

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

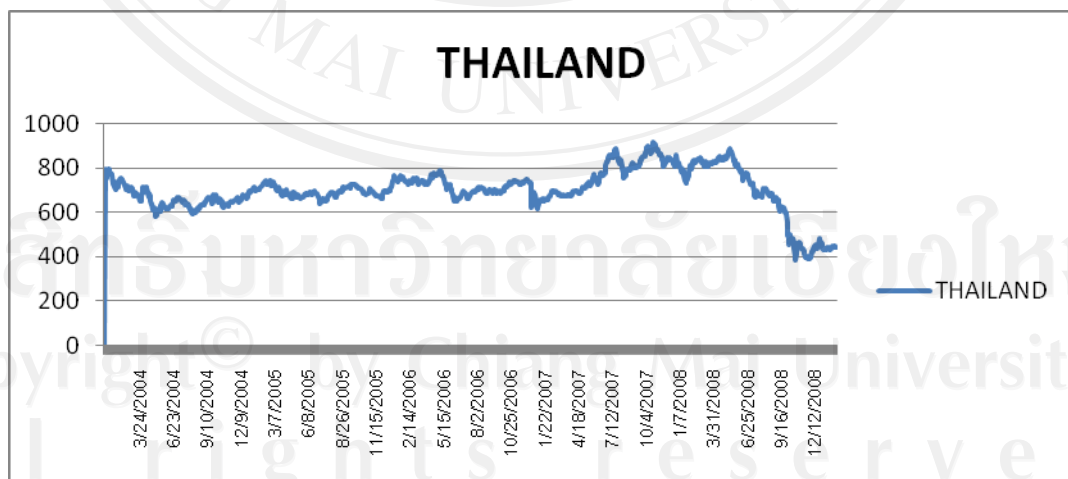
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นสถาบันการเงินที่มีความสำคัญในตลาดทุนและตลาดการเงินไทย ซึ่งทำหน้าที่เป็นช่องทางในการลงทุนของทั้งชาวไทยและชาวต่างประเทศ นอกจากนี้แล้วยังเป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมไปถึงเป็นกลไกและตัวกลางในการระดมเงินออมหรือเงินทุนส่วนเกินจากภาคเศรษฐกิจต่างๆ ทำให้การออมและการลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ผู้มีเงินออมมีแรงจูงใจในการออมและมีทางเลือกในการออมและการลงทุนเพิ่มขึ้น เมื่อเงินเข้าสู่ระบบการเงินผ่านกลไกตลาดทุนมากขึ้นก็จะมีช่องทางและโอกาสในการระดมทุนระยะยาวในตลาดทุนเพิ่มขึ้น ส่งผลให้เพิ่มประสิทธิภาพสนับสนุนการพัฒนาธุรกิจและระบบเศรษฐกิจ และยังส่งผลดีต่อการขยายตัวหรือการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม ความสำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อสถานะเศรษฐกิจของประเทศโดยรวมจึงเพิ่มมากขึ้นจะเห็นได้จากอัตราการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีอัตราการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว ส่วนนักลงทุนในการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นก็หวังผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลและส่วนต่างของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือหนึ่งที่สามารถแสดงทิศทาง การเคลื่อนไหวอย่างหนึ่งที่สามารถใช้เป็นดัชนีวัดอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ อัตราดอกเบี้ยทั้งในและนอกประเทศ อัตราเงินเฟ้อ อัตราการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ เป็นต้น

การลงทุนเป็นกิจกรรมที่สำคัญสำหรับผู้มีเงินออม ซึ่งมีทางเลือก 2 ทางด้วยกัน กล่าวคือ ทางเลือกที่หนึ่งผู้มีเงินออมสามารถนำเงินที่มีอยู่มาใช้จ่ายเพื่อทำให้ตนเองได้รับความสุขที่เพิ่มขึ้น ในเวลานั้นทันที ส่วนอีกทางเลือกหนึ่งคือ ผู้มีเงินอมนำเงินจำนวนนั้นไปลงทุนแสดงถึง

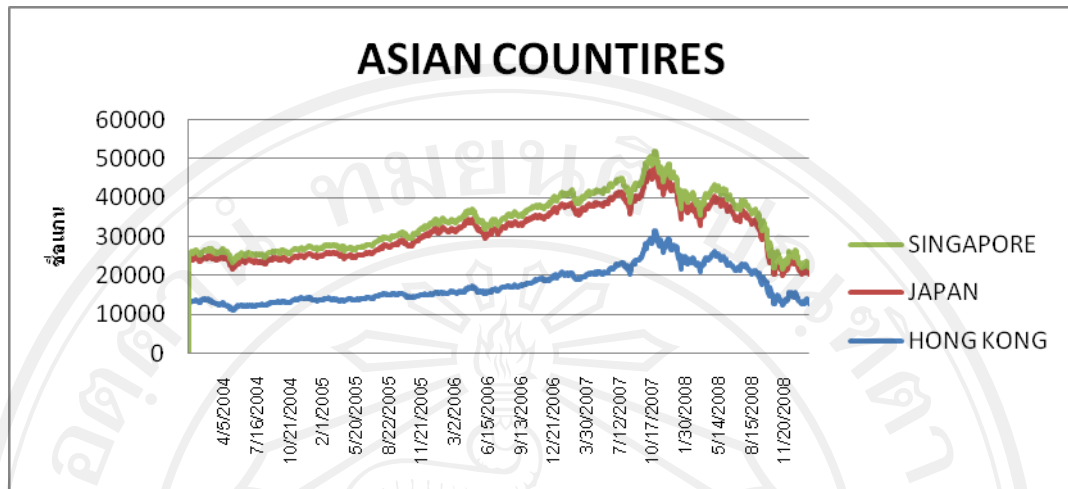
การชะลอการบริโภคในปัจจุบันออกไปนั่นเอง ส่งผลให้ความสุขที่ได้รับในวันนี้ชะลอออกไปในอนาคตด้วย และโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนคืนจากการลงทุนอาจจะมีความแตกต่างกันออกไป เกิดเป็นภาวะที่พึ่งประสงค์และความเสี่ยงอันเกิดจากภาวะที่ไม่พึ่งประสงค์จากการลงทุน แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงมีความแตกต่างจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับซึ่งคือ ความเสี่ยง (risk) ของการลงทุนนั่นเอง ตลาดหลักทรัพย์เป็นทางเลือกของการลงทุนอย่างหนึ่งที่ผู้ลงทุนให้ความสนใจเป็นอย่างมาก

การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นคนทั่วไปต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงในขณะเดียวกันก็ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพื่อให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่การลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งการลงทุนในหลักทรัพย์จะมีความเสี่ยงและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเกิดจากปัจจัยต่างๆ เช่น ปัจจัยทางการเมือง และปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ เป็นต้น ดังนั้นการลงทุนในตราสารทุนหรือหุ้นนั้นมีโอกาสในการให้ผลตอบแทนที่สูงแต่ก็มีความเสี่ยงที่สูงสอดคล้องกันไปตามกฎ High Risk High Return

รูปที่ 1.1 แสดงอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



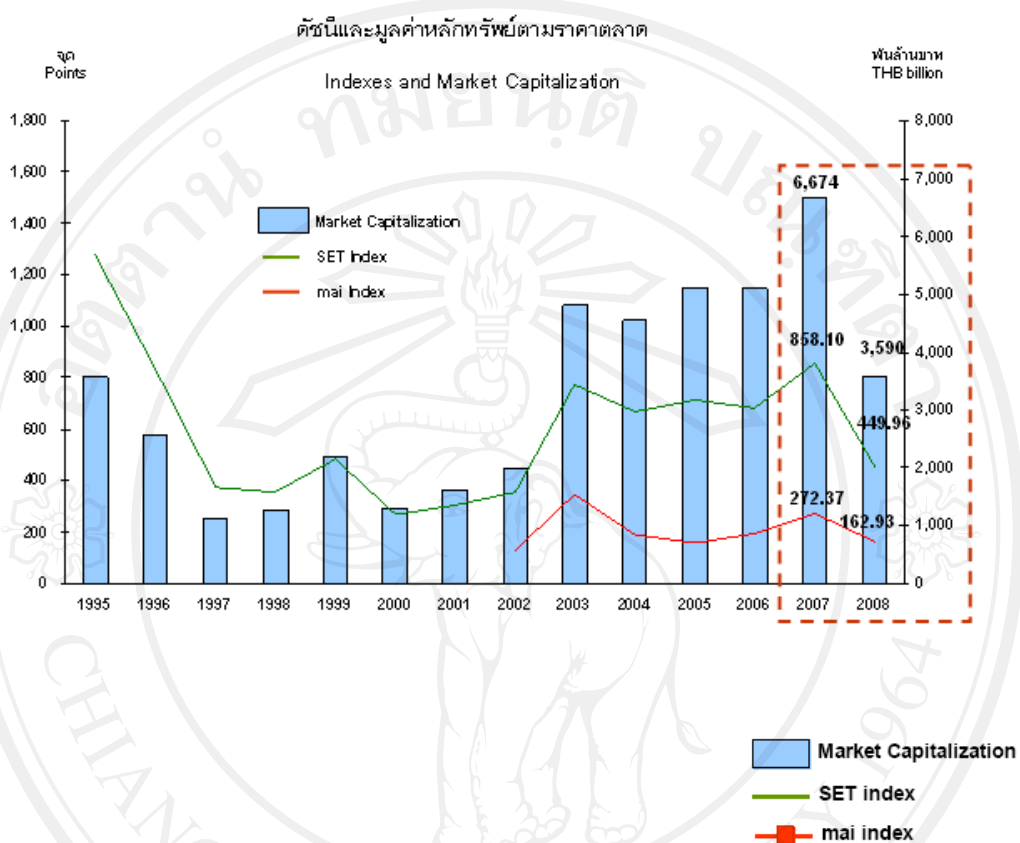
รูปที่ 1.2 แสดงอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชีย



ในทางทฤษฎีนักลงทุนต้องพิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยงในการลงทุนเป็นสำคัญ เพื่อการประเมินค่าการลงทุนและการวัดความเสี่ยงที่ถูกต้องจึงเป็นสิ่งที่จำเป็น หัวใจของการเงิน (Finance) คือ การ Trade-off ของผลตอบแทนและความเสี่ยง ในทางปฏิบัติความผันผวน (Volatility) เป็นตัวชี้วัดระดับความเสี่ยงและเมื่อความผันผวนนั้นแปรเปลี่ยนตามกาลเวลาย่อมทำให้การลงทุนในตลาดเงินมีความท้าทายมากยิ่งขึ้น Engle กล่าวว่าความสัมพันธ์นี้เป็นที่ต้องการในอนุพันธ์ของราคา ความเหมาะสมของการลงทุน การจัดการความเสี่ยงที่เกิดขึ้นและการทำการปกป้องความเสี่ยง (Engle, R. F., 2000)

และในสภาวะปัจจุบันโลกก้าวเข้าสู่ยุคโลกาภิวัตน์พรมแดนของประเทศไม่ได้ถูกปิดกั้นอีกต่อไปไม่ว่าจะเป็นทางด้านการติดต่อสื่อสาร การคมนาคม การค้าระหว่างประเทศ ดังนั้นแล้วการเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจของประเทศหนึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในประเทศนั้นหรือการลงทุนในอีกประเทศหนึ่ง ดังกรณีเหตุการณ์ในอดีตต่างๆ เช่น วิกฤตการเงินในเอเชียไม่ว่าจะเป็นของประเทศไทย ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศมาเลเซีย, สถาบันการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น ส่งผลถึงการขยายขอบเขตของโอกาสในการลงทุนให้กว้างขวางมากขึ้นทั้งในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆทั่วโลก รวมทั้งในประเทศไทย นักลงทุนจึงต้องมีความรวดเร็วรับไวตามไปด้วยเพื่อให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลง

รูปที่ 1.3 แสดงดัชนีและมูลค่าตามราคาตลาดปรับตัวตามสถานการณ์เศรษฐกิจ



ที่มา www.set.or.th (2551)

ในแผนภาพแสดงการปรับตัวของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอันเนื่องมาจากการผันแปรตามสถานการณ์ตลาดการเงินต่างๆทั่วโลก เช่นเดียวกับวิกฤตการเงินทั่วโลกส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกมีการปรับตัวลดลงของดัชนีหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสิ้นปี 2551 ดัชนี SET ปีระดับ 449.96 จุดลดลงจาก 858.10 จุด ณ สิ้นปี 2550 หรือลดลงร้อยละ 46 จากมูลค่ารวม 6.64 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี 2550 เป็น 3.57 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี 2551 ขณะเดียวกันมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลงร้อยละ 6 จาก 4.19 ล้านล้านบาท ในปี 2550 เป็น 3.92 ล้านล้านบาทในปี 2551 โดยคิดเป็นมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยวันละ 15,870 ล้านบาท ในขณะที่ปี 2550 มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเท่ากับ 17,097 ล้านบาท ผลตอบแทนในรูปเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2550 โดยอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ

3.31 ณ สิ้นปี 2550 เป็นร้อยละ 6.57 ณ สิ้นปี 2551 สำหรับอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเฉลี่ย ณ สิ้นปี 2551 ลดลงมาอยู่ที่ 7.01 เท่า ณ สิ้นปี 2550

ซึ่งการเชื่อมต่อของโลกาภิวัตน์ส่งผลให้การลงทุนทั่วโลกมีการดำเนินการลงทุนอย่างกว้างขวาง เช่นเดียวกับการลงทุนที่เกิดขึ้นระหว่างประเทศไทยและประเทศในภูมิภาคเอเชีย ในระยะที่ผ่านมาของปี 2549 การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่เข้ามาขยายการผลิตในประเทศไทยมีทิศทางชะลอตัว จากผลกระทบปัจจัยทางการเมือง เอเชียนับเป็นประเทศผู้ลงทุนรายสำคัญที่สุดในประเทศไทย ในขณะที่เดียวกัน ไทยก็เป็นประเทศที่ภูมิภาคเอเชียให้ความสนใจเข้ามาลงทุนมากเป็นอันดับต้นๆใน ภูมิภาคเอเชีย โดยที่มูลค่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิ

ตารางที่ 1.1 แสดงเงินลงทุนโดยตรงสุทธิจากต่างประเทศในปี 2550-2551 จำแนกตามแหล่งที่มา (มูลค่า: ล้านบาท)

	ปี 2550		ปี 2551	
	แหล่งที่มา	มูลค่า	แหล่งที่มา	มูลค่า
	รวม	352,894.00	รวม	330,002.17
อันดับที่ 1	ญี่ปุ่น	108,266.08	สิงคโปร์	87,614.26
อันดับที่ 2	สิงคโปร์	87,142.20	ญี่ปุ่น	85,316.29
อันดับที่ 3	เนเธอร์แลนด์	26,335.59	สหรัฐอเมริกา	35,088.47
อันดับที่ 4	สหรัฐอเมริกา	20,383.18	ฮ่องกง	13,356.33
อันดับที่ 5	ฮ่องกง	13,578.20	สหราชอาณาจักร	9,744.96

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2552)

จากตารางที่ 1.1 พบว่าจากสถิติของธนาคารแห่งประเทศไทย พบว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิในประเทศไทยในปี 2551 มีมูลค่ารวม 330,002.17 ล้านบาท ลดลงจากปี 2550 เพียงร้อยละ 6.49 เงินลงทุนโดยตรงจากสิงคโปร์มีมูลค่าใกล้เคียงกับปี 2550 เพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 0.54 เท่านั้น แต่

เงินลงทุนจากญี่ปุ่นลดลงร้อยละ 21.20 จากปี 2550 ในขณะที่เงินลงทุนจากประเทศฮ่องกงลดลง ร้อยละ 1.63

ตารางที่ 1.2 แสดงเงินลงทุนโดยตรงสุทธิจากต่างประเทศในปี 2550-2551 จำแนกตามสาขา การลงทุน (มูลค่า : ล้านบาท)

	ปี 2550		ปี 2551	
	แหล่งที่มา	มูลค่า	แหล่งที่มา	มูลค่า
	รวม	352,894.00	รวม	330,002.17
อันดับที่ 1	อุตสาหกรรม	126,040.87	อุตสาหกรรม	149,474.96
อันดับที่ 2	สถาบันการเงิน	65,734.05	สถาบันทางการเงิน	66,312.16
อันดับที่ 3	อสังหาริมทรัพย์	41,651.25	อสังหาริมทรัพย์	44,512.85
อันดับที่ 4	กิจการบริการ	36,175.50	กิจการการค้า	33,951.58
อันดับที่ 5	กิจการเหมืองแร่	28,289.34	กิจการบริการ	25,942.39

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2552)

จากตารางข้างต้น หากพิจารณามูลค่าเงินลงทุนโดยตรงสุทธิเป็นรายสาขา จะเห็นได้ว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสามอันดับแรกยังคงเป็นการลงทุนในภาคอุตสาหกรรม สถาบันการเงิน และอสังหาริมทรัพย์ เช่นเดียวกับปี 2550 คิดเป็นร้อยละ 49.83, 0.88, และ 6.87 ของมูลค่าเงินลงทุนโดยตรงสุทธิทั้งหมด ตามลำดับ ซึ่งทั้ง 3 สาขาขยายตัวในทิศทางบวก

การประยุกต์ใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติเมื่อตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งเกิดการเปลี่ยนแปลงจากการตอบสนองของการเปลี่ยนแปลงที่เป็นผลมาจากตัวแปรอื่น ๆ นั้น นักเศรษฐมิติอาจจะมีการตั้งคำถามจากการเปลี่ยนแปลงเกิดการคาดการณ์และการวิเคราะห์ถึงขนาดของความผิดพลาดที่เกิดขึ้นในแบบจำลอง ซึ่งสิ่งเหล่านี้เองได้กลายมาเป็นแบบจำลอง ARCH และ GARCH เพื่อตอบคำถาม

เกี่ยวกับความผันผวนและเป็นเครื่องมือมาตรฐานนั่นเอง โดยพื้นฐานของแบบจำลองกำลังสอง (least squares model) ที่ค่าคาดการณ์ของทุกพจน์ผิดพลาด เมื่อกำลังสองให้ค่าที่ใกล้เคียงกัน จึงนำแบบจำลอง ARCH และ GARCH ที่ประกอบด้วยข้อมูลพจน์ผิดพลาดที่มีค่าความแปรปรวนไม่เท่ากันมาใช้ในการประมาณค่าความผันผวน (Engle, Robert F., 2000)

พบว่า การศึกษาที่ผ่านมาที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์นั้นมีจำนวนมากแต่โดยส่วนใหญ่จะกล่าวถึงในส่วนของการศึกษาความสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์อื่นหรือการศึกษาความสัมพันธ์ของหลักทรัพย์กลุ่มต่างๆในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้แบบจำลอง Cointegration อาทิเช่น วิษณุตร์ วิชัยรัตน์ (2548); พร็ัมรวิ สมงาม (2546) หรือไม่จะเป็นการศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ เช่น กลุ่มพลังงาน, กลุ่มบริการ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ โดยการใช้แบบจำลอง GARCH อาทิเช่น จิตติ ตันเสนีย์ (2549); ศรีอยุธยา เรื่ององอาจ (2551) สำหรับงานวิจัยในต่างประเทศที่ได้มีการศึกษาความเสี่ยงที่มีลักษณะใกล้เคียงกันนั้น พบว่า มีจำนวนมากที่สนใจศึกษาวิเคราะห์ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน โดยการใช้แบบจำลอง GARCH รูปแบบต่างๆ อาทิเช่น Fernández-Izquierdo and Lafuente (2004); Taufio (2000); Adrangi, Chatrath and Raffiee (1999) และ Aggarwal, Inclan and Leal (1999) โดยส่วนใหญ่จะไม่ศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์ภูมิภาคเอเชียโดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย จึงเป็นเหตุให้การศึกษาในครั้งนี้มุ่งที่จะศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ภูมิภาคเอเชีย เพื่อจะได้เป็นแนวทางประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

- 1.2.1 เพื่อศึกษาถึงข้อมูลที่สำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชีย
- 1.2.2 เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของความผันผวนอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชีย

1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่จะนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ถึงแนวโน้มของความผันผวนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปรียบเทียบกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆในภูมิภาคเอเชียว่าความผันผวนดังกล่าวมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ทั้งนี้เพื่อให้นักลงทุนใช้เป็นพื้นฐานสำหรับการวิเคราะห์ความผันผวนและสามารถปรับการใช้กลยุทธ์สำหรับการลงทุนได้อย่างทันท่วงทีและเป็นแนวทางในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4 ขอบเขตการศึกษาและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิเป็นรายวัน ตั้งแต่วันที่ 30 มกราคม 2547 ถึง 30 มกราคม 2552 จำนวน 1,078 ข้อมูล จากศูนย์การเงินและการลงทุน คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ซึ่งดัชนีหลักทรัพย์ในภูมิภาคเอเชียที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ คือ

