

บทที่ ๕

บทสรุป



การลงทุนในหลักทรัพย์ก็เช่นเดียวกับการลงทุนอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงภัยจากการที่ผลตอบแทนไม่ได้เป็นไปตามที่คาดไว้ และหากผู้ลงทุนสามารถจะทราบค ความเสี่ยงภัยของหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ได้ ก็น่าจะได้ประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ได้อย่างถูกต้องตามเป้าหมายของผู้ลงทุนได้ วิจัยวิทยานิพนธ์นี้ได้คำนวณค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้รูปแบบจำลองของ Sharpe (Sharpe's Model) ซึ่งค่าความเสี่ยงนั้นเป็นผลจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่กำลังวิเคราะห์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งตลาดหรืออีกนัยหนึ่งค่าความเสี่ยงคือค่าเบต้า ( $\beta$ ) ในเส้นถดถอย (Regression) ซึ่ง Sharpe เรียกว่าเส้นลักษณะ (Characteristic Line) จากการเปรียบเทียบค่าเบต้าที่ได้คำนวณ ก็จะทราบได้ว่าหลักทรัพย์ไหนเสี่ยงมากน้อยกว่ากันอย่างไร นอกจากนี้การใช้ค่าเบต้าในการสร้างเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line) ก็จะช่วยให้ผู้ลงทุนได้ทราบว่าหลักทรัพย์ไหนมีราคาซื้อขายสูงหรือต่ำกว่าที่ควรอย่างไรบ้าง ในระดับความเสี่ยงที่สมควร

#### ผลการวิจัย

จากผลการวิจัย แสดงให้เห็นว่าความเสี่ยง ( $\beta$ ) ของหลักทรัพย์แต่ละบริษัทจะแตกต่างกันไปตามประเภทของกิจการและลักษณะของหลักทรัพย์นั้น หลักทรัพย์ของกิจการธนาคารมีความเสี่ยงภัยต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับกิจการประเภทอื่น ๆ บริษัทในสถาบันการเงินอื่นมีความเสี่ยงภัยแยกออกเป็น ๒ กลุ่ม กลุ่มแรกมีความเสี่ยงภัยที่สูงมาก ผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงขึ้นลงภายในเวลาสั้นอย่างรวดเร็วกว่าอีกกลุ่มหนึ่ง ซึ่งความเสี่ยงต่ำกว่าสิ่งเหล่านี้ช่วยในการคาดคะเนแนวโน้มของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอนาคต และจัดลำดับความเสี่ยงที่มีระบบของหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศไทย แยกประเภทหลักทรัพย์ที่เหมาะสมแก่การลงทุนหรือการเก็งกำไร และเป็นแนวทางในการพิจารณาถึงความเสี่ยง

ของหลักทรัพย์บริษัทใหม่ ๆ ที่ประกอบกิจการลักษณะเดียวกัน และผู้สนใจยังสามารถนำความรู้ความเสียหายที่มีระบบและไม่มีระบบต่อความเสียหายรวมของหลักทรัพย์ (ค่า  $r^2$  และ  $1-r^2$ ) เป็นเครื่องมือเลือกหลักทรัพย์เพื่อสร้างแบบการจัดสรรการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Portfolio) ในการค้นคว้าขั้นต่อไป นอกจากนี้เส้นตลาดหลักทรัพย์ยังใช้เป็นหลักเปรียบเทียบการลงทุนประเภทอื่น ๆ ได้ ทำให้ผู้ลงทุนได้บรรลุเป้าหมายของการลงทุนในระดับที่น่าพอใจ

ผลการวิเคราะห์เส้นตลาดหลักทรัพย์ก็กิจการธนาคารมีค่าความเสี่ยงภัยต่ำและผลตอบแทนต่ำกว่ากิจการประเภทอื่น ๆ และน้อยกว่าค่าความเสี่ยงภัยของตลาด กิจการสถาบันการเงินค่าความเสี่ยงภัยและผลตอบแทนไม่แน่นอนแล้วแต่หลักทรัพย์ บางหลักทรัพย์ก็มีราคาสูงเกินไป เช่น บริษัทเฟรสเตอร์ จำกัด และ บริษัทสีทองมิ่งมิตร จำกัด บางหลักทรัพย์ก็ราคาต่ำไป เช่น บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เป็นต้น ส่วนกิจการนอกนั้นมีค่าความเสี่ยงภัยและผลตอบแทนโดยเฉลี่ยมากกว่ากิจการธนาคาร แต่น้อยกว่ากิจการสถาบันการเงิน ส่วนกิจการอื่น ๆ นั้นแตกต่างกันมากแล้วแต่ลักษณะของหลักทรัพย์

### ข้อสังเกต

การวิจัยนี้มีข้อสมมติบางประการของข้อมูลและทฤษฎีที่ใช้ ซึ่งควรทราบเพื่อประโยชน์ต่อการพิจารณาได้ถ่องแท้ขึ้น ดังนี้

#### ก. ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

๑. หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาแรกมีอุปสงค์และอุปทานไม่สูงนัก ราคาซื้อขายโดยทั่วไปเปลี่ยนแปลงไม่มาก นอกจากหลักทรัพย์ของบางบริษัท ในช่วงต่อมาอุปสงค์ได้เพิ่มขึ้นอย่างฉับพลันขณะที่อุปทานยังมีอยู่อย่างจำกัด และมีหลักทรัพย์ใหม่ ๆ มาเพิ่มบ้าง การเคลื่อนไหวของราคาจึงแตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด ซึ่งมีผลต่อการคำนวณผลตอบแทน

