะได้รับจากการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง เท่ากับ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงบวกกับอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง การเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนเพื่อการตัดสินใจลงทุน มีรายละเอียดดังนี้ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการมากกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ แสดงว่าหลักทรัพย์มีราคาที่สูงกว่าระดับราคาที่เหมาะสม (Overvalue) ควรขายหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ แสดงว่า หลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่ำระดับราคาที่เหมาะสม (Undervalue) ควรเลือกลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมดังกล่าวข้างต้น สามารถสรุปแนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ศึกษาในไทย นักวิจัยหรือนักวิชาการส่วนใหญ่นำทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) มาใช้ในการศึกษา

2. ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า ในการศึกษาได้นำทฤษฎีแบบจำลอง CAPM (Capital Asset Pricing Model) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่มุ่งเน้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ทฤษฎีนี้ทำให้นักลงทุนสามารถวางแผนการลงทุนได้เหมาะสมตามระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ รูปแบบ (ทศรัตน์ เขียวเขว่า, 2556) นอกจากนี้รูปแบบ CAPM มีความสัมพันธ์ กันกับเส้นหลักทรัพย์ในตลาด (เส้น SML) ซึ่งเป็นเส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงเพื่อใช้ในการพิจารณาเลือกหลักทรัพย์ที่เหมาะสมลงทุนหรือไม่ (สันติชัย น้อยสกุล และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2556) จากการศึกษายังพบแนวคิดและทฤษฎีที่มีความเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงสามารถจำแนกเป็นประเด็นต่างๆ ดังนี้

1. ทฤษฎีความเสี่ยงจากการลงทุน

ความเสี่ยงทางธุรกิจ คือความไม่แน่นอนที่จะเกิดขึ้นกับธุรกิจโดยจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับของการลงทุนในธุรกิจนั้นผันผวนไปจากที่คาดการณ์หรือพยากรณ์ไว้ ดังนั้น หากธุรกิจใดก็ตามที่มีความเสี่ยงมากก็จะทำให้ธุรกิจเหล่านั้นมีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนตามที่คาดการณ์ไว้ไม่แน่นอน ซึ่งจะส่งผลต่อธุรกิจต่างๆ โดยตรง เพราะจะทำให้ผลตอบแทนหรือกำไรที่ต้องการเกิดความไม่แน่นอนขึ้น “เมื่อความเสี่ยงสูง ผลตอบแทนยิ่ง

สูง” เรามักมองกันในแง่เดียวว่าการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง จะส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่สูงขึ้น แต่เราก็คงจะมองข้ามไปไม่ได้เลยที่เดียวว่า การที่มีความเสี่ยงสูงนั้นจะทำให้เกิดโอกาสในการขาดทุนสูงเช่นเดียวกัน (กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2556)

2. ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน

ระดับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินใดๆ ย่อมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับระดับความเสี่ยง เพราะผู้ลงทุนพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยงแต่ต้องการอัตราผลตอบแทนสูง ถ้าต้องการให้ผู้ลงทุนแบกรับความเสี่ยงที่สูงขึ้นหลักทรัพย์ก็ต้องให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น มิฉะนั้นผู้ลงทุนก็จะไม่สนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2555)

3. เส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) และแบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM)

แนวคิดในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนนี้ นอกจากจะเป็นประโยชน์ในการหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกลุ่มหลักทรัพย์ ณ ระดับความเสี่ยงที่กำหนด สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์เดี่ยวได้ ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง $E(r_i)$ และความเสี่ยงที่วัดโดยใช้ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างหลักทรัพย์เดี่ยวและกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด (σ_{iM}) โดยจะได้เส้นตรงแสดงถึงความสัมพันธ์นี้ ซึ่งเรียกว่า เส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line) หรือเส้น SML ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการปรับปรุงเส้น SML จะถูกเรียกใหม่ว่า แบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ซึ่งเป็นสมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการกับค่าเบต้า ซึ่งเป็นมาตรชี้วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ในดุลยภาพอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง จะเท่ากับ อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง บวกด้วยผลคูณระหว่างส่วนชดเชยความเสี่ยงตลาดและค่าเบต้าของหลักทรัพย์นั้น (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2552)

จากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงโดยการนำทฤษฎีแบบจำลอง CAPM มาใช้ในการศึกษาทฤษฎีนี้ทำให้นักลงทุนสามารถวางแผนการลงทุนได้เหมาะสมตามระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ รูปแบบ CAPM จึงสามารถใช้กำหนดดุลยภาพของผลตอบแทนที่จะได้รับจากการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ซึ่งเท่ากับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงบวกกับอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง นอกจากนี้รูปแบบ CAPM มีความสัมพันธ์ กันกับเส้นหลักทรัพย์ในตลาด (เส้น SML) ซึ่งเป็นเส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจากการวัดโดย Beta กับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่ง เพื่อใช้ในการพิจารณาเลือกหลักทรัพย์ที่เหมาะสมลงทุนหรือไม่ (สันติชัย น้อยสกุล และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2556) สอดคล้องกับงานวิจัยของ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2556) ได้ศึกษางานวิจัย การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์ กลุ่มวัสดุก่อสร้างโดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์



(CAPM) การศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์การลงทุนหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญกลุ่มอสังหาริมทรัพย์หมวดวัสดุก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้รูปแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) และมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์หมวดวัสดุก่อสร้าง และเพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์หมวดวัสดุก่อสร้างกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อเป็นแนวทางศึกษาในการตัดสินใจลงทุน จากการศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน (หุ้นสามัญ) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์หมวดวัสดุก่อสร้างจำนวน 18 หลักทรัพย์ ได้แก่ CCP, DCC, DCON, DRT, GEN, KWH, Q-CON, RCI, SCC, SCCC, SCP, SUPER, TASC0, TCMC, TGCI, TPIPL, UMI และ VNG โดยมีระยะเวลาการศึกษาอยู่ในระหว่างช่วงวันที่ 1 มกราคม 2553 จนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2555 รวมระยะเวลา 731 วันทำการ และใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยของตัวเงินคลังรัฐบาลอายุ 6 เดือน เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์กลุ่มวัสดุก่อสร้างที่อัตราผลตอบแทนที่ต้องการสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมี 5 หลักทรัพย์ เรียงตามลำดับคือ GEN, TASC0, TPIPL, KWH และ SCC ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่ม Overvalued หลักทรัพย์กลุ่มวัสดุก่อสร้างที่อัตราผลตอบแทนที่ต้องการต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมี 13 หลักทรัพย์ เรียงตามลำดับคือ SCP, Q-CON, DCON, CCP, UMI, DRT, TCMC, RCI, TGCI, SCCC, SUPER, VNG และ DCC ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ในกลุ่ม Undervalued เช่นเดียวกับงานวิจัยของธีระ ลัมประเสริฐ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) ได้ศึกษาการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค โดยใช้ตัวแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาหาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ของหลักทรัพย์ในหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค จำนวน 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ PTT - บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) BANPU - บริษัทบ้านปู จำกัด (มหาชน) IRPC - บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) ESSO - บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) และ TOP - บริษัทไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ผลการศึกษาสรุปได้ดังนี้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์เท่ากับร้อยละ 2.558 ต่อเดือน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ PPT เท่ากับร้อยละ 2.215 ต่อเดือน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ BANPU เท่ากับร้อยละ -0.552 ต่อเดือน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ IRPC เท่ากับร้อยละ -0.342 ต่อเดือน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ESSO เท่ากับร้อยละ 3.224 ต่อเดือน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ TOP เท่ากับร้อยละ 2.217 ต่อเดือน ค่าเบต้าของ หลักทรัพย์ทั้ง 5 มีค่ามากกว่า 1 และเมื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลอง CAPM พบว่ามีหลักทรัพย์เพียง 1 หลักทรัพย์เท่านั้นที่มีราคาตลาดต่ำกว่า ความเป็นจริง (Undervalued) คือ ESSO ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่นักลงทุนสามารถลงทุน ได้นอกรันั้นเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาตลาดสูง

กว่าความเป็นจริง (Overvalued) ได้แก่ PTT, BANPU, IRPC และ TOP ซึ่งนักลงทุนควรหลีกเลี่ยงที่จะซื้อหรือถือครอง หลักทรัพย์ และ อนุชิตา มาสะอาด และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ (2555) ได้ศึกษาการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจบริการโดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการ และเพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นแนวทางศึกษาในการตัดสินใจลงทุนจำนวน 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทบีทีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) บริษัทสยามแม็คโคร จำกัด บริษัทห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน) บริษัทซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) บริษัทโฮมโปรดิกส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ระหว่างช่วงวันที่ 13 พฤษภาคม 2553 จนถึงวันที่ 30 ธันวาคม 2554 ผลการศึกษา พบว่าหลักทรัพย์ BIGC MAKRO ROBINS CPALL และ HMPRO มีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าน้อยกว่า 1 แต่มากกว่า 0 มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หลักทรัพย์ดังกล่าวมีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ในสัดส่วนที่น้อยกว่าโดยมีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ นักลงทุนจึงควรตัดสินใจลงทุนหรือซื้อหลักทรัพย์เหล่านี้

แต่ยังคงมีผลการวิจัยที่มีความขัดแย้งกับงานวิจัยส่วนใหญ่ เช่น งานวิจัยของ Louis et al. (2004) ได้ทำวิจัยเรื่อง Value and Growth Investment ได้ทำการศึกษาและสรุปงานวิจัยที่อธิบายสมรรถนะของหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากผลตอบแทนและความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนที่มากกว่าการมุ่งเน้นเติบโต หากผู้ลงทุนทำการลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่า ข้อดีของการลงทุนแบบเน้นมูลค่านิยมลดลงในช่วงปี 1990 การลงทุนแบบส่วนต่างกำไรจากราคาขายมีมากขึ้นและทำให้ผู้ลงทุนแบบเน้นมูลค่าได้รับผลกระทบ และบริษัทที่มุ่งเน้นการเติบโตเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นด้วยการลงทุนทางด้านเทคโนโลยีมากกว่าทำกำไรให้บริษัทซึ่งไม่เป็นไปตามตรรกะของเศรษฐศาสตร์ทำให้การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เป็นไปได้ยาก การขึ้นและลงอย่างรวดเร็วของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่เน้นเติบโตกลับถูกมองว่ามีความเสี่ยงต่ำการลงทุน แต่ในกลุ่มหลักทรัพย์เน้นมูลค่าก็ไม่ได้ความเสี่ยงมากไปกว่าทรัพย์เน้นเติบโตที่มองจากพื้นฐานของตัวบ่งชี้ต่างๆ

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของนักวิจัยที่ได้กล่าวมาแล้วนั้นสามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ได้ว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กันไปในทิศทางเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์กันในทางบวก คือ หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงหลักทรัพย์นั้นก็จะมีความเสี่ยงสูงตามไปด้วย

วิธีการดำเนินการวิจัย

1. เป็นการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ เพื่อศึกษาแนวคิดที่เกี่ยวข้องและความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง
2. เป็นวิธีการวิจัยแบบการวิจัยเอกสาร โดยใช้บทความในวารสารต่างๆ แหล่งที่มาของบทความจากฐานข้อมูล EBSCO Emerald ProQuest และฐานข้อมูลทางวิชาการต่างๆ ทาง Internet แล้วนำข้อมูลเหล่านั้นมาวิเคราะห์ข้อมูลโดยการใช้ Content Analysis

ผลการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจึงสามารถพบได้ว่า แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ศึกษาในประเทศไทย นักวิจัยหรือนักวิชาการส่วนใหญ่ นำทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) มาใช้ในการศึกษา และเมื่อนำทฤษฎี CAPM มาศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กันในบวก หมายถึง หลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงหลักทรัพย์นั้นจะมีความเสี่ยงสูง และหากหลักทรัพย์ใดมีอัตราผลตอบแทนต่ำ หลักทรัพย์ชนิดนั้นก็ จะมีความเสี่ยงต่ำไปด้วย

เอกสารอ้างอิง

- กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2556). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนหลักทรัพย์ กลุ่มวัสดุก่อสร้างโดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM). วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และการบริหารธุรกิจ. ปีที่ 3 ฉบับที่ 1 มกราคม-มีนาคม.
- ทัศรัตน์ เขียวเขี้ยว. (2556). การวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม หมวดวัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร โดยใช้แบบจำลอง CAPM. วารสารราชภัฏพระนคร ปีที่ ๒ กรกฎาคม ๒ ฉบับที่ ๘-ธันวาคม ๒๕๕๖) หน้า ๑๑-๑๙.
- ธีระ ลัมประเสริฐ และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์หมวดพลังงานและสาธารณูปโภคโดยใช้ตัวแบบจำลองการ กำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM). วารสาร การเงิน การลงทุน การตลาด และการ บริหารธุรกิจ. ปีที่ ๒ ฉบับที่ ๔ ตุลาคม – ธันวาคม.



- นิรุติ ไล้รักษา วิษณุ ภูมิพานิช และเกษม นันทชัย. (2558). การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังภายใต้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ของหลักทรัพย์หมวดพลังงาน และเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร. วารสารวิชาการจัดการเทคโนโลยีสารสนเทศและนวัตกรรม. ปีที่ 2 ฉบับที่ 1 มกราคม-มิถุนายน 2558, หน้า 7-12.
- ภากร สิริรุ่งเรืองพันธุ์ และสิริวรรณ โฉมจำรูญ. (2553). ศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์หมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ในดัชนี SET 100 Index. ออนไลน์ www.eprints.utcc.ac.th/2022/3/2022_summary.pdf สืบค้นเมื่อวันที่ 2 ธันวาคม 2560.
- สันติชัย น้อยสกุล และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2556). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการ โดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAMP). วารสารวิจัยราชภัฏพระนคร. ปีที่ 8 ฉบับที่ 2 กรกฎาคม-ธันวาคม 2556, หน้า 20-29.
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน. สถาบันการลงทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน. (2552). การบริหารกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนทฤษฎีตลาดทุน (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- _____. (2555). ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์ (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์บุญศิริการพิมพ์.
- อนุชิตา มาสะอาด และกิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. (2555). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจบริการโดยใช้ทฤษฎีการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM). วารสารการเงิน การลงทุน การตลาด และบริหารธุรกิจ. ปีที่ 2 ฉบับที่ 4 ตุลาคม-ธันวาคม.
- Louis, KC. Chan & Lakonishok, J. (2004). Value and growth investing: Review and update. Financial Analysts Journal, 71-86.