

## บทที่ 2

### สรุปสาระสำคัญจากเอกสารที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนหลักทรัพย์ของกลุ่มเคมีภัณฑ์ และพลาสติกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทบทวนวรรณกรรมผลการศึกษาจากผู้ที่ได้วิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอาศัยแบบจำลองหลายแบบจำลองแตกต่างกันไป โดยได้มีการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังนี้

**ขวัญหล้า จันทะพันธ์ (2546)** ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อใช้ประเมินราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสาร โดยทำการศึกษาจำนวน 4 หลักทรัพย์ คือ Advance Info Service , Shin Sattelite , Telecom Asia และ United Communication โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2541 ถึงวันที่ 29 ธันวาคม 2545 แยกศึกษาเป็นรายปี และภาพรวม 5 ปี เพื่อเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนจากตลาด และใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในประเทศ 4 ธนาคาร เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง พบว่าแบบจำลอง Fama และ French จะให้ผลที่ค่อนข้างแม่นยำ มากกว่าแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) เนื่องจากแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) เพียงอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายรูปแบบการตั้งราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดได้ เพราะแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์อยู่ภายใต้ความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ส่วนแบบจำลอง Fama และ French ได้พัฒนาจากแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ ซึ่งได้เพิ่มปัจจัยความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนในธุรกิจขนาดเล็กและขนาดใหญ่ และปัจจัยความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนในพอร์ตของธุรกิจที่มีมูลค่าของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่ำเข้าไปในแบบจำลองด้วย ผลการศึกษาในภาพรวม 5 ปี โดยใช้แบบจำลองทั้งสองแบบ หลักทรัพย์ Advance Info Service และ Shin Sattelite มีค่า  $\beta < 1$  และมีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวได้ว่าเป็น Defensive Stock ส่วนหลักทรัพย์ที่เหลือให้ผลต่างกัน และเมื่อนำผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในกลุ่มสื่อสารที่ทำการศึกษามาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์เพื่อใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจในการลงทุน ผลการวิเคราะห์พบว่าจากการใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง Fama และ French พบว่าทุกหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาอยู่เหนือ

เส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาให้ผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนของตลาด ณ ระดับความเสี่ยงที่เท่ากับความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ ราคาหลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalue) ในอนาคตราคาของหลักทรัพย์จะสูงขึ้น ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงจนเท่ากับระดับเดียวกับของตลาด หรือปรับตัวลงมาเท่ากับเส้นตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านั้นก่อนที่ราคาจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

**จิราวัลย์ ภูแสงสั้น (2546)** ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาจำนวน 10 หลักทรัพย์ คือ บริษัทหลักทรัพย์เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) หรือ KGI บริษัทหลักทรัพย์แอดคินสัน จำกัด (มหาชน) หรือ ASL บริษัทหลักทรัพย์ซิมิโก้ จำกัด (มหาชน) หรือ ZIMICO บริษัทหลักทรัพย์เอบีเอ็น แอมโร เอเชีย จำกัด (มหาชน) หรือ AST บริษัทหลักทรัพย์พัฒนสิน จำกัด หรือ CNS บริษัทเงินทุนธนาชาติ จำกัด (มหาชน) หรือ NFS บริษัทเงินทุนสินอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) หรือ SICCO บริษัทเงินทุนทิสโก้ จำกัด (มหาชน) หรือ TISCO บริษัทเงินทุนเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) หรือ KK และบริษัทเงินทุนเอกชาติ จำกัด (มหาชน) หรือ EFS โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 2 เมษายน 2544 ถึงวันที่ 25 มีนาคม 2545 รวม 52 สัปดาห์ โดยใช้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ในการวิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มนี้ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด ค่าความเสี่ยง  $\beta$  ของหลักทรัพย์ 4 หลักทรัพย์ มีค่าเป็นบวก คือ หลักทรัพย์ ASL, SICCO, TISCO, EFS หมายความว่า ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน

**จิตราพรรณ ใจคู่ย (2546)** ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงของหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์ของกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาจำนวน 4 หลักทรัพย์ คือ บริษัทบ้านปู จำกัด (มหาชน) หรือ BANPU บริษัทลานนาลิคไนต์ จำกัด (มหาชน) หรือ LANNA บริษัท ป.ต.ท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) หรือ PTTEP และบริษัท ป.ต.ท. จำกัด (มหาชน) หรือ PTT โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่ 1 มกราคม 2541 ถึง 31 ธันวาคม 2545 รวม 260 สัปดาห์ โดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) และแบบจำลอง Fama และ French เป็นเครื่องมือในการศึกษา ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ BANPU สัมประสิทธิ์  $\beta > 1$  แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ถือเป็นหลักทรัพย์ประเภท Aggressive Stock และหลักทรัพย์อีก 3 หลักทรัพย์ได้แก่ BANPU, PTTEP และ PTT มีค่า  $\beta < 1$  แสดงว่าผลการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผล

ตอบ แทนของตลาด ถือเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock เมื่อนำผลการศึกษามาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ พบว่าหลักทรัพย์ LANNA , PTTEP และ PTT อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าหลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (undervalue) ในอนาคตราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวขึ้นได้อีก นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านี้ก่อนที่ราคาจะมีการปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่วนหลักทรัพย์ PTTEP อยู่ใต้เส้นตลาดหลักทรัพย์ แสดงว่าหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น (overvalue) ในอนาคตราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลง

**ทมาภรณ์ กองแก้ว (2546)** ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีโคอินทิเกรชันหลักทรัพย์ที่ใช้ศึกษา ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) และ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) โดยอาศัยข้อมูลรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2540 ถึงเดือนธันวาคม 2545 รวมเวลาทั้งหมด 260 สัปดาห์ ผลการศึกษาพบว่าค่าความเสี่ยงหรือค่า  $\beta$  ของทุกหลักทรัพย์มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกตัวมากกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาด จึงเรียกว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีอัตราการปรับเปลี่ยราคาเร็วกว่าดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือราคาหลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และคาดว่าในอนาคตราคาหลักทรัพย์เหล่านี้จะมีราคาสูงขึ้นเรื่อยๆ เข้าสู่ระดับเดียวกับดัชนีตลาด จึงควรลงทุนในหลักทรัพย์ทั้ง 4 หลักทรัพย์

**วชิรภูมิ เบญจวัฒน์วงศ์ (2546)** ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงของหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยวิธีการถดถอยแบบสลับเปลี่ยน โดยศึกษาหลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทเชลลาร์ดพัฒนา จำกัด (มหาชน) หรือ CPN บริษัทแผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ GOLD บริษัทอิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ ITD บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) หรือ LH บริษัท เอ็ม บี เค พร็อพเพอร์ตี้ส์ แอนด์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ MBK บริษัทควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) หรือ QH และบริษัทแสนสิริ จำกัด (มหาชน) หรือ SIRI ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ตั้งแต่วันที่ 2 มกราคม 2541 ถึง 27 ธันวาคม 2545 รวมเป็นข้อมูล 260 สัปดาห์ ผลการศึกษาพบว่าในช่วงขาขึ้นค่า  $\beta$  ของหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ที่ศึกษามีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์มีการปรับตัวเร็วกว่าตลาดและมีความเสี่ยงมากกว่าตลาด ในช่วงขาลง ค่า  $\beta$  ของหลักทรัพย์ทุกตัว ยกเว้นหลักทรัพย์ MBK มีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์มีการปรับตัวช้ากว่าตลาด เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ศึกษากับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล พบว่าหลักทรัพย์ทุกตัวมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าดุลยภาพ ทั้งในช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง ดังนั้นจึงเป็นหลักทรัพย์ที่น่าลงทุนทั้งในช่วงตลาดขาขึ้นและขาลง

**วิสุมิตรา วงศ์เลี้ยงถาวร (2546)** ศึกษาความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้แบบจำลอง Capital Asset Pricing model (CAPM) โดยทำการศึกษาหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จำนวน 4 หลักทรัพย์ คือ บริษัทแลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) บริษัทศุภาลัย จำกัด (มหาชน) บริษัทควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัทอิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์จำนวน 268 สัปดาห์ เริ่มตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2540 ถึงเดือนกันยายน 2545 ผลการศึกษาพบว่าความเสี่ยง ( $\beta$ ) ของหลักทรัพย์ LH , SUPALAI , QH และ ITD มีค่าความเสี่ยง ( $\beta$ ) เท่ากับ 1.408 , 1.791 , 1.856 และ 1.503 ตามลำดับ และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งแสดงว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ LH , SUPALAI , QH และ ITD มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของตลาด และการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภท Aggressive Stock เมื่อนำผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ SML (securities market line) พบว่ามีหลักทรัพย์เพียงหลักทรัพย์ ITD เท่านั้นที่อยู่ใกล้เคียงกับเส้น SML ส่วนหลักทรัพย์ LH , SUPALAI และ QH อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด แสดงว่าหลักทรัพย์ LH , SUPALAI และ QH มีผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ที่ระดับความเสี่ยงเดียวกัน นั่นคือหลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

**อนุวัฒน์ สิทธิโชคชัยวุฒิ (2546)** ทำการวิเคราะห์การลงทุนของหุ้นบางกลุ่มในกลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ โดยวิธีการถดถอยแบบสลับสับเปลี่ยน โดยทำการศึกษาหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ บริษัทเคพีโทรนิคอินเตอร์เนชันแนลประเทศไทย จำกัด (มหาชน) บริษัทคอมพาสส์อีสต์อินคัสตรีประเทศไทย จำกัด (มหาชน) บริษัทรุ่งไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน) บริษัทกันยงอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) บริษัทมูราโมได้อิเล็กทรอนิกส์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน) และบริษัทซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของราคาปิดหลักทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 4 มกราคม 2541 ถึงวันที่ 29 ธันวาคม 2545 รวมเป็นข้อมูลทั้งหมด 260 สัปดาห์ ผลการศึกษา พบว่าในภาวะขาขึ้นมีเพียงหลักทรัพย์บริษัทคอมพาสส์อีสต์อินคัสตรีประเทศไทย จำกัด (มหาชน) ที่มีค่าความเสี่ยงสัมประสิทธิ์  $\beta$  น้อยกว่า 1 แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ น้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นหลักทรัพย์ประเภทหลักทรัพย์เชิงรับ ส่วนอีก 5 หลักทรัพย์ที่เหลือมีค่า  $\beta$  มากกว่า 1 แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นหลักทรัพย์ประเภทหลักทรัพย์เชิงรุก ในภาวะขาลง หลักทรัพย์ทุกตัวที่ศึกษามีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์น้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตรา

ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นหลักทรัพย์ประเภทหลักทรัพย์เชิงรับ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกตัวอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ทั้งในช่วงตลาดขาขึ้นและขาลง แสดงว่าหลักทรัพย์ทุกตัวเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นคาดว่าในอนาคตหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้จะมีราคาสูงขึ้น

**ภัทรา ศรีวรรณ (2547)** ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มบันเทิงและสันทนาการด้วยวิธีการเส้นพรมแดนเชิงเส้นสัมพันธ์ หลักทรัพย์ที่ใช้ศึกษา คือ บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ไอทีวี จำกัด (มหาชน) บริษัทเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) และบริษัท ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2542 ถึงเดือนธันวาคม 2546 รวมทั้งหมด 261 สัปดาห์ ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ BEC , ITV และ UBC อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือราคาหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านี้ ส่วนหลักทรัพย์ MAJOR อยู่ต่ำกว่าเส้นตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือมีราคาสูงกว่าราคาที่เหมาะสม นักลงทุนไม่ควรลงทุนในหลักทรัพย์

**อรวรรณ โปธิบุตร (2547)** ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ด้วยวิธีการเส้นพรมแดนเชิงเส้นสัมพันธ์ภายใต้ทฤษฎีแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM) หลักทรัพย์ที่ใช้ศึกษาคือหลักทรัพย์ธนาคารกรุงเทพ จำกัด(มหาชน) หลักทรัพย์ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) หลักทรัพย์ธนาคารกรุงไทย จำกัด(มหาชน) และหลักทรัพย์ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลราคาปิดรายสัปดาห์ เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2541 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2546 รวมทั้งสิ้น 312 สัปดาห์ ผลการศึกษาพบว่าทุกหลักทรัพย์ที่ศึกษามีค่า  $\beta > 1$  นั่นคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของทุกหลักทรัพย์มากกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละหลักทรัพย์กับเส้นตลาดหลักทรัพย์(SML) พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของทุกหลักทรัพย์อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ ราคาหลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่