

ผลตอบแทนและความเสี่ยงในระยะยาว ของสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดการเงินไทย

ณัฐวุฒิ เจนวิทยาโรจน์*

รับวันที่ 4 มีนาคม 2562
ส่งแก้ไขวันที่ 8 พฤษภาคม 2562
ตอบรับตีพิมพ์วันที่ 5 กันยายน 2562

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ได้ทำการประมาณค่าผลตอบแทนและความเสี่ยงของสินทรัพย์หลักทั้ง 4 ประเภทได้แก่ หุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาลระยะยาว พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น และทองคำ โดยผลการศึกษาพบว่า ในช่วงเวลา 42 ปีดังกล่าว (ค.ศ.1976-2017) การลงทุนในดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยสูงที่สุดที่ร้อยละ 12.46 ต่อปี แต่การลงทุนก็มีความผันผวนที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรวมรายปีที่สูงถึงร้อยละ 42.62 ต่อปี ส่วนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี (ซึ่งเป็นตัวแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว) ทองคำ และพันธบัตรรัฐบาล 1 ปี (ซึ่งเป็นตัวแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น) ให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยตามมาที่ร้อยละ 7.70, ร้อยละ 6.63, และร้อยละ 6.58 ต่อปีตามลำดับ โดยพันธบัตรรัฐบาลทั้งระยะสั้นและระยะยาวมีความผันผวนต่ำมากที่ประมาณร้อยละ 3.55-4.14 ต่อปี เท่านั้น ส่วนทองคำมีความผันผวนสูงถึงร้อยละ 24.79 ต่อปี เมื่อดูผลตอบแทนรวมที่แท้จริง (Total Real Return) ทั้งหุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี และ 1 ปี และทองคำ ต่างก็ให้ผลตอบแทนรวมที่แท้จริงสูงถึงร้อยละ 7.55, ร้อยละ 3.51, ร้อยละ 2.40 และร้อยละ 2.28 ต่อปีตามลำดับ จึงถือได้ว่าสินทรัพย์ทั้ง 4 ประเภทดังกล่าวสามารถป้องกันความเสี่ยงอัตราเงินเฟ้อได้เป็นอย่างดี

คำสำคัญ: ผลตอบแทน, ความเสี่ยง, หุ้นสามัญ, พันธบัตรรัฐบาล, ทองคำ, เงินเฟ้อ, ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ

* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ – คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ (นิด้า) ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กทม.
10240 – Email: nattawut1999@hotmail.com

The Long-Run Returns and Risks of Various Asset Classes: Evidence from Thailand's Financial Markets

Nattawut Jenwittayaroje*

Received March 4, 2019

Revised May 8, 2019

Accepted September 5, 2019

Abstract

This study estimates the return and risk of the following four asset classes in Thailand financial markets during the period 1976-2017. The study shows that over the 42-year period, common stock gives the highest rate of total return of 12.46 percent per year, but also with high volatility, measured by yearly returns of 42.62 percent per year. Ten-year government bonds (proxies for long-term government bonds), gold, and one-year government bills (which proxies for short-term government bonds) give rate of total returns of 7.70 percent, 6.63 percent, and 6.58 percent per year, respectively. One-year government bills and ten-year government bonds have a very low volatility of only 3.55 percent to 4.14 percent per year. But gold is quite volatile with a standard deviation of returns of 24.79 percent per year. However, the real returns (i.e., adjusted for inflation) of common stocks, ten-year government bonds, one-year government bills, and gold are all positive at 7.55 percent, 3.51 percent, 2.40 percent and 2.28 percent per year, respectively. Therefore, it can be concluded that all four main asset classes in Thailand can act as inflation-hedging instruments very well during the period.

Keywords: Return, Risk, Stock, Bonds, Gold, Inflation, Equity Risk Premium

* Assistant Professor of Finance, NIDA Business School, National Institute of Development Administration (NIDA), 118 Seri Thai Road, Klong-Chan, Bangkok, Bangkok 10240, Thailand - Email: nattawut1999@hotmail.com

1. ความสำคัญและที่มาของหัวข้อการวิจัย (Significance of the Research)

ผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นตัวแปรที่สำคัญต่อการวางแผนการลงทุน ความเข้าใจในผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ (Asset Classes) ย่อมมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนไปสู่การสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่จัดสรรลงไปสินทรัพย์ต่างๆ (Asset Allocation) ที่เหมาะสมกับตัวนักลงทุน กล่าวคือเป็นพอร์ตโฟลิโอที่มีการกระจายความเสี่ยงจนได้ความเสี่ยงที่เหมาะสมกับความสามารถในการแบกรับความเสี่ยง (Risk Tolerance) ของตัวนักลงทุนเอง และเปรียบเทียบผลตอบแทนคาดหวังของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นมากับวัตถุประสงค์ทางการเงินในระยะยาวของนักลงทุน ดังนั้นการประเมินค่าความเสี่ยงและผลตอบแทนคาดหวังในอนาคตของสินทรัพย์ต่างๆ จึงมีความสำคัญ วิธีที่ดีที่นิยมใช้กันในการประมาณค่าความเสี่ยงและผลตอบแทนคาดหวังในอนาคตคือความเสี่ยงและผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในอดีตในระยะยาว ดังนั้นการศึกษานี้จึงมุ่งหวังที่จะประมาณค่าความเสี่ยงและผลตอบแทนระยะยาวในอดีตที่ผ่านมา เพื่อหวังเป็นตัวแทนของค่าความเสี่ยงและผลตอบแทนคาดหวังของสินทรัพย์ต่างๆ ในตลาดการเงินไทย

นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังมุ่งหวังที่จะประมาณค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium / ERP)¹ ของตลาดการเงินไทย ซึ่งเป็นค่าที่มีความสำคัญต่อการวางแผนการลงทุนและการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนโดยเฉพาะการลงทุนระยะยาวเพื่อการเกษียณ และยังมีค่าสำคัญต่อการเงินองค์กร (Corporate Finance) เพราะค่า ERP นี้เป็นตัวแปรตั้งต้น (Inputs) ที่สำคัญในการประมาณค่าต้นทุนส่วนทุนของบริษัท (Cost of Equity) และต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยของบริษัท (Weighted Average Cost of Capital / WACC) ที่จะนำไปใช้ในการประเมินโครงการลงทุนต่างๆ (Siegel 2005) นอกจากนี้ ค่า ERP ยังเป็นตัวแปรตั้งต้นสำคัญในการประมาณค่าอัตราส่วนลด (Discount Rate) ที่ใช้ในการประมาณค่าของกิจการและค่าของส่วนทุนหรือราคาหุ้นสามัญของกิจการต่างๆ (Damodaran 2018)

การศึกษาโดย Mehra and Prescott (1985) ได้ศึกษาผลตอบแทนในระยะยาวตั้งแต่ปี ค.ศ. 1889-1978 และพบว่าผลตอบแทนรวมในระยะยาวจากการลงทุนในหุ้น ทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกา ยุโรป และเอเชีย มีค่าสูงกว่าผลตอบแทนระยะยาวจากการลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐมากเกินไป หรืออาจกล่าวได้ว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน (Equity Risk Premium / ERP) ในหุ้นนั้นมีค่าสูงมาก มากเกินกว่าที่แบบจำลองทางการเงินแบบมาตรฐาน² และระดับค่าความกลัวความเสี่ยงที่เป็นระดับปกติจะสามารถอธิบายได้ Mehra and Prescott จึงเรียกหลักฐานที่พบนี้ว่า “Equity Premium Puzzle”

¹ ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium) คือส่วนต่างของผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับผลตอบแทนของตราสารทางการเงินที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-Free Securities) ในทางทฤษฎี ค่าส่วนต่างนี้จะมีค่าเป็นบวก กล่าวคือ นักลงทุนที่เป็นประเภทกลัวความเสี่ยง (Risk-Averse Investors) จะต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากการลงทุนในตราสารทุนที่มีความเสี่ยงสูงขึ้นเมื่อเทียบกับตราสารทางการเงินที่ไม่มีความเสี่ยง

² เช่น แบบจำลองการหาราคาสินทรัพย์ที่อยู่บนการบริโภค (Consumption-Based Asset Pricing Model) เป็นต้น

ประเด็นนี้เป็นสิ่งที่น่าสนใจเพราะค่า ERP เป็นค่าที่มีนัยยะต่อการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน โดยเฉพาะการตัดสินใจจัดสรรการลงทุน เพราะถ้า ERP ที่สูงมาตลอดเป็นสิ่งที่ “ไม่สมเหตุสมผล” ที่ยังคงเกิดขึ้นตลอดเวลา การจัดสรรเงินลงทุนในตราสารทุนที่มากขึ้นและตราสารหนี้ที่น้อยลงจะเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมทันที แต่ถ้า ERP ที่สูงมาตลอดเป็นสิ่งที่ “สมเหตุสมผล” แล้ว แสดงว่าแบบจำลองทางการเงินแบบมาตรฐานและ/หรือสมมุติฐานที่เกี่ยวกับทัศนคติต่อความเสี่ยงของนักลงทุนอาจต้องมีการปรับเปลี่ยนแก้ไข ดังนั้น การศึกษานี้จึงมุ่งหวังที่จะให้หลักฐานเชิงประจักษ์ของ ERP ที่มาจากตลาดการเงินเกิดใหม่ (Emerging Markets) เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) เพื่อไปเปรียบเทียบกับหลักฐานเชิงประจักษ์ของ “Equity Premium Puzzle” ที่ศึกษากันมาในตลาดการเงินที่พัฒนาแล้ว (Developed Markets) เช่น งานวิจัยของ Mehra and Prescott (1985) Mehra (2003) Siegel (2005) และ Dimson และคณะ (2017) เป็นต้น

นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังมุ่งหวังที่จะวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่สำคัญอีกประเภทหนึ่งคือ ทองคำ เพราะในบรรดาสินค้าโภคภัณฑ์ประเภทโลหะมีค่า (Precious Metals) ทองคำถือเป็นการลงทุนที่มีความนิยมอย่างมาก³ ในทางทฤษฎีการลงทุน ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่สามารถป้องกันภาวะอัตราเงินเฟ้อได้เป็นอย่างดีจากการที่ผลตอบแทนของทองคำมีความสัมพันธ์เชิงบวกในระยะยาวกับอัตราเงินเฟ้อ อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำยังเป็นสิ่งที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการคาดการณ์ของอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น (Sharma, 2016; Tkacz, 2007; Worthington and Pahlavani, 2007)

งานวิจัยนี้วิเคราะห์ผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นสามัญและตราสารหนี้ในระยะยาวของตลาดการเงินไทย เป็นการศึกษาในระยะ 40 กว่าปีที่ผ่านมา และแบ่งออกเป็นช่วงย่อยต่างๆ อีกประมาณ 4 ช่วงเวลาด้วยกัน โดยผลตอบแทนที่ทำการวิเคราะห์นั้นคือ “ผลตอบแทนรวม” กล่าวคือ เป็นผลตอบแทนที่รวมทั้งดอกเบี้ย (Interest) เงินปันผล (Dividend) และกำไรจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) เข้าด้วยกัน ดังนั้นการศึกษานี้จึงมีจุดประสงค์หรือคำถามวิจัยอยู่ 2 ข้อ ข้อแรกเพื่อประมาณค่าผลตอบแทนและความเสี่ยงในระยะยาวของสินทรัพย์หลักต่างๆ ได้แก่ หุ้นสามัญ ตราสารหนี้ และทองคำ ทั้งในแบบที่เป็นตัวเงิน (Nominal) และในแบบแท้จริงหรือในแบบที่ปรับอัตราเงินเฟ้อ (Real / Inflation-Adjusted) และข้อสองเพื่อประมาณค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium / ERP) ในระยะยาว

³ จากการที่ทองคำเป็นสินทรัพย์พิเศษที่สามารถนำมาใช้ในอุตสาหกรรมได้ สามารถนำมาใช้เป็นเครื่องประดับได้ และสามารถนำมาใช้เป็นสินทรัพย์ที่รักษามูลค่าในตัวเองได้ (Sharma 2016) และสามารถใช้เป็นตัวช่วยกระจายความเสี่ยงให้กับพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในหุ้นได้ โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดหุ้นมีความผันผวนหนักหรือเป็นขาลง (Hillier, Draper, and Faff 2006)

2. ขอบเขตของการวิจัย (Scope of the Study)

งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนรวมและความเสี่ยงของผลตอบแทนรวมของการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึงปี ค.ศ. 2017 ได้แก่ 1) หุ้นสามัญ โดยใช้ดัชนี SET (Stock Exchange of Thailand) เป็นตัวแทน 2) ตราสารหนี้ระยะยาว โดยใช้ผลตอบแทน (Yield to Maturity / YTM) ของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปีเป็นตัวแทน 3) ตราสารหนี้ระยะสั้นโดยใช้ผลตอบแทน (Yield to Maturity / YTM) ของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 1 ปีเป็นตัวแทน 4) ทองคำ โดยใช้อัตราผลตอบแทนของทองคำแท่งร้อยละ 96.5 ในรูปเงินบาท 5) อัตราเงินเฟ้อ คัดจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีผู้บริโภค (Consumer Price Index / CPI) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2017 เช่นกัน

งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนรวมและความเสี่ยงของผลตอบแทนรวมของการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ มีงานศึกษาในแต่ละเรื่องดังนี้

ผลตอบแทนและความเสี่ยงในระยะยาวของสินทรัพย์หลักต่าง ๆ (Long-Run Returns and Risk of Various Assets)

การศึกษาเรื่องผลตอบแทนในระยะยาวของสินทรัพย์กลุ่มต่างๆ ได้แก่ หุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาลระยะยาว พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ทองคำ อัตราเงินเฟ้อ มีการศึกษากันมายาวนาน และมีเป็นจำนวนมาก โดยการศึกษาที่สำคัญ ได้แก่ งานวิจัยของ Mehra and Prescott (1985) ที่พบว่าในช่วง 90 ปี ของตลาดการเงินประเทศสหรัฐฯ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1889 ถึงปี ค.ศ. 1978 ผลตอบแทนที่แท้จริงของหุ้นสามัญ⁴ (Real Returns / Inflation-Adjusted Returns) เฉลี่ยที่ร้อยละ 6.98 ต่อปี และมีค่าความผันผวน (Standard Deviation) ที่ร้อยละ 16.54 ต่อปี ส่วนผลตอบแทนของตราสารที่ไร้ความเสี่ยง⁵ ที่แท้จริงอยู่ที่ร้อยละ 0.80 ต่อปี และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 5.67 ต่อปี ดังนั้นส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium) ในกรณีนี้จึงเท่ากับร้อยละ 6.18 ต่อปีด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 16.67 ต่อปี

การศึกษาต่อมาในเรื่องผลตอบแทนระยะยาวของสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ในประเทศสหรัฐฯ ได้แก่ งานของ Siegel (1998) ในช่วงปี ค.ศ. 1802-1997 และ Siegel (2005) ในช่วงปี ค.ศ. 1802-2004 ก็ได้ผลการศึกษาคือคล้ายกัน เช่น ในช่วงปี ค.ศ. 1802-1997 ของประเทศสหรัฐฯ หุ้นสามัญให้ผลตอบแทนรวมในรูปตัวเงิน (Total Nominal Return) เฉลี่ยที่ร้อยละ 8.40 ต่อปี⁶ และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่

⁴ ใช้ดัชนี Standard and Poor 500 เป็นตัวแทน

⁵ ใช้ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นอายุ 90 วันและตราสารการพาณิชย์ชั้นดี (Prime Commercial Paper) อายุ 60-90 วันเป็นตัวแทน

⁶ ผลตอบแทนแบบทบต้น (Compound Annual Return)

ร้อยละ 17.5 ต่อปี ส่วนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวให้ผลตอบแทนรวมที่ร้อยละ 4.80 ต่อปี⁷ และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 6.10 ต่อปี โดยค่าเฉลี่ยอัตราเงินเฟ้ออยู่ที่ร้อยละ 1.3 ต่อปี และยังพบว่าทองคำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่เพียงร้อยละ 1.2 ต่อปีเท่านั้น

การศึกษาโดย Damodaran (2018) และ Dimson และคณะ (2017) ในเรื่องผลตอบแทนระยะยาวของสินทรัพย์หลักต่างๆ ในประเทศอื่นๆ ก็พบผลการศึกษาค่อนข้างคล้ายกัน Dimson และคณะ (2017) วิเคราะห์ผลตอบแทนในช่วง 117 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1900-2016 ของประเทศที่พัฒนาแล้วจำนวน 21 ประเทศ และพบว่าโดยเฉลี่ยแล้ว หุ้นสามัญให้ผลตอบแทนที่แท้จริงที่ประมาณร้อยละ 5.10 ต่อปี โดยอยู่ในช่วงร้อยละ 3 ถึงร้อยละ 6 ต่อปี สำหรับแต่ละประเทศในกลุ่มตัวอย่าง ส่วนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและระยะสั้นให้ผลตอบแทนที่แท้จริงที่ร้อยละ 1.80 และร้อยละ 0.80 ต่อปี ตามลำดับ และเงินเฟ้อเฉลี่ยอยู่ที่ 2.90% ต่อปี ซึ่งให้ค่าส่วนขาดความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.30 ต่อปี โดยมีค่าเป็นบวกในทั้ง 21 ประเทศที่ศึกษา

Salomons และ Grootveld (2003) ศึกษาค่า ERP ในประเทศที่พัฒนาแล้วในกลุ่มประเทศ G7 และประเทศเกิดใหม่อีก 24 ประเทศ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2001 เป็นระยะเวลา 25 ปี ผลการศึกษาพบว่าค่า ERP โดยเฉลี่ยของกลุ่มประเทศ G7 อยู่ที่ร้อยละ 0.30 ต่อเดือน หรือร้อยละ 3.60 ต่อปี โดยมีค่าเป็นบวกทุกประเทศในกลุ่ม G7 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ร้อยละ 4.38 ต่อเดือน หรือประมาณร้อยละ 15.2 ต่อปี ส่วนกลุ่มประเทศประเทศเกิดใหม่มีค่า ERP เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.04 ต่อเดือน หรือร้อยละ 12.48 ต่อปี และมีค่า SD อยู่ที่ร้อยละ 6.32 ต่อเดือน หรือประมาณร้อยละ 21.9 ต่อปี จะเห็นได้ว่าค่า ERP ของตลาดเกิดใหม่นั้นมีค่าสูงกว่าค่า ERP ของกลุ่มประเทศ G7 อย่างมากแต่ก็มีความเสี่ยงที่สูงมากเช่นกัน กล่าวคือ ค่า ERP ของตลาดเกิดใหม่มีความผันผวนหรือแตกต่างกันในแต่ละปีที่ค่อนข้างสูง

การศึกษาค่า ERP ในประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศเกิดใหม่ต่อมาคืองานของ Donadelli และ Prosperi (2011) ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1969-2010⁸ และพบผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Salomons และ Grootveld (2003) ที่ว่า ERP ของประเทศเกิดใหม่อยู่ที่ประมาณร้อยละ 20.0 ต่อปี นั้นสูงกว่าของตลาดพัฒนาแล้วที่ร้อยละ 7.44 อย่างมาก แต่ก็มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงถึงร้อยละ 23.5 ต่อปี เมื่อเทียบกับร้อยละ 17.0 ต่อปีของตลาดพัฒนาแล้ว⁹

⁷ ผลตอบแทนแบบทบต้น (Compound Annual Return)

⁸ ไม่ใช่ทุกประเทศที่มีข้อมูลตั้งแต่ปี 1969 โดยเฉพาะประเทศเกิดใหม่ที่มีข้อมูลเริ่มจากปี 1988

⁹ ข้อมูลช่วง 1988-2010

ปริศนาส่วนขาดความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น (Equity Premium Puzzle)

ปริศนาส่วนขาดความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น (Equity Premium Puzzle) คือปรากฏการณ์ที่ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนรวมของหุ้นกับผลตอบแทนของตราสารที่ไร้ความเสี่ยงนั้นมีค่า “สูงเกินไป” กล่าวคือ Mehra and Prescott (1985) ได้วิเคราะห์ค่าตัวเลข ERP ที่ประมาณร้อยละ 6.18 ต่อปีที่เกิดขึ้นในช่วง 90 ปีของตลาดการเงินประเทศสหรัฐฯ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1889 ถึงปี ค.ศ. 1978 นั้น และพบว่าไม่สอดคล้องกับพฤติกรรมกลัวความเสี่ยงที่สมเหตุสมผลภายใต้แบบจำลองทางการเงินแบบมาตรฐานที่เชื่อมโยงระหว่างการบริโภคโดยรวมกับผลตอบแทนของตลาดหุ้นโดยรวม โดย Mehra and Prescott (1985) คิดว่าตัวเลขค่า ERP ที่สมเหตุสมผลภายใต้แบบจำลองทางการเงินดังกล่าวและพฤติกรรมกลัวความเสี่ยงที่เหมาะสมของนักลงทุน จะอยู่ที่เพียงร้อยละ 0.35 ต่อปี เท่านั้นเอง ซึ่งแตกต่างอย่างมากจากค่า ERP ที่พบในโลกความเป็นจริง การศึกษาอื่นๆ เช่น Siegel (2005) และ Dimson และคณะ (2017) ได้พบหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าส่วนขาดความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ ก็มีค่าที่สูงมากเช่นกัน และถือเป็นปรากฏการณ์ “Equity Premium Puzzle” ตามแบบจำลองของ Mehra and Prescott (1985)

การลงทุนในทองคำเพื่อป้องกันเงินเฟ้อ (Inflation-Hedging Gold Investment)

Siegel (1998) และ Siegel (2005) ศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของทองคำในช่วงปี ค.ศ. 1802-2004 และพบว่าทองคำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีเพียงร้อยละ 1.2 ต่อปี และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ร้อยละ 6.10 ต่อปี โดยค่าเฉลี่ยอัตราเงินเฟ้ออยู่ที่ร้อยละ 1.3 ต่อปี ดังนั้นการลงทุนในทองคำจึงให้ผลตอบแทนแท้จริงที่ร้อยละ -0.1 ต่อปี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในระยะยาวแล้ว การเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำนั้นแทบจะเป็นไปตามการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภคหรืออัตราเงินเฟ้ออย่างใกล้ชิดทีเดียว ดังนั้นการลงทุนในทองคำจึงแค่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้เท่านั้น ไม่สามารถให้ผลตอบแทนที่เหนืออัตราเงินเฟ้อได้ในระยะยาว

ผลการศึกษาของ Siegel (1998) และ Siegel (2005) จึงสอดคล้องกับความคิดที่ว่าทองคำในยุคดั้งเดิมเป็นสิ่งที่ใช้ทดแทนเงินในการซื้อขายแลกเปลี่ยนสินค้าและทองคำสามารถใช้ในการป้องกันความเสี่ยงจากการเสื่อมค่าของเงินโดยเฉพาะในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อมีค่าสูง (Baur and Lucey 2010) และสมมุติฐาน “The Expected Inflation Effect Hypothesis” (Bloise 2010) ที่ว่าราคาทองคำจะปรับเปลี่ยนไปตามการคาดการณ์ของอัตราเงินเฟ้อ กล่าวคือ เมื่อมีการปรับการคาดการณ์ของอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นจะส่งผลให้นักลงทุนเข้าซื้อลงทุนในทองคำเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ซึ่งจะส่งผลให้ราคาทองคำเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tkacz (2007) และ Worthington and Pahlavani (2007) ที่ว่าการลงทุนในทองคำถือเป็นการป้องกันอัตราเงินเฟ้อได้

3. ระเบียบวิธีวิจัย (Methodology)

งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนรวมและความเสี่ยงของผลตอบแทนรวมของการลงทุนในสินทรัพย์ 4 ประเภทต่างๆ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึงปี ค.ศ. 2017 ได้แก่ 1) หุ้นสามัญ โดยใช้ข้อมูลดัชนีผลตอบแทนรวมของ SET เก็บมาจากฐานข้อมูล Datastream 2) ตราสารหนี้ระยะยาว โดยใช้ผลตอบแทนรวมหรือ Yield To Maturity ของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี เป็นตัวแทน เก็บมาจากฐานข้อมูล Datastream 3) ตราสารหนี้ระยะสั้นโดยใช้ผลตอบแทนรวมหรือ Yield To Maturity ของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 1 ปี เป็นตัวแทน โดยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึง ค.ศ. 2000 ใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำธนาคารออมสิน ประเภท 12 เดือนเฉลี่ยจากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด ส่วนตั้งแต่ปี ค.ศ. 2001 ถึง ค.ศ. 2017 ใช้ข้อมูลผลตอบแทนรวมหรือ Yield To Maturity ของพันธบัตรรัฐบาล 1 ปี จากธนาคารแห่งประเทศไทย และ 4) ทองคำ โดยใช้อัตราผลตอบแทนของทองคำแท่งที่มีความบริสุทธิ์ร้อยละ 96.5 ในรูปเงินบาท โดยเป็นการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำในรูปเงินบาท ซึ่งใช้ราคาทองคำแท่งในต่างประเทศที่มีความบริสุทธิ์ร้อยละ 99.5 ในรูปเงินเหรียญสหรัฐ¹⁰ สำหรับอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินเหรียญสหรัฐ ใช้ข้อมูลจาก Reuters และธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเก็บมาจากฐานข้อมูล Datastream โดยการคำนวณราคาทองคำในรูปเงินบาทสามารถแสดงได้ดังนี้

ราคาทองคำร้อยละ 96.5 ในรูปเงินบาท = ราคาทองคำร้อยละ 99.5 ในรูปเงินเหรียญสหรัฐ $\times$ $(15.244/31.1035)^{11} \times (0.965/0.995) \times$ (อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินเหรียญสหรัฐ)

นอกจากนี้ การศึกษาได้มีการคำนวณอัตราเงินเฟ้อเพื่อใช้ในการหาผลตอบแทนแท้จริง โดยอัตราเงินเฟ้อคิดจากการเปลี่ยนแปลงของตัวเลขดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ในแต่ละปี โดยส่วนอัตราเงินเฟ้อตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึงปี ค.ศ. 2017 ใช้ข้อมูลตัวเลขดัชนีราคาผู้บริโภคจากกระทรวงพาณิชย์ โดยเก็บมาจากฐานข้อมูล Datastream

ในการประมวลผลข้อมูลและการวิเคราะห์ ผลตอบแทนรวม (Total Return) ของสินทรัพย์ต่างๆ จะคำนึงถึงผลตอบแทนที่เกิดจากส่วนต่างของราคาที่เปลี่ยนแปลงไป (Capital gain) เงินปันผล (Dividend) และดอกเบี้ย (Interest) ที่ได้จากการถือครองสินทรัพย์ ผลตอบแทนรวมของหุ้นเกิดจากผลตอบแทนที่เกิดจากส่วนต่างของราคาที่เปลี่ยนแปลงไปและเงินปันผล (Dividend) ที่ได้ โดยมีสมมติฐานที่ว่าเงินปันผลที่ได้ถูกนำกลับไปลงทุนในหุ้น (Reinvested Dividend) โดยผลตอบแทนนี้ทำการปรับเมื่อเกิดการเพิ่มทุน การแตกพาร์ การจ่ายปันผลเป็นหุ้น (Stock Dividend) แล้ว

¹⁰ จาก ICE Benchmark Administration Ltd. (Gold Bullion LBM \$/t oz DELAY)

¹¹ ทองคำน้ำหนัก 1 บาทหนัก 15.244 กรัม ส่วนทองคำ 1 Troy Ounce หนัก 31.1035 กรัม

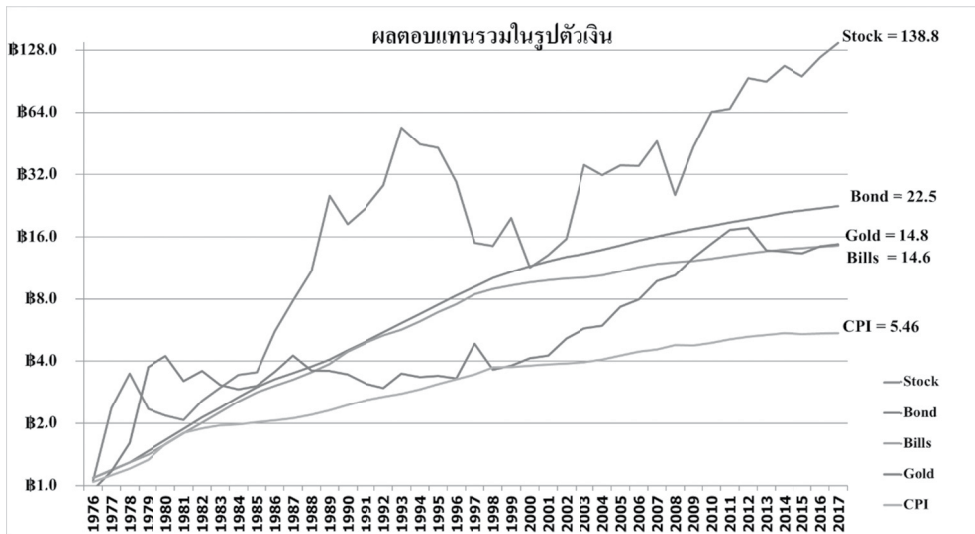
ผลตอบแทนรวมของตราสารหนี้จะรวมถึงดอกเบี้ยที่ได้ในแต่ละงวด (Coupon) โดยมีสมมติฐานที่ว่า ดอกเบี้ยที่ได้ในแต่ละงวดนำไปลงทุนต่อที่ผลตอบแทนเท่ากับ Yield to Maturity (YTM) ของตราสารหนี้ และตัวเงินต้น (Face Value) ที่จะได้คืน ณ วันหมดอายุของตราสารหนี้ ดังนั้นผลตอบแทนรวมของตราสารหนี้จึงวัดได้ด้วยค่า Yield to Maturity ของตราสารหนี้

ผลตอบแทนของทองคำวัดจากร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำที่มีความบริสุทธิ์ร้อยละ 96.5 ในรูปเงินบาท ส่วนอัตราเงินเฟ้อ (Inflation) คือค่าเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) ส่วนความเสี่ยง (Risk) วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของผลตอบแทนรวมของสินทรัพย์

4. ผลการศึกษา (Empirical Results)

ภาพที่ 1 แสดงการเติบโตของเงินลงทุน 1 บาท ในสินทรัพย์ต่างๆ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 ไปจนถึงปี ค.ศ. 2017 เงินลงทุน 1 บาท ในหุ้นสามัญหรือในดัชนี SET ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 และถือไป (Buy and Hold) จนถึงปี ค.ศ. 2017 โดยนำเงินปันผลที่ได้ระหว่างทางไปลงทุนต่อในหุ้นสามัญหรือในดัชนี SET จะสะสมเป็นเงินสุดท้ายที่ 138.8 บาท ณ สิ้นปี ค.ศ. 2017 เมื่อดูจากเงินลงทุนที่เติบโตขึ้นในช่วงดังกล่าว จะพบว่าเงินลงทุนมียอดสะสมที่ลดลงอย่างเด่นชัด 3 ช่วงด้วยกัน ช่วงแรกคือช่วงปี ค.ศ. 1978-1981 ซึ่งเป็นช่วง “วิกฤตราชาเงินทุน” ช่วงที่สองคือช่วงปี ค.ศ. 1995-1998 ที่เรียกกันว่า “วิกฤตต้มยำกุ้ง” และช่วงล่าสุดคือวิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา หรือที่เรียกกันว่า Subprime Crisis ในช่วงปี ค.ศ. 2007-2009 ในช่วงวิกฤตการณ์ในตลาดหุ้นเหล่านี้ตลาดหุ้นสามารถปรับตัวลงได้ถึงร้อยละ 30 ถึงร้อยละ 50 เลยทีเดียว นอกจากนี้ในช่วงอื่นๆ ที่เส้นกราฟเงินลงทุนสะสมในหุ้นปรับตัวลงแม้ไม่มาก หากแต่ในความเป็นจริงแล้วในขณะนั้นก็เป็นช่วงที่ตลาดหุ้นมีการปรับตัวลง (Correction) ประมาณร้อยละ 5-10 ซึ่งเป็นช่วงที่นักลงทุนหลายคนขาดทุนอย่างหนักได้ ดังนั้นในช่วงวิกฤตการณ์ในตลาดหุ้นไม่ว่าจะเป็นทั้งครั้งใหญ่และครั้งย่อยๆ ดังกล่าว ย่อมเป็นช่วงที่นักลงทุนจำนวนมากขาดทุนอย่างหนักและรู้สึกว่าการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นมีความเสี่ยงสูงมาก

ภาพที่ 1 ผลตอบแทนรวมในรูปตัวเงินของหุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี พันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี ทองคำ และเงินเฟ้อ ตั้งแต่ปี ค.ศ.1976 ถึงปี ค.ศ. 2017

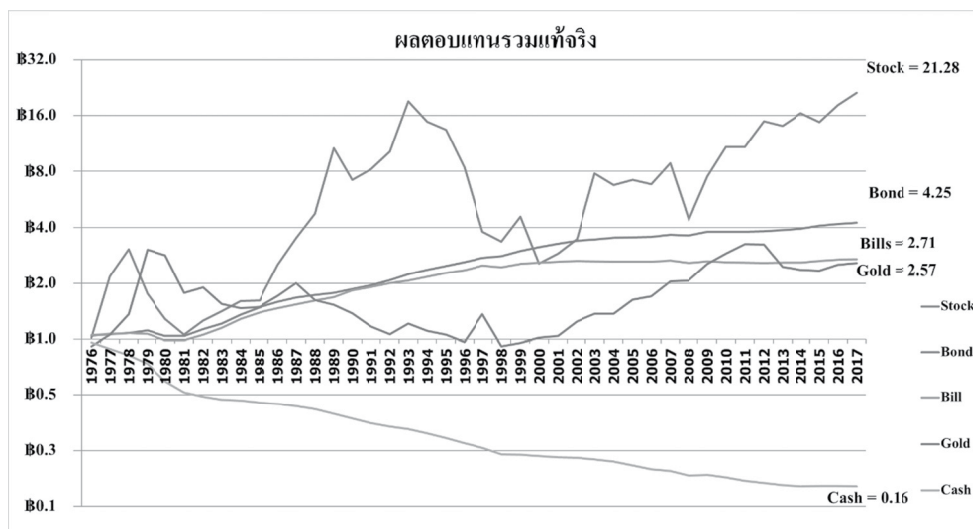


อย่างไรก็ตาม แม้จะเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินต่างๆ ที่ทำให้ดัชนี SET ปรับตัวลงอย่างมากในช่วงดังกล่าว แต่ในระยะยาวในช่วง 42 ปีของตลาดหุ้นไทย การลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหุ้นโดยวัดจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET ก็สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงมากที่สุดทีเดียว มากกว่าสินทรัพย์หลักประเภทอื่น เช่น พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นและระยะยาว ทองคำ และเงินเฟ้อ หลายเท่าตัวนั้น ย่อมแสดงให้เห็นว่าการลงทุนในหุ้นสามัญย่อมเป็นการป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้เป็นอย่างดี

ส่วนเงินลงทุน 1 บาท ในพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 ไปจนถึงปี ค.ศ. 2017 จะสะสมเป็นเงินสุดท้ายที่ 22.5 บาท ณ สิ้นปี ค.ศ. 2017 ส่วนเงินลงทุน 1 บาท ในพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นและทองคำตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 ไปจนถึงปี ค.ศ. 2017 จะสะสมเป็นเงินสุดท้ายที่ใกล้เคียงกันที่ 14.6 บาท และ 14.8 บาท ณ สิ้นปี ค.ศ. 2017 ตามลำดับ

ท้ายที่สุด เงินเฟ้อของประเทศไทยในช่วง 42 ปีนี้ เปรียบได้กับในปี ค.ศ. 1975 สินค้าที่ราคา 1 บาท ในขณะนั้นจะมีราคาแพงขึ้นตามระยะเวลาที่ผ่านมาและมีราคา 5.46 บาท ณ สิ้นปี 2017 อย่างไรก็ตามสินทรัพย์ทั้ง 4 ประเภท ไม่ว่าจะเป็นตราสารทุน ตราสารหนี้ภาครัฐ และทองคำ ล้วนแล้วแต่ให้ผลตอบแทนรวมที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อทั้งสิ้น

ภาพที่ 2 ผลตอบแทนรวมแท้จริงของหุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี พันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี ทองคำ และเงินสด ตั้งแต่ปี ค.ศ.1976 ถึงปี ค.ศ. 2017



อย่างไรก็ตาม การคำนึงถึงผลตอบแทนที่อยู่ในรูปตัวเงินสะสมย่อมไม่สามารถบ่งบอกถึงผลตอบแทนที่แท้จริงหรือความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นอย่างแท้จริงได้ ในทางเศรษฐศาสตร์ เรามักจะคำนึงถึงผลตอบแทนที่แท้จริงหรือผลตอบแทนที่ปรับค่าอัตราเงินเฟ้อ โดยพิจารณาจากอำนาจซื้อ (Purchasing Power) ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง ดังนั้นในภาพที่ 2 จึงแสดงอำนาจซื้อที่เพิ่มขึ้นในระยะยาวหรือแสดงผลตอบแทนที่แท้จริงของสินทรัพย์ทั้ง 4 ประเภท โดยใช้เงินเริ่มต้น 1 บาท ลงทุนไปในแต่ละสินทรัพย์ต่างๆ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 และแสดงอำนาจซื้อที่เพิ่มขึ้นไปจนถึงปี ค.ศ. 2017

จากภาพที่ 2 จะเห็นได้ว่าหุ้นสามัญเป็นสินทรัพย์ที่ให้อำนาจการซื้อที่เพิ่มขึ้นในระยะยาวสูงมากและสูงที่สุด กล่าวคือ หากนำเงิน 1 บาท ลงทุนในหุ้นสามัญในปี ค.ศ. 1975 แล้วถือไปจนถึงปี ค.ศ. 2017 เงินจำนวน 1 บาท จะมีอำนาจซื้อเป็น 21.28 บาท หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ เงินที่ลงทุนในหุ้นสามัญในปี ค.ศ. 1975 ไปจนถึงปี ค.ศ. 2017 จะมีอำนาจซื้อที่เพิ่มขึ้นเป็น 21.28 เท่า ซึ่งเป็นการยืนยันผลการศึกษาในภาพที่ 1 ว่าการลงทุนในหุ้นสามัญเป็นการป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้อย่างดีเยี่ยม แต่หากนำเงิน 1 บาทไปลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี และ 10 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 ณ สิ้นปี ค.ศ. 2017 จะมีอำนาจซื้อที่เพิ่มขึ้นเป็น 2.71 เท่า และ 4.25 เท่า ตามลำดับ ส่วนเงิน 1 บาท ที่ลงทุนในทองคำตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 จะมีอำนาจซื้อเพิ่มเป็น 2.57 เท่า ณ สิ้นปี ค.ศ. 2017 ท้ายที่สุดหากเราถือเงินสด 1 บาท ไว้ตลอดตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 โดยไม่ได้ลงทุนในสินทรัพย์ใดๆ เลย จนถึงปี ค.ศ. 2017 เงิน 1 บาท จะมีอำนาจซื้อเหลือเพียง 0.16 เท่าหรืออำนาจซื้อที่หายไปร้อยละ 84 จากการที่ราคาสินค้าเพิ่มขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อตลอด 42 ปี

ตารางที่ 1 แสดงผลตอบแทนรวมทั้งแบบในรูปตัวเงิน (Nominal) และแบบแท้จริง (Real) และค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation / SD) ของผลตอบแทนรวมเป็น % ต่อปี ของหุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี พันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี ทองคำ และเงินสด ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึงปี ค.ศ. 2017

ช่วงเวลา 1976-2017	ผลตอบแทนรวม Nominal		ความเสี่ยง (SD)	ผลตอบแทนรวมแท้จริง (Real)		ความเสี่ยง (SD)
	แบบทบต้น (Compound)	แบบเฉลี่ย (Arithmetic)		แบบทบต้น (Compound)	แบบเฉลี่ย (Arithmetic)	
หุ้นสามัญ	12.46%	19.42%	42.62%	7.55%	15.23%	43.49%
ทองคำ	6.63%	8.73%	24.79%	2.28%	4.54%	24.55%
พันธบัตร 10 ปี	7.70%	7.75%	3.55%	3.51%	3.56%	3.25%
พันธบัตร 1 ปี	6.58%	6.66%	4.14%	2.40%	2.47%	3.65%
เงินสด	4.13%	4.20%	3.74%	-	-	-

ก่อนหน้านี้ เราได้แสดงให้เห็นค่าสุดท้ายของเงินลงทุน 1 บาท ในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ในระยะยาว ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2017 ในตารางที่ 1 แสดงผลการวิเคราะห์ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีและค่าความเสี่ยงต่อปีของสินทรัพย์ทั้ง 4 ประเภทในช่วง ค.ศ. 1976-2017 ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าหุ้นสามัญให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีสูงสุดที่ร้อยละ 12.46 ตามมาด้วยพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวที่ร้อยละ 7.70 ต่อปี และทองคำกับพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นที่ร้อยละ 6.63 และ 6.58 ต่อปี ตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในภาพที่ 1 และภาพที่ 2 อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่สูงของหุ้นสามัญก็ตามมาด้วยความเสี่ยงที่สูงที่สุดเช่นกันที่ร้อยละ 42.62 ต่อปี เมื่อเทียบกับทองคำที่ร้อยละ 24.79 ต่อปี และค่าความเสี่ยงของพันธบัตรรัฐบาลที่ต่ำมากประมาณร้อยละ 3.55 ถึง ร้อยละ 4.14 เท่านั้นเอง ซึ่งค่าความเสี่ยงที่วัดด้วย SD นี้สามารถแสดงให้เห็นในอีกรูปแบบหนึ่งในภาพที่ 3 ที่แสดงถึงกระจายตัว (Histogram) ของผลตอบแทนแบบเฉลี่ย (Arithmetic Returns) รายปีของสินทรัพย์ทั้ง 4 ประเภท ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2017

ตารางที่ 2 แสดงถึงผลตอบแทนรวมการลงทุนในหุ้นสามัญของไทยโดยคิดจากผลตอบแทนรวมของดัชนี SET ตลอดระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึง ค.ศ. 2017 มีผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้น (Compound Return / Geometric Return) ที่ร้อยละ 12.46 ต่อปี และผลตอบแทนที่แท้จริงเฉลี่ยทบต้นที่ร้อยละ 7.55 ต่อปี ดังนั้นจะเห็นได้ว่าการลงทุนในหุ้นสามัญในระยะยาวนั้นสามารถให้ผลตอบแทนที่แท้จริงหรือผลตอบแทนหลังปรับค่าเงินเฟ้อแล้วต่อปีที่สูงมากที่สุดทีเดียว อย่างไรก็ตาม แม้ผลตอบแทนในระยะยาวของการลงทุนในหุ้นสามัญจะสูงมากก็ตาม แต่ก็ตามมาด้วยความผันผวนอย่างสูงตลอดเวลา จากค่าความเสี่ยงของผลตอบแทนรวมรายปีที่สูงถึงร้อยละ 42.62 กล่าวคือ ผลตอบแทนรวมในแต่ละปีของหุ้นสามัญสามารถแกว่งตัวได้ถึงร้อยละ -72.82 กับ ร้อยละ 97.66 ใน 95 ปีจาก 100 ปี¹²

¹² คิดจาก $\pm 2SD$ ภายใต้สมมติฐานว่าผลตอบแทนรวมรายปีมีการกระจายตัวแบบปกติ (Normal Distribution)

นอกจากนี้ จากตารางที่ 2 เมื่อดูผลตอบแทนแบ่งออกเป็นช่วงๆ ละประมาณ 10 ปี จะเห็นได้ว่าในแต่ละช่วงมีผลตอบแทนรวมเฉลี่ยที่แตกต่างกันอย่างมาก แต่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรวมหรือค่าความเสี่ยงในแต่ละช่วงยังคงสูงมากทุกช่วงตั้งแต่ประมาณร้อยละ 30 ถึง ร้อยละ 50 โดยในช่วงเริ่มต้น ค.ศ. 1976-1985 และช่วงล่าสุด ค.ศ. 2006-2017 ดัชนี SET ให้ผลตอบแทนที่ใกล้เคียงกับผลตอบแทนเฉลี่ยในระยะยาว ยกเว้นช่วง 10 ปี ก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินในไทย คือช่วง ค.ศ. 1986-1995 ซึ่งถือเป็นช่วงที่ดีที่สุด (Bull Market) ดัชนี SET ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่สูงมากถึงร้อยละ 28.45 ต่อปี และช่วง 10 ปีหลังเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินในช่วง ค.ศ. 1996-2005 ซึ่งถือเป็นช่วงซบเซาหลังวิกฤติการณ์ทางการเงิน (Bear Market) การลงทุนในดัชนี SET นั้นต้องประสบผลขาดทุนเฉลี่ยที่ร้อยละ -1.97 ต่อปี และหากคำนึงถึงเงินเฟ้อแล้วจะเทียบได้กับการกำลังซื้อที่ลดลงเฉลี่ยร้อยละ 6.05 ต่อปี ที่เดียว

ตารางที่ 3 แสดงถึงผลตอบแทนรวม (หรือ Yield to Maturity) เฉลี่ยทั้งแบบในรูปตัวเงิน (Nominal) และแบบแท้จริง (Real) ของทั้งพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว 10 ปี และระยะสั้น 1 ปี โดยรวมแล้วจะเห็นได้ว่าผลตอบแทนของตราสารหนี้้นั้นต่ำกว่าตราสารทุนอยู่มาก แต่ก็มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่ามากเช่นกัน เมื่อเทียบกันระหว่างตราสารหนี้ระยะยาวกับระยะสั้นแล้ว ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.70 ต่อปี ส่วนผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 6.58 มีส่วนต่าง (Term Spread) อยู่ที่ร้อยละ 1.12 ต่อปี แต่ก็ตามมาด้วยความเสี่ยงที่สูงกว่าเช่นกัน นอกจากนี้ผลตอบแทนหลังปรับค่าเงินเฟ้อแล้วของทั้งพันธบัตรระยะยาวและระยะสั้นยังเป็นบวกอยู่ถึงร้อยละ 3.51 และร้อยละ 2.40 ตามลำดับ ดังนั้นการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลทั้งแบบ 10 ปี และแบบ 1 ปี ในช่วง 42 ปี นี้สามารถป้องกันความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้ดีทีเดียว โดยเฉพาะเมื่อคำนึงถึงว่าความเสี่ยงของการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลนั้นต่ำกว่าของตราสารทุนอย่างมาก

เมื่อพิจารณาผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ออกเป็นช่วงๆ ละ 10 ปี จากตารางที่ 3 จะพบว่าทั้งผลตอบแทนแบบในรูปตัวเงิน (Nominal) และผลตอบแทนที่แท้จริง (Real) ลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะผลตอบแทนของพันธบัตรในช่วง 10 ปีล่าสุด คือช่วงปี ค.ศ. 2006-2017 ที่มีค่าต่ำมากตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยโลกที่ลดลงมาตลอดหลังช่วงวิกฤติการณ์ Subprime Crisis ในช่วงปี ค.ศ. 2007-2009 เป็นต้นมา แต่ความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้ก็มีแนวโน้มที่ลดลงเช่นกัน โดยเฉพาะในช่วงล่าสุดปี ค.ศ. 2006-2017 นั้น ค่าความเสี่ยงของผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลทั้งสั้นและยาวนั้นมีค่าต่ำที่สุดในรอบ 42 ปีที่ทำการศึกษา

ภาพที่ 4 แสดงระดับของผลตอบแทนหรือ Yield to Maturity (YTM) ของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี และระยะ 1 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2017 จะเห็นได้ว่าผลตอบแทนมีการเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจนช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 1996-1997 โดยในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินช่วง ค.ศ. 1976-1996 YTM ของทั้งพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นและระยะยาวอยู่สูงถึงร้อยละ 10 ถึงร้อยละ 14 แต่ภายหลัง

วิกฤตเศรษฐกิจแล้ว แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของทั้งพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นและระยะยาวลดลงอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะในช่วงหลัง Subprime Crisis ในปี ค.ศ. 2009 ซึ่งดอกเบี้ยของประเทศสหรัฐลดลงอย่างต่อเนื่องและจุดให้ดอกเบี้ยในตลาดการเงินไทยลดลงตามต่อเนื่อง โดยในปี ค.ศ. 2017 ค่าสุด YTM ของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว 10 ปี อยู่ที่ร้อยละ 2.60 ต่อปี และดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น 1 ปี ลงไปอยู่ที่ร้อยละ 1.45 ต่อปี

ตารางที่ 4 แสดงผลตอบแทนรวมแบบตัวเงิน (Nominal) ผลตอบแทนรวมแท้จริง (Real) และค่าความเสี่ยงของการลงทุนในทองคำแท่งในรูปเงินบาท ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นได้ว่าผลตอบแทนตัวเงินแบบทบต้น (Total Nominal Compounding Return) ของทองคำโดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2017 นั้นอยู่ที่ร้อยละ 6.63 ต่อปี และอัตราเงินเฟ้อในช่วงเดียวกันเฉลี่ยที่ร้อยละ 4.13 ต่อปี ดังนั้นการลงทุนในทองคำในช่วงเวลาดังกล่าวจึงให้อำนาจในการซื้อที่เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยที่ร้อยละ 2.28 ต่อปี จึงเป็นผลการศึกษาที่สนับสนุนสมมุติฐานที่ว่าในระยะยาวแล้วทองคำเป็นเครื่องมือในการต่อสู้กับเงินเฟ้อ (Inflation Hedge) ได้เป็นอย่างดี แม้ว่าในช่วง 10 ปี ระหว่างปี ค.ศ. 1986-1995 จะเป็นช่วงที่ทองคำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยเพียงร้อยละ 1.12 ต่อปี โดยที่ในช่วงเวลาเดียวกันนั้นอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.33 ต่อปี จนทำให้นักลงทุนในทองคำในช่วงปี ค.ศ. 1986-1995 ที่แม้จะได้ผลตอบแทนเป็นตัวเงินที่ 1.12% ต่อปี แต่กลับมีกำลังในการซื้อ (Purchasing Power) ที่ลดลงเฉลี่ยร้อยละ 3.36 ต่อปี ในช่วงปี ค.ศ. 1986-1995

ส่วนค่าผลตอบแทนเฉลี่ยในแต่ละช่วง 10 ปี ของการลงทุนในทองคำมีความแตกต่างกันที่เดียว เช่น ช่วงปี ค.ศ. 1976-1985 ทองคำแท่งให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 11.75 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ก็เป็นช่วง 10 ปีที่อัตราเงินเฟ้อมีค่าเฉลี่ยต่อปีสูงสุดเช่นกันที่ร้อยละ 7.30 และในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาจากปี ค.ศ. 2006-2017 ทองคำแท่งให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ร้อยละ 6.04 ต่อปี ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อในช่วงปี ค.ศ. 2006-2017 เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.12 ต่อปี

หากพิจารณาถึงความเสี่ยง การลงทุนในทองคำนั้นมีความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 24.79 ต่อปีซึ่งต่ำกว่าความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้นสามัญ แต่ก็เสี่ยงมากกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอยู่มากทีเดียว จากค่าความเสี่ยงในตารางที่ 4 แสดงให้เห็นว่าค่าความเสี่ยงของการลงทุนในทองคำแท่งมีแนวโน้มลดลงจากช่วงเวลาก่อน ๆ มาโดยตลอด โดยช่วงเวลาล่าสุดปี ค.ศ. 2006-2017 ค่าความเสี่ยงของผลตอบแทนของทองคำแท่งมีค่าต่ำที่สุดกว่าช่วงอื่น ๆ อยู่ที่ประมาณร้อยละ 12.42 ต่อปีเท่านั้นเอง

ภาพที่ 5 แสดงค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium) หรือค่าผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญเปรียบเทียบกับการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นและระยะยาวในแต่ละปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2017 โดยใช้ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลเป็น

ตัวแทนของอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (Risk-Free Rate) โดย Equity Risk Premium นี้คำนวณจากส่วนต่างของผลตอบแทนรวมแท้จริงของหุ้นสามัญกับผลตอบแทนรวมแท้จริงของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นและระยะยาว

จากผลการศึกษาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976-2017 พบว่า แม้โดยเฉลี่ยระยะยาวแล้วการลงทุนในหุ้นสามัญจะให้ผลตอบแทนมากกว่าผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยเฉลี่ยช่วงปี ค.ศ. 1976-2017 แล้วมีค่าเป็นบวกที่ร้อยละ 3.82 และ ร้อยละ 4.97 ต่อปี (จากตารางที่ 5 ด้านล่าง) แต่ค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญนั้นมีความผันผวนปีต่อปีที่สูงมากและมีอยู่ถึง 15 ปี จากทั้งหมด 42 ปี ที่ค่าส่วนชดเชยนี้มีค่าติดลบ ซึ่งมักเกิดจากผลตอบแทนที่ติดลบในปีนั้นๆ ของหุ้นสามัญโดยรวม และในบางปี เช่น ปี ค.ศ. 2003 ค่าส่วนชดเชยนี้มีค่าสูงสุดถึงร้อยละ 122.9 ต่อปี เมื่อเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว และร้อยละ 125.03 ต่อปี เมื่อเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น เป็นต้น

ตารางที่ 5 แสดงค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium / ERP) โดยเฉลี่ยทั้ง 42 ปี และแบบช่วง ๆ ละ 10 ปี ค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงดังกล่าวโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.82 ต่อปีหากใช้ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี เป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยไร้ความเสี่ยงและอยู่ที่ร้อยละ 4.97 ต่อปีหากใช้ผลตอบแทนพันธบัตร 1 ปี เป็นตัวแทนอัตราดอกเบี้ยไร้ความเสี่ยง โดยค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงนี้มีความผันผวนมาก โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงถึงประมาณร้อยละ 43 ซึ่งเป็นความผันผวนที่เกิดจากความผันผวนของผลตอบแทนของหุ้นสามัญเกือบทั้งหมด¹³

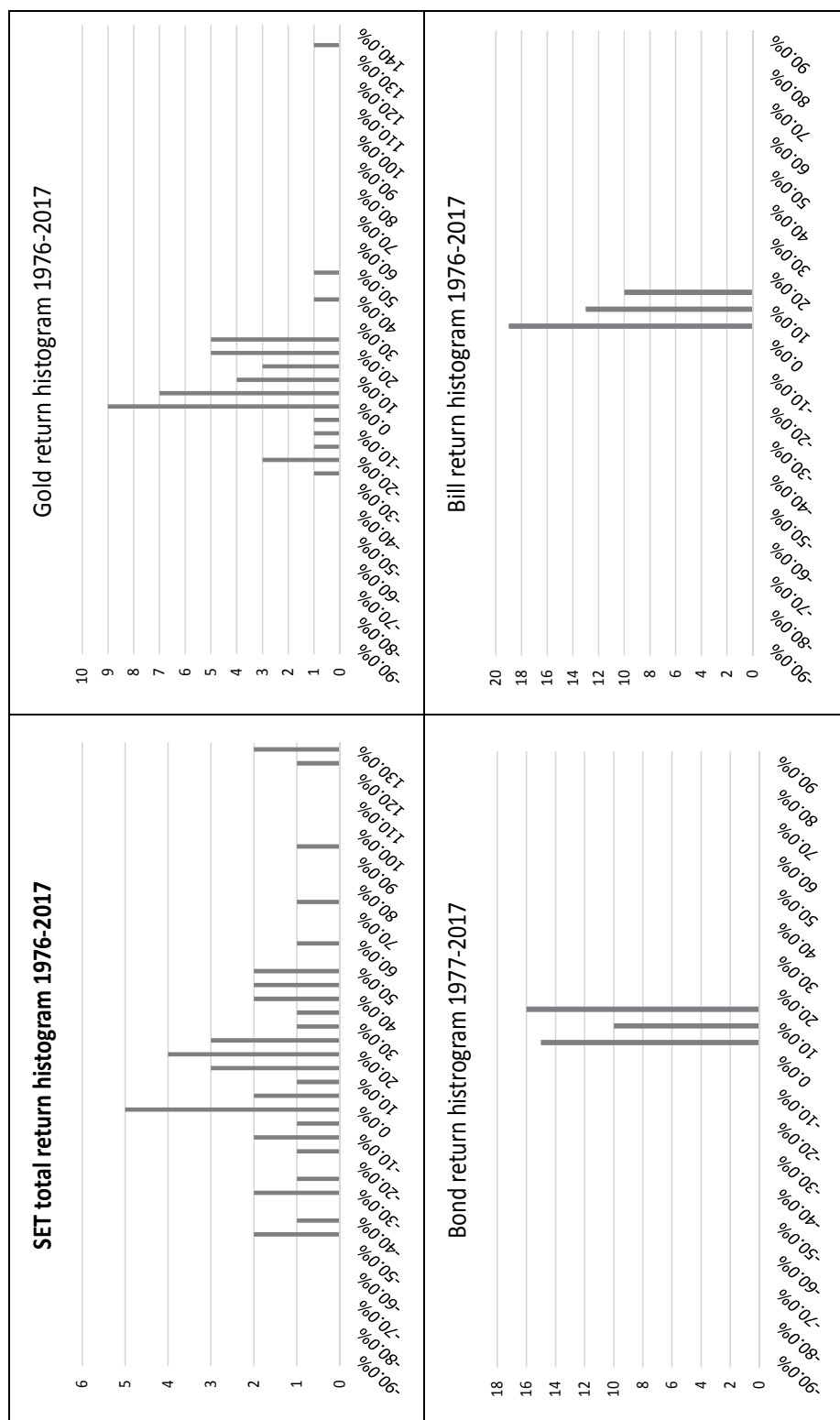
เมื่อพิจารณาค่า ERP ออกเป็นช่วง ๆ ละ 10 ปี จะพบว่าในแต่ละช่วง 10 ปีนั้น ค่า ERP มีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกันอย่างมาก แต่มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ ERP ในแต่ละช่วงที่สูงตั้งแต่ร้อยละ 30 ต่อปี ถึงร้อยละ 50 ต่อปี โดยในช่วงเริ่มต้น ค.ศ. 1976-1985 แม้จะเป็นช่วงที่หุ้นสามัญให้ผลตอบแทนที่สูง (จากตาราง 2) แต่ก็ยังเป็นช่วงที่ผลตอบแทนพันธบัตร (จากตาราง 3) มีค่าสูงเช่นกัน จึงทำให้ค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของหุ้นนั้นต่ำมากถึงร้อยละ 0.90 ต่อปี ถึงร้อยละ 1.91 ต่อปี

โดยช่วง 10 ปี ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในไทย คือช่วงปี ค.ศ. 1986-1995 ถือเป็นช่วงที่ดีที่สุด (Bull Market) สอดคล้องกับตารางที่ 2 โดยค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของหุ้นในช่วงนี้สูงถึงเกือบร้อยละ 18 ต่อปี แต่ในช่วง 10 ปี หลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในช่วงปี ค.ศ. 1996-2005 ซึ่งถือเป็นช่วงซบเซาหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน (Bear Market) ค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของหุ้นในช่วงนี้ติดลบสูงถึงประมาณร้อยละ 8 ถึงร้อยละ 10 ต่อปี และช่วงล่าสุดปี ค.ศ. 2006-2017 ค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงของหุ้นในช่วงนี้สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวอย่างมากเช่นกันที่ประมาณร้อยละ 8.14 ถึง ร้อยละ 9.51

¹³ สังเกตจากตารางที่ 1 จะพบว่าผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีค่า SD ประมาณ 42%-43% ต่อปี

ต่อปี ซึ่งถือเป็นค่า ERP ที่สูงกว่าประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างมาก (เช่น จากการศึกษาโดย Dimson และคณะ 2017 เป็นต้น) ดังนั้น บนพื้นฐานของการศึกษาโดย Mehra and Prescott (1985) ค่า ERP ของตลาดการเงินไทยโดยเฉลี่ยระยะยาว 42 ปีที่ร้อยละ 4.97 ต่อปี และช่วง 10 ปีล่าสุด ปี ค.ศ. 2006-2017 ที่ร้อยละ 9.51 ต่อปี ซึ่งถือเป็นค่า ERP ที่สูงสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mehra and Prescott (1985) และ Siegel (2005) เป็นต้น

ภาพที่ 3: แสดงการกระจายตัวของผลตอบแทนรวมเฉลี่ยรายปีแบบ Nominal ของสินทรัพย์ทั้ง 4 ประเภทในช่วงปี ค.ศ. 1976 ถึงปี ค.ศ. 2017 ได้แก่ หุ้นสามัญ (แทนด้วยดัชนี SET) ทองคำ (Gold) พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Bond) และพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 ปี (Bill)



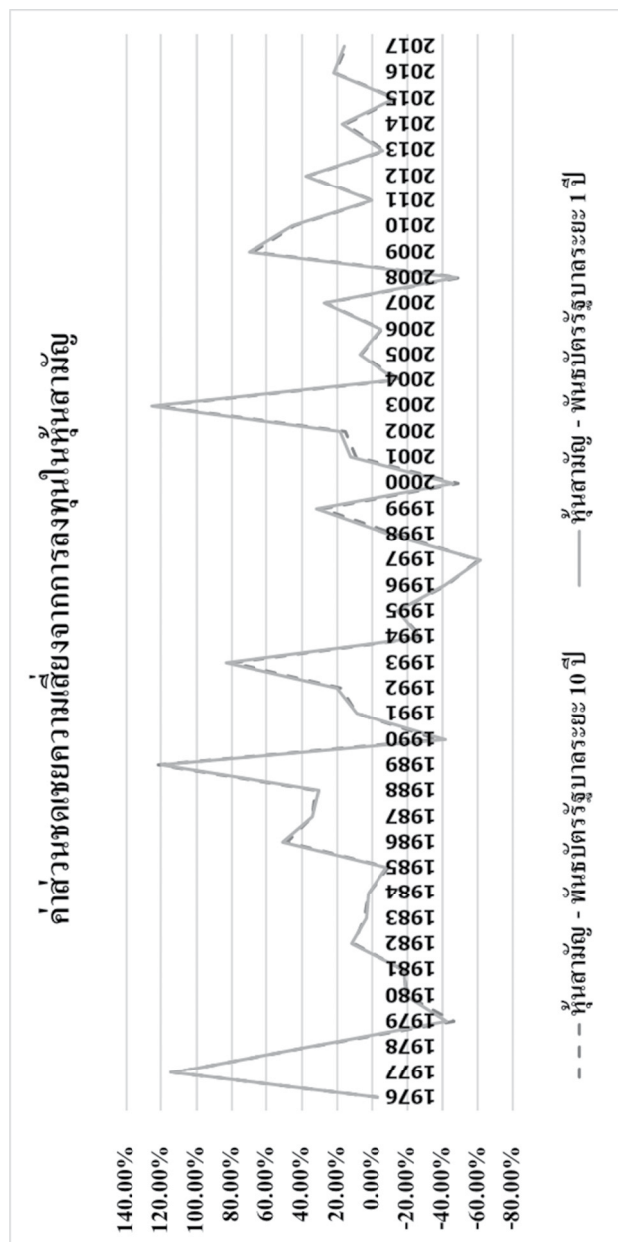
ตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนทั้งแบบในรูปตัวเงิน (Nominal) และแบบแท้จริง (Real) และค่าความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation / SD) ของผลตอบแทนเป็น % ต่อปี ของหุ้นสามัญ ตั้งแต่ปี ค.ศ.1976 ถึงปี ค.ศ. 2017 และแบบราย 10 ปี

ช่วงเวลา	ผลตอบแทนรวม Nominal			ผลตอบแทนรวมแท้จริง (Real)		
	แบบทบต้น (Compound)	แบบเฉลี่ย (Arithmetic)	ความเสี่ยง (SD)	แบบทบต้น (Compound)	แบบเฉลี่ย (Arithmetic)	ความเสี่ยง (SD)
1976-2017	12.46%	19.42%	42.62%	7.55%	15.23%	43.49%
1976-1985	13.43%	19.00%	42.40%	4.93%	11.58%	43.80%
1986-1995	28.45%	35.92%	48.14%	23.55%	31.57%	48.72%
1996-2005	-1.97%	7.17%	50.37%	-6.05%	3.89%	51.51%
2006-2017	12.08%	16.23%	30.54%	9.47%	23.71%	31.51%

ตารางที่ 3 ผลตอบแทนรวมทั้งแบบในรูปตัวเงิน (Nominal) และแบบแท้จริง (Real) และค่าความเสี่ยง (Risk) ที่วัดด้วยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation / SD) ของผลตอบแทนรวมเป็น % ต่อปี ของพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี และ 1 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ.1976 ถึงปี ค.ศ. 2017 และแบบราย 10 ปี โดย Comp คือผลตอบแทนรวมเฉลี่ยแบบทบต้น (Compounding) ส่วน Arith คือผลตอบแทนรวมเฉลี่ยแบบธรรมดา (Arithmetic)

ช่วงเวลา	พันธบัตรรัฐบาล 10 ปี						พันธบัตรรัฐบาล 1 ปี					
	ผลตอบแทนรวม Nominal			ผลตอบแทนรวมแท้จริง			ผลตอบแทนรวม Nominal			ผลตอบแทนรวมแท้จริง		
	Comp.	Arith.	Risk	Comp.	Arith.	Risk	Comp.	Arith.	Risk	Comp.	Arith.	Risk
1976-2017	7.70%	7.75%	3.55%	3.51%	3.56%	3.25%	6.58%	6.66%	4.14%	2.40%	2.47%	3.65%
1976-1985	11.57%	11.59%	1.92%	4.03%	4.16%	5.45%	10.94%	10.95%	1.76%	3.38%	3.53%	5.79%
1986-1995	9.64%	9.65%	1.45%	5.30%	5.31%	1.51%	9.37%	9.39%	2.28%	5.04%	5.05%	1.41%
1996-2005	6.88%	6.91%	2.73%	3.61%	3.63%	1.96%	4.66%	4.71%	3.42%	1.41%	1.43%	2.48%
2006-2017	3.68%	3.68%	0.90%	1.53%	1.20%	1.58%	2.43%	2.44%	1.02%	0.29%	1.14%	1.55%

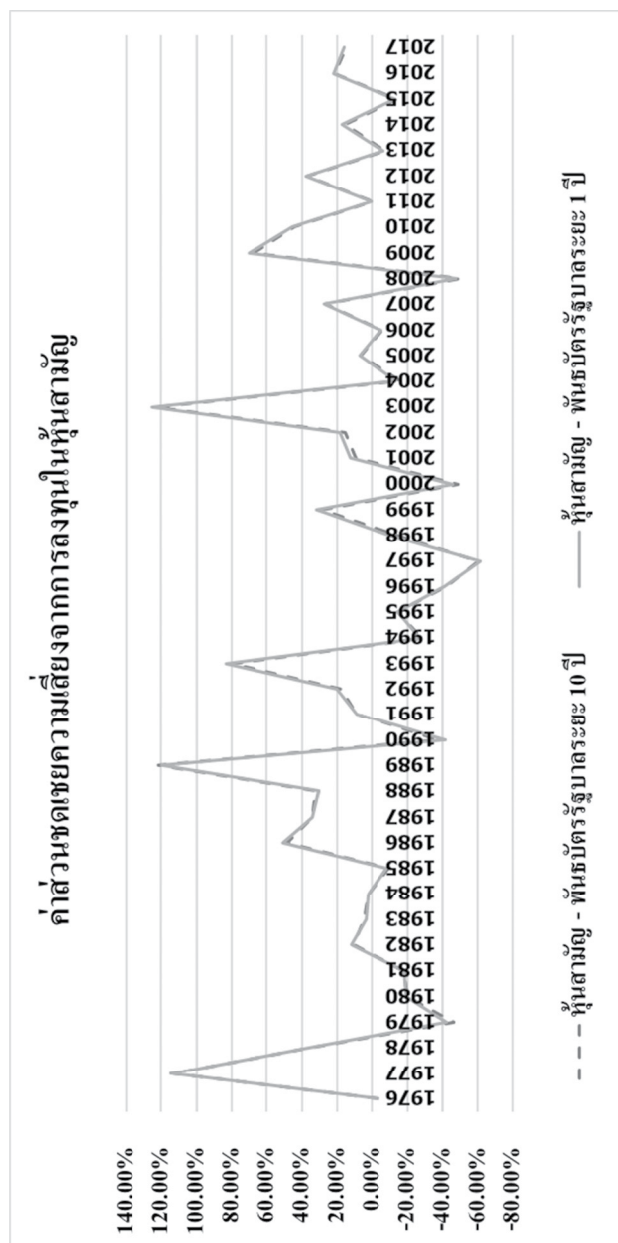
ภาพที่ 4 ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะ 10 ปี และพันธบัตรรัฐบาลระยะ 1 ปี ในช่วงปี ค.ศ. 1976 ถึงปี ค.ศ. 2017



ตารางที่ 4 ผลตอบแทนรวมและความเสี่ยง (Risk) รายปีของการลงทุนในทองคำแท่งในรูปเงินบาทและเงินเฟ้อตั้งแต่ปี ค.ศ. 1976 ถึงปี ค.ศ. 2017 และช่วงเวลาย่อยต่าง ๆ โดย Comp คือผลตอบแทนรวมเฉลี่ยแบบทบต้น (Compounding) ส่วน Arith คือผลตอบแทนรวมเฉลี่ยแบบธรรมดา (Arithmetic)

ช่วงเวลา	ส่วนชดเชยความเสี่ยงแบบ หุ้นสามัญ – พันธบัตรรัฐบาลระยะยาว		ส่วนชดเชยความเสี่ยงแบบ หุ้นสามัญ - พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น	
	ค่าเฉลี่ยแบบทบต้น	Standard Deviation	ค่าเฉลี่ยแบบทบต้น	Standard Deviation
1976-2017	3.82%	43.37%	4.97%	43.38%
1976-1985	0.90%	43.65%	1.91%	42.99%
1986-1995	17.89%	48.86%	17.74%	49.53%
1996-2005	-10.43%	52.17%	-8.40%	52.56%
2006-2017	8.14%	30.71%	9.51%	30.70%

ภาพที่ 5 แสดงค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium)



ตารางที่ 5 แสดงค่าส่วนหตเคยความเสียเป็น % ต่อปี จากการลงทุนในหุ้นสามัญโดยใช้พันธบัตรรัฐบาลระยะยาวหรือระยะสั้นเป็นตัวแทนของผลตอบแทนไร้ความเสี่ยง และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของส่วนหตเคยความเสียเป็น % ต่อปี ในช่วงปี 1976-2017 และช่วงย่อยช่วงละ 10 ปี

ช่วงเวลา	ส่วนหตเคยความเสียแบบ หุ้นสามัญ – พันธบัตรรัฐบาลระยะยาว		ส่วนหตเคยความเสียแบบ หุ้นสามัญ - พันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น	
	ค่าเฉลี่ยแบบทบต้น		ค่าเฉลี่ยแบบทบต้น	
	Standard Deviation	Standard Deviation	Standard Deviation	Standard Deviation
1976-2017	3.82%	43.37%	4.97%	43.38%
1976-1985	0.90%	43.65%	1.91%	42.99%
1986-1995	17.89%	48.86%	17.74%	49.53%
1996-2005	-10.43%	52.17%	-8.40%	52.56%
2006-2017	8.14%	30.71%	9.51%	30.70%

จากผลการศึกษาพบว่า ตัวเลขค่าประมาณผลตอบแทนและความเสี่ยงของสินทรัพย์ต่างๆ และค่าอัตราเงินเฟ้อของตลาดการเงินไทยที่ได้จากการศึกษานี้ย่อมสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการวางแผนการลงทุนและการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่เหมาะสมกับความเสี่ยงที่นักลงทุนแต่ละคนสามารถรับได้ (Risk Tolerance) และเพื่อให้ให้นักลงทุนบรรลุจุดมุ่งหมายทางการลงทุนในระยะยาวได้ และยังสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการประมาณค่าต้นทุนส่วนทุนของบริษัท (Cost of Equity) ที่จะนำไปใช้ในการประเมินโครงการลงทุนต่างๆ (Capital Budgeting) นอกจากนี้ผลตอบแทนและความเสี่ยงระยะยาวของการลงทุนในหุ้นสามัญที่เกิดขึ้นยังสามารถนำมาใช้ในการผลตอบแทนคาดหวังของหุ้น เพื่อนำไปใช้เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ที่ใช้ในการประมาณราคาหุ้นสามัญ (Stock Valuation) และเพื่อนำไปใช้ในการวัดผลการดำเนินงานของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนได้เช่นกัน

นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังถือเป็นการให้หลักฐานเชิงประจักษ์ (นอกกลุ่มตัวอย่าง) ของส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium) ที่มาจากตลาดการเงินเกิดใหม่ (Emerging Markets) เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) ที่พบว่า ERP ในตลาดไทยมีขนาดที่ใกล้เคียงกับ ERP ในตลาดการเงินที่พัฒนาแล้ว (Siegel 2005)

นัยยะของผลการศึกษาที่มีต่อนักลงทุนนั้นขึ้นอยู่กับว่าค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (ERP) ที่ร้อยละ 4.97 ต่อปี ตลอดช่วง 42 ปีที่ผ่านมา เป็นสิ่งที่สมเหตุสมผลหรือไม่ ถ้าเป็นสิ่งที่สมเหตุสมผล การลงทุนในหุ้นเป็นสัดส่วนที่สูงขึ้นย่อมเป็นคำแนะนำที่เหมาะสม แต่ถ้าค่า ERP ที่ร้อยละ 4.97 นี้เป็นสิ่งที่สมเหตุสมผลและจะยังคงเกิดขึ้นต่อไปในอนาคต ก็จะเกิดนัยยะในเชิงวิชาการต่อความสมเหตุสมผล (Validity) ของฟังก์ชันอรรถประโยชน์หรือแบบจำลองการกำหนดราคาของสินทรัพย์เสี่ยง (Asset Pricing Model) ที่ใช้กันอยู่ โดยการอ้างอิงจาก Consumption-Based Capital Asset Pricing Model (CCAPM) ที่ใช้หาความสัมพันธ์ระหว่าง Equity Risk Premium กับค่าสัมประสิทธิ์ของความกลัวความเสี่ยง (Coefficient of Risk Aversion) ของ Mehra (2003) ซึ่งก็คือ Risk premium or excess return over risk-free = (Risk aversion parameter) x (Covariance of stock returns and consumption growth)

ทั้งนี้ ค่า Risk Premium ของตลาดหุ้นไทยอยู่ที่ร้อยละ 4.97 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายปีของหุ้นอยู่ที่ร้อยละ 43.49 (ตาราง 2) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการเติบโตของการบริโภครายปี¹⁴ อยู่ที่ร้อยละ 14.15 โดยสมมุติให้ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างผลตอบแทนรายปีของหุ้นกับการเติบโตของการบริโภครายปีมีค่าเท่ากับ 1 ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของความกลัวความเสี่ยงจะอยู่ที่ประมาณ 0.81 ซึ่งเป็นค่าที่สอดคล้องกับค่าความเสี่ยงที่สมเหตุสมผลที่มักใช้กันที่ 1 ทำให้ค่า

¹⁴ การศึกษาที่ใช้ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) รายเดือนจากธนาคารแห่งประเทศไทยในการคำนวณหาการเติบโตของการบริโภคในช่วงมกราคมปี 2000 ถึงมีนาคมปี 2019

Equity Risk Premium ในตลาดการเงินไทยที่แม้จะสูงใกล้เคียงกับของประเทศอื่นๆ แต่กลับเป็นค่าที่ Equity Risk Premium ที่สอดคล้องกับแบบจำลองการหาราคาสินทรัพย์ที่ใช้กันและสอดคล้องกับระดับความกลัวความเสี่ยงที่สามารถพบได้ในนักลงทุน จึงไม่ถือเป็น “Equity Risk Premium Puzzle” ในกรณีของตลาดการเงินไทย

5. บทสรุป (Conclusion)

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ที่จะประมาณค่าผลตอบแทนและความเสี่ยงในระยะยาวของ หุ้นสามัญ ตราสารหนี้ และทองคำ ของตลาดการเงินไทยตั้งแต่ปี 1976 ถึง 2017 และพบว่าในช่วงเวลา 42 ปี ดังกล่าว การลงทุนในดัชนี SET (ซึ่งเป็นตัวแทนของหุ้นสามัญ) ให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยสูงที่สุดที่ประมาณร้อยละ 12.46 ต่อปี หรือกล่าวได้ว่าเงินลงทุน 1 บาท ในดัชนี SET ในปี 1976 จะเติบโตสะสมเป็น 138.8 บาท ในปี 2017 แต่การลงทุนในหุ้นสามัญก็ตามมาด้วยความเสี่ยงที่วัดด้วยค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนในแต่ละปีที่สูงถึงร้อยละ 42.62 ต่อปี โดยพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี ทองคำ และพันธบัตรรัฐบาล 1 ปี ให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยตามมาที่ร้อยละ 7.70 ร้อยละ 6.63 และ ร้อยละ 6.58 ต่อปีตามลำดับ ส่วนอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 4.13 ต่อปี โดยพันธบัตรรัฐบาลมีความผันผวนต่ำมากที่สุดที่ประมาณร้อยละ 3.55 ถึง ร้อยละ 4.14 ต่อปีเท่านั้น ส่วนทองคำมีความผันผวนสูงถึงร้อยละ 24.79 ต่อปี อย่างไรก็ตามทั้งหุ้นสามัญ พันธบัตรรัฐบาล และทองคำต่างก็ให้ผลตอบแทนรวมที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อได้ทั้งหมด จึงถือได้ว่าการลงทุนในสินทรัพย์ดังกล่าวสามารถป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ดีในระยะยาว โดยหุ้นสามัญให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยแท้จริงหรือปรับอัตราเงินเฟ้อแล้วสูงที่สุดที่ประมาณร้อยละ 7.55 ต่อปี

นอกจากนี้ การศึกษายังมีวัตถุประสงค์ที่จะประมาณค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญ (Equity Risk Premium / ERP) ในช่วง 42 ปีดังกล่าว และพบว่าหุ้นสามัญในตลาดไทยมีค่า ERP ที่สูงถึงร้อยละ 3.82 ต่อปี (เมื่อเทียบกับผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี) ร้อยละ 4.97 ต่อปี (เมื่อเทียบกับผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล 1 ปี) แต่ค่า ERP มีความผันผวนอย่างมากในแต่ละปี โดยมีอยู่ถึง 15 ปี จากทั้งหมด 42 ปี ที่ค่า ERP นี้มีค่าติดลบและบางปีมีค่าสูงถึงร้อยละ +125.03 ต่อปีที่เดียว ดังนั้นค่า ERP เฉลี่ยที่ร้อยละ 4.97 ต่อปี ในช่วง 42 ปีของตลาดการเงินไทยนี้ใกล้เคียงกันกับค่า ERP ในตลาดการเงินที่พัฒนาแล้ว (เช่น Dimson และคณะ 2017 และ Siegel 2005 เป็นต้น) แต่กลับเป็นค่า ERP ที่สอดคล้องกับแบบจำลองการหาราคาสินทรัพย์และสอดคล้องกับระดับความกลัวความเสี่ยงที่สามารถพบได้ในนักลงทุน จึงไม่ถือเป็น “Equity Risk Premium Puzzle” ในกรณีของตลาดการเงินไทย

อย่างไรก็ดี การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ที่จะประมาณค่าผลตอบแทนคาดหวังและความเสี่ยงในระยะยาวของ หุ้นสามัญ ตราสารหนี้ และทองคำ ของตลาดการเงินไทยโดยใช้ค่าผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เกิดขึ้นระยะยาวในอดีต อย่างไรก็ตาม วิธีการประมาณค่าผลตอบแทนคาดหวังระยะยาวของสินทรัพย์

ต่างๆ โดยเฉพาะหุ้นสามัญ ยังมีวิธีการอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการประมาณค่าผลตอบแทนคาดหวังในระยะยาวได้ ดังนั้นการศึกษาต่อไปจึงอาจใช้วิธีการต่างๆ ในการประมาณค่าผลตอบแทนคาดหวังและความเสี่ยงในระยะยาวของสินทรัพย์เสี่ยงต่างๆ และนำมาเปรียบเทียบถึงความสามารถของวิธีการต่างๆ ในการเป็นตัวแทนค่าผลตอบแทนคาดหวังและความเสี่ยงในระยะยาวของสินทรัพย์เสี่ยงนั้นๆ นอกจากนี้ ยังมีแบบจำลองอื่นๆ (นอกเหนือจากแบบจำลองของ Mehra and Prescott 1985 ที่การศึกษานี้ใช้อธิบายว่าค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นไทยสอดคล้องกับปรากฏการณ์ “Equity Premium Puzzle”) ที่พยายามอธิบายหลักฐานเชิงประจักษ์ที่พบค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นที่สูง เช่น งานของ Benartzi and Thaler (1995) ที่ใช้การเงินเชิงพฤติกรรมที่อิงกับอคติทางจิตวิทยาของนักลงทุนมาช่วยอธิบาย เป็นต้น โดย Benartzi and Thaler เชื่อว่านักลงทุนอ่อนไหวต่อการขาดทุนอย่างมาก (Loss Averse) การเฝ้าดูกำไรขาดทุนจากการลงทุนในทุกๆ ช่วงระยะเวลาอันสั้น ย่อมทำให้นักลงทุนที่อ่อนไหวต่อการขาดทุนรู้สึกไม่เต็มใจลงทุนในหุ้นจากความผันผวนในระยะสั้น (Myopic Loss Aversion) ดังนั้น ด้วยพฤติกรรม Loss Aversion ดังกล่าวของนักลงทุนจึงทำให้การลงทุนในหุ้นสามัญให้ผลตอบแทนที่สูงมากเกินไป เกินกว่าที่จะอธิบายได้ด้วยพฤติกรรมการกลัวความเสี่ยง (Risk Aversion) เพียงอย่างเดียว

References (บรรณานุกรม)

- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? an analysis of stocks, bonds and gold. *The Financial Review*, 45, 217-229.
- Benartzi, S., & Thaler, R. H. (1995). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92.
- Blose, L. E. (2010). Gold prices, cost of carry, and expected inflation. *Journal of Economics and Business*, 62(1), 35-47.
- Damodaran, A. (2018). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2018 Edition. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3140837.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2017). Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017, Zurich: Credit Suisse Research Institute. Retrieved from <https://realestateforums.net/uploads/default/original/2X/6/6f507e741488a2f154402274203eaff68330d40f.pdf>.
- Donadelli, M., & Prosperi, L. (2011). The Equity Risk Premium: Empirical Evidence from Emerging Markets, Working Paper, Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1893378>.
- Hillier, D., Draper, P., & Faff, R. (2006). Do precious metals shine? An investment perspective. *Financial Analysts Journal* 62(2), 98–106.
- Mehra, R., & Prescott, E. C. (2014). The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145-161.
- Mehra, R. (2003). The equity premium puzzle: Why is it a puzzle? (corrected). *Financial Analysts Journal*, 59(1), 54-69.
- Salomons, R. & Grootveld, H. (2003). The equity risk premium: Emerging vs Developed Markets. *Emerging Markets Review*, 4(2), 121-144.
- Sharma, S. (2016). Can consumer price index predict gold price returns?. *Economic Modelling*, 55(C), 269-278.
- Siegel, J. J. (1998). Stocks for the Long Run. 3rd edition. New York. McGraw-Hill.
- Siegel, J. J. (2005). Perspectives on the Equity Risk Premium, *Financial Analysts Journal*, 61(6), 61-73.
- Tkacz, G. (2007). Gold prices and inflation, *Bank of Canada Working Paper 2007-35*. Retrieved from <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp07-35.pdf>.

Worthington, A. C., & Pahlavani, M., (2007). Gold investment as an inflationary hedge: cointegration evidence with allowance for endogenous structural breaks. *Applied Financial Economics Letter*, 3, 259–262.