

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ธุรกิจเงินทุนเริ่มจัดตั้งในประเทศไทยในปี พ.ศ. 2504 โดยบริษัทบางกอกอินเวสเมนต์ จำกัด ซึ่งเป็นกิจการในเครือของบริษัทกรรมบุตร จำกัด วัตถุประสงค์ของการจัดตั้งเพื่อจัดหาเงินทุนให้แก่ผู้เช่าซื้อรถยนต์ และสินค้าคงทนอื่นๆ รวมถึงการให้สินเชื่อในลักษณะอื่นๆ ด้วยการดำเนินการในระยะแรกสามารถกระทำได้ง่ายเพียงขอจดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัด ก็สามารถประกอบกิจการบริษัทเงินทุนได้ และการที่ยังไม่มีกฎหมายบังคับที่เข้มงวดเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนทำให้บริษัทเงินทุนสามารถคิดอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูงได้ กอปรกับการที่รัฐบาลได้ออกพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 สาระสำคัญ คือ ห้ามบุคคลต่างประเทศจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ และควบคุมการจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ทำให้การขออนุญาตจัดตั้งยากมาก ด้วยเหตุนี้ บุคคลที่สนใจจะประกอบธุรกิจการเงินจึงหันมาสนใจจัดตั้งบริษัทธุรกิจเงินทุนมากขึ้น ทำให้การดำเนินธุรกิจเงินทุนในประเทศไทยขยายตัวอย่างรวดเร็ว ต่อมารัฐบาลจึงได้ออกคำสั่งคณะปฏิวัติฉบับที่ 58 กำหนดให้ผู้ที่ต้องการประกอบกิจการธุรกิจเงินทุนต้องยื่นขออนุญาตจากกระทรวงการคลังโดยผ่านทางธนาคารแห่งประเทศไทยก่อน

หลังจากการประกาศใช้กฎหมายดังกล่าวมีการขออนุญาตจัดตั้งบริษัทเงินทุนขึ้นใหม่ และขยายสาขาของบริษัทเงินทุนที่เปิดดำเนินการอยู่ก่อนแล้ว เพิ่มมากขึ้น ในปี พ.ศ. 2521 มีบริษัทเงินทุนรวมทั้งสิ้น 113 บริษัท จากลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัทเงินทุนที่มีลักษณะคล้ายกับการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์คือทำหน้าที่ เป็นสื่อกลางในการระดมเงินออมออกจากหน่วยเศรษฐกิจที่เกินดุล แล้วนำเงินที่ระดมมาได้ไปกระจายให้กับผู้ต้องการเงินที่จะนำไปลงทุนในกิจกรรมทางเศรษฐกิจในรูปของเงินให้กู้ยืมเหมือนกัน แต่การระดมเงินออมของธนาคารพาณิชย์จะอยู่ในรูปของการรับฝากเงิน ส่วนของบริษัทเงินทุนจะอยู่ในรูปของการกู้ยืมเงิน โดยการออกตั๋วสัญญาใช้เงิน หรือตราสารการเงินประเภทอื่น โดยบริษัทเงินทุนจะนำเงินที่ระดมได้มาจากประชาชนมาลงทุนในการซื้อขาย หลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก

การดำเนินงานของบริษัทเงินทุนที่ขยายตัวในอัตราสูงและรวดเร็วนั้นดำเนินไปได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่งก็ประสบกับวิกฤตการณ์บริษัทเงินทุน ครั้งแรกในปี พ.ศ. 2522 เกิดขึ้นจากโครงสร้างด้านสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเงินทุน กล่าวคือ โครงสร้างด้านหนี้สินส่วนใหญ่จะ

เป็นเงินออมที่ระดมได้จากประชาชน โดยการออกตั๋วสัญญาใช้เงินหรือตราสารการเงินประเภทอื่น ซึ่งบริษัทเงินทุนจะต้องจ่ายคืนเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยเมื่อครบอายุของการไถ่ถอน ส่วนโครงสร้างด้านสินทรัพย์จะพบว่าบริษัทเงินทุนจะถือสินทรัพย์ส่วนใหญ่ในรูปของลูกหนี้ และเงินสดที่เป็นเงินสำรองตามกฎหมาย เมื่อบริษัทเงินทุนมีสินทรัพย์ในรูปของลูกหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เป็นจำนวนมาก หากลูกหนี้ค้างชำระเงินต้นและดอกเบี้ยเป็นจำนวนมากจะทำให้บริษัทเงินทุนไม่มีกระแสเงินสดรับจากการปล่อยสินเชื่อ ถึงแม้ว่าการให้กู้ยืมอาจจะมีหลักทรัพย์ค้ำประกันแต่กระบวนการยึดหลักทรัพย์เพื่อนำไปขายทอดตลาดและนำเงินมาชำระหนี้ไม่สามารถจะกระทำได้ทันทีที่ต้องอาศัยระยะเวลาานพอสมควรกว่ากระบวนการทางกฎหมายจะสิ้นสุด ทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงในธุรกิจบริษัทเงินทุน ซึ่งนำไปสู่วิกฤตการณ์บริษัทเงินทุนอีกต่อมหลายครั้ง ผลของวิกฤตการณ์บริษัทเงินทุนทำให้มีการสั่งปิดกิจการและเข้าไปช่วยเหลือ โดยในปี พ.ศ. 2522 มีการสั่งปิดบริษัทราชาเงินทุน จำกัด และ อีก 4 บริษัท ประสบปัญหาการขาดสภาพคล่องอย่างหนักจนทางการต้องเข้าไปช่วยเหลือ อย่างไรก็ตามหลักเกิดวิกฤตการณ์กับบริษัทเงินทุนราชาเงินทุน จำกัด แล้วในช่วงปี พ.ศ. 2526 - 2529 ได้เกิดวิกฤตการณ์บริษัทเงินทุนซึ่งมีความรุนแรงมากกว่าครั้งแรกเพราะมีการสั่งปิดกิจการถึง 13 บริษัท และมีบริษัทเข้าร่วมโครงการ 4 เมษายน พ.ศ. 2527 อีก 19 บริษัท และในช่วงปี พ.ศ. 2530 - 2535 ได้มีบริษัทเงินทุนเกิดวิกฤตการณ์อีก 4 บริษัท โดยถูกทางการสั่งปิด 1 แห่ง หลังจากนั้นก็ไม่ปรากฏว่ามีบริษัทเงินทุนใดประสบปัญหา ในทางตรงกันข้ามบริษัทเงินทุนมีการขยายตัวอย่างมาก แต่ปี พ.ศ. 2540 วิกฤตการณ์บริษัทเงินทุนก็เกิดขึ้นอีกครั้งหนึ่งและนับว่ารุนแรงกว่าครั้งก่อนเพราะมีการสั่งปิดกิจการถึง 56 แห่ง ในปี พ.ศ. 2541 มีการสั่งให้ควรวรวมกิจการอีก 12 แห่ง และในปี พ.ศ. 2542 - 2543 มีการสั่งปิดกิจการอีก 2 แห่ง ส่งผลให้จำนวนบริษัทที่ประกอบธุรกิจเงินทุนเหลือเพียง 21 แห่ง เท่านั้น (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทเงินทุนที่เปิดดำเนินการในปี พ.ศ. 2543

รายชื่อ	วัน/เดือน/ปี ที่จัดตั้ง	ผู้ถือหุ้นรายใหญ่
<b>ประเภทบริษัทเงินทุน</b>		
1.บริษัทเงินทุนกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	29 สิงหาคม 2517	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา
2.บริษัทเงินทุนเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	6 มกราคม 2514	-
3.บริษัทเงินทุนทีสโก้ จำกัด (มหาชน)	28 มีนาคม 2512	-
4.บริษัทเงินทุนทักษิณชนากิจ จำกัด (มหาชน)	24 สิงหาคม 2515	ธนาคารกรุงเทพ
5. บริษัทเงินทุนทุนธนาชาติ จำกัด (มหาชน)	17 พฤศจิกายน 2502	-
6. บริษัทเงินทุนภัทรชนก จำกัด (มหาชน)	29 มิถุนายน 2515	ธนาคารกสิกรไทย
7. บริษัทเงินทุนรัตนทุน จำกัด (มหาชน)	23 กุมภาพันธ์ 2541	ธนาคารรัตนสิน
8. บริษัทเงินทุนไพรมัส จำกัด (มหาชน)	27 กันยายน 2519	นักลงทุนจากฝรั่งเศส
9. บริษัทเงินทุนสินอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	17 มีนาคม 2509	ธนาคาร ไทยพาณิชย์
10. บริษัทเงินทุนเอกธนาชาติ จำกัด (มหาชน)	27 มกราคม 2515	บง.ธนาชาติ
11. บริษัทเงินทุนจีอีเอเชียไฟแนนซ์ จำกัด (มหาชน)	13 กันยายน 2519	กลุ่มจีอีแคปปิตอล
12. บริษัทเงินทุนบุคคลภัย จำกัด (มหาชน)	24 ธันวาคม 2514	ธนาคาร ไทยพาณิชย์
13. บริษัทเงินทุนเอสจีสินเอเชีย จำกัด (มหาชน)	26 สิงหาคม 2512	-
<b>ประเภทบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์</b>		
1.บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์กรุงเทพธนสาร จำกัด (มหาชน)	21 กรกฎาคม 2512	นักลงทุนชาวไต้หวัน
2.บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์โกลบอลไทย จำกัด (มหาชน)	12 กันยายน 2517	-
3.บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ซิติคอร์ป (ประเทศไทย) จำกัด	9 กันยายน 2512	ซิตีแบงก์
4.บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ไทยชากรุง จำกัด	18 มกราคม 2515	ธนาคารชากรุง
5. บริษัทเงินทุนทุนหลักทรัพย์บีทีเอ็ม (ประเทศไทย) จำกัด	23 ธันวาคม 2514	-
6. บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เอ็นเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด	28 มิถุนายน 2514	-
7. บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เอสแอส จำกัด	16 กุมภาพันธ์ 2515	-
8. บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เอไอจีไฟแนนซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	29 ธันวาคม 2504	กลุ่มเอไอเอสฮ่องกง

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

รูปที่ 1 ดัชนีราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทเงินทุน



ที่มา : Reuters, (ศูนย์การเงินและการลงทุน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่)

รูป 1 แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนได้ให้ความสนใจหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทเงินทุนค่อนข้างมาก ดังจะเห็นได้ว่าการซื้อขายของหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีจำนวนเพิ่มขึ้นตามลำดับ แต่ขณะเดียวกันก็มีความผันผวนและอ่อนไหวต่อปัจจัยต่างๆ ที่มากระทบ โดยพิจารณาจากดัชนีราคาของหลักทรัพย์กลุ่มบริษัทเงินทุนที่มีการเคลื่อนไหวปรับตัวขึ้นลงอย่างรวดเร็ว

ดังนั้นการศึกษารั้จึงเป็นการพยายามที่จะแสวงหาคำตอบของคำถามที่ว่า ความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้นกลุ่มบริษัทเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นอย่างไร เพื่อประกอบข้อมูลในการกำหนดกลยุทธ์ และวางแผนในการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1.2.1 เพื่อศึกษาความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทเงินทุนที่ดำเนินการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.1.2 เพื่อเป็นแนวทางในการประเมินราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.3.1 เพื่อทราบถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3.2 เพื่อทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์และสามารถใช้เป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นกลุ่มบริษัทเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 1.4 ขอบเขตการศึกษา

ในการศึกษานี้ทำการศึกษาหุ้นสามัญของกลุ่มบริษัทเงินทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 4 หลักทรัพย์

บริษัทเงินทุนกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) : AITCO

บริษัทเงินทุนทูนธนาชาติ จำกัด (มหาชน) : NFS

บริษัทเงินทุนสินอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) : SICCO

บริษัทเงินทุนทิสโก้ จำกัด (มหาชน) : TISCO

การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของราคาหุ้นในกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ทำการซื้อขายอยู่ในตลาด เริ่มตั้งแต่วันที่ 4 เดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึงวันที่ 29 เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2545 รวมทั้งสิ้น 260 สัปดาห์

### 1.5 นิยามคำศัพท์เฉพาะ

1.5.1 ตลาดหลักทรัพย์ หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5.2 บริษัทจดทะเบียน คือ บริษัทจำกัดที่มีคุณสมบัติตามหลักเกณฑ์ที่รัฐมนตรีกำหนดในประกาศกระทรวงการคลัง และได้รับอนุมัติให้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้หลักทรัพย์ของบริษัทสามารถทำการซื้อขายในตลาดได้

1.5.3 หลักทรัพย์จดทะเบียน หมายถึง หุ้น หุ้นกู้ หรือตราสารอื่นใด ที่บริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ออก และได้รับอนุมัติจากกระทรวงการคลังให้ทำการซื้อขายในตลาดได้

1.5.4 บริษัทสมาชิก คือ บริษัทหลักทรัพย์ และหรือ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทกิจการนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และได้รับการคัดเลือกให้เป็น "สมาชิก" ของตลาดหลักทรัพย์ โดยความเห็นชอบของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการ

คลัง ซึ่งเดิมกำหนดจำนวนสมาชิกไว้ในระยะเริ่มแรกไม่เกิน 30 บริษัท และในปัจจุบัน (พ.ศ. 2534) มีบริษัทสมาชิกเพิ่มขึ้นเป็น 40 บริษัท

1.5.5 ราคาสูงสุด (HIGH PRICE) คือราคาสูงสุดของหลักทรัพย์  $i$  ที่ทำการตกลงซื้อขายกันในวันหนึ่งๆ

1.5.6 ราคาต่ำสุด (LOW PRICE) คือราคาต่ำสุดของหลักทรัพย์  $i$  ที่ทำการตกลงซื้อขายกันในวันหนึ่งๆ

1.5.7 ราคาปิด (CLOSE PRICE) คือ ราคาซื้อขายที่ตกลงกันครั้งสุดท้ายของหลักทรัพย์  $i$  ก่อนปิดตลาดในวันหนึ่งๆ

1.5.8 ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Security return)

ในความหมายของผลตอบแทนนั้นหมายถึง ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (realized return) และผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return) ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเป็นผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังจากความจริงได้เกิดขึ้นแล้ว (expost return) หรือได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว ส่วนผลตอบแทนที่คาดหวังคือ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ผู้ลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับในอนาคต นั่นคือ ผลตอบแทนที่เขาได้พยากรณ์ไว้ ซึ่งมันอาจจะเป็นหรือไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ ดังนั้น ผลตอบแทนที่คาดหวังเป็นผลตอบแทนที่มีขึ้นก่อนความจริงจะปรากฏ (exact return)

ในการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นอาจได้จาก ดอกเบี้ย (interest) หรือเงินปันผล (dividend) และเกิดจากส่วนต่างของการเปลี่ยนแปลงราคาในสินทรัพย์ที่ เรียกว่า Capital gain หรือ Capital loss ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่เขาถืออยู่ ผลตอบแทนทั้งหมดสามารถหาได้ดังนี้

$$\text{Total return} = \frac{\text{Cash payment received} + \text{Price change over the period}}{\text{Purchase price of asset}}$$

กรณีถือในพันธบัตร ผลตอบแทนจะหาได้จาก

$$\text{Total return} = \frac{\text{Holding - period income} + (\text{Sales price} - \text{Purchase price})}{\text{Purchase price}}$$

ในหลักทรัพย์หรือหุ้น ผลตอบแทนใน Single period (t) หาได้จาก

$$\text{Total return} = \frac{\text{Dividend}_t + (\text{Market price} - \text{Market price}_{t-1})}{\text{Market price}_{t-1}}$$

1.5.9 ความเสี่ยง (risk) ความเสี่ยงในการถือหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ที่อาจทำให้ผลตอบแทน (return) ที่จะได้รับน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ ซึ่งสาเหตุก็อาจมาจาก การที่เงินปันผลหรือดอกเบี้ยที่ได้ อาจน้อยกว่าที่คิด (failure of dividend) และ/หรือ ราคาของหลักทรัพย์ที่ปรากฏนั้นน้อยกว่าที่เราคาดหวัง ไว้สาเหตุที่ทำให้มีการเปลี่ยนแปลง (variations) ในผลตอบแทนนั้นก็คือ อิทธิพลบางอย่างที่มาจากภายนอกกิจการซึ่งไม่สามารถควบคุมได้ซึ่งส่งผลต่อหลักทรัพย์และอิทธิพลจากภายนอกกิจการเองซึ่งสามารถควบคุมได้ ในการลงทุนนั้น ปัจจัยจากอิทธิพลภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้นั้น เรียกว่า Systematic risk ในทางตรงกันข้าม ปัจจัยอิทธิพลจากภายในกิจการซึ่งสามารถควบคุมได้ เรียกว่า Unsystematic risk

Systematic risk หรือ ความเสี่ยงที่มีผลต่อระบบ คือ ความเสี่ยงส่วนที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปโดยก่อให้เกิดผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาด ซึ่งได้แก่ การเปลี่ยนแปลงในเศรษฐกิจ การเมือง และทางด้านสังคม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น ถ้าระบบเศรษฐกิจตกต่ำและมีกำไรไปในทางที่ลดลง ราคาของหลักทรัพย์อาจจะปรับตัวในทางที่ลดลงมาก

Unsystematic risk หรือความเสี่ยงที่ไม่มีผลต่อระบบ คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยที่มีผลกระทบต่อบริษัทใดบริษัทหนึ่ง โดยเฉพาะหรือกระทบกระเทือนต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทนั้นเพียงแห่งเดียว ทำให้บริษัทนั้นเปลี่ยนแปลงไปจากบริษัทอื่น โดยไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อื่นๆ ในตลาด ซึ่งปัจจัยดังกล่าวอาจได้แก่การเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค (consumer preference) การนัดหยุดงานของแรงงานในบริษัท (labor strikes) ปัจจัยนี้มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของบริษัทหนึ่ง แต่ไม่มีผลกระทบต่อทั้งตลาดหลักทรัพย์