๒. ข้อมูลที่นำมาคำนวณมีระยะเวลาเพียง ๒ ปี จึงอาจน้อยเกินไป สำหรับการสร้างเส้นลักษณะและเส้นตลาดหลักทรัพย์ที่ถาวร

๓. ในความเป็นจริง หลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทที่ซื้อขายมีปริมาณการซื้อขายไม่เท่ากัน ซึ่งในการคำนวณผลตอบแทนจะเป็นไปอย่างยุ่งยาก จึงได้สมมติว่าลงทุนในแต่ละบริษัทเท่ากันคือ ๑ หุ้น และหลักทรัพย์ใดที่ไม่มีการซื้อขายในบางเวลา ก็ถือเอาราคาครั้งสุดท้ายเป็นเกณฑ์เพื่อให้การคำนวณสะดวกขึ้น ดังนั้นผลตอบแทนและผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดซึ่งใช้ในการหาเส้นลักษณะและเส้นตลาดหลักทรัพย์ จึงอาจให้ความสำคัญแก่หลักทรัพย์ที่ปริมาณการซื้อขายน้อยเกินไปอยู่ด้วย

๔. ข่าวสารอาจเป็นจริงหรือเพียงข่าวลือ ก็มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในทันที ก่อนที่เหตุการณ์จริงในอนาคตจะเกิดขึ้น

๕. สภาวะภายในตลาดหลักทรัพย์ เช่น การรับบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้น การที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ประกาศเพิ่มทุนจดทะเบียนหรือจ่ายเงินปันผล เป็นต้น จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาซื้อขายอันกระเทือนถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์

๖. สภาวะภายนอกตลาดหลักทรัพย์ เช่น ภาวะเศรษฐกิจการเมือง การออกกฎหมายใหม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่นกัน

ข. ข้อจำกัดของเส้นลักษณะ

๑. เส้นลักษณะได้มาจากรูปแบบจำลองของ Sharpe ซึ่งข้อสมมติที่ว่าทุกหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับตลาดในรูปเส้นตรง ในความเป็นจริงอาจไม่แน่ว่าหลักทรัพย์ของทุกบริษัทจะตรงกับข้อสมมตินี้เสมอไป ดังนั้นอาจไม่แน่ว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะมีการกระจายในลักษณะปกติ (Normal Distribution) ด้วย ซึ่งอาจทำให้ค่าทางสถิติรวมทั้งค่าที่นำมาหาเส้นตลาดหลักทรัพย์คลาดเคลื่อน

๒. ค่าความเสี่ยงภัยที่มีระบบในแต่ละช่วงเวลาไม่เท่ากัน ซึ่งตรงกับการทดสอบของ Robert A. Levy<sup>๑</sup> อย่างไรก็ตาม จากการทดสอบของ Poque และ Conway<sup>๒</sup> พบว่า  $b$  ในอดีตใช้เป็นตัวประมาณ  $b$  ในอนาคตได้

๓.  $b$  ที่คำนวณได้มิได้อธิบายสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงอย่างแน่ชัด แต่  $b$  ที่ได้เป็นสัมประสิทธิ์ใช้วัดความสัมพันธ์ของผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนตลาดได้

ค. ข้อสมมติตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในความเป็นจริงต่างกับตลาดหลักทรัพย์ในการหาเส้นตลาดหลักทรัพย์ สมมติไว้หลายประการ ดังนี้

๑. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดไม่สมบูรณ์ คือ ยังมีค่านายหน้าจากการซื้อขาย (Transaction Cost) อัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมและการให้กู้ยืมไม่เท่ากัน

๒. ข้อมูลของผู้ที่อยู่ในวงของกิจการจะได้รับข้อมูลถูกต้อง รวดเร็วและเป็นจริงกว่าบุคคลภายนอก ซึ่งอาจได้รับทั้งข่าวลือ ทำให้ตัดสินใจไม่เหมือนกัน

๓. ในทางปฏิบัติ นักลงทุนมีความคิดเห็นในเรื่องความเสี่ยงภัยและผลตอบแทนในอนาคตไม่เหมือนกัน

๔. นักลงทุนพิจารณาผลตอบแทนในช่วงเวลาต่างกัน ผลได้จึงไม่เหมือนกัน

ดังนั้น เส้นตลาดหลักทรัพย์จึงอาจนำไปใช้ประโยชน์ได้ไม่เต็มที่ แต่ก็เป็นตัวชี้แนวระดับราคาของหลักทรัพย์หนึ่ง ๆ ได้

<sup>๑</sup>Eugene F. Brigham and Ramon E. Johnson, Issues in Managerial Finance. (Illinois: Dryden Press, 1976), p.321.

<sup>๒</sup>Ibid., p.322.

อย่างไรก็ตาม การที่ข้อสมมติไม่ตรงกับความเป็นจริงก็ไม่ได้หมายความว่ารูปแบบจำลอง (Model) จะใช้ไม่ได้เสียเลยทีเดียว ข้อสมมติหลาย ๆ ข้ออาจผ่อนคลายไปได้โดยปราศจากการเปลี่ยนแปลงสำคัญ ๆ ของแบบจำลอง ความสำคัญไม่ได้อยู่ที่ความเป็นจริงของข้อสมมติ แต่อยู่ที่ว่าข้อสมมตินี้ทำให้ผลได้ของทฤษฎีดังกล่าวใช้งานได้ การรับรู้ขีดจำกัดของข้อสมมติทำให้นำผลการวิจัยมาเป็นแนวทางในการปฏิบัติในความเป็นจริงได้ดียิ่งขึ้น และผลได้ให้การกะประมาณหรือคาดคะเนอย่างเพียงพอสำหรับวัตถุประสงค์ที่ต้องการ



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย