

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศไทยปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังจากเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจในปี 2540 เนื่องจากการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจมาจากทั้งปัจจัยภายในประเทศและจากต่างประเทศ ในส่วนปัจจัยในประเทศประกอบด้วย การใช้จ่ายเพื่อการบริโภคของครัวเรือน รายจ่ายภาครัฐบาล ยกเว้นการลงทุนภาคเอกชนที่เริ่มขยายตัวหลังจากหดตัวเป็นเวลา 3 ปีติดต่อกัน ส่วนทางด้านปัจจัยต่างประเทศได้แก่ การนำเข้าและส่งออกขยายตัวสูงขึ้นทั้งสองด้าน ซึ่งเป็นผลจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่อ่อนตัวลง จากปัจจัยหลายประการดังกล่าวส่งผลให้การผลิตโดยรวมขยายตัวสูงถึงร้อยละ 5.1 ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2545 (สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, 2545: ออนไลน์)

ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังเป็นดัชนีที่ชี้ถึงการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศที่สำคัญ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งระดมเงินทุนของธุรกิจที่ต้องการเงินทุนและผู้มีเงินออม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นกลไกสำคัญในการระดมเงินทุนจากภาคครัวเรือนและจัดสรรเงินทุนระยะยาวให้แก่ภาคธุรกิจต่างๆ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อพิจารณาแล้วจะพบว่ามี ความสำคัญและสัมพันธ์กับทิศทางและแนวโน้มของพัฒนาการทางเศรษฐกิจ เนื่องจากกลไกตลาดทุนในขณะนั้นจะสะท้อนถึงความต้องการเงินทุนเพื่อการลงทุนของภาคการผลิต และความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนต่อการขยายตัวหรือศักยภาพทางธุรกิจซึ่งมีส่วนเกื้อหนุนต่อพัฒนาการทางเศรษฐกิจ อีกทั้งการลงทุนใหม่ๆ หรือการขยายกิจการต่างๆ จะมีผลโดยตรงต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ทั้งในด้านการผลิต การจ้างงาน ราคาสินค้าในตลาด และการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งจะส่งผลดีต่อการขยายตัวหรือการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

บริษัทที่ประกอบธุรกิจด้านเงินทุนหลักทรัพย์ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนกลุ่มหนึ่งของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีการปรับปรุงโครงสร้างใหม่และเริ่มต้นดำเนินธุรกิจโดยใช้กลยุทธ์ใหม่ๆ เพื่อจูงใจลูกค้าในการดำเนินธุรกิจประเภทการให้สินเชื่อและรับฝากเงิน ประกอบกับ

รัฐบาลประกาศลดอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ซึ่งเป็นส่วนช่วยกระตุ้นให้นักลงทุนหันมาลงทุนมากขึ้น หลักทรัพย์ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์จึงเป็นกลุ่มที่มีปริมาณการซื้อขายมาก และเป็นกลุ่มที่มีแนวโน้มการเติบโตสูง นักลงทุนให้ความสนใจที่จะลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ต่างๆ การวิเคราะห์ความเสี่ยงเป็นสิ่งที่ได้รับความสนใจ โดยจะใช้ข้อมูลดัชนีหุ้นไทย (SET Index) และดัชนีหุ้นของกลุ่มต่างๆ ซึ่งเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา เมื่อนำมาหาสมการถดถอย อาจจะประสบปัญหาสมการถดถอยไม่แท้จริง (Spurious Regression) ซึ่งปัญหาดังกล่าวสามารถแก้ไขได้โดยการหาลักษณะการร่วมกันไปด้วยกัน (Cointegration) และการปรับตัวขึ้นกับการปรับตัวลงของราคาอาจทำให้ค่าเบต้าแตกต่างกัน ซึ่งสัมประสิทธิ์ค่าเบต้า ( $\beta$ ) คือ ตัววัดความเสี่ยงค่าเบต้า ( $\beta$ ) จะบอกความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาดหรือผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ค่าเบต้าของตลาดจะเท่ากับ 1 นั่นคือ ผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์อาจจะมีค่ามากกว่า 1 หรือน้อยกว่า 1 ค่าเบต้าจะทำให้ นักลงทุนทราบถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และนำไปพิจารณาถึงการเคลื่อนไหวของตลาด ซึ่งจะมีผลกระทบต่อราคาคาดหวังผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ จึงนำมาเป็นประเด็นในการศึกษาวิจัยโดยวิธีการถดถอยแบบสลับเปลี่ยน (Switching Regression) ซึ่งจากผลการศึกษาดังกล่าว อาจจะช่วยในการตัดสินใจของนักลงทุน และเป็นประโยชน์สำหรับผู้สนใจต่อไป

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อทดสอบแบบจำลองทางเศรษฐมิติสำหรับการตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ โดยวิธีการถดถอยแบบสลับเปลี่ยน (Switching Regression)

## 1.3 ประโยชน์ของการศึกษา

- 1.3.1 ได้แบบจำลองทางเศรษฐมิติสำหรับพยากรณ์การลงทุนในหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์
- 1.3.2 สามารถนำวิธีการพยากรณ์ไปเผยแพร่การลงทุนในหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ เพื่อช่วยในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน
- 1.3.3 เพื่อให้ นักศึกษาและผู้สนใจใช้เป็นแนวในการศึกษาเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต

#### 1.4 ขอบเขตของการศึกษา

1.4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ ( Secondary Data ) จาก Reuters ซึ่งใช้ข้อมูลกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และราคาของหลักทรัพย์จำนวน 4 หลักทรัพย์ เป็นเวลา 5 ปีเริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 2541 ถึงเดือนธันวาคม 2545 รวมทั้งสิ้น 260 สัปดาห์โดยตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสามารถแยกออกได้เป็นดังนี้

1. ตัวแปรตาม ได้แก่ ผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์
2. ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4.2 ทำการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์กลุ่มที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์จำนวน 4 บริษัทดังต่อไปนี้

1. บริษัทเงินทุนเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) : KK
2. บริษัทเงินทุนกรุงเทพธนธร จำกัด (มหาชน) : BFIT
3. บริษัทเงินทุนธนาชาติ จำกัด (มหาชน) : NFS
4. บริษัทเงินทุนสินเอเชีย จำกัด (มหาชน) : ACL

#### 1.5 นิยามคำศัพท์เฉพาะ

**ตลาดทุน ( Capital Market )** หมายถึง ตลาดที่มีการซื้อขายตราสารระยะยาว ซึ่งประกอบไปด้วยตราสารประเภทหุ้น และตราสารประเภทหนี้ที่ระยะเวลาเกินกว่า 1 ปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**ตลาดหลักทรัพย์ (Stock Exchange Market )** หมายถึงศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ เช่นหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นแปลงสภาพ และพันธบัตรเงินกู้ เป็นต้น โดยมีกฎระเบียบการซื้อขายชัดเจน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**หลักทรัพย์** หมายถึง ตราสารทางการเงินที่มีการซื้อขายในตลาดเงินและตลาดทุนหลักทรัพย์ต่างๆ จะถูกจัดประเภทตามความสะดวกในการทำธุรกรรม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ( Stock Exchange of Thailand Index : SET Index )** หมายถึง ดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่จัดทำขึ้นเพื่อแสดงถึงสภาพการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นการเปรียบเทียบมูลค่าตลาดรวมวันปัจจุบัน (ราคาตลาด \* จำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน ณ วันปัจจุบัน) กับมูลค่าตลาดรวมวันฐานคือวันที่ 30 เมษายน 2518 ซึ่งเป็นวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดให้มีการซื้อขาย

หลักทรัพย์ ตามปกติแล้ว ดัชนีจะมีการปรับฐานในกรณีที่มีหลักทรัพย์ใหม่เข้าตลาด หรือมีการเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากตลาดหรือบริษัทหลักทรัพย์ที่มีการเพิ่มทุน ลดทุน หรือควบกิจการกับบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

$$\text{SET Index} = \frac{\text{มูลค่าตลาดรวม ณ ราคาวันปัจจุบัน}}{\text{มูลค่าตลาดรวม ณ ราคาวันฐาน}} \times 100$$

**ภาวะตลาดหุ้นขบเซา (Bear Market)** หมายถึง ภาวะตลาดหุ้นที่น้อย ดัชนีราคาหลักทรัพย์มีทิศทางขาลงและหยุดนิ่ง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**ภาวะตลาดหุ้นกระทิง (Bull Market)** หมายถึง ภาวะตลาดหุ้นที่ร้อนแรง ดัชนีราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับสูงหรือมีแนวโน้มสูงขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**หุ้นสามัญ (Common Stocks)** หมายถึง เป็นหลักทรัพย์ประเภททุน ที่บริษัทออกจำหน่ายเพื่อระดมทุนมาใช้ดำเนินกิจการ ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิร่วมเป็นเจ้าของบริษัทมีสิทธิในการออกเสียงลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้น และร่วมตัดสินใจในนโยบายหรือปัญหาสำคัญของบริษัท ตลอดจนจะได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลเมื่อบริษัทมีผลกำไร และมีโอกาสได้รับกำไรจากส่วนต่างของราคาเมื่อราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นตามศักยภาพของบริษัท รวมถึงมีโอกาสดำเนินสิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่เมื่อบริษัทมีการเพิ่มทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Security Return)** หมายถึง ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Realized Return) และผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเป็นผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังความเป็นจริงได้เกิดขึ้น หรือได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว ส่วนผลตอบแทนที่คาดหวังคือผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต นั่นคือผลตอบแทนที่ได้คาดไว้ ซึ่งอาจจะเป็นหรือไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ ดังนั้นผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นผลตอบแทนที่มีขึ้นก่อนความจริงจะเกิดขึ้น ได้แก่ ดอกเบี้ย (Interest) เงินปันผล (Dividend) และกำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น (Capital Gain) หรือลดลง (Capital Loss) ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**ความเสี่ยง (Risk)** หมายถึง โอกาสที่สูญเสียในการถือหลักทรัพย์อาจทำให้ผลตอบแทนที่ได้รับน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดไว้ ซึ่งสาเหตุก็มาจากการที่เงินปันผลหรือดอกเบี้ยที่ได้อาจน้อยกว่าที่เคยคาดคะเนไว้ หรือราคาของหลักทรัพย์ที่ปรากฏต่ำกว่าที่นักลงทุนคาดหวังไว้สาเหตุที่ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนเนื่องจากรมอิทธิพลบางอย่างที่มาจากภายนอกกิจการที่ไม่สามารถควบคุมได้ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ และอิทธิพลภายในกิจการเองซึ่งสามารถควบคุมได้ อิทธิพลภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้นั้นเรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือ Systematic Risk

