บทที่ 2
แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

เนื่องจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นักลงทุนต้องคำนึงถึงผลตอบแทนและความเสี่ยงไปพร้อมกัน เพราะความแปรผันของหุ้นแต่ละตัว ตามระดับความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้นนั้นๆ ทฤษฎีที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนดังกล่าว ซึ่งใช้เป็นแนวทางในการศึกษาครั้งนี้สามารถที่จะสรุปได้ดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีการลงทุนในหลักทรัพย์ (เพชรี ขุมทรัพย์,2544 : 351-353) เป็นการศึกษาและวิเคราะห์จากข้อมูลต่าง ๆ ที่จะนำมาใช้ประเมินราคาหลักทรัพย์ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการประเมินราคาหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และตามวิธีนี้มูลค่าของหลักทรัพย์กำหนดจากมูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่บริษทัคาดว่าจะได้รับในอนาคต (กำไร) หรือเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับในอนาคต (เงินสดปันผล) การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์โดยสามารถแยกเป็น วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ วิเคราะห์อุตสาหกรรม วิเคราะห์บริษัท

การวิเคราะห์เศรษฐกิจเป็นการวิเคราะห์ลักษณะภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในอนาคต เพื่อกำหนดประเภทสินทรัพย์ที่จะลงทุนเป็นต้นว่าลงทุนในหุ้นกู้หรือสินทรัพย์อื่น นอกจากนี้การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจทำให้ผู้ลงทุนสามารถคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะการณ์ทางการเงินของประเทศและภาวะตลาดหุ้น รวมทั้งการคาดคะเนถึงอัตราดอกเบี้ย ภาวะเงินเฟ้อ ราคาหุ้น ตลอดจนอุตสาหกรรมที่น่าลงทุน กล่าวโดยสรุป ผู้ลงทุนวิเคราะห์ภาวะทางเศรษฐกิจเพื่อ

- พยากรณ์ทิศทางการขยายตัวทางเศรษฐกิจ
- เลือกอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะมีส่วนร่วมรับผลประโยชน์อันเกิดจากการขยายตัวของเศรษฐกิจ
- ชี้ให้เห็นถึงบริษัทที่ควรจะลงทุน

การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรม การเลือกอุตสาหกรรมลงทุน สิ่งที่สำคัญที่สุดจะต้องรู้ว่าอุตสาหกรรมที่จะลงทุนอยู่ในช่วงใดของวงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม ซึ่งแบ่งได้เป็น 3 ช่วง คือ

1. Pioneering stage เป็นช่วงที่เกิดการพัฒนาสินค้าชนิดใหม่ๆ ลักษณะเบื้องต้นของช่วงนี้ก็คือการผลิตเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันความต้องการในสินค้าเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วด้วย เป็นเหตุจูงใจให้บริษัทอื่นๆ จำนวนมากเข้ามาขอส่วนแบ่งตลาด โดยเข้ามาทำการผลิตด้วย ทำให้ตลาดเกิดการแข่งขันอย่างรุนแรง บริษัทที่เข้ามาเป็นกลุ่มแรกเท่านั้นที่จะได้กำไรก้อนใหญ่ เมื่อภาวะการแข่งขันเข้มข้นขึ้นราคาสินค้าลดลงอย่างรวดเร็ว ทำให้กำไรลดลง เป็นเหตุบีบบังคับให้บริษัทที่ด้อย

ประสิทธิภาพด้อยคุณภาพกว่าต้องออกจากวงจร การดำเนินธุรกิจในช่วงนี้ถือว่ามีความเสี่ยงสูงมาก ทั้งนี้เพราะราคาสินค้าขาดเสถียรภาพ ผู้ที่เข้ามาช่วงหลังมักมองการลงทุนในลักษณะของโอกาสเก็งกำไรมากกว่าความตั้งใจที่จะลงทุนอย่างจริงจัง ด้วยเหตุนี้ในตอนท้ายของช่วงนี้จึงเหลือบริษัทที่แกร่งจริง ที่เป็นผู้นำเพียงไม่กี่ราย

2. Expansion stage มีลักษณะสำคัญคือ ความต้องการสินค้าเพิ่มขึ้น แต่อัตราการขยายตัวกลับน้อยกว่าช่วงที่ผ่านมาจึงทำให้ในช่วงนี้ปริมาณการผลิตและความต้องการสินค้าเข้าสู่ดุลยภาพ ราคาสินค้า ตัวสินค้าและการผลิตมีเสถียรภาพมาก บริษัทใหญ่ๆ ที่สามารถอยู่ได้ และผ่านพ้นจากช่วงที่แล้วไม่กี่บริษัทจะมาเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากช่วงนี้ นอกจากนี้ในช่วงนี้จะเกิดการควบกิจการและซื้อกิจการเพื่อให้บริษัทมีความเข้มแข็งและขยายตัวได้รวดเร็ว ในช่วงนี้ความต้องการเงินลงทุนสูงทั้งที่มีอยู่แล้วและที่ต้องการจัดหาเพิ่มเติม เพื่อมาเสริมฐานให้แข็งแกร่งขึ้น จึงเป็นจังหวะที่ดีมากสำหรับผู้ที่ลงทุนจะลงทุนในช่วงจังหวะนี้

3. Stagnation stage เป็นช่วงสุดท้ายของวงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรมบางอุตสาหกรรมเกิดการชงักตัวในการขยายขณะเดียวกันผลผลิตกลับลดลง เพราะเมื่ออุตสาหกรรมใหญ่มากขึ้นทำให้ทรัพยากรขาดแคลน ต้นทุนการผลิตจึงสูงขึ้น ตัวอย่างอุตสาหกรรมที่อยู่ได้ช่วงนี้ได้แก่ อุตสาหกรรมรถไฟที่เกี่ยวกับด้านผู้โดยสารและการขนส่งเป็นเพราะในช่วงที่ผ่านมาเมื่อเกิดการขยายตัว ทำให้แรงงานวัตถุดิบที่มีอยู่อย่างจำกัดเกิดการแย่งกันทำให้ต้องจ่ายต้นทุนสูงเมื่อมาถึงช่วงนี้อุตสาหกรรมรถไฟมีการบริการอย่างอื่นที่มาทดแทนได้และผู้โดยสารนิยมมากกว่าคือโดยสารด้วยรถยนต์และเครื่องบินเป็นต้น ทำให้ความนิยมในการใช้บริการรถไฟลดลง ขณะเดียวกันต้นทุนสูงเป็นเหตุให้การขยายตัวของอุตสาหกรรมประเภทนี้หยุดชงัก ผู้ลงทุนเองเกิดความระแวงว่าอาจเกิดความเปลี่ยนแปลงขึ้นกับอุตสาหกรรมประเภทนี้ เมื่อมาถึงจุดนี้ จะมีคำถามอยู่คำถามหนึ่งว่าเพราะเหตุใดในช่วง Stagnation stage การขยายตัวของอุตสาหกรรมจึงถดถอย สาเหตุใหญ่เนื่องมาจากความต้องการในสินค้าประเภทนั้นลดลง ทั้งนี้เพราะมีสินค้าอื่นเข้ามาทดแทนได้ ทำให้กำไรลดซึ่งเป็นผลเนื่องมาจากต้นทุนสูงขึ้น ทั้งต้นทุนด้านวัตถุดิบและแรงงานสูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงรสนิยมของผู้บริโภค การเปลี่ยนแปลงในตัวบทกฎหมาย การปรับปรุงด้านเทคนิคต่างๆ หรือการนำเครื่องจักรอัตโนมัติมาใช้ มีผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ และดีกว่าเกิดขึ้น แข่งขันด้านตลาดจากสินค้าต่างประเทศ เป็นต้น

ค่าจ้างแรงงานสูงขึ้น ตัวอย่างได้แก่ อุตสาหกรรมถ่านหิน สินค้าที่เข้ามาแข่งขันคือน้ำมันและก๊าซ ทำให้ความต้องการในการใช้ถ่านหินลดลง ขณะเดียวกันค่าแรงกลับเพิ่มขึ้น กิจการประเภทนี้จะลดราคาเพื่อมาแข่งขันกับน้ำมันและก๊าซย่อมทำได้ยาก จึงเป็นเหตุให้ความต้องการในถ่านหินกลับลดลงอีก

การเปลี่ยนแปลงรสนิยมของผู้บริโภค ตัวอย่างเช่น อุตสาหกรรมยาสูบ ถูกกระทบกระเทือนมากเมื่อรัฐบาลได้ทำการต่อต้านโรคมะเร็งโดยโฆษณาแสดงให้เห็นถึงอันตรายจากการสูบบุหรี่ นอกจากนี้คนมีรายได้สูงขึ้นก็เป็นเหตุหนึ่งที่ทำให้ความเป็นอยู่ของผู้นั้นเปลี่ยนแปลงไป รสนิยมก็เปลี่ยนแปลงไปด้วย

การเปลี่ยนแปลงในด้านเทคนิค เช่น การค้นคิดเครื่องจักรใหม่ๆ ที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น ทำให้เครื่องจักรรุ่นเก่าถูกกระทบกระเทือน

การเปลี่ยนแปลงตัวบทกฎหมาย การเปลี่ยนหรือการออกกฎหมายใหม่อาจทำให้อุตสาหกรรมบางประเภทสูญเสียสภาพการแข่งขันได้ ตัวอย่างเช่น การออกกฎหมายกำหนดค่าแรงงานขั้นต่ำเป็นผลให้ค่าแรงด้านการผลิตสูงขึ้น อุตสาหกรรมบางประเภทต้องสูญเสียการแข่งขันไป เป็นต้น ช่วงการลงทุนที่เหมาะ คือช่วง Expansion stage จากวงจรขยายตัวหรือวงจรชีวิตของอุตสาหกรรมได้ใช้สัจธรรมอย่างหนึ่งว่า "ไม่มีใครจะอยู่ค้ำฟ้า" เมื่อไปได้ถึงจุดสูงสุดย่อมจะต้องถึงคราวต้องพบกับจุดเสื่อมในช่วงต่อมา การลงทุนจึงต้องมองไปข้างหน้าและจำเป็นต้องมีการพยากรณ์ภาวะอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์บริษัท แบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 ลักษณะ คือ วิเคราะห์เชิงคุณภาพและวิเคราะห์เชิงปริมาณ เพื่อดูคุณภาพของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน พร้อมกับประเมินความเสี่ยงไปด้วย ซึ่งสามารถจะดูได้จาก

1. โครงสร้างการลงทุนของบริษัทว่าลงทุนอะไรมากเป็นพิเศษบ้าง
2. โครงสร้างทางการเงิน เป็นการดูว่าเงินที่ลงทุนทั้งก้อนนั้น ได้มาจากแหล่งใดและสัดส่วนเป็นอย่างไร เพื่อประเมินความเสี่ยงทั้งทางด้านลงทุนและจัดหาเงินทุน กำไรของบริษัทมากน้อยเพียงใด เทียบกับยอดขายแล้วได้กี่เปอร์เซนต์ เป็นการดูโครงสร้างของงบกำไรขาดทุนซึ่งใช้ประโยชน์การตรวจสอบว่า อัตราส่วนกำไรต่อยอดขายที่ได้นั้นเป็นที่พอใจหรือไม่ หากไม่พอใจมีจุดใดบ้างที่เป็นปัญหาในแง่ของการลงทุนในหุ้นถือได้ว่าข้อมูลต่อหุ้นให้ภาพที่ชัดเจนและช่วยในการตัดสินใจอย่างมากที่สำคัญได้แก่ราคาตลาดสูงสุด ต่ำสุด มูลค่าตามบัญชี กำไรตามบัญชี โดยเฉพาะอย่างยิ่งราคาหุ้นต่อกำไรตามบัญชีกับราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี มีส่วนเข้ามาช่วยในการตัดสินใจว่าควรซื้อหรือขายหุ้น

แนวคิดในการตัดสินใจ ผู้ลงทุนควรกำหนดวัตถุประสงค์ไว้ก่อนและพิจารณาเลือกลงทุนให้ตรงกับจุดมุ่งหมายที่วางไว้ทั้งนี้ เนื่องจาก การลงทุนแต่ละประเภทย่อมเหมาะสมกับบุคคลแต่ละคนและจุดมุ่งหมายในการลงทุนของผู้ลงทุนแตกต่างกันไประหว่างผู้ลงทุนแต่ละท่าน ผู้ลงทุนบางท่านลงทุนเพื่อหวังรายได้ บางท่านหวังกำไรจากการขายหลักทรัพย์ และบางท่านอาจจะ

ต้องการได้ทั้ง 2 อย่าง ดังนั้นผู้ลงทุนแต่ละท่านก็มีวัตถุประสงค์ในการลงทุนของตนเอง (เพชรี ขุมทรัพย์ : 2540)

ปัจจัยที่กำหนดจุดประสงค์ของการลงทุนส่วนบุคคลที่ควรนำมาพิจารณา คือ

1. ปัจจัยส่วนบุคคล
2. ปัจจัยทางด้านการเงิน

ปัจจัยส่วนบุคคล

1. อายุของผู้ลงทุน (The age of investor) ผู้ลงทุนที่มีอายุน้อยหรือระหว่าง 25-40 ปี มักจะกล้าเสี่ยง และสนใจการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดความงอกเงยแก่เงินทุน แต่ผู้ลงทุนที่มีอายุระหว่าง 40 - 50 ปี อาจสนใจการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ ทั้งนี้อาจเนื่องมากจากภาวะทางครอบครัวและผู้ลงทุนที่มีอายุมากกว่า 60 ปี ยิ่งพอใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้แน่นอน

2. การมีครอบครัวและความรับผิดชอบที่มีต่อครอบครัว (Marital status and family responsibilities)ผู้ลงทุนที่มีครอบครัวแล้วต้องรับผิดชอบต่อความเป็นอยู่ของครอบครัว ต้องการให้การศึกษาแก่บุตร ทำให้เขาเกิดความจำเป็นที่จะต้องลงทุนในหลักทรัพย์ที่มั่นคง ให้รายได้แน่นอน ส่วนคนโสดไม่มีภาระผูกพันย่อม ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงได้

3. สุขภาพของผู้ลงทุน (The health of the investor) ปัญหาเรื่องสุขภาพของผู้ลงทุนมีต่อการกำหนดนโยบายลงทุนของผู้ลงทุน ผู้ลงทุนที่มีสุขภาพไม่สมบูรณ์ย่อมต้องการรายได้ที่แน่นอนเพื่อมาจุนเจือรายจ่ายที่เกิดขึ้น

4. ความสมัครใจในการลงทุน (Willingness to accept risks of investment) ผู้ลงทุนบางท่านอาจต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ความเสี่ยงในที่นี้มีหลายลักษณะด้วยกัน เช่น ความเสี่ยงในธุรกิจ ความเสี่ยงในตลาด ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย และความเสี่ยงในอำนาจซื้อ เป็นต้น ผู้ลงทุนในลักษณะนี้ได้เตรียมตัวเตรียมใจที่จะเผชิญกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตแล้ว

