

## บทที่ 1

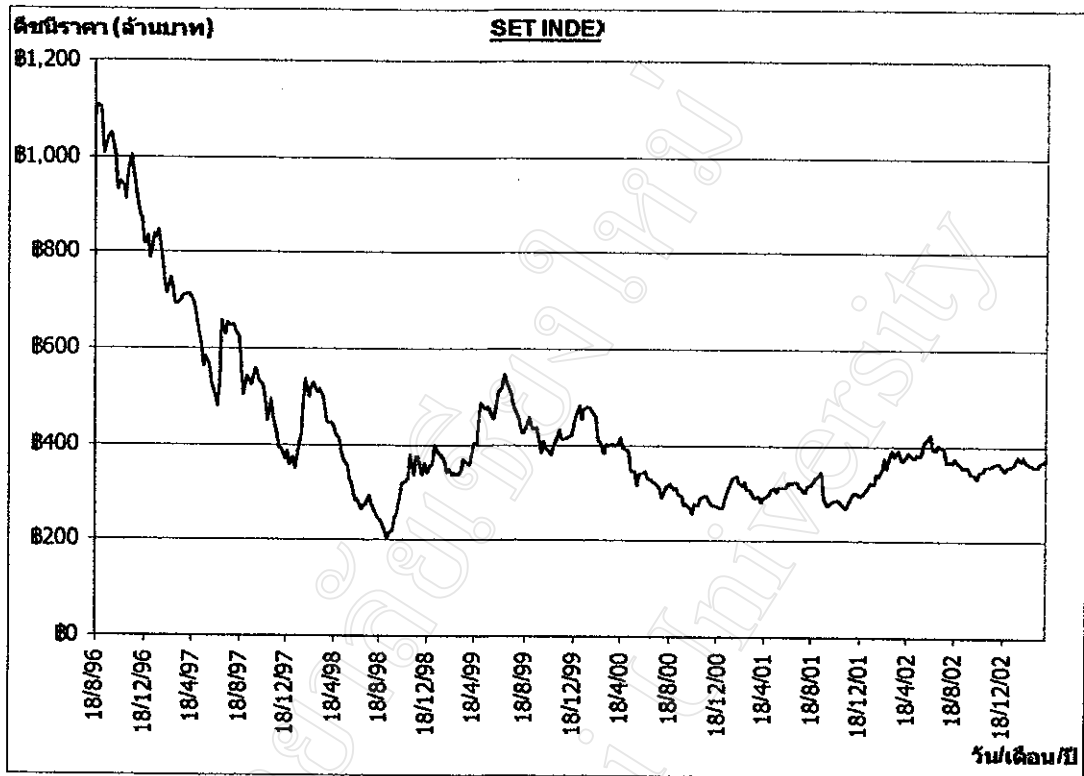
### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

หลังจากที่ประเทศไทยประสบกับวิกฤตการณ์ทางการเงิน และมีการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนจากอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่เป็นแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 มาแล้วนั้น จากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจและการอ่อนตัวของค่าเงินบาท ทำให้การดำเนินการของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนประสบผลการขาดทุนเป็นจำนวนมาก ประกอบกับปัญหาในระบบการเงินทั้งด้านความมั่นคงและสภาพคล่องของสถาบันการเงิน ซึ่งในที่สุดทำให้ทางการต้องสั่งให้บริษัทเงินทุนจำนวน 56 แห่งปิดกิจการเป็นการถาวร โดย 26 แห่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้เกิดการว่างงานเนื่องจากมีธุรกิจปิดกิจการจำนวนมาก รายได้ประชาชนโดยรวมลดลง นักลงทุนต่างชาติขาดความเชื่อมั่นในการลงทุนในประเทศไทย ทำให้การลงทุนลดลง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้รับอิทธิพลอย่างมากจากการผันผวนทางเศรษฐกิจครั้งนี้ เพราะระดับความเชื่อมั่นในการลงทุนและปัจจัยต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็น ระดับอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ฯลฯ ล้วนส่งผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น การซื้อขายหลักทรัพย์จึงซบเซาและ ระดับราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ดังจะเห็นได้จากดัชนีตลาดหลักทรัพย์รวม (ดังภาพที่ 1) ซึ่งในช่วงพ.ศ.2539-2545 ดัชนีราคามีความผันผวนอย่างมาก โดยเฉพาะช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ และดัชนีจะเริ่มผันผวนน้อยลงในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

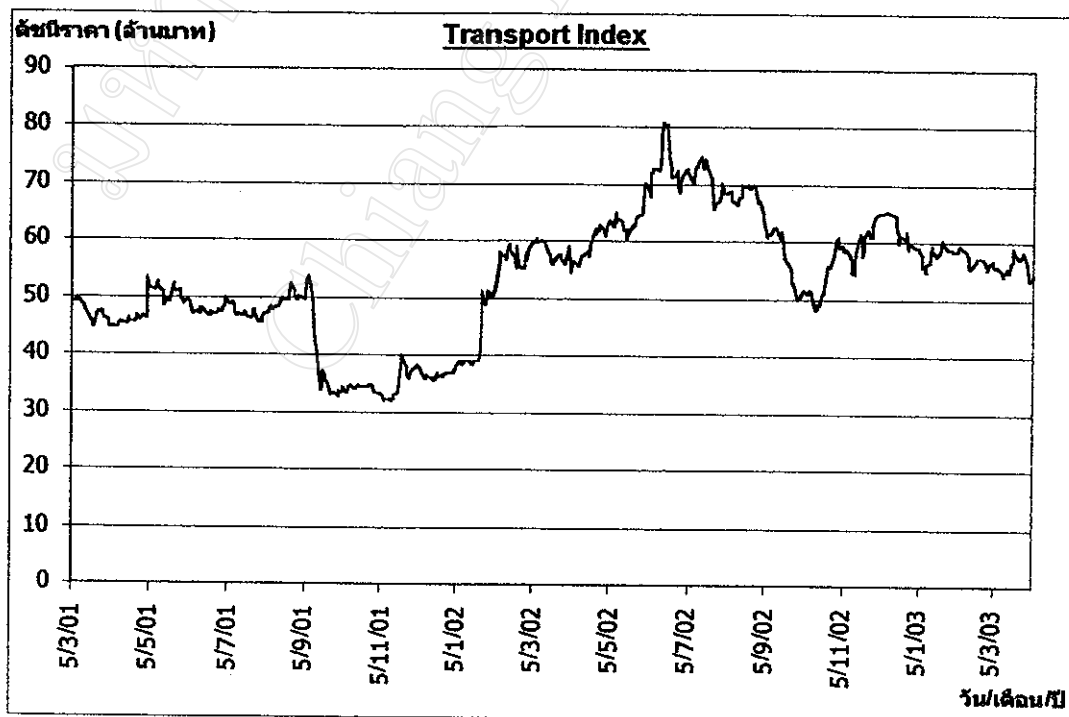
อย่างไรก็ตาม สภาพการณ์เศรษฐกิจไทยในปัจจุบันเริ่มดีขึ้น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการปรับตัวสูงขึ้นของดัชนีราคา เนื่องมาจากปัจจัยสำคัญต่าง ๆ ได้แก่ การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ การคาดการณ์เกี่ยวกับการฟื้นตัวของบริษัทจดทะเบียน การไหลเข้าของเงินออมในประเทศเนื่องจากกรณีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ ซึ่งส่งผลให้มีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้น การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยและมาตรการต่างๆ ของรัฐบาล เช่นการสนับสนