

## บทที่ 8

### ความเสี่ยงและผลตอบแทน

#### (Risk and Return)

#### วัตถุประสงค์ในการศึกษา

1. เพื่อศึกษาถึงความเสี่ยง และประเภทของความเสี่ยง
2. เพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง อัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพื่อนำมาใช้ในการพิจารณาเลือกลงทุน
3. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน
4. เพื่อศึกษาถึงความสำคัญของการกระจายการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยง
5. เพื่อศึกษาแนวทางในการกระจายการลงทุน ระหว่างสินทรัพย์ต่างประเภท และในกลุ่มสินทรัพย์ประเภทเดียวกัน เพื่อให้บรรลุความสำเร็จตามเป้าหมาย

หลังจากที่บุคคลได้เลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุนตามความต้องการ และเหมาะสมกับตนแล้ว ขั้นตอนต่อไปก็พิจารณาถึงผลตอบแทนที่ได้จากหลักทรัพย์ที่จะลงทุน และความเสี่ยงประเภทใดที่อาจจะเกิดขึ้น มากน้อยเพียงใด เพื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทน ซึ่งคุณอาจจะได้ยินบางท่านกล่าวว่า "ฉันจะไม่ยอมลงทุนในหุ้นสามัญ เพราะมีความเสี่ยงสูง ฉันจะยังคงฝากเงินไว้ในบัญชีออมทรัพย์" และเพื่อความปลอดภัยฉันจะลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้น แต่เพียงอย่างเดียว แต่บางครั้งท่านก็มีความจำเป็นจะต้องลงทุนระยะยาว 20 - 30 ปี เพื่อเป็นทุนไว้ใช้จ่ายในยามปลดเกษียณ

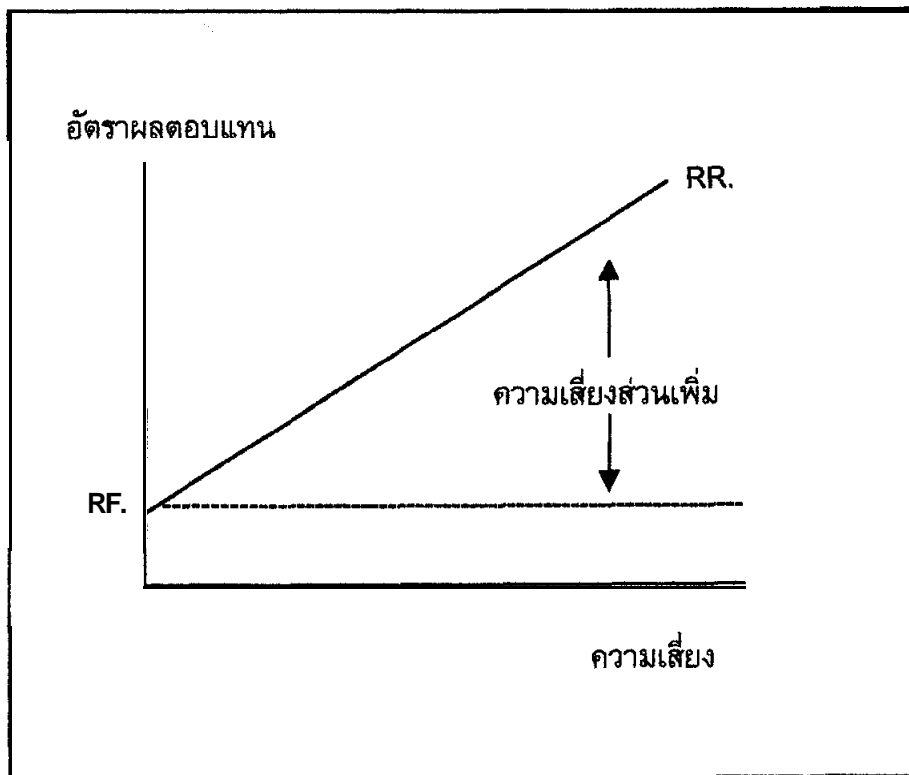
การลงทุนค่อนข้างยุ่งยากสำหรับบุคคล บุคคลจึงควรวางแผนการลงทุนโดยการกำหนดเป้าหมายในการลงทุน การที่บุคคลจะบรรลุถึงเป้าหมายนั้น ๆ สิ่งที่ต้องหลีกเลี่ยงไม่ได้ก็คือความเสี่ยง ไม่ว่าจะการลงทุนประเภทใดย่อมมีความเสี่ยง จะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับประเภทของการลงทุน เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงหรือลดความเสี่ยงลง บุคคลควรสร้างกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนตามเป้าหมายของตน และความเสี่ยงที่พอจะรับได้

### ความเสี่ยงและผลตอบแทน (Risk and return)

การลงทุนทุกประเภทย่อมมีความเสี่ยง ความเสี่ยงจะมีมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับลักษณะของการลงทุนนั้น ๆ ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทน การลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการผลตอบแทนสูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนแต่ละคนยอมรับความเสี่ยงและผลตอบแทนในระดับที่แตกต่างกัน รูปที่ 8.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน แกนตั้งคืออัตราผลตอบแทน แกนนอนคือความเสี่ยง

รูปที่ 8.1

ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน



Rf คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปลอดความเสี่ยง หรืออัตราผลตอบแทนของตัวเงินคลัง

RR คือเส้นแสดงระดับความพอใจในอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงโดยเฉลี่ยในตลาด

เส้น RR จะเริ่มที่อัตราผลตอบแทนเท่ากับ 0 (ศูนย์) หรืออัตราผลตอบแทนของตัวเงินคลัง และจะชันขึ้นเรื่อย ๆ ตามการลงทุนที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่มีความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของตัวเงินคลังคือ ความเสี่ยงส่วนเพิ่ม

## ความเสี่ยงคืออะไร

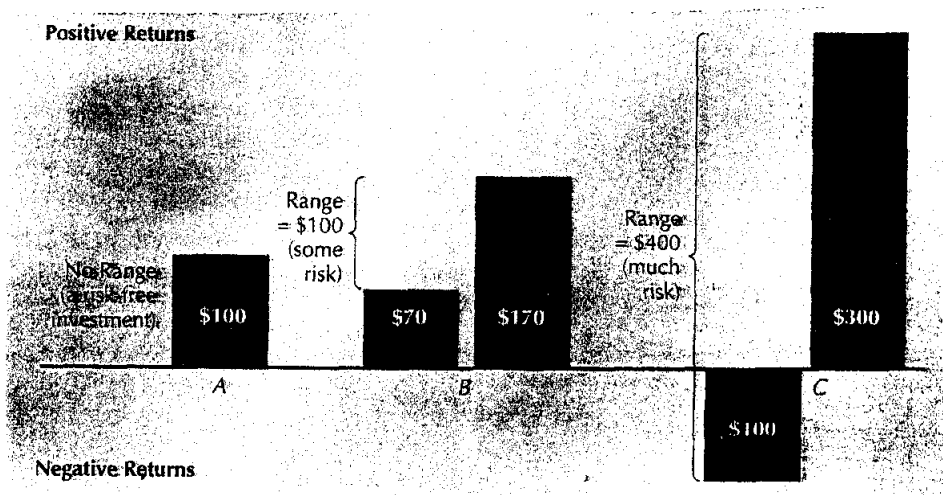
ความเสี่ยงคือโอกาสที่จะสูญเสียเงินลงทุนบางส่วนหรือทั้งหมด เช่น การพนัน โอกาสที่จะเกิดความเสียหายสูงมากและอาจจะสูญเสียเงินทั้งหมดก็ได้ หุ้นสามัญและหุ้นกู้ส่วนมากจะมีความเสี่ยงเนื่องจากราคาหุ้นลดลงหลังจากที่ซื้อ โดยเฉพาะหุ้นสามัญจะมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนอาจจะสูญเสียเงินลงทุน และอาจจะนำไปสู่การล้มละลายก็ได้ ความเสี่ยงจึงเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งในการพิจารณาลงทุน ฉะนั้นบุคคลจึงไม่ควรลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงนอกจากจะคาดว่าผลตอบแทนที่ได้นั้นสูงด้วย ดังนั้นการประเมินค่าของความเสี่ยงควรพิจารณาผลตอบแทนควบคู่กับการสูญเสียรายได้ (ขาดทุน) อันเนื่องมาจากความเสี่ยงด้วย

ตัวอย่างเกี่ยวกับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่แตกต่างกัน แสดงให้เห็นตามรูปที่ 8.2 สมมติให้เงินลงทุน \$ 1,000 ลงทุนใน 3 โครงการ คือ โครงการ A. ผ่ากบัญชีออมทรัพย์อัตราดอกเบี้ย 10% โดยสมมติว่าการลงทุนในตัวเงินคลัง ซึ่งมั่นคงและไม่มีความเสี่ยงจะได้รับเงินจำนวน 1,100 บาทแน่นอนเมื่อสิ้นปี ดังนั้นรายได้เท่ากับ \$ 100 การลงทุนในโครงการ B คือซื้อพันธบัตรซึ่งจ่ายดอกเบี้ย \$ 120 ดังนั้นเมื่อท่านซื้อพันธบัตรชนิดนี้ในปีต่อมาหากจำหน่ายได้ในราคาเดียวกัน ท่านก็จะได้เงิน \$ 1,120 แต่ก็ไม่แน่นอนเสมอไป ซึ่งระหว่างปีราคาของหุ้นกู้นี้อาจจะสูงขึ้นหรือลดลง สมมติว่าเท่ากับ \$ 50 กรณีแรกถ้าราคาหุ้นสูงขึ้น \$ 50 ผลตอบแทนที่ได้จะเท่ากับ \$ 170 บาท ( $\$ 120 \text{ บาท} + \$ 50 = 170 \text{ บาท}$ ) กรณีที่ 2 ถ้าราคาหุ้นลดลง \$ 50 ผลตอบแทนที่ได้จะเท่ากับ \$ 70 บาท ( $\$ 120 - \$ 50 = 70 \text{ บาท}$ ) ส่วนโครงการ C เป็นการเก็งกำไรโดยลงทุนซื้อหุ้นสามัญซึ่งไม่จ่ายเงินปันผล ผลตอบแทนที่ได้มีเพียงอย่างเดียวคือราคาหุ้นสูงขึ้น ถ้าหลังจากนี้ 1 ปี ราคาหุ้นสูงขึ้น 30 เปอร์เซ็นต์ ท่านก็จะได้รับรายได้ \$ 300 จากเงินลงทุน \$ 1,000 แต่หากราคาหุ้นลดลง 10 เปอร์เซ็นต์ ท่านก็จะขาดทุน \$ 100

จึงเห็นได้ว่าโครงการ A ไม่มีความเสี่ยงเลย เนื่องจากไม่มีช่วงระหว่างผลตอบแทนต่ำสุดและสูงสุด ฉะนั้นผลตอบแทนจากการลงทุนจึงมีจำนวนเดียว โครงการ C มีความเสี่ยงสูงสุด ช่วงผลตอบแทนมีมากที่สุดอาจถึง \$ 400 ส่วนโครงการ B. มีความเสี่ยงบ้าง ช่วงผลตอบแทนคือ \$ 100 การประมาณช่วงระหว่างผลตอบแทนต่ำสุดกับสูงสุดที่อาจจะเป็นไปได้ก็นำมาใช้ในการประมาณความเสี่ยงได้ตามที่ต้องการ

### รูปที่ 8.2

ช่วงระหว่างผลตอบแทนต่ำสุดกับสูงสุดที่อาจจะเป็นไปได้ของเงินลงทุน \$ 1,000 ตามโครงการ A โครงการ B และโครงการ C



### ประเภทของความเสียหาย (Sources of Risk)

ความเสียหายที่เกิดจากการลงทุนแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ

1. ความเสียหายที่เป็นระบบ (Systematic risk) และ
2. ความเสียหายที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk)

### 1. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ

(Changing economic condition) คือความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกกิจการ เช่น ภาวะเศรษฐกิจของประเทศที่เปลี่ยนแปลง ซึ่งกิจการไม่สามารถควบคุมได้ และกระทบต่อการลงทุนทุกประเภท ได้แก่

1. ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ (inflation risk) คือความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าทั่วไป ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง การลงทุนแทบทุกประเภทจะต้องมีความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ ผลตอบแทนที่ได้รับอาจจะไม่คุ้มกับอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น การลงทุนที่ให้ผลตอบแทนเป็นจำนวนเงินที่แน่นอนจะมีความเสี่ยงจากเงินเฟ้อสูง เช่น พันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้ ฉะนั้นเมื่อคาดว่าจะเกิดภาวะเงินเฟ้อ ไม่ควรลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ เช่น หุ้นบุริมสิทธิและหุ้นกู้ เนื่องจากรายได้ยังคงเท่าเดิมแต่อำนาจซื้อลดลง การลงทุนในหุ้นสามัญจะป้องกันความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อได้ เมื่อราคาสินค้าทั่วไปสูงขึ้น กำไรของธุรกิจก็สูงตามไปด้วย เงินปันผลและราคาหุ้นก็จะสูงขึ้นด้วย ถึงแม้ว่าเป้าหมายของการลงทุนคือ ผลตอบแทน แต่ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนจะต้องสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ ถ้าผู้ลงทุนไม่ได้รับผลตอบแทนสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อแล้วบุคคลก็จะบริโภคเพิ่มขึ้น เพราะไม่ได้รับประโยชน์จากการลงทุน

2. ความเสี่ยงจากวงจรธุรกิจ (business cycle risk) โดยปกติช่วงเวลาที่เศรษฐกิจขยายตัวอย่างรวดเร็วภาวะเศรษฐกิจถดถอยก็จะตามมา กำไรของกิจการจะมีแนวโน้มลดลงตามภาวะเศรษฐกิจ ราคาหุ้นสามัญ ราคาอสังหาริมทรัพย์ และราคาของทรัพย์สินถาวรอื่น ๆ ก็เปลี่ยนแปลงไปตามการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ และผลตอบแทนก็จะเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย

3. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ย (interest rate risk) คือความเสี่ยงอันเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยทั่วไปเปลี่ยนแปลง มีผลให้ราคาของหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำที่ได้ออกจำหน่ายแล้ว และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ชนิดเดียวกันที่ออกใหม่ เปลี่ยนแปลงไปด้วย กล่าวคือเมื่ออัตราดอกเบี้ยทั่วไปสูงขึ้น ราคาของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาด (ออกจำหน่ายแล้ว) จะลดลง ผลตอบแทนก็จะลดลง และในทางตรงกันข้ามเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง ราคาของหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนก็จะเพิ่มขึ้น ตัวอย่างเช่น สมมติว่าท่านซื้อพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 1,000 บาท จ่ายดอกเบี้ยปีละ 100 บาท อัตราผลตอบแทน (yield) จะเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ ต่อมา 1 เดือน เนื่องจากเกิดภาวะเงินตึงตัวรัฐบาลก็ได้นำหุ้นกู้รุ่นใหม่ออกจำหน่ายให้อัตราผลตอบแทน 12 เปอร์เซ็นต์ หุ้นกู้ที่ท่านซื้อไปแล้วนั้นก็ยังคงให้ผลตอบแทน 10 เปอร์เซ็นต์ แต่ถ้าท่านจะขายในราคา 1,000 บาท

จะไม่มีคนซื้อ เขาจะซื้อพันธบัตรที่ออกใหม่มูลค่า 1,000 บาท ซึ่งจ่ายดอกเบี้ย 120 บาท เนื่องจากผู้ซื้อจะคาดว่าผลตอบแทนที่ได้จากการซื้อพันธบัตรของท่านจะต้องเท่ากับพันธบัตรชนิดเดียวกัน ดังนั้นท่านจะต้องขายพันธบัตรในราคาที่ขาดทุน คือขายในราคา 833 บาท พันธบัตรของท่านจึงจะให้ผลตอบแทนปัจจุบัน 12 เปอร์เซ็นต์ การคำนวณจะเป็นดังนี้

$$0.12 = 100 \text{ บาท} \\ 833$$

ดังนั้นท่านจะขาดทุน 167 บาท (1,000 บาท - 833 บาท = 167 บาท) จึงเห็นได้ว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ราคาของพันธบัตรที่อยู่ในตลาดจะลดลง

4. ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (change in the value of exchange rate) กรณีที่บุคคลลงทุนหรือขายสินทรัพย์ในต่างประเทศ และนำรายได้เข้ามาในประเทศไทย ก็จะต้องแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศมาเป็นเงินตราสกุลในประเทศไทยของตน เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนผันผวน มูลค่าของเงินที่จะนำเข้ามาก็จะเปลี่ยนแปลงไปตามอัตราแลกเปลี่ยน เช่นถ้ามูลค่าของเงินในต่างประเทศสูงขึ้น หรือมูลค่าของเงินในประเทศไทยลดลง มูลค่าเงินลงทุน (ในต่างประเทศ) จะสูงขึ้น ผู้ลงทุนในต่างประเทศก็จะได้ประโยชน์จากอัตราแลกเปลี่ยน เมื่อมีการแลกเปลี่ยนเงินตราเกิดขึ้น

2. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงฐานะของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (changing condition of the firm) คือความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในบริษัท ซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมของฝ่ายบริหาร ส่งผลให้ฐานะของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง ได้แก่

1. ความเสี่ยงจากการบริหารงาน (management risk) ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย ธุรกิจบางแห่งยังอยู่รอด แต่บางกิจการทั้ง ๆ ที่ภาวะเศรษฐกิจดี ยังเกิดการล้มละลาย แสดงว่าผู้บริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ หรือบริหารงานผิดพลาด หรืออาจจะบริหารงานดีแต่มีการทุจริต ราคาหุ้นสามัญของบริษัทจะลดลง ผลตอบแทนของผู้ลงทุนจะลดลง

2. ความเสี่ยงทางธุรกิจ (business risk) คือความไม่แน่นอนในผลกำไรของบริษัท อันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมและลักษณะของธุรกิจ เช่น

ผลิตด้วยต้นทุนที่สูง หรือมีการเปลี่ยนแปลงของยอดขายซึ่งไม่เป็นไปตามเป้าหมาย มีผลให้กำไรลดลงหรือเกิดการขาดทุน

3. ความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk) คือความไม่แน่นอนของกำไรของบริษัทอันเนื่องมาจากการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทธุรกิจ ที่มีการกู้ยืมมากจะมีความเสี่ยงสูงกว่าธุรกิจที่ได้เงินทุนมาจากการจำหน่ายหุ้นสามัญ ในช่วงที่เศรษฐกิจถดถอย ยอดขายลดลง ธุรกิจที่ทำการกู้ยืมมากรายได้จะมีไม่เพียงพอรายจ่ายดอกเบี้ยและชำระคืนเงินต้น โอกาสจะล้มละลายมีสูงกว่าธุรกิจที่ไม่มีรายจ่ายประจำ

4. ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง (liquidity risk) คือความไม่แน่นอนของการลงทุน อันเนื่องมาจากไม่สามารถเปลี่ยนทรัพย์สินที่ลงทุนได้สะดวก รวดเร็ว และในราคาที่เหมาะสมได้ (มูลค่าไม่ลดลง)

นอกจากนี้ ยังมีความเสี่ยงที่ไม่สามารถคาดได้ว่าจะเกิดขึ้น (event risk) เช่นการนัดหยุดงานของพนักงาน ความเสียหายอันเกิดจากภัยธรรมชาติ เช่นแผ่นดินไหว น้ำท่วม เหตุการณ์เหล่านี้อาจมีผลกระทบต่อมูลค่าของหลักทรัพย์ของธุรกิจนั้น ๆ ทั้งทางบวกและทางลบ หรือความเสี่ยงเหล่านี้อาจจะเกิดขึ้นกับการลงทุนในทรัพย์สินเฉพาะบางประเภทก็ได้

### **ผลตอบแทนจากการลงทุน (The returns from investing)**

ผลตอบแทนจากการลงทุน คือกระแสรายได้จากการลงทุน กรณีฝากเงินออมทรัพย์กับธนาคาร ผลตอบแทนก็คือกระแสรายได้จากดอกเบี้ยตลอดที่เงินฝากยังไม่ถูกถอน หากลงทุนในหุ้นสามัญ ผลตอบแทนทั้งสิ้นจากการลงทุน คือรายได้เงินปันผลและราคาหุ้นที่สูงขึ้น ส่วนลงทุนในที่ดิน อาคารหรือสิ่งปลูกสร้าง ผลตอบแทนก็คือ ราคาที่ดินที่สูงขึ้นและกระแสรายได้จากค่าเช่า ซึ่งเป้าหมายหลักของการลงทุนก็คือ อัตราผลตอบแทนที่สูง ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง

**รายได้ปัจจุบัน (Current income)** คือรายได้ที่ได้รับจำนวนหนึ่งเป็นประจำทุก ๆ ปี ซึ่งอาจจะอยู่ในรูปของเงินปันผลหรือดอกเบี้ยหุ้นกู้ หรือค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์ ผู้ลงทุนที่ต้องการรายได้ประจำก็จะลงทุนในหุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิ เนื่องจากรายได้ของหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทนี้สามารถคาดคะเนจำนวนเงิน และเวลาที่จะได้รับแน่นอน (เช่นงวดไตรมาสหรืองวดครึ่งปี) จึงเป็นการลงทุนที่ให้รายได้ค่อนข้างดี

**รายได้ฝ่ายทุน (Capital gains)** ผลตอบแทนจากการลงทุนอีกอย่างหนึ่งก็คือมูลค่าของเงินลงทุนหรือมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น (growth) กรณีที่ผู้ลงทุนขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงกว่าซื้อมา แสดงว่าราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นก็จะได้กำไร เรียกว่า "รายได้ฝ่ายทุน" โดยปกติการลงทุนที่ให้รายได้ฝ่ายทุน ราคาของหลักทรัพย์ที่ลงทุนจะสูงขึ้นมากกว่ารายได้ปัจจุบัน ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทนำรายได้มาลงทุนอีก (reinvest) แทนที่จะจ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ลงทุน ก็จะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้น เช่นการลงทุนในหุ้นสามัญ เป็นต้น

**อัตราผลตอบแทนโดยประมาณ (Approximate yield)** การหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนให้ถูกต้องแน่นอนเลยนั้น ต้องใช้วิธีการคำนวณที่ซับซ้อนมาก ฉะนั้นอัตราผลตอบแทนโดยประมาณนับว่าใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมากที่สุด ซึ่งพิจารณาทั้งรายได้ปัจจุบันและรายได้ฝ่ายทุน ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนโดยประมาณ} = \frac{\text{รายได้ปัจจุบันถัวเฉลี่ยรายปี} + \left[ \frac{\text{ราคาหุ้นตามราคาที่คาดในอนาคต} - \text{ราคาหุ้นปัจจุบัน}}{\text{จำนวนปีที่ถือ}} \right]}{\frac{\text{มูลค่าเงินลงทุนอนาคต} + \text{มูลค่าเงินลงทุนปัจจุบัน}}{2}}$$

$$= \frac{CI + \left[ \frac{FP - CP}{N} \right]}{\left[ \frac{CP + FP}{2} \right]}$$

ในที่นี้ CI = รายได้ปัจจุบันถัวเฉลี่ยรายปี (จำนวนรายได้ที่คาดว่าจะได้จากเงินปันผล ดอกเบี้ย หรือค่าเช่า)

FP = ราคาหุ้นตามราคาที่คาดในอนาคต

CP = ราคาหุ้นปัจจุบัน

N = ระยะเวลาการลงทุน (ระยะเวลา หรือจำนวนปีที่คาดว่าจะลงทุน)

จะเห็นได้ว่าการหาอัตราผลตอบแทนโดยประมาณตามสมการข้างต้นนี้ จะประกอบด้วย 1) รายได้ปัจจุบันถัวเฉลี่ย 2) รายได้ฝ่ายทุนถัวเฉลี่ย และ 3) จำนวนเงินลงทุนถัวเฉลี่ย



สมมติว่า บริษัทไทยทำ จำกัด จ่ายเงินปันผลถั่วเฉลี่ยประจำปี (CI) 2.15 บาท ราคาตลาดของหุ้น (CP) เท่ากับ 60 บาท คาดว่าราคาหุ้นในอนาคตจะเท่ากับ (FP) 75 บาท และระยะเวลาการลงทุนเท่ากับ 3 ปี อัตราผลตอบแทนโดยประมาณจะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} & \text{รายได้ปัจจุบันถั่วเฉลี่ย} + \left[ \frac{\text{ราคาหุ้นใน - ราคาหุ้น}}{\text{อนาคต} \quad \text{ปัจจุบัน}} \right] \\ & \text{อัตราผลตอบแทนโดยประมาณ} = \left[ \frac{\text{ราคาหุ้นปัจจุบัน} + \text{ราคาหุ้นในอนาคต}}{2} \right] \\ & \text{แทนค่า} \quad \frac{2.15 + \left[ \frac{75 \text{ บาท} - 60 \text{ บาท}}{3} \right]}{\frac{60 \text{ บาท} + 75 \text{ บาท}}{2}} \\ & \quad \frac{2.15 \text{ บาท} + \left[ \frac{15}{3} \right]}{135} \\ & \quad \frac{2.15 \text{ บาท} + 5 \text{ บาท}}{67.50 \text{ บาท}} = \frac{7.15}{67.5} \\ & \quad 10.6 \% \end{aligned}$$

จากตัวอย่างจะเห็นว่า ถ้ารายได้เงินปันผลประจำปี และรายได้ฝ่ายทุนเป็นไปตามที่ได้พยากรณ์ไว้ การลงทุนในบริษัทไทยจะทำให้อัตราผลตอบแทนโดยประมาณเท่ากับ 10.6 เปอร์เซ็นต์ต่อปี การจะตัดสินใจซื้อหุ้นของบริษัทนี้หรือไม่นั้น ขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ผู้ลงทุนต้องการ (desired rate of return) หากอัตราผลตอบแทนโดยประมาณสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการก็ควรลงทุนซื้อหุ้นตัวนี้ได้ แต่หากต่ำกว่าก็ไม่ควรซื้อ

### อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real rate of return)

อัตราผลตอบแทนที่ระบุไว้ (nominal rate of return) อัตราผลตอบแทนตาม que ผู้ลงทุนได้รับเป็นตัวเงินนั้น ยังไม่ได้คำนึงถึงอำนาจซื้อของเงิน หากอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นอำนาจซื้อของเงินก็จะลดลง ผลตอบแทนที่ได้รับตามที่ระบุไว้ก็ลดลงตามภาวะเงินเฟ้อ ฉะนั้นอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจึงต้องปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อ เพื่อให้ได้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง การหาอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้วจึงเป็นดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง} = \text{อัตราผลตอบแทนที่ระบุไว้} - \text{อัตราเงินเฟ้อ หรือ} \\ \text{Real rate of return} = \text{Nominal rate of Interest} - \text{Inflation rate}$$

### อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (Require rate of return)

อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ คืออัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ผู้ลงทุนควรจะได้รับ (minimum rate of return) จากการลงทุน ซึ่งประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ง บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ง

1. อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ง (risk free rate of return) คืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ง ได้แก่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตั๋วเงินคลัง

2. ส่วนชดเชยความเสี่ง (risk premium) เนื่องจากการลงทุนแทบทุกชนิดมีความเสี่ง ดังนั้นการลงทุนใดที่มีความเสี่งอัตราผลตอบแทนที่ต้องการควรสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังเพื่อชดเชยความเสี่งส่วนที่เพิ่ม การลงทุนใดที่มีความเสี่งสูง ส่วนชดเชยความเสี่งก็จะสูงขึ้นด้วย และอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการย่อมสูงขึ้น อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจึงแตกต่างกันตามระดับของความเสี่งจากการลงทุนนั้น ๆ

ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดส่วนชดเชยความเสี่งมีดังนี้ คือ

1. ความเสี่งทางธุรกิจ
2. ความเสี่งทางการเงิน
3. ความเสี่งจากการขาดสภาพคล่อง

ทั้ง 3 ประการเป็นปัจจัยเกี่ยวกับการดำเนินงานของธุรกิจ มีผลให้ฐานะของกิจการเปลี่ยนแปลงตามที่ได้กล่าวมาแล้วในตอนต้น

### การกระจายการลงทุน (Diversification)

การลดความเสี่ยงโดยการกระจายการลงทุนในสินทรัพย์ (หลักทรัพย์) หลาย ๆ ประเภทในเวลาเดียวกันเพื่อลดความเสี่ยง หรือการสร้างกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน (portfolio) ซึ่งความเสี่ยงจะต่ำกว่าผลรวมของความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละชนิดที่ลงทุนมาก หรืออีกนัยหนึ่ง เมื่อท่านถือหลักทรัพย์ 2 ชนิด แต่ละชนิดต่างก็มีความเสี่ยงสูง แต่เมื่อท่านรวมกันเพื่อสร้างกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนก็จะลดความเสี่ยงรวมลงได้มาก การลดความเสี่ยงลงนี้เรียกว่าค่าสหสัมพันธ์ (correlation) ของผลตอบแทนของสินทรัพย์ทั้งสอง ดังจะเห็นได้จากตัวอย่างต่อไปนี้

ตามรูปที่ 8.3 แสดงถึงผลตอบแทนของสินทรัพย์ทั้งสองชนิด คือสินทรัพย์ A และสินทรัพย์ B ซึ่งสินทรัพย์ทั้งสองชนิดนี้ผลตอบแทนจะแตกต่างกันตั้งแต่ 5 เปอร์เซ็นต์ ถึง 15 เปอร์เซ็นต์ และสินทรัพย์แต่ละชนิดให้ผลตอบแทนถัวเฉลี่ย 10 เปอร์เซ็นต์ แต่ถ้าท่านลงทุนในสินทรัพย์ A หรือ B แต่เพียงชนิดเดียว ท่านจะมีความเสี่ยงสูงมาก คือช่วงความแตกต่างของผลตอบแทน (5 ถึง 15 เปอร์เซ็นต์) จะมีมาก ดังนั้นแทนที่ท่านจะลงทุนในสินทรัพย์ A หรือ B อย่างใดอย่างหนึ่ง แต่ควรลงทุนในสินทรัพย์ทั้ง 2 ชนิดในเวลาเดียวกัน

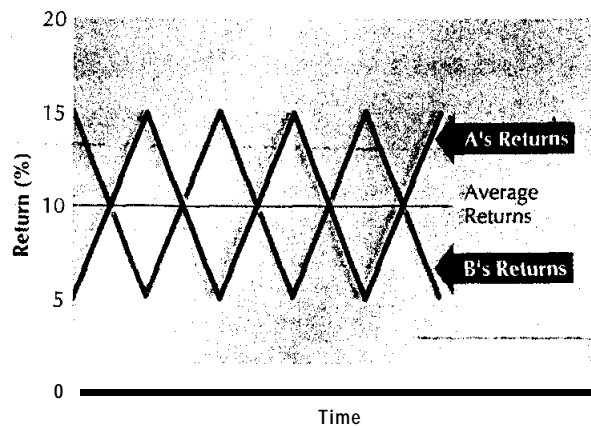
จะเห็นได้ว่าขณะที่ผลตอบแทนของสินทรัพย์ A ลดลง ผลตอบแทนของสินทรัพย์ B จะเพิ่มขึ้น และในทางกลับกัน ผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน A และ B จะเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ตลอดไป เช่น เมื่อสินทรัพย์ A ให้ผลตอบแทน 15 เปอร์เซ็นต์ สินทรัพย์ B จะให้ 5 เปอร์เซ็นต์ และผลตอบแทนถัวเฉลี่ยของสินทรัพย์ทั้งสองจะเท่ากับ 10 เปอร์เซ็นต์ และท่านจะไม่มีความเสี่ยง ดังนั้นการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน (portfolio) จะให้ผลตอบแทนที่ดีเช่นเดียวกับ ผลตอบแทนถัวเฉลี่ยของ A หรือ B ตลอดไป หากท่านเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล ท่านควรกระจายการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนดีกว่าที่จะลงทุนในสินทรัพย์แต่เพียงชนิดเดียว

เมื่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ A และ B เกิดขึ้นเป็นประจำติดต่อกันไปเรื่อย ๆ ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนจะเป็นไปในทางตรงกันข้าม (negatively correlated) จะมีผลช่วยลดความเสี่ยงของกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน โดยไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทน ด้วยเหตุนี้จึงสรุปได้ว่าผู้ลงทุนควรลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ (หลักทรัพย์) หรือ

กระจายการลงทุนในสินทรัพย์หลายชนิดและควรเลือกลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ต่างๆ ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ต่าง ๆ ซึ่งมีความเสี่ยงต่ำสุด ณ ระดับผลตอบแทนหนึ่ง

รูปที่ 8.3

ผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ A และ B



### แนวทางในการกระจายการลงทุน (Diversification Guidelines)

การกระจายการลงทุนจะประสบความสำเร็จอย่างยิ่ง หากได้ปฏิบัติตามแนวทางที่ได้กำหนดไว้ วัตถุประสงค์เพื่อให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนเป็นที่พึงพอใจ ขณะเดียวกันก็ลดส่วนต่างในผลตอบแทนที่ต่างกันให้มากที่สุด

**การกระจายการลงทุนระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Diversify among intangibles and tangibles)** ผู้ลงทุนควรกระจายการลงทุนทั้งในสินทรัพย์ทางการเงิน (financial assets) และสินทรัพย์ที่มีตัวตน (tangible assets) เช่น อสังหาริมทรัพย์ (real estate) หรือสัญญาการซื้อขายสินค้าล่วงหน้า (commodities) เช่น ในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำ ราคาหุ้นสามัญจะลดลงมาก ขณะเดียวกันทองคำจะให้ผลตอบแทนที่สูงมาก เนื่องจากราคาพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และในทางตรงกันข้ามเมื่อภาวะเศรษฐกิจดี

ขึ้น สถานการณ์ก็กลับกัน นั่นคือราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้นและราคาทองคำจะลดลง ผลตอบแทนก็จะลดลง

การกระจายการลงทุนออกไปต่างประเทศ (diversify globally) การกระจายการลงทุนในนานาประเทศเพื่อลดความเสี่ยงและเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน ก็จะมีประโยชน์ด้วยกันทั้งสองประเภท เนื่องจากเศรษฐกิจจะไม่ขยายตัวทั่วทุกประเทศในโลก เช่น เศรษฐกิจของประเทศอเมริกากำลังเจริญเติบโต ขณะที่เศรษฐกิจของประเทศในกลุ่มทวีปยุโรปและเอเชียอาจจะตกต่ำ เมื่อเลือกลงทุนในประเทศที่สินทรัพย์ลงทุนมีความสัมพันธ์ของผลตอบแทนน้อยที่สุด ก็จะช่วยลดความเสี่ยงรวม

นอกจากนี้ หากท่านได้ลงทุนในประเทศที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว ผลประโยชน์ที่ได้ไม่ใช่เพียงแต่การกระจายการลงทุนเท่านั้น แต่ยังได้รับผลตอบแทนที่สูงจากการลงทุนในบริษัทที่กำลังเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วด้วย

**การกระจายการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ประเภทเดียวกัน (Diversify within asset groups)** เมื่อทราบว่าปัจจุบันหรือคาดว่ากลุ่มธุรกิจประเภทใดกำลังเติบโตหรือจะเจริญเติบโตในอนาคต เช่น กลุ่มรถยนต์ การสื่อสาร หรือวัสดุก่อสร้าง เป็นต้น เช่น คาดว่ายอดขายของธุรกิจรถยนต์จะเพิ่มขึ้นในอีก 1 - 2 ปีข้างหน้า จึงควรลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจรถยนต์ แต่กระจายลงทุนต่างบริษัทกันเพื่อลดความเสี่ยง

## สรุป

ความเสี่ยงคือความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้น มีผลให้ผู้ลงทุนสูญเสียรายได้หรือเงินลงทุน ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงความเสี่ยงย่อมสูงขึ้นด้วย ความเสี่ยงมี 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ 1) ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งไม่สามารถควบคุมได้ และจะกระทบการลงทุนทุกประเภท เช่น ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อ ความเสี่ยงเกี่ยวกับวงจรธุรกิจ ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และ 2) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงฐานะของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารภายในบริษัทโดยเฉพาะ ซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมฝ่ายบริหาร ได้แก่ ความเสี่ยงจากการบริหาร ความเสี่ยงทางธุรกิจ ความเสี่ยงทางการเงินและความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง

ผลตอบแทน คือรายได้ทั้งสิ้นจากการลงทุน ซึ่งอาจจะอยู่ในรูปต่าง ๆ กัน เช่นค่าเช่า ดอกเบี้ย เงินปันผล และรายได้ฝ่ายทุน ส่วนอัตราผลตอบแทนคือ รายได้ทั้งสิ้นจากการลงทุนเมื่อเปรียบเทียบกับเงินลงทุน อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง คืออัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้ว อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ คืออัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ผู้ลงทุนต้องการ โดยอิงกับอัตราผลตอบแทนของตัวเงินคลังบวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยง (risk premium) อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจะแตกต่างกันตามระดับของความเสี่ยงจากการลงทุน

บุคคลสามารถลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้โดยการกระจายการลงทุน เช่นกระจายการลงทุนในต่างประเทศ กระจายการลงทุนทรัพย์สินที่มีตัวตนและไม่มีตัวตน และกระจายการลงทุนในกลุ่มสินทรัพย์ประเภทเดียวกันและต่างเภทกัน เป็นต้น

### คำถามและแบบฝึกหัดท้ายบท

1. จงให้คำจำกัดความของความเสี่ยงแก่บุคคลซึ่งไม่มีพื้นฐานของการลงทุน เมื่อท่านคิดว่าความหมายของคำว่า "ความเสี่ยงคือโอกาสที่จะสูญเสียเงิน" เป็นความหมายที่ดีที่สุด จงอธิบาย
2. นายรักเกียรติ กำลังพิจารณาที่จะลงทุนในหลักทรัพย์หนึ่งจากสามหลักทรัพย์ ตามที่ปรากฏในตารางข้างล่างนี้ ซึ่งนายรักเกียรติไม่ค่อยมีความรู้เรื่องผลตอบแทนหรือความเสี่ยง โดยต้องการให้ท่านอธิบายข้อมูลของหลักทรัพย์ที่จะลงทุนพร้อมทั้งขอความเห็นจากท่านว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์ใด หากเขารับยอมความเสี่ยงสูง

	หลักทรัพย์		
	ก	ข	ค
ผลตอบแทนที่คาดหวังสูงสุด	50%	15%	30%
ผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำสุด	-30%	10%	-20%
ผลตอบแทนที่ใกล้เคียงที่สุด	20%	12%	22%

3. ความเสี่ยงประเภทใดที่มีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจโดยรวม และความเสี่ยงประเภทใดที่เกี่ยวข้องกับผู้ออกหลักทรัพย์โดยตรง พร้อมทั้งอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับระยะเวลาที่ถือหลักทรัพย์
4. ตามที่ทราบกันทั่ว ๆ ไปว่าการกระจายการลงทุนนั้นช่วยลดความเสี่ยงลง จงแสดงให้เห็นว่าการกระจายการลงทุนลดความเสี่ยงได้อย่างไร กรณีใดที่ได้ผลมากที่สุด และชี้ให้เห็นว่ากรณีใดที่ไม่ได้ผล
5. จงอธิบายโดยย่อถึงแนวทางปฏิบัติ 3 ประการในการกระจายการลงทุน
6. ท่านควรกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างน้อยเพียงใด การกระจายการลงทุนช่วยลดความเสี่ยงทั้งหมด หรือลดความเสี่ยงเพียงบางชนิด จงอธิบาย
7. จงกล่าวถึงความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน และเมื่อใดที่อัตราทั้งสองนี้เท่ากัน