

## บทที่ 2

### สรุปสาระสำคัญจากเอกสารที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่องความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เพื่อวิเคราะห์หาราคาของแต่ละหลักทรัพย์ ความเสี่ยงในการลงทุน และกลยุทธ์การลงทุนในหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้มีการศึกษางานวิจัยที่อาศัยแบบจำลอง CAPM ที่เกี่ยวข้องดังนี้

พรรณี อิศรพงศ์ไพศาล (2520) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหลักทรัพย์ทิสโก้ (Tisco Index) กับราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวสูง จำนวน 5 หลักทรัพย์คือ ธนาคารกรุงเทพจำกัด บริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด บริษัทเสริมสุข จำกัด บริษัทเบอร์รี่ยูเคอร์ จำกัด และ บริษัทอุตสาหกรรมเครื่องแก้วไทย จำกัด โดยใช้วิธี Linear Regression Analysis ทำการศึกษาข้อมูลเป็นรายเดือน ตั้งแต่เดือน พฤษภาคม 2518 ถึง เมษายน 2519 ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีราคาหลักทรัพย์ทิสโก้ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน แต่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมและกลุ่มธุรกิจการค้า โดยมีความสัมพันธ์กับกลุ่มธุรกิจการค้ามากที่สุด การศึกษาหาความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) ของหลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์ ตามวิธีการของ William F. Sharpe ซึ่งอาศัยวิธีการคำนวณจากเส้นลักษณะ (Characteristic Line) พบว่าหลักทรัพย์บริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด บริษัทเบอร์รี่ยูเคอร์ จำกัด และ บริษัทอุตสาหกรรมเครื่องแก้วไทย จำกัด มีค่า  $\beta$  น้อยกว่า 1 ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด หลักทรัพย์ทั้งสามจึงจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock สำหรับหลักทรัพย์ธนาคารกรุงเทพจำกัด และ บริษัทเสริมสุข จำกัด นั้นมีค่า  $\beta$  มากกว่า 1 หมายถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ดังนั้นจึงจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภท Aggressive Stock

พรชัย จิรวินิจนันท์ (2535) ได้วิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มียอดการซื้อขายสูงสุดในตลาด ช่วง กรกฎาคม 2532 ถึง มิถุนายน 2535 โดยและใช้วิธีการศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Pricing Model (CAPM) กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการประมาณค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์ 10 หลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Set Index) และราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน เพื่อหาอัตราผลตอบแทนของ

หลักทรัพย์ในแต่ละตัว โดยไม่นำปัจจัยในด้านเงินปันผลมาเกี่ยวข้อง พิจารณาเพียงส่วนต่างที่ได้รับ Capital Gain และนำเอาอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาล อายุ 5 ปี มาเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยนำวิธีการทางสถิติวิเคราะห์แบบถดถอย มาวิเคราะห์สมการความสัมพันธ์ในการศึกษาได้คำนวณค่า  $\beta$  และหาจุดตัดแกนที่แท้จริงสร้างความสัมพันธ์ถดถอยกับผลตอบแทนของตลาด หากความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของตลาดกับอัตราผลตอบแทนจาก Risk Free Rate แล้วทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ใดๆจะไม่มีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนของหลักทรัพย์นั้น แต่ผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่านั้น ซึ่งเป็นไปตามหลักการของแบบจำลอง CAPM สำหรับผลการศึกษาดังกล่าวพบว่า มีการปฏิเสธสมมติฐานตามทฤษฎี CAPM ที่ว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบ โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับความแปรปรวนด้วย ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎี CAPM ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ 8 หลักทรัพย์จาก 10 หลักทรัพย์ มีจุดตัดแกนต่างจาก 0 อย่างไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงว่าหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีผลต่างของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงนั้นไม่แตกต่างจากผลต่างของอัตราผลตอบแทนของตลาด นอกจากนี้การศึกษายังพบว่าค่าความเสี่ยงที่คำนวณได้ส่วนใหญ่เป็นไปตามทฤษฎี ซึ่งผลสรุปของการศึกษาในครั้งนี้คือทฤษฎี CAPM สามารถนำมาประยุกต์ใช้กับหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**พัชรภรณ์ คงเจริญ (2535)** ทำการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมทั้งหมดในประเทศไทยในช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์วิกฤตการณ์อ่าวเปอร์เซีย คือระหว่างเดือนสิงหาคม 2531 ถึงธันวาคม 2533 ซึ่งเป็นโดยใช้ข้อมูลของกองทุนปิด จำนวน 5 กองทุน ได้แก่ กองทุนสินิทธิโย 4 กองทุนสินิทธิโย 5 กองทุนร่วมพัฒนา กองทุนหลักทรัพย์ทวี 2 และกองทุนชนภูมิ ทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่คำนวณจากราคาและมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ความเสี่ยงจากการลงทุนในกองทุนเปรียบเทียบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index) โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำสุทธิตัว 1 ปีของธนาคารพาณิชย์เป็นอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ในการประเมินความเสี่ยงใช้ Sharp Portfolio Performance Measure คำนวณความเสี่ยงจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และ Treynor Portfolio Performance Measure คำนวณความเสี่ยงจาก  $\beta$  ของกองทุน ค่า  $\beta$  ได้มาจากการคำนวณการคำนวณแบบถดถอย ระหว่างผลตอบแทนของกองทุน และผลตอบแทนรวมของตลาด ผลการศึกษาสรุปได้ว่า การลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนปิด 5 กองทุนดังกล่าวให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ในระยะเวลา 1 ปี และสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวมยกเว้นกองทุนชนภูมิ