5. ความจำเป็นของผู้ลงทุน (Investor's needs) ความจำเป็นของผู้ลงทุนอาจจะแตกต่างกันบางท่านอาจมีความจำเป็นทางด้านการเงิน บางท่านอาจมีความจำเป็นทางด้านความรู้สึกและจิตใจ แน่นอนที่สุดสิ่งที่สำคัญที่เร่งเร้าให้เกิดการลงทุนก็คือ ตัวกำไร ซึ่งอาจเก็บสะสมไว้เพื่อใช้ยามชรา เพื่อการศึกษาหรือเพื่อปรับฐานะการครองชีพของตนเองให้ดีขึ้น

ปัจจัยทางด้านการเงิน

ผู้ลงทุนต่างมีจุดมุ่งหมายการลงทุนของตัวเองตามความต้องการและภาวะแวดล้อมของผู้ลงทุน ซึ่งพอจะแบ่งจุดมุ่งหมายดังกล่าวในลักษณะต่าง ๆ ได้ดังนี้

1. ความปลอดภัยของเงินลงทุน ความปลอดภัยของเงินลงทุน นอกจากจะหมายความถึงการรักษาเงินลงทุนเริ่มแรกให้คงไว้แล้ว ถ้ามองไกลอีกนิด ยังหมายความรวมถึงการป้องกันความเสี่ยงซึ่งเกิดจากอำนาจซื้อลดลงอันเป็นผลจากภาวะเงินเฟ้ออีกด้วย จากความหมายดังกล่าว การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีเวลากำหนดคืนเงินต้นจำนวนแน่นอน ซึ่งได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้และหุ้นบุริมสิทธิที่มีกำหนดเวลาไถ่ถอนของบริษัทที่มั่นคงก็อยู่ในความหมายนี้ นอกจากนี้ การลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีฐานะมั่นคงและกำลังขยายตัวก็อยู่ในความหมายนี้เช่นกัน

2. เสถียรภาพของรายได้ ผู้ลงทุนมักจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้สม่ำเสมอ ทั้งนี้เนื่องจากรายได้ที่สม่ำเสมอ เช่น ดอกเบี้ย หรือเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ผู้ลงทุนสามารถทำแผนการใช้ลงทุนได้ว่า เขาจะนำรายได้ที่ได้นี้ไปใช้เพื่อบริโภคหรือเพื่อลงทุนใหม่ต่อไป นอกจากนี้ ดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่ได้รับเป็นประจำย่อมมีค่ามากกว่าดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่เขาสัญญาว่าจะให้ในอนาคต ซึ่งยังไม่แน่ว่าจะได้ตามที่เขาสัญญาหรือไม่

3. ความงอกเงยของเงินลงทุน ตามกฎทั่ว ๆ ไปแล้ว ผู้ลงทุนมักจะตั้งจุดมุ่งหมายไว้ว่าพยายามจัดการให้เงินทุนของเขาเพิ่มพูนขึ้น ทั้งนี้ไม่ได้หมายความว่าความงอกเงยของเงินทุนจะเกิดขึ้นได้จากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่กำลังขยายตัวเท่านั้น การนำรายได้ที่ได้รับไปลงทุนใหม่ก็จะก่อให้เกิดการงอกเงยของเงินทุนได้ดีพอๆ กับการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่กำลังขยายตัว ผู้ลงทุนส่วนมากเพิ่มมูลค่าของเงินทุนเขาโดยการนำดอกเบี้ยและเงินปันผลที่ได้รับไปลงทุนใหม่ ความงอกเงยของเงินทุนนี้ให้ประโยชน์แก่ผู้ลงทุนในแง่ว่า (1) เพื่อปรับฐานะของผู้ลงทุนในระยะยาวให้ดีขึ้น (2) เพื่อรักษาอำนาจซื้อให้คงไว้ (3) เพื่อให้การจัดการคล่องตัวขึ้น

4. ความคล่องตัวในการซื้อขาย หมายถึงหลักทรัพย์ที่สามารถซื้อหรือขายได้ง่ายและรวดเร็ว ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับราคา ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ที่หุ้นนั้นจดทะเบียน ขนาดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ จำนวนผู้ถือหุ้น และความสนใจที่ประชาชนทั่ว ๆ ไป มีต่อหุ้น หุ้นที่มีราคาสูงมักจะขายได้ยากกว่าหุ้นที่มีราคาต่ำกว่า ยกตัวอย่างง่าย ๆ หุ้นราคา 500 บาทย่อมขายได้ยากกว่าหุ้นราคา 50 บาท เป็นต้น

5. ความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที เมื่อหลักทรัพย์ที่ลงทุนมี Liquidity สูง ความสามารถในการหากำไร ย่อมลดลง หากโอกาสลงทุนที่น่าดึงดูดใจมาถึงเขาจะได้มีเงินพร้อมที่จะลงทุนได้ทันที การจัดการสำหรับเงินทุนส่วนนี้ผู้ลงทุนอาจแบ่งสรรปันส่วนจากเงินทุนเพื่อการนี้โดยเฉพาะ หรืออาจใช้เงินปันผลหรือดอกเบี้ยที่ได้รับมาเพื่อซื้อหุ้นใหม่ดังกล่าวก็ได้

6. การกระจายเงินลงทุน วัตถุประสงค์ก็คือต้องการกระจายความเสี่ยงและการกระจายความเสี่ยงทุนในหลักทรัพย์สามารถทำได้ 4 วิธี คือ

6.1 ลงทุนผสมระหว่างหลักทรัพย์ที่มีหลักประกันในเงินลงทุน และมีรายได้จาก

การลงทุนแน่นอนกับหลักทรัพย์ที่มีรายได้และราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามภาวะเศรษฐกิจ

6.2 ลงทุนในหลักทรัพย์หลาย ๆ อย่างปนกันไป

6.3 ลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีความแตกต่างทางภูมิศาสตร์ เพื่อลดความเสี่ยงเรื่องน้ำท่วมหรือภัยธรรมชาติ เป็นต้น

6.4 ลงทุนในหลักทรัพย์ธุรกิจทีมีลักษณะการผลิตที่ต่างกันแบบ Vertical หรือ Horizontal ถ้าเป็นแบบ Vertical หมายถึงการลงทุนในธุรกิจ ต่าง ๆ ตั้งแต่วัตถุดิบไปจนสินค้าสำเร็จรูป ถ้าเป็นแบบ Horizontal เป็นการลงทุนในกิจการที่ประกอบธุรกิจในลักษณะเดียวกัน

2.1.2 Markowitz Model

Harry MarKowitz ได้เสนอทฤษฎีนี้ ในปี ค.ศ. 1952 เป็นเรื่องของการลงทุนกลุ่มหลักทรัพย์ทีมีประสิทธิภาพ กล่าวถึง ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน ผู้ลงทุนสามารถจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนของตน ให้มีความเสี่ยงต่ำที่สุดหรือในทางกลับกัน หากระดับความเสี่ยงเท่ากันก็สามารถขจัดให้พอร์ตมีอัตราผลตอบแทนมากที่สุด

2.1.3 Arbitrage Pricing theory –APT

Steven Ross ได้เสนอทฤษฎีนี้ ในปี ค.ศ. 1976 เป็นทฤษฎีที่ใช้หลักการสินค้าเหมือนกันควรมีราคาเดียวกันในทุกๆ ที่ หมายถึงต้องให้อัตราผลตอบแทนในการลงทุนที่เท่ากัน ซึ่งจะเป็นเช่นนั้นได้ก็ต่อเมื่อราคาของหุ้นหรือสินทรัพย์ใดๆ ได้สะท้อนผลกระทบจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดที่มีผลกระทบแตกต่างกันไป ปัจจัยที่คาดว่าน่าจะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นน่าจะมีปัจจัยที่คล้ายคลึงกัน เช่น อัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และวงจรธุรกิจ กรณีหุ้นที่มีรายได้หลักจากการส่งออก ปัจจัยที่ควรจะมีอิทธิพลมากก็คือ ภาวะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่สำคัญ

ทฤษฎีนี้เป็นแนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับการชดเชยความเสี่ยงกำไร โดยมองว่าหากตลาดหุ้นที่สมบูรณ์ จะให้ผลตอบแทนเฉพาะผู้รับความเสี่ยงของระบบเท่านั้น ความเสี่ยงนอกเหนือจากระบบจะไม่มีผลตอบแทนให้ เพราะยืนอยู่บนความคิดที่ว่า ความเสี่ยงนอกเหนือจากระบบสามารถขจัดไปได้ด้วยการกระจายพอร์ตการลงทุน หากพอร์ตลงทุนใดที่มีการรับความเสี่ยงในระบบสูง โอกาสที่จะมีกำไรระยะยาวย่อมสูงเช่นกัน ทฤษฎี ATP จึงเป็นการบริหารความเสี่ยงในระบบการลงทุน ด้วยการกระจายการลงทุนของพอร์ต ที่มีหุ้นจำนวน 40 หรือ 50ตัว จะสามารถช่วยขจัดความเสี่ยงของการซื้อขายหุ้นได้ โดยไม่ทำความเสียหายให้กับนักลงทุน

2.2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

พรรณี อิสระพงษ์ไพศาล (2520) ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นทิสโก้ (Tisco index) กับราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวสูง 5 หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ของบริษัทเดียวกันกับที่วารุณีศึกษาโดยใช้วิธี Linear Regression Analysis ทำการศึกษาเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนพฤษภาคม ถึงเมษายน 2519 ผลการศึกษาปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นทิสโก้ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นธุรกิจการเงิน แต่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มธุรกิจการค้า โดยมีความสัมพันธ์กับธุรกิจการค้ามากที่สุด พรรณีจึงสรุปว่านักลงทุนจะสามารถคาดการณ์แนวโน้มของราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มธุรกิจการค้าได้จากดัชนีราคาหุ้นทิสโก้

นอกจากนั้นพรรณีได้ศึกษาถึง ความสำคัญของบการเงินของบริษัท ในตลาดหลักทรัพย์รวม 8 บริษัท โดยวิเคราะห์หาอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ 4 ประเภท คือ ทรัพย์สินหมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน ทรัพย์สินสุทธิต่อทรัพย์สินทั้งสิ้น กำไรสุทธิก่อนหักภาษีต่อทรัพย์สินทั้งสิ้น และกำไรสุทธิหลังหักภาษีต่อทรัพย์สุทธิ แต่ก็ไม่อาจสรุปได้ว่าการดำเนินงานและฐานะของบริษัทแตกต่างกันอย่างไรเนื่องจากข้อมูลที่นำมาศึกษาเป็นข้อมูลเพียงปีเดียวเท่านั้น

กิตติ ศิริพลลัภ (2521) ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นของบริษัทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระ ดังนี้ อัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงิน ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราเงินปันผลต่อราคาตลาด และอัตรากำไรสุทธิต่อราคาตลาด ในช่วงปี 2519 – 2520 เป็นรายสัปดาห์ โดยใช้วิธี Stepwise Multiple Regression กิตติได้แบ่งประเภทธุรกิจที่นำมาวิจัยออกเป็น 7 ประเภท และคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะทดสอบได้ 21 หลักทรัพย์ ซึ่งมาจากกลุ่มต่าง ๆ คือ กลุ่มธนาคารมี 4 หลักทรัพย์ กลุ่มสถาบันการเงินมี 3 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมสิ่งทอ 1 หลักทรัพย์ กลุ่มให้บริการ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มพาณิชย์ 2 หลักทรัพย์ และอื่น ๆ อีก 7 หลักทรัพย์ ในการคำนวณจะอยู่ภายใต้สมมุติฐาน ว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับราคาหุ้นเป็นเส้นตรง (linear) ผลการศึกษาปรากฏว่าตัวแปรอิสระเหล่านี้มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์แตกต่างกันไป โดยปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหุ้นของบริษัทเรียงลำดับจากมากไปหาน้อยสุดคือ อัตราดอกเบี้ย ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตรากำไรสุทธิต่อราคาตลาด อัตราเงินปันผลต่อราคาตลาด และปริมาณเงิน

วิมลรัตน์ โกสินทร์ตระการ (2521) ศึกษาความเสี่ยงภัยของหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้การคำนวณหาค่าความเสี่ยง ทั้งความเสี่ยงที่มีระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ (unsystematic risk) ตามวิธีของ William F.Sharpe ซึ่งวิเคราะห์ค่าความ

เสี่ยงจาก Single Index Model ของเส้นลักษณะ (characteristic line) และยังวิเคราะห์ว่าหลักทรัพย์ใดที่มีราคาสูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เมื่อตลาดอยู่ในภาวะสมดุลย์ โดยวิเคราะห์จากเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security market line) หรือเส้น SML ข้อมูลที่ได้ศึกษาอยู่ในระหว่างปี 2519 ถึง 2521

ผลการศึกษาปรากฏว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารมีความเสี่ยงภัยต่ำสุด และมีราคาซื้อขายโดยเฉลี่ยต่ำกว่าที่ควรเป็น เมื่อเทียบกับความเสี่ยงภัยในภาวะสมดุลย์ของหลักทรัพย์ ส่วนธุรกิจประเภทอื่นความเสี่ยงของหลักทรัพย์จะแตกต่างกัน แล้วแต่ละหลักทรัพย์และประเภทของธุรกิจ

ศิริ การเจริญดี สุชาติ สักการโกศล และโสภณ โรจน์ธำรงค์ (2524) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยนำทฤษฎีปริมาณเงินมาประยุกต์ในการอธิบาย นอกจากนั้นผู้ศึกษายังได้นำการทดสอบความสัมพันธ์ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และราคาหลักทรัพย์กับอัตราการเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไร โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2523 ผลการศึกษาสรุปได้ว่า ในช่วงสั้น ๆ ปริมาณเงินทุนหมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาและมูลค่าการซื้อขายมากนัก

การเคลื่อนไหวส่วนใหญ่เป็นบทบาทของนักเก็งกำไรมากกว่านักลงทุนสำหรับในระยะยาว การทดสอบไม่สามารถแสดงผลได้ชัดเจน เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านข้อมูลแต่พอสรุปได้ว่าอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ภาวะเงินเฟ้อ ปริมาณเงินหมุนเวียนในตลาด น่าจะมีอิทธิพล ต่อการเคลื่อนไหวของภาวะตลาดหลักทรัพย์ในระดับหนึ่ง

นินนาท เจริญเลิศ (2532) ศึกษาปัจจัยกำหนดการลงทุนในหลักทรัพย์และแนวทางการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต โดยมีจุดประสงค์หลักคือ การศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิเฉลี่ย อัตราการกู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น โดยแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง คือ ตั้งแต่กลางปี 2520 ถึงปลายปี 2530 และเปรียบเทียบระหว่าง ช่วงกลางปี 2530 ถึงกลางปี 2533 กับช่วงต้นปี 2529 กับช่วงต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 ซึ่งเป็นช่วงที่ดัชนีราคาหุ้นโน้มขึ้นสูงอย่างมากเช่นกัน เพื่อศึกษาหาความแตกต่างของปัจจัยกำหนดและ อิทธิพลของตัวแปรดังกล่าว ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นตรง

ผลการศึกษาปรากฏว่าในช่วงระยะเวลายาวคือ ระหว่างกลางปี 2520 ถึงปลายปี 2530 การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิจะทำให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ เปลี่ยนแปลง

มากที่สุด อย่างไรก็ตามอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากและอัตราดู้ยืม ระหว่างธนาคารมามีส่วนกำหนดการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

บุญชัย เกียรติธนาวิทย์ (2534) ศึกษาถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น กลุ่มธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ในช่วงเดือนกรกฎาคม 2529 ถึง กันยายน 2533 ซึ่งการศึกษานี้มีจุดประสงค์ที่จะแสดงว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นทั้งสองกลุ่มมีปัจจัยทางเศรษฐกิจสนับสนุนอยู่ไม่ใช่เฉพาะการเก็งกำไรอย่างที่กล่าวอ้างกัน

ผลการศึกษาจากการทดสอบความสัมพันธ์ในช่วงเดือนกรกฎาคม 2529 ถึง กันยายน 2533 ปรากฏว่าในกรณีของหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์นั้น ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนการยอมรับพันธะข้อ 8 อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและอัตราดอกเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ กรณีของหุ้นกลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์นั้น ก็ปรากฏว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ภาคเอกชน การยอมรับพันธะข้อ 8 และผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญตามสมมุติฐาน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นทั้งสองกลุ่มมีปัจจัยทางเศรษฐกิจสนับสนุนอยู่ โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นนั้นก็มักจะเป็นปัจจัยที่มีผลต่อแนวโน้มการทำกำไรในอนาคตของกิจการแทบทั้งสิ้น

สุโลจนี ศรีแกล้ว (2535) ได้ศึกษาถึงการวิเคราะห์หุ้นกลุ่มธนาคารและเงินทุนหลักทรัพย์ โดยในการศึกษานี้ประกอบไปด้วย 4 หัวข้อ (1) การศึกษาการเคลื่อนไหวของดัชนีหลักทรัพย์ (2) พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารและเงินทุนหลักทรัพย์ (3) ประมาณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) ของหุ้นกลุ่มธนาคารและกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และ (4) การเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารกับราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่วันที่ 1 สิงหาคม – 28 ธันวาคม 2533

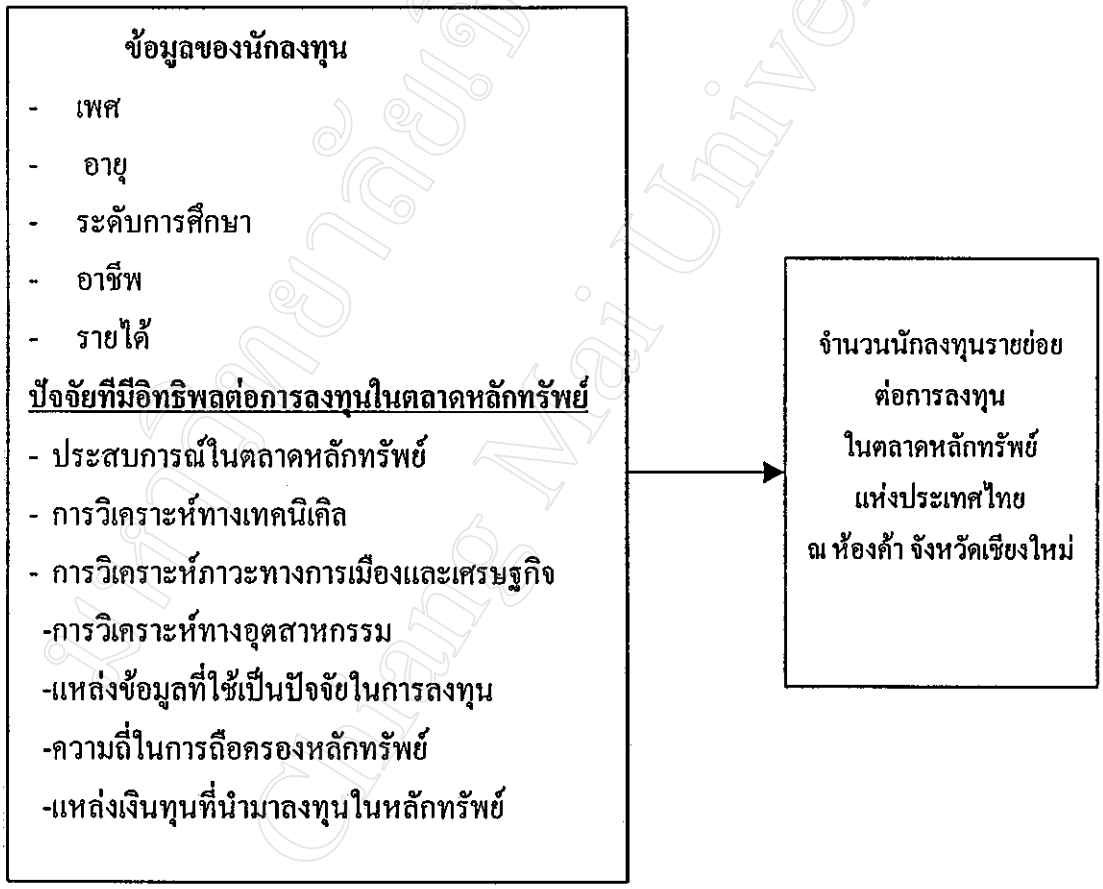
การวิเคราะห์ในหัวข้อ (1) และ (2) เป็นการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ และมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยการใช้สมการถดถอย ตัวแปรอธิบายที่นำมาศึกษาพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์และหุ้นทั้ง 2 กลุ่ม ได้แก่ ตัวแปรทางการเงินและภาวะเศรษฐกิจ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก ดัชนีหุ้น Dow Jones , Hang Seng , Nikkei และบรรยากาศการเมืองในประเทศและระหว่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่าสำหรับดัชนี Dow Jones และ Hang Seng สถานการณ์การเมืองในประเทศและสถานการณ์ในตะวันออกกลางเป็นตัวแปร ที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นทั้งสอง

นอกจากนั้น ยังพบว่าราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับสถานการณ์ของตลาดมากกว่าหุ้นกลุ่มธนาคาร และพบว่าค่าเบต้าของหุ้นในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มีค่าสูงกว่าหนึ่ง ในขณะที่หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มธนาคารมีค่าเบต้าน้อยกว่าหนึ่ง หมายความว่า หุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่ราคามีการปรับตัวเร็ว และหุ้นกลุ่มธนาคารเป็นหุ้นที่ราคามีการปรับตัวช้า

ยิ่งกว่านั้นการศึกษานี้ยังพบว่า ราคาหุ้นกลุ่มธนาคารเคลื่อนไหวช้ากว่าราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ด้วยเหตุผล 2 ประการ คือ (1) หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มธนาคาร มีมูลค่าทุนจดทะเบียนตามมูลค่าตราไว้สูงเมื่อเทียบกับเงินทุนหลักทรัพย์ (2) รายได้หลักธนาคารเป็นรายได้จากดอกเบี้ยและในขณะที่รายได้หลักของกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มาจาก 2 แหล่งใหญ่ คือ รายได้จากดอกเบี้ยและรายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ย เช่น รายได้จากค่าคอมมิชชั่น รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยของกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง รายได้จากค่าคอมมิชชั่นมีความสัมพันธ์กันอย่างสูงกับสภาพตลาด ในขณะที่รายได้จากดอกเบี้ยไหวตัวน้อยกว่า

เพียงใจ สุยะดุก (2543) ศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในการเลือกโบรกเกอร์และการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ห้องค้าจังหวัดเชียงใหม่ พบว่า ปัจจัยที่เป็นเหตุผลสำคัญที่นักลงทุนส่วนใหญ่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อต้องการกำไรจากการซื้อขายและพิจารณาข้อมูลข่าวสารของโบรกเกอร์เป็นสำคัญก่อนที่จะเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับโบรกเกอร์ สำหรับการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนจะอาศัยปัจจัยหลักในการพิจารณาคือ ฐานะทางการเงินของหลักทรัพย์มากที่สุด รองลงมาคือความมั่นคงทางการเมืองและภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศที่นักลงทุนให้น้ำหนักเท่ากับผลประกอบการของหลักทรัพย์

สำหรับการลงทุนที่เป็นที่สนใจของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์คือ กลุ่มสื่อสาร ธนาคาร พลังงานและเงินทุนหลักทรัพย์ตามลำดับ นักลงทุนที่มีรายได้ต่ำมีแนวโน้มถือครองหลักทรัพย์สั้นกว่านักลงทุนที่มีรายได้สูง นักลงทุนที่มีรายได้สูงมีแนวโน้มที่จะกระจายการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์หลายกลุ่มและยิ่งมีรายได้สูงจะมีแนวโน้มถือครองหลักทรัพย์หลายตัวมากขึ้น นักลงทุนทั่วไปมีผลดำเนินงานจากการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งกำไรและขาดทุนในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน นักลงทุนที่มีระดับการศึกษาและระดับรายได้สูงมีโอกาสจะได้ผลจากการลงทุนในหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น

2.3 กรอบแนวคิดในการศึกษา (Framework of Analysis)

จากการศึกษาทฤษฎีและผลงานวิจัย แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับเงินทุนหลักทรัพย์ที่เกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ปัจจัยส่วนบุคคล ประสบการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ทางเทคนิคิล ภาวะทางการเมืองและเศรษฐกิจ ทางอุตสาหกรรม แหล่งข้อมูลที่ใช้เป็นปัจจัยในการลงทุน ความถี่ในการถือครองหลักทรัพย์ แหล่งเงินทุนที่นำมาลงทุนในหลักทรัพย์และอื่นๆ เป็นต้น ดังนั้นผู้วิจัยจึง