ส่วนอิทธิพลภายในที่สามารถควบคุมได้เรียกว่า ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือ Unsystematic Risk (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)** หมายถึง ความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง กระทบกระเทือนราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สาเหตุเหล่านี้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง และการเปลี่ยนแปลงในภาวะแวดล้อมของสังคม ข้อสังเกตก็คือเมื่อเกิดลักษณะความเสี่ยงนี้ขึ้นย่อมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ต่างๆ ไปในลักษณะเดียวกัน สาเหตุอาจเกิดจากความเสี่ยงทางตลาด ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย หรือความเสี่ยงในอำนาจซื้อ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545) .

**ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)** หมายถึง ความเสี่ยงที่ทำให้ธุรกิจนั้นเกิดการเปลี่ยนแปลงผิดไปจากธุรกิจอื่น โดยจะกระทบกระเทือนต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นเพียงประการเดียว ไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อื่นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจัยดังกล่าวอาจได้แก่ ความผิดพลาดของผู้บริหาร การนัดหยุดงานของพนักงานในบริษัท ปัจจัยนี้มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของบริษัทหนึ่ง แต่ไม่มีผลกระทบต่อทั้งตลาด สาเหตุที่ทำให้เกิดความเสียงประเภทนี้อาจเกิดจากความเสียงจากการบริหารความเสี่ยงทางการเงิน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**ความเสี่ยงที่เกิดจากความแปรผันของอัตราดอกเบี้ย** หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย มักเกิดขึ้นกับการลงทุนในตราสารหนี้หรือพันธบัตรระยะยาว ที่มีอัตราดอกเบี้ยที่ตราไว้ (Coupon Rate) ค่อนข้างต่ำเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินขยับตัวสูงขึ้น และหากผู้ลงทุนมีความจำเป็นที่จะต้องขายตราสารหรือพันธบัตรที่ลงทุนไว้ในตลาดตราสารหนี้ ผู้ขายจะต้องเสนออัตราผลตอบแทน (Yield) แก่ผู้สนใจซื้อเท่าเทียมกับระดับอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน ซึ่งก็หมายความว่าผู้ขายจะต้องลดราคาของตราสารหรือพันธบัตรนั้นลง และเกิดผลขาดทุนในที่สุด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

**สัมประสิทธิ์ค่าเบต้า** หมายถึง ค่าวัดความสัมพันธ์ระหว่างความเบี่ยงเบนของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือสินทรัพย์หนึ่งๆ กับความเบี่ยงเบนของผลตอบแทนกับกลุ่มหลักทรัพย์ของตลาดรวม (Market Return) ถ้าค่าเบต้าสูงกว่า 1 หมายความว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น มีโอกาสที่จะเบี่ยงเบน หรือแปรผันได้มากกว่าผลตอบแทนของตลาดรวม การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นจึงมีความเสี่ยงสูงกว่า ถ้าค่าเบต้าต่ำกว่า 1 หมายความว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น มีโอกาสที่จะเบี่ยงเบน หรือแปรผันได้น้อยกว่าผลตอบแทนของ

ตลาดรวม การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นจึงมีความเสี่ยงต่ำกว่า (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

หุ้นสามัญ หมายถึง หลักทรัพย์ประเภททุน ที่บริษัทออกจำหน่ายเพื่อระดมทุนมาใช้ดำเนินกิจการ ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิร่วมเป็นเจ้าของบริษัท มีสิทธิในการออกเสียงลงมติในที่ประชุมถือหุ้น และร่วมตัดสินใจในนโยบาย หรือปัญหาสำคัญๆ ของบริษัท ตลอดจนจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลเมื่อบริษัทมีผลกำไร และมีโอกาสได้รับกำไรจากส่วนต่างของราคา เมื่อราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นตามศักยภาพของบริษัท รวมถึงมีโอกาสดำเนินการจูงใจให้บริษัทออกหุ้นใหม่เมื่อบริษัทมีการเพิ่มทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)

เงินลงทุน หมายถึง ทรัพย์สินตีมูลค่าตามราคาตลาดที่บุคคลหรือนิติบุคคลลงทุนและครอบครองอยู่ บุคคลหรือนิติบุคคลในที่นี้ หมายถึง บุคคลทั่วไป บริษัท ห้างร้าน องค์กร มูลนิธิ สถาบันต่างๆ ตลอดจนองค์กรของภาครัฐบาล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545)