



เทคนิคการป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงราคาทองคำสากล ผ่านระบบตลาดซื้อขายส่วนต่าง

Risks Hedging Technique from Gold Prices Fluctuation in Contract for Difference Trading

คณิน วงศ์สง่า (Kanin Wongsanga)* สุธาสินี สุวรรณภักดิ์ (Suthasinee Suwannapak)**

ดร.ปาริฉัตร ศิลปะเทศ (Dr.Parichat Sinlapates)** ดร.นงนิตชัย จันทร์จรัส (Dr.Nongnit Chancharat)***

(Received: February 21, 2018; Revised: June 22, 2018; Accepted: June 27, 2018)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหารูปแบบการลงทุนที่เหมาะสมในตลาดทองคำสากล ผ่านการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและค่าประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงที่ได้รับระหว่างพอร์ตจำลอง 3 รูปแบบคือ 1. พอร์ตลงทุนโดยไม่มีการป้องกันความเสี่ยง (Unhedged Portfolio) 2. พอร์ตลงทุนโดยใช้การป้องกันความเสี่ยงแบบถ่วงเฉลี่ยที่เหมาะสม (Optimal Hedge Portfolio) และ 3. พอร์ตลงทุนโดยใช้การป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์ (Perfect Hedge Portfolio) โดยทำการเก็บข้อมูลราคาทองคำรายวันย้อนหลังนับจากวันที่ 30 มิถุนายน 2559 ถึงวันที่ 3 กรกฎาคม 2560 เป็นระยะเวลา 368 วัน เพื่อนำมาคำนวณหาสัดส่วนการป้องกันความเสี่ยง และทำการลงทุนพอร์ตจำลองทั้ง 3 รูปแบบจากวันที่ 5 กรกฎาคม 2560 ถึงวันที่ 27 กันยายน 2560 เป็นระยะเวลา 83 วัน ผลการศึกษาพบว่าพอร์ตที่ไม่มีการป้องกันความเสี่ยงนั้นมีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดคือ 12.83% อันเนื่องมาจากราคาทองคำปรับตัวสูงขึ้นในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา แต่หากพิจารณาที่ความสามารถในการป้องกันความเสี่ยงนั้น พอร์ตที่มีการถ่วงเฉลี่ยแบบถ่วงเฉลี่ยที่เหมาะสมมีความสามารถในการป้องกันความเสี่ยงดีที่สุด โดยมีค่าประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงอยู่ที่ 0.9847 และมีค่าความเสี่ยงที่ลดลงอยู่ที่ 87.6439% อีกทั้งยังมีอัตราผลตอบแทนมากกว่าการถ่วงเฉลี่ยโดยใช้การป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์อีกด้วย

ABSTRACT

This study aims to investigate what is the best investing strategy in gold market by comparing return on investment, hedging effectiveness and decreasing in standard deviation in three portfolios. The three portfolios include unhedged portfolio, optimal hedge portfolio and perfect hedge portfolio. Gold's prices are collected from June 30, 2016 to July 3, 2017 covering 368 days. The gold's price is employed to calculate the optimal hedging effectiveness ratio and the ratio is used to form those three portfolios. The investing period is from July 5, 2017 to September 27, 2017. The result shows that unhedged portfolio generates a highest return on investment at 12.83%.

¹Corresponding author: mnongn@kku.ac.th

* นักศึกษา หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต วิทยาลัยบัณฑิตศึกษากิจการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น

** อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

*** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

This result is due to an increasing in the gold price during the sample period. Moreover, this study indicates that the optimal hedge portfolio performs well to reduce the risk, which is measured by a decreasing of standard deviation, approximately 87.6439% and to generate a highest hedging effectiveness ratio at 0.9847. Furthermore, rate of return from optimal hedge portfolio outperforms a rate of return from perfect hedge portfolio.

คำสำคัญ: การป้องกันความเสี่ยง ราคาทองคำ ตลาดซื้อขายส่วนต่าง

Keywords: Hedging, Gold prices, Contract for difference trading

บทนำ

ทองคำถือเป็นสินทรัพย์ที่ทั่วโลกต่างยอมรับเป็นมาตรฐานการเงินในระบบเศรษฐกิจ เพราะเป็นโลหะที่มีค่าในตัวเอง โดยปริมาณทองคำถูกใช้ในการแสดงถึงฐานะทางการคลังในหลายประเทศ อีกทั้งทองคำยังสามารถใช้เป็นสินทรัพย์เพื่อประกันความเสี่ยงของอัตราเงินเฟ้อ ส่งผลให้ปัจจุบันมีความต้องการในการถือทองคำมากขึ้นจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว

ในระบบการซื้อขายสัญญาทองคำสากลในปัจจุบันนั้นนิยมดำเนินการผ่านระบบตลาดแบบซื้อขายส่วนต่าง (Contract For Differences: CFD) ซึ่งเป็นตลาดที่ซื้อขายสัญญาในส่วนต่างของราคาเพื่อทำกำไรซึ่งสินค้าที่ใช้อ้างอิงในตลาดเช่น ทองคำ เงิน น้ำมัน และดัชนี (Index) หนึ่งในตลาดประเภทนี้ที่ได้รับความนิยมในปัจจุบันคือ ตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราสากล (Foreign Exchange Market) หรือเรียกย่อว่า Forex ซึ่งในอดีตการซื้อขายรูปแบบนี้สามารถเข้าถึงได้ยากเนื่องจากมีข้อจำกัดคือ คุณสมบัติขั้นต่ำในการทำเงินลงทุนต้องไม่ต่ำกว่า 50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ทำให้มีเพียงเศรษฐีและองค์กรใหญ่เท่านั้นที่สามารถเข้าไปซื้อขายในตลาดได้โดยดำเนินการผ่าน โบรกเกอร์ (Broker) แต่ปัจจุบันมีความต้องการลงทุนที่เพิ่มขึ้นมากจากนักลงทุนรายย่อย ส่งผลให้โบรกเกอร์มีการปรับตัวเพื่อให้นักลงทุนรายย่อยสามารถเข้ามาลงทุนได้โดยมีการบริการรูปแบบพอร์ตที่ไม่มีกำหนดเงินลงทุนขั้นต่ำสำหรับลูกค้ารายย่อย

โดยตลาดซื้อและขายทองคำในประเทศไทยแบ่งเป็น 2 รูปแบบ [1] คือ ตลาดซื้อขายทองคำแท่งทั่วไป (Spot) และตลาดซื้อขายสัญญาทองคำล่วงหน้า (Gold Future) สองตลาดนี้ถือว่ามีข้อจำกัดในหลายด้าน ทำให้นักลงทุนทองคำในไทยในปัจจุบันมีความสนใจในดำเนินการในตลาดซื้อขายส่วนต่าง (Contract for Difference: CFD) มากขึ้นอันเนื่องมาจากการดำเนินการที่สะดวกสบาย มีราคาที่มีการเปลี่ยนแปลงรวดเร็วและเป็นราคาตามความจริง อีกทั้งยังสามารถซื้อและขายได้ตลอดเวลา

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า มีการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาทองคำอย่างต่อเนื่องเพื่อใช้ในการพยากรณ์ราคา และพบว่าราคาทองคำนั้นไม่สามารถชี้วัดจากสิ่งใดสิ่งหนึ่งได้อย่างชัดเจน [2] ส่งผลให้ลงทุนในทองคำมีความเสี่ยงสูง หากราคาทองคำไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้จะส่งผลเสียหายต่อเงินลงทุนเป็นอย่างมาก ทำให้การใช้วิธีป้องกันความเสี่ยงจึงเป็นทางเลือกที่ดีในการถือครองหลักทรัพย์ประเภทนี้

ดังนั้นการศึกษานี้จะเป็นการจำลองวิธีการลงทุน [3] ในพอร์ตลงทุน 3 รูปแบบคือ พอร์ตที่ไม่มีป้องกันความเสี่ยง (Unhedged Portfolio), พอร์ตการป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์ (Perfect Hedge Portfolio) และพอร์ตที่มีป้องกันความเสี่ยงแบบถ่วงเฉลี่ย (Optimal Hedge Portfolio) เพื่อนำมาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและค่าประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงที่ได้จากพอร์ตลงทุน 3 รูปแบบข้างต้น เพื่อใช้เป็นแนวทางในการลงทุนในสัญญาทองคำสากลซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงราคาที่ไม่แน่นอนตลอดเวลา



วัตถุประสงค์การศึกษา

เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและค่าประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงที่ได้รับระหว่างพอร์ตจำลอง 3 รูปแบบคือ

1. พอร์ตลงทุนโดยไม่มีการป้องกันความเสี่ยง (Unhedged Portfolio)
2. พอร์ตลงทุนโดยใช้การป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยที่เหมาะสม (Optimal Hedge Portfolio)
3. พอร์ตลงทุนโดยใช้การป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์ (Perfect Hedge Portfolio)

การทบทวนวรรณกรรม

หลักการป้องกันความเสี่ยงจากการถือครองสินทรัพย์ได้ใช้แนวคิดการเลือกถือสินทรัพย์โดยถือครองสินทรัพย์ที่มีผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้าม [4] ซึ่งสามารถทำได้โดยวิธีถือครองด้วยปริมาณสัดส่วนเท่ากันซึ่งเป็นวิธีที่สามารถป้องกันความเสี่ยงได้สมบูรณ์ แต่อย่างไรก็ตามผู้ลงทุนที่ใช้การป้องกันความเสี่ยงมีจุดประสงค์ที่ต้องการจะลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในการถือครองหลักทรัพย์ให้ได้มากที่สุดแต่ก็อยากคงอยากได้ผลตอบแทนจากการถือครองหรือต้องการมีผลตอบแทนบนความเสี่ยงที่ต่ำที่สุด จึงมีการใช้ทฤษฎีการถัวเฉลี่ยความเสี่ยงที่เหมาะสม โดยมุ่งเน้นไปที่การทำให้ความแปรปรวนของพอร์ตลงทุนหรือน้อยที่สุด (Minimum Variance) [5]

ซึ่งมีการพิสูจน์ความสามารถและประสิทธิภาพจากทฤษฎีดังกล่าวพบว่าสามารถป้องกันความเสี่ยงได้จริงและสามารถลดปริมาณความเสี่ยงได้ถึง 99% [6] และอีกทั้งในแง่ของผลตอบแทนยังมีความคงที่ [7] โดยการป้องกันความเสี่ยงในปัจจุบันนิยมกระทำโดยการถือครองหลักทรัพย์ปกติ (Spot) ควบคู่ไปกับสัญญาแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Future) จึงมีการเสนอวิธีคำนวณ Optimal Hedge Ratio โดยอาศัยความสัมพันธ์ราคาหลักทรัพย์ Future และ Spot [8] พบว่าให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าและสามารถลดความแปรปรวนของพอร์ตลงทุนได้มากกว่าการป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์อีกด้วย [9-10] โดยในประเทศไทยมาใช้ในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงิน [11] ทองคำประเทศไทย [12] และ SET50 index [3]

วิธีการศึกษา

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ สัญญาซื้อขายทองคำ Spot และสัญญาซื้อขายทองคำล่วงหน้า Future เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนและประสิทธิภาพที่ได้รับจากการป้องกันความเสี่ยงในการถือครองทองคำสากล โดยเก็บข้อมูลจาก investing.com ซึ่งเป็นฐานรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงินของโลก

2. ข้อมูลและตัวแปร

การศึกษานี้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลราคาทองคำสากลที่เปลี่ยนแปลงรายวัน เพื่อที่จะใช้ในการคำนวณสัดส่วนการถัวเฉลี่ยที่เหมาะสม (Optimal Hedge Ratio) โดยจะทำการเก็บข้อมูลจาก investing.com จัดทำโดย Fusion Media Ltd ซึ่งเป็นฐานข้อมูลเกี่ยวกับเกี่ยวกับตลาดการเงินของโลกและมีความน่าเชื่อถือสูง โดยทำการเก็บข้อมูลรายวัน จากนั้นจากวันที่ 30 มิถุนายน 2559 ถึงวันที่ 3 กรกฎาคม 2560 เป็นระยะเวลา 368 วัน ซึ่งช่วงระยะเวลานี้

ทองคำมีการปรับราคาขึ้นและลงในปริมาณที่มาก เนื่องจากมีเหตุการณ์สำคัญ อาทิ Brexit และการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐ จะทำการเก็บข้อมูลราคาในหลักทรัพย์ 2 ประเภท ดังนี้

2.1 ราคาขายวันของ Gold Spot (หลักทรัพย์ XAUUSD)

2.2 ราคาขายวันของ Gold Future (หลักทรัพย์ GC2017)

3. ขั้นตอนในการศึกษา

โดยทั่วไปนั้นการถือครองหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายจะสามารถแบ่งการถือครองได้ 2 รูปแบบคือ การถือครองแบบไม่มีการป้องกันความเสี่ยงและการถือครองแบบมีการป้องกันความเสี่ยง ในส่วนของการถือครองแบบมีการป้องกันความเสี่ยงนั้นมีรูปแบบการถือครองแบ่งเป็น 2 รูปแบบคือ การป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์ วิธีนี้ทำได้โดยการถือครองสินทรัพย์หรือสัญญาที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาในทางตรงกันข้ามกัน ณ ช่วงเวลาเดียวกันในปริมาณหรืออัตราส่วนที่เท่ากัน (1:1) และอีกวิธีคือการป้องกันความเสี่ยงแบบถ่วงเฉลี่ยที่เหมาะสม (Optimal Hedge Ratio) ซึ่งหาได้จากการคำนวณจากวิธีการหาสัดส่วนที่มีความแปรปรวนน้อยที่สุด (Minimum Variance Ratio) โดยขั้นตอนการศึกษา จะทำการจำลองถือครองสัญญาซื้อขายทองคำทั้ง 3 รูปแบบข้างต้น เพื่อที่จะนำมาศึกษาผลลัพธ์ที่ได้ระหว่างการถือครองและเปรียบเทียบ ประสิทธิภาพที่ได้รับ ระหว่างการถือครองสัญญาซื้อขายมีการป้องกันความเสี่ยงและปราศจากการป้องกันความเสี่ยง

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการหาสัดส่วนการถ่วงเฉลี่ยที่เหมาะสม (Optimal Hedge Ratio) เพื่อนำมาใช้ถือครองในพอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยงแบบถ่วงเฉลี่ย [8] สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{จากสูตร} \quad h = \rho \frac{\sigma_s}{\sigma_f}$$

โดยที่ ρ คือ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง ΔS และ Δf

σ_s คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ ΔS

σ_f คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Δf

h คือ สัดส่วนที่ใช้ในการถือครองหลักทรัพย์ที่ตรงข้ามกัน

และการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อนำมาใช้เปรียบเทียบระหว่างพอร์ตจำลอง 3 รูปแบบจากการคำนวณ [8]

4.1 อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน

$$\text{จากสูตร} \quad \text{ROI}(\%) = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{เงินลงทุนรวม}} \times 100$$

4.2 ประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยง

$$\text{จากสูตร} \quad E_f = \frac{\text{var}(U) - \text{var}(H)}{\text{var}(U)}$$



โดยที่ E_f คือ ประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยง
 $\text{var}(H)$ คือ ความแปรปรวนของพอร์ตที่ไม่ได้ป้องกันความเสี่ยง
 $\text{var}(U)$ คือ ความแปรปรวนของพอร์ตที่ทำการป้องกันความเสี่ยง

4.3 ค่าความเสี่ยงที่ลดลง (Decrease in Standard Deviation)

$$\text{จากสูตร } D = \frac{\sigma_u - \sigma_h}{\sigma_u} \times 100$$

โดยที่ D คือ เปอร์เซนต์ความเสี่ยงที่ลดลง

σ_u คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตที่ไม่ได้ป้องกันความเสี่ยง

σ_h คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยง

ผลการศึกษา

จากการวิเคราะห์ข้อมูล ได้ค่าอัตราผลตอบแทน ประสิทธิภาพที่ได้จากการป้องกันความเสี่ยง และค่าความเสี่ยงที่ลดลง แสดงได้ดังตารางที่ 1 ต่อไปนี้

ตารางที่ 1 ตารางเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ประสิทธิภาพจากการป้องกันความเสี่ยง และค่าความเสี่ยงที่ลดลง

รูปแบบการถือครอง	อัตราผลตอบแทน (Return On Investment)	ประสิทธิภาพที่ได้จาก การป้องกันความเสี่ยง	ค่าความเสี่ยงที่ลดลง (%)
ถือครองแบบปกติ (ไม่มีการป้องกันความเสี่ยง)	12.83%	0	0
ถือครองโดยใช้ Perfect Hedge	0.81%	0.9842	87.4268
ถือครองโดยใช้ Optimal Hedge	0.94%	0.9847	87.6439

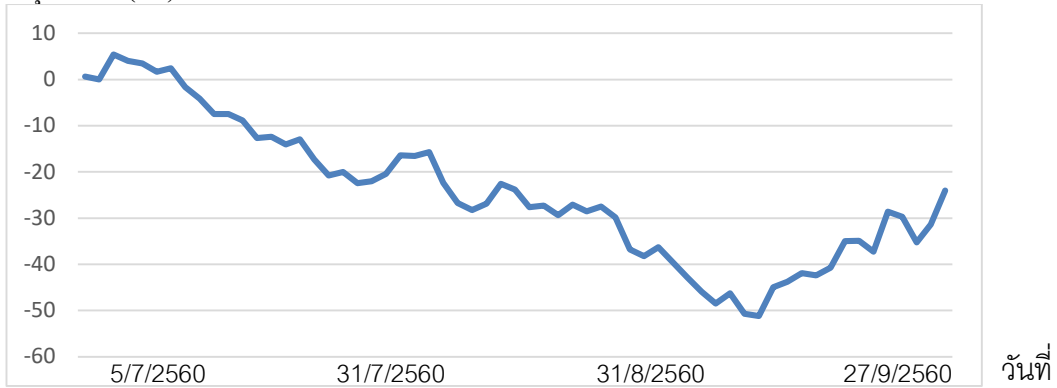
จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนจากการถือครองรูปแบบปกติได้รับที่ 12.83% โดยที่การถือครองรูปแบบ Perfect Hedge ได้รับที่ 0.81% และการถือครองแบบ Optimal Hedge ได้รับที่ 0.94% อัตราผลตอบแทนที่สูงจากการถือครองโดยไม่มีการป้องกันความเสี่ยงนั้น มีสาเหตุอันเนื่องมาจากในช่วงเวลาที่ศึกษาราคาทองคำสากลมีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ในส่วนของประสิทธิภาพที่ได้รับจากการป้องกันความเสี่ยงนั้น หากค่ามีความเข้าใกล้ 1 มากเท่าใด ประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงก็จะมากเท่านั้น จะเห็นได้ว่าการถือครองรูปแบบปกติมีการป้องกันความเสี่ยงที่ 0 โดยที่การถือครองแบบ Perfect Hedge อยู่ที่ 0.9842 และการถือครองแบบ Optimal Hedge อยู่ที่ 0.9847

ในส่วนของค่าความเสี่ยงที่ลดลงนั้นการถือครองแบบปกติมีค่าความเสี่ยงที่ลดลงคือ 0% โดยที่การถือครองแบบ Perfect Hedge มีค่าความเสี่ยงที่ลดลงอยู่ที่ 87.4268% และการถือครองแบบ Optimal Hedge ที่ 87.6439%

ถึงแม้ว่ารูปแบบการป้องกันความเสี่ยงทั้ง 2 รูปแบบจะสามารถป้องกันความเสี่ยงได้จริง แต่หากพิจารณาตลอดช่วงระยะเวลาถือครองพบว่าในการถือสัญญาในทางตรงข้ามคือ สัญญาขาย Gold Future เพื่อใช้ป้องกันความเสี่ยง (Hedge) จำนวนเงินขาดทุนสะสมของเงินทุน (Drawdown) มีการคิดลบมากที่สุดถึง 51.16% ดังภาพที่ 1

ปริมาณขาดทุนสะสม (US)



ภาพที่ 1 ร้อยละของจำนวนเงินขาดทุนสะสมในสัญญา Gold Future (Drawdown)

ที่มา: พอร์ตจำลอง Gold Spot และ Gold Future บันทึกข้อมูลโดยโปรแกรม Excel

ดังนั้นในการถือครองสัญญาทองคำสากลทุกรูปแบบนั้นควรมีการคำนวณปริมาณวงเงินลงทุนให้เหมาะสมกับปริมาณที่ถือครอง เพื่อป้องกันการโดนบังคับปิดสัญญาเนื่องจากวงเงินประกันไม่พอ (Stop out)

สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและค่าประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงผ่านการจำลองพอร์ตลงทุนในสัญญาซื้อขายทองคำสากล เพื่อพิจารณาถึงวิธีที่เหมาะสมสำหรับการถือครองสัญญาทองคำสากลสามารถสรุปและอภิปรายผลได้ดังนี้

1. สรุปผลการศึกษา

การผลการศึกษาการเปรียบเทียบผลลัพธ์ที่ได้ระหว่าง 3 พอร์ตข้างต้นพบว่า พอร์ตที่ไม่มีมีการป้องกันความเสี่ยง (Unhedged Portfolio) นั้นมีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุด อันเนื่องมาจากขณะจำลองการถือครองราคาทองคำที่ปรับตัวสูงขึ้น แต่หากพิจารณาที่ของอัตราผลตอบแทนในแต่ละวันนั้น พอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์ (Perfect Hedge Portfolio) และพอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยงแบบถ่วงเฉลี่ยที่เหมาะสม (Optimal Hedge Portfolio) จะมีความคงที่กว่ามากและมีความสามารถป้องกันความเสี่ยงได้จริง โดยหากเปรียบเทียบระหว่างพอร์ตที่ใช้รูปแบบการป้องกันความเสี่ยงทั้ง 2 รูปข้างต้นแบบนี้ จะพบว่าพอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยงแบบถ่วงเฉลี่ยที่เหมาะสมนั้นสามารถให้ประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยง (Hedging effectiveness) และค่าความเสี่ยงที่ลดลงมากกว่า อีกทั้งยังให้อัตราผลตอบแทนดีกว่าพอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณ์

ดังนั้นเมื่อพิจารณาตัวเลือกที่เหมาะสมสำหรับการถือครองสัญญาทองคำสากลนั้นเป็นไปได้ใน 2 ทางเลือกคือ

1. หากผู้ลงทุนมุ่งเน้นไปที่ผลตอบแทนที่และสามารถยอมรับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ การถือครองแบบไม่มีการป้องกันความเสี่ยงจะมีความเหมาะสมกว่า

2. หากผู้ลงทุนต้องการที่จะป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุน โดยที่ยังคงมีอัตราผลตอบแทนที่ค่อนข้างคงที่ การป้องกันความเสี่ยงแบบถ่วงเฉลี่ยที่เหมาะสมจะเป็นตัวเลือกที่ดีที่สุด สำหรับการถือครองหลักทรัพย์ประเภทนี้



2. อภิปรายผลการศึกษา

จากข้อสรุปข้างต้นนั้นพบว่าวิธีการใช้ป้องกันความเสี่ยง ทั้งวิธีป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณณ์และวิธีป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยที่เหมาะสม สามารถป้องกันความเสี่ยงจากการถือครองสัญญาซื้อขายทองคำสากล ได้จริง ซึ่งมีความสอดคล้องกับสมมติฐานแนวคิดการเลือกถือครองสินทรัพย์ของ Markowitz [4] ที่ว่าหากการถือครองหลักทรัพย์ที่มีทิศทางราคาไม่แน่นอน การใช้รูปแบบ Hedging หรือการถือครองหลักทรัพย์ที่มีทิศทางราคาตรงกันข้ามกัน โดยใช้สัญญา Future จะสามารถป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาได้ซึ่งมีความสอดคล้องกับการศึกษาของ Chotima [11] ทั้งนี้เป็นเพราะราคาของ Gold Spot และ Gold Future ในระยะยาวจะมีความสัมพันธ์กันตลอดเวลา ทำให้การถือครองในรูปแบบตรงกันข้ามระหว่าง Gold Spot และ Gold Future จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ได้รับในแต่ละวันมีความคงที่หรือมีความแปรปรวนของผลตอบแทนน้อยที่สุด

ในส่วนของการเปรียบเทียบระหว่างพอร์ตลงทุน 3 รูปแบบ พบว่าพอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยที่เหมาะสม (Optimal Hedge Portfolio) ให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าพอร์ตที่มีการป้องกันความเสี่ยงแบบสมบูรณณ์ (Perfect Hedge Portfolio) รวมทั้งยังให้ประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงและค่าความเสี่ยงที่ลดลงมากกว่าซึ่งมีความใกล้เคียงกับศึกษาของ Richard [6] แต่ยังคงให้อัตราผลตอบแทนที่น้อยกว่าพอร์ตที่ไม่มีการป้องกันความเสี่ยง (Unhedged Portfolio) ซึ่งมีความใกล้เคียงกับการศึกษาของ Sutthida [3] อันเนื่องมาจากขณะจำลองการถือครองนั้นราคาทองคำมีการปรับตัวสูงขึ้น โดยผลลัพธ์ที่ได้นั้นมีความสอดคล้องกับแนวคิดในการใช้รูปแบบป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ย (Optimal Hedge Ratio) ที่ให้อัตราผลตอบแทนของพอร์ตลงทุนมีความคงที่ให้มากที่สุดหรือคือการทำให้ความแปรปรวนอัตราผลตอบแทนของพอร์ตลงทุนเหลือน้อยที่สุดตามทฤษฎีของ Johnson [5] แต่วิธีดังกล่าวยังคงให้ผลตอบแทนน้อยกว่าการลงทุนแบบปกติ (Spot) อย่างมาก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะวิธีป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยที่เหมาะสมนั้น (Optimal Hedge Ratio) ใช้วิธีการคำนวณ Minimum Variance ซึ่งใช้ราคา Spot และ Future เป็นตัวแปรในการคำนวณ ทั้งสองตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ในระยะยาวไปในทิศทางเดียวกันเสมอทำให้การคำนวณที่ได้จะมีค่าใกล้เคียงกับ 1 ซึ่งเป็นค่าที่ใกล้เคียงกับ Perfect Hedge ทำให้สัดส่วนใช้เพื่อจำลองการถือครองด้วยวิธีป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยที่เหมาะสมมีความใกล้เคียง 1 เช่นกัน ทำให้เมื่อเปรียบเทียบในผลลัพธ์ที่ได้จากการถือครองแล้ว แม้วิธีการถือครองแบบถัวเฉลี่ยที่เหมาะสมนั้นจะให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่า, ประสิทธิภาพในการป้องกันความเสี่ยงและค่าความเสี่ยงที่ลดลง เมื่อเปรียบเทียบกับการใช้วิธี Perfect Hedge แต่ค่าที่ได้นั้นจะมีความใกล้เคียงกันเสมอเนื่องจากสัดส่วนที่ถือครองนั้นมีปริมาณที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งแตกต่างจากวิธีถือครองแบบไม่มีการป้องกันความเสี่ยงที่มีการถือครองสินทรัพย์เพียงด้านเดียว เมื่อมีการเพิ่มขึ้นของราคาจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าวิธีการป้องกันความเสี่ยงทุกรูปแบบ แต่ในทางกลับกันหากราคามีการปรับตัวลดลงหรือไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ก็จะส่งผลให้ขาดทุนมากกว่าเช่นกัน

3. ข้อเสนอแนะ

เมื่อพิจารณาจากผลลัพธ์ที่ได้ในบทบาทของผู้เก็งกำไรนั้น แนวทางเลือกในการลงทุนในทองคำผ่านระบบตลาดซื้อขายส่วนต่างจะแบ่งได้ 2 กรณีคือ

กรณีที่ 1 หากผู้ลงทุนมุ่งเน้นไปที่ผลตอบแทนที่และสามารถยอมรับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ การถือครองแบบไม่มีการป้องกันความเสี่ยงจะมีความเหมาะสมกว่า

กรณีที่ 2 หากผู้ลงทุนต้องการที่จะป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุน โดยที่ยังคงมีอัตราผลตอบแทนที่ค่อนข้างคงที่ การป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยที่เหมาะสมจะเป็นตัวเลือกที่ดีที่สุด สำหรับการถือครองหลักทรัพย์ประเภทนี้

จากการใช้การป้องกันความเสี่ยงด้วยสัดส่วนที่เท่ากันและการป้องกันความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยเหมาะสม แม้ว่าผลลัพธ์จะสามารถป้องกันความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนในราคาได้จริง แต่สำหรับการลงทุนในทองคำสากลผ่านตลาดซื้อขายส่วนต่างนั้นการใช้วิธีป้องกันความเสี่ยงทั้ง 2 วิธี ยังคงไม่สามารถป้องกันการติดลบของเงินประกันได้ ซึ่งหากผู้ลงทุนมีเงินประกันไม่เพียงพอต่อการปรับเปลี่ยนราคาที่รุนแรงของตลาด ทางผู้ดูแลจะทำการบังคับปิดสัญญาซื้อขายของผู้ลงทุนทันที ซึ่งจะส่งผลให้วิธีการป้องกันความเสี่ยงทั้ง 2 รูปแบบ ไม่สามารถดำเนินการต่อไปได้ ดังนั้นในการลงทุนประเภทนี้ผู้ลงทุนควรพิจารณาถึงวงเงินประกันที่เหมาะสมกับปริมาณที่ใช้ถือครอง เพื่อให้สามารถดำเนินการถือครองผ่านวิธีป้องกันความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ

กิตติกรรมประกาศ

ผู้เขียนขอขอบคุณความคิดเห็นและข้อเสนอแนะอันเป็นประโยชน์จากผู้ทรงคุณวุฒิและผู้เข้าร่วมการประชุมวิชาการระดับชาติ RMUTT Global Business and Economics Conference 2018 จัดโดยคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี เมื่อวันที่ 24 พฤษภาคม 2561

เอกสารอ้างอิง

1. Ausiris Group. Knowledge about trading Gold [Internet]. 2012 [Retrieved 2016 May 20]. Available from: <https://www.ausirisgroup.com>
2. Wichuta J. Affecting factors to the gold price in the world market. *Journal of DPU College Innovative Business and Accountancy*. 2014; 3(2): 227-237. Thai.
3. Sutthida P. Taming Volatile Gold by Futures [Master of Science Thesis]. Bangkok: Thammasat University; 2011. Thai.
4. Markowitz HM. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952; 7(1): 77-91.
5. Johnson LL. The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures. *Review of Economic Studies*. 1960; 27(3): 139-151.
6. Richard DF, Jian S. Hedging and Value at Risk. *The journal of futures markets*. 2009; 30(8): 780-794.
7. Gang L. The Determination of an Optimal Hedge Ratio and a Generalized Measure of Risk [MScA Thesis]. Quebec: Concordia University; 2006.
8. Hull JC. *Futures and Other Derivatives*. New Jersey: Prentice-Hall; 2011.
9. Abdunnasser HJ, Eduardo R. Calculating the Optimal Hedge Ratio: Constant, Time Varying. *Economics Letters*. 2006; 13(5): 293-299.
10. Mihai CD, Daniel A. The Optimal Hedging Ratio for Non-Ferrous Metals. *Romanian Journal of Economic Forecasting*. 2014; 17(1): 105-122.
11. Chotima T. Risk management by forward contract covering: case study: Ajinomoto Betagro Frozen Food (Thailand). [Master of Science Thesis]. Bangkok: Dhurakij Pundit University; 2007. Thai.
12. Bhisalaxana N. Ex ante hedging effectiveness of SET50 index futures: evidence from Thailand [Master of Science Thesis]. Bangkok: Thammasat University; 2011. Thai.