

# บทที่ 1

## บทนำ

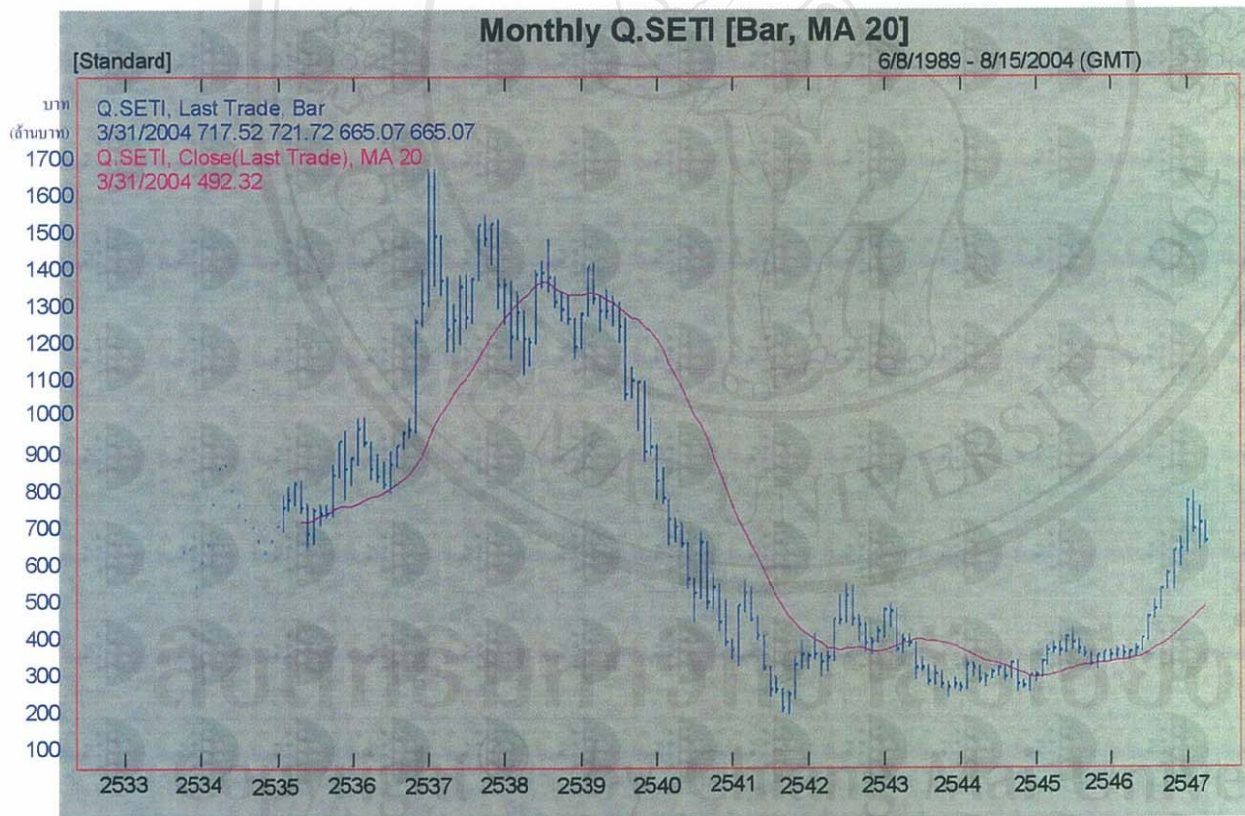
### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

จากเหตุการณ์วิกฤตทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2538 ส่งผลให้ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง จากดัชนีราคาหลักทรัพย์ที่เคยอยู่ที่ระดับ 1,280.8 จุด ณ สิ้นปี 2538 เหลือเพียง 831.6 จุด เมื่อสิ้นปี พ.ศ. 2539 และดัชนีราคาหลักทรัพย์ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งลดลงต่ำสุดอยู่ที่ 296.2 จุดเมื่อสิ้นปี พ.ศ. 2543 ทั้งนี้เนื่องมาจากปัจจัยสำคัญทั้งภายนอกและภายในประเทศ ซึ่ง ปัจจัยภายในได้แก่ ไทยมีปัญหาโครงสร้างทางเศรษฐกิจ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้น อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ปัญหานี้เสียของสถาบันการเงิน ปัญหาการเมืองภายในประเทศ เป็นต้น ส่วนปัจจัยนอก ได้แก่ นักลงทุนต่างชาติเริ่มกังวลกับภาวะเศรษฐกิจของไทย และทิศทางการเมือง จากปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังพัฒนา และ มีความอ่อนไหวต่อเหตุการณ์ทั้งด้านเศรษฐกิจ และการเมือง เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว จนกระทั่งปัจจุบันปี พ.ศ.2546 การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ดังเกิดได้จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ณ วันที่ 14 สิงหาคม 2546 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ที่ 518.83 จุด เนื่องจากการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนชาวต่างชาติ และการปรับอันดับความน่าเชื่อถือสถาบันการเงินของไทยดังแสดงในรูปที่ 1

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนที่ต้องการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ในอัตราที่สูงกว่าการลงทุนประเภทอื่น และแน่นอนว่าความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ย่อมสูงตามอัตราผลตอบแทนเช่นกัน แนวคิดพื้นฐานของนักลงทุนคือ จะทำการซื้อหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ก็ต่อเมื่อ ผลตอบแทนที่คาดหวังคุ้มค่ากับความเสี่ยง ซึ่งเมื่อพิจารณาถึงผลตอบแทนจากการลงทุนนั้น จะถูกกำหนดโดยปัจจัย 2 ประเภทคือ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ทุกๆตัวในตลาด แต่ระดับความรุนแรงและทิศทางของปัจจัยดังกล่าว จะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละหลักทรัพย์ ปัจจัยเหล่านี้ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ภาวะทางการเมือง เศรษฐกิจและสังคม เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ส่วนปัจจัยอีกประเภทหนึ่ง คือ ปัจจัยที่มีอิทธิพลเฉพาะหลักทรัพย์แต่ละตัว ซึ่งเป็นปัจจัยภายในของแต่ละกิจการ ได้แก่ สภาพคล่อง และความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ความสามารถในการดำเนินงาน และประสิทธิภาพในการบริหารงานของแต่ละบริษัท ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ เป็นสาเหตุให้เกิดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ดังนั้นเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการลงทุน จึงควรศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่น่าเชื่อที่มีส่วนในการกำหนดผลตอบแทนในการลงทุน เพื่อเป็นแนวทางในการเลือกลงทุนของนักลงทุน ซึ่งแบบจำลองที่สามารถใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในการศึกษาครั้งนี้คือ แบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory ซึ่งแบบจำลองนี้ได้ตระหนักว่ามีความเสี่ยงระดับมหภาคอยู่หลายประเภทที่อาจจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นในการประยุกต์ใช้ตัวแบบจำลอง APT จะต้องมีการทดสอบว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ทำให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แตกต่างกัน และแต่ละปัจจัยจะส่งผลในทางบวกหรือลบต่ออัตราผลตอบแทน

ภาพที่ 1 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) รายเดือนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535-2547



ที่มา : Reuters (2004:Online)

หมายเหตุ เส้นต่อเนื่อง คือ MA20

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน และปัจจัยที่มีอิทธิพลในการกำหนดความเสี่ยง
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบ การประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยต่างๆ ค่าชดเชยความเสี่ยง เนื่องจากปัจจัยเหล่านั้น และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยวิธี Factor Loading Model (FLM) และ วิธี Macroeconomic Variable Model (MVM)

## 1.3 ประโยชน์ของการศึกษา

ทราบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน และปัจจัยที่มีอิทธิพลในการกำหนดความเสี่ยงเป็นประโยชน์ให้นักลงทุนใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาการลงทุน เพื่อให้การลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ

## 1.4 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ จะทำการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาคือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จำนวน 100 หลักทรัพย์ ที่มีมูลค่า Market Capitalization 100 อันดับแรก ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน พ.ศ. 2543 ถึง วันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ. 2546

## 1.5 นิยามศัพท์

**ความเสี่ยง (Risk)** ความเสี่ยงในการถือหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ที่อาจทำให้ผลตอบแทน (Return) ที่จะได้รับน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ สาเหตุอาจมาจากการที่เงินปันผลหรือดอกเบี้ยที่ได้ได้น้อยกว่าที่คิด (Failure of Dividend) และ/หรือ ราคาของหลักทรัพย์ที่ปรากฏนั้น น้อยกว่าที่คาดไว้ สาเหตุที่ทำให้มีการเปลี่ยนแปลง (Variation) อาจมาจากอิทธิพลภายนอกกิจการที่ไม่สามารถควบคุมได้ เรียกว่า Systematic Risk ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ การเมือง และ ทางด้านสังคม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ตัวอย่างเช่น ถ้าระบบเศรษฐกิจตกต่ำลง และมีกำไรไปในทิศทางที่ลดลง ราคาของหลักทรัพย์อาจจะปรับตัวลดลงมาก เป็นความเสี่ยงส่วนที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนไป โดยก่อให้เกิดผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาด

ในทางตรงกันข้าม ปัจจัยจากภายในกิจการที่สามารถควบคุมได้ เรียกว่า Unsystematic Risk หรือความเสี่ยงที่ไม่มีผลกระทบต่อระบบ คือความเสี่ยงที่มีผลต่อบริษัทใดบริษัทหนึ่ง โดยเฉพาะเพียงแห่งเดียว โดยไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์อื่นในตลาด ปัจจัยดังกล่าวได้แก่ การเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค (Consumer Preference) การนัดหยุดงานของแรงงานในบริษัท (Labor Strikes) เป็นต้น

**ค่าชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium)** หมายถึงส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง (Risk Asset) ชนิดใดชนิดหนึ่งกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk Free Asset) ณ ช่วงเวลาการลงทุนเดียวกัน

**ดัชนีราคาหุ้น (Stock Price Index)** เป็นเครื่องมือทางสถิติที่แสดงการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยรวมในตลาดคือ ถ้าดัชนีมีค่าสูงหมายความว่าราคาหุ้นส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับราคาหุ้น ถ้าดัชนีมีค่าลดลงหมายความว่า ราคาส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับราคาหุ้น

**ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index)** หมายถึงอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดรวมในวันที่คำนวณกับมูลค่ารวม ณ วันฐาน โดยวันฐาน คือ วันที่ 30 เมษายน 2518 ซึ่งเป็นวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์และจะมีการปรับฐานในกรณีที่หลักทรัพย์ใหม่เข้าตลาด หรือมีการเพิกถอนหลักทรัพย์ออกจากตลาด หรือมีการเพิ่มทุนหรือลดทุนหรือควบกิจการกับบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์

**เงินปันผล (Dividend)** หมายถึงส่วนของกำไรที่บริษัท (หรือกองทุนรวม) แบ่งจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นและหุ้นบุริมสิทธิ (หรือหน่วยลงทุน) ตามสิทธิของแต่ละหลักทรัพย์ เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิกำหนดไว้ตายตัวเป็นร้อยละของราคาตราไว้ แต่เงินปันผลของหุ้นสามัญจะเปลี่ยนแปลงไปตามผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละปี คณะกรรมการบริษัทจะประกาศกำหนดการจ่ายเงินปันผลแก่หุ้นสามัญเป็นคราวๆ ไป การจ่ายเงินปันผลแก่หุ้นสามัญอาจจ่ายเป็นหุ้นปันผลก็ได้

**ราคาตลาด (Market Price)** คือราคาหุ้นใดในตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดจากการซื้อขายครั้งหลังสุดเป็นราคาที่สะท้อนถึงความต้องการซื้อและความต้องการขายของผู้ลงทุนในขณะนั้น ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง เช่น ผลการดำเนินงานของบริษัท อัตราเงินปันผลที่คาดว่าจะจ่าย ความมั่นใจของผู้ลงทุนทั่วไปต่อหุ้นนั้นหรือต่อสภาพของตลาดโดยทั่วไป

**ราคาปิด (Close Price)** คือ ราคาตลาดของหุ้นใดในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายเป็นรายการสุดท้ายของแต่ละวัน

**หุ้นสามัญ (Common Stock)** คือหลักทรัพย์ที่บริษัทออกจำหน่ายเพื่อระดมเงินทุนมาดำเนินกิจการ ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิร่วมเป็นเจ้าของบริษัทมีสิทธิออกเสียงลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อเลือกตั้งกรรมการบริษัทร่วมตัดสินใจในนโยบายการดำเนินงานของบริษัท และร่วมตัดสินใจในปีงบประมาณสำคัญของบริษัท ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล (Dividend) เมื่อบริษัทมีผลกำไร มีโอกาสได้รับกำไรส่วนทุน (Capital Gain) เมื่อราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นตามศักยภาพของบริษัท และมีโอกาสได้รับสิทธิจองซื้อหุ้นออกใหม่ (Right) เมื่อบริษัทเพิ่มทุนขยายกิจการ หากบริษัทเลิกกิจการก็จะได้รับส่วนแบ่งในสินทรัพย์ของบริษัทจากออกสุทธิหลังจากชำระคืนเจ้าหนี้และพันธะต่างๆ หมดแล้วหุ้นสามัญมีอีกชื่อหนึ่งว่า Ordinary Share

**อัตราปันผลตอบแทน (Dividend Yield)** หมายถึงค่าสถิติที่บอกให้ทราบว่าหากลงทุนซื้อหุ้น ณ ราคาล่าสุดปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลคิดเป็นอัตราร้อยละเท่าใด การคำนวณ หากมีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราปันผลตอบแทน} = \frac{\text{มูลค่าปันผลต่อหุ้น} \times 100}{\text{จำนวนหุ้น}}$$

**อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Rate of Return)** หมายถึงผลประโยชน์ทั้งสิ้นที่ได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในระยะเวลาหนึ่งที่ผู้ลงทุนได้ถือครองหลักทรัพย์นั้นๆ ไว้ เรียกว่ารายได้ปัจจุบัน (Current Yield) และรวมถึงมูลค่าส่วนเพิ่มของราคาหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของการลงทุนที่เรียกว่า กำไรส่วนทุน (Capital Gain) ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์แบ่งได้เป็น 2 ลักษณะคือ เงินปันผล และกำไรส่วนทุนที่ไม่เป็นตัวเงิน ได้แก่ ความพอใจหรือความสุขของผู้ลงทุนที่ได้ถือครองหลักทรัพย์นั้น