ดูโลจนี่ ศรีแก้ว (2535) ได้ศึกษาวิเคราะห์ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารและกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ตลอดจนการประมาณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ และค่าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบโดยการวิเคราะห์ความเสี่ยงตามแนวทางของ William F. Sharpe โดยใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่วันที่ 1 สิงหาคม 2533 ถึง 28 ธันวาคม 2533 ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยตัวแปรอิสระทางการเงิน และภาวะเศรษฐกิจโลก ราคาน้ำมันดิบ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Dow Jones ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Hang Seng ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ Nikel สถานการณ์การเมืองในประเทศไทย และต่างประเทศเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลสำคัญของการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในประเทศไทย นอกจากนี้พบว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มีค่าสูงมากกว่า 50 % สูงกว่าความเสี่ยงประเภทเดียวกันและกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ค่าเบต้าของกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ก็มีค่ามากกว่า 1 หมายความว่าหลักทรัพย์กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์เป็นหลักหลักทรัพย์ที่มีราคาปรับตัวขึ้นลงเร็ว กลุ่มธนาคารมีค่าเบต้าน้อยกว่า 1 หมายความว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารเป็นหลักทรัพย์ที่มีราคาปรับตัวขึ้นลงช้า

ชัยโย กรกิจสุวรรณ (2538) ได้วิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงระยะเวลา มิถุนายน 2538 ถึงกรกฎาคม 2539 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความเสี่ยงและเพื่อใช้เป็นแนวทางในการประเมินราคาแต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่มประกอบด้วยหลักทรัพย์ 8 หลักทรัพย์ คือ BANPU บริษัทบ้านปู จำกัด (มหาชน) BCP บริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) EGCOMP บริษัทผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) LANNA บริษัทลานนา ลิกไนต์ จำกัด (มหาชน) PTTEP บริษัท ปตท.สำรวจ และผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) SUSCO บริษัท สยามสหบริการ จำกัด (มหาชน) TIG บริษัท ไทยอินดัสเตรียลแก๊ส จำกัด (มหาชน) UGP บริษัทยูนิคแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัล จำกัด (มหาชน) ใช้ข้อมูลเป็นรายสัปดาห์ จำนวน 52 สัปดาห์ โดยใช้ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) อาศัยข้อมูลการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์มาคำนวณอัตราผลตอบแทนจากตลาดและใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารใหญ่แทนอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่าค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์มีค่าเป็นบวกคือ หลักทรัพย์ BANPU, BCP, EGCOMP, LANNA, PTTEP และ SUSCO หมายความว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ส่วนหลักทรัพย์ TIG กับ UGP มีค่าความเสี่ยงติดลบ หมายความว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดังกล่าวกับอัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงข้ามกัน

ชวินทร์ ลีนาบรจง (2539) ได้ทำการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย ปี 2535 ถึง 2538 โดยศึกษาจากกองทุนรวมประเภทกองทุนตราสารทุนแบบกองทุนปิด Close-End

Fund ซึ่งมีมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ NAV ; Net Asset Value โดยเลือกตัวแปรมาศึกษา 65 กองทุน โดยใช้ข้อมูลรายเดือนมาศึกษา โดยใช้ทฤษฎี CAPM จากการศึกษาดังกล่าวพบว่าค่า  $\beta_j$  ที่แสดงถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบของกองทุน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.86 แสดงว่าโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมทำการลงทุนให้มีความเสี่ยงต่ำกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มตลาดทั่วไป และมีกองทุนรวมจำนวน 25 กองทุน ที่มีค่า  $\beta$  น้อยกว่า 1 หรือมีค่าความเสี่ยงต่ำกว่าค่าความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์สำหรับการวัดค่า  $\alpha$  ซึ่งเป็นตัวประเมินความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของผู้จัดการกองทุนพบว่าโดยเฉลี่ยผู้จัดการกองทุนไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่านักลงทุนที่ใช้กลยุทธ์การลงทุนระยะยาว

เดชวิทย์ นิลวรรณ (2539) ได้ศึกษาถึงความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยและใช้วิธีการศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Pricing Model (CAPM) มาเป็นแบบจำลองในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนซึ่งได้ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ระหว่างเดือน กรกฎาคม 2537 ถึงเดือน มิถุนายน 2538 ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 คือ ADVANC, IEC, SARREL, SHIN และ TA จัดเป็น Aggressive stock โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีการปรับตัวเร็วกว่าการปรับตัวของหลักทรัพย์ตลาด ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าต่ำกว่า 1 คือ SMART, UCOM, TT&T และ JASMIN จัดเป็น Defensive stock โดยหลักทรัพย์เหล่านี้มีการปรับตัวช้ากว่าการปรับตัวของหลักทรัพย์ตลาด

ยุทธนา เรือนสุภา (2543) ได้วิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิธีการศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Pricing Model (CAPM) และใช้การวิเคราะห์ถดถอยในการประมาณค่าความเสี่ยง โดยใช้ข้อมูลดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายสัปดาห์มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทน เป็นตัวแทนของอัตราผลตอบแทนตลาด โดยแบ่งกลุ่มธนาคารพาณิชย์ออกเป็น 2 กลุ่มตามขนาดของสินทรัพย์ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ธนาคารกลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดกลางให้ผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์ของราคากลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่ หลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีค่าเบต้ามากกว่า 1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

น้ำฝน เสนางคนิกร (2544) ได้วิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 10 หลักทรัพย์ได้แก่ บริษัทบ้านปู จำกัด (มหาชน) บริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) บริษัทเดอะโคเจนอเรชั่น จำกัด (มหาชน) บริษัทผลิตไฟ

ฟ้า จำกัด (มหาชน) บริษัทลานนาลิกไนต์ จำกัด (มหาชน) บริษัทปตท.สำรวจ และผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) บริษัทผลิตไฟฟ้าราชบุรี จำกัด (มหาชน) บริษัทสยามสหบริการ จำกัด (มหาชน) บริษัทไทยอินดัสเตรียลแก๊ส จำกัด (มหาชน) และบริษัทยูนิคแก๊ส แอนด์ เคมีคัล จำกัด (มหาชน) ใช้ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์รายวันจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 พฤศจิกายน 2543 ถึง 30 เมษายน 2544 รวมเวลาทำการทั้งหมด 119 วัน ทำการวิเคราะห์หาค่าอย่างง่าย และใช้วิธีการศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Pricing Model (CAPM) มาเป็นแบบจำลองในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน ผลการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงของหลักทรัพย์จำนวน 9 หลักทรัพย์มีค่าเบต้าที่น้อยกว่า 1 มีเพียงหลักทรัพย์เดียวที่มีค่าความเสี่ยงมากกว่า 1 หลักทรัพย์ทั้งหมดได้ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากตลาด

พิทูล แซ่โล้ว (2544) ได้วิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 7 หลักทรัพย์ได้แก่บริษัทเซอร์คิท อิเล็กทรอนิกส์อินดัสตรีส์ จำกัด บริษัทเคลต้า อิเล็กทรอนิกส์(ประเทศไทย) จำกัด บริษัทตราโก้ พีซีบี จำกัด บริษัททานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด บริษัทเค ซี อี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด บริษัท เค อาร์ พรินซ์ จำกัด บริษัทเซมิคอนดักเตอร์ เวเนเจอร์ อินเตอร์เนชันแนล จำกัด ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ราคาปิดของหลักทรัพย์รายสัปดาห์ ตั้งแต่ 1 เมษายน 2543 ถึง 31 มีนาคม 2544 รวม 52 สัปดาห์และใช้วิธีการศึกษาใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ Capital Asset Pricing Model (CAPM) มาเป็นแบบจำลองในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์กลุ่มขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ จำนวน 5 หลักทรัพย์ได้แก่ CIRKIT, DELTA, HANA, KCE, KRP มีค่าเบต้ามากกว่า 1 แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เหล่านี้มากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด และหลักทรัพย์กลุ่มขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ให้ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์