- (1) ตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น โดยใช้ดัชนี Nikkei
- (2) ตลาดหลักทรัพย์ประเทศฮ่องกง โดยใช้ดัชนี Hang Seng
- (3) ตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ โดยใช้ดัชนี Straits Time

โดยข้อมูลที่รวบรวมเพื่อใช้ในการศึกษาครั้งนี้โดยส่วนมากจะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) โดยเป็นข้อมูลเอกสารจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจากห้องสมุดคณะเศรษฐศาสตร์ และสำนักหอสมุดมหาวิทยาลัยเชียงใหม่ รวมถึงข้อมูลทางอินเทอร์เน็ตที่เกี่ยวข้อง และข้อมูลดัชนีตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีตลาดหลักทรัพย์ภูมิภาคเอเชียจากจากศูนย์การเงินและการลงทุน คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

1.5 นิยามศัพท์

เนื่องจากการศึกษาในเรื่องนี้มีคำศัพท์เฉพาะ จึงมีความจำเป็นต้องทำความเข้าใจและกำหนดไว้ให้แน่นอนก่อนเป็นการล่วงหน้า เพื่อให้เกิดความเข้าใจตรงกันในความหมายของศัพท์ต่าง ๆ ที่ใช้ในการศึกษาเรื่องนี้มีดังนี้

1.5.1 ตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange Market) หมายถึง ศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นแปลงสภาพและพันธบัตรเงินกู้ เป็นต้น โดยมีกฎระเบียบการซื้อขายชัดเจน

1.5.2 ดัชนีราคาหุ้น (Stock Price Index) หมายถึง เครื่องมือทางสถิติที่แสดงการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยรวมในตลาดหลักทรัพย์ ถ้าดัชนีมีค่าสูงขึ้น หมายความว่า ราคาใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับราคาหุ้นในวันฐาน ถ้าดัชนีมีค่าลดลง หมายความว่า ราคาหุ้นส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ลดลง เมื่อเปรียบเทียบกับราคาหุ้นในวันฐานและวันที่ผ่านมา

1.5.3 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) หมายถึง ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำขึ้น เพื่อแสดงถึงการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการเปรียบเทียบมูลค่าตลาดรวมวันปัจจุบัน (ราคาตลาด * จำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน ณ วันปัจจุบัน) กับมูลค่าการตลาดรวมวันฐาน คือ วันที่ 30 เมษายน 2518 ซึ่งเป็นวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์

1.5.4 ความเสี่ยง (Risk) หมายถึง ความเสี่ยงในการถือครองหลักทรัพย์ คือ โอกาสที่ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงมีค่าน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยความเสี่ยงจำแนกออกเป็น 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk)

(1) **ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)** เป็นความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนได้รับจากปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์โดยรวมพร้อมๆ กัน ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของกลุ่มหลักทรัพย์ของตลาดโดยรวมถึงความเสี่ยงที่มีระบบในแต่ละหลักทรัพย์มีขนาดและระดับไม่เท่ากัน ซึ่งผู้ลงทุนไม่สามารถจัดความเสี่ยงนี้ได้แม้จะกระจายการลงทุนแล้วก็ตาม

(2) **ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)** เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของหลักทรัพย์ โดยไม่เกี่ยวเนื่องสัมพันธ์กับธุรกิจอื่น ซึ่งสามารถหลีกเลี่ยงได้ด้วยการกระจายการลงทุนออกไปในหลักทรัพย์หรือธุรกิจอื่นๆ (สร้อยสุดา เรื่ององอาจ อ้างใน Markowitz 1964:152-156)

1.5.5 ผลตอบแทน (Return) หมายถึง ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง คือ ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังความเป็นจริงที่เกิดขึ้นหรือได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว และผลตอบแทนที่คาดหวัง คือ ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต ดังนั้นผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นผลตอบแทนที่มีขึ้นก่อนความจริงจะเกิดขึ้น ได้แก่ ดอกเบี้ย เงินปันผล และกำไรจากการที่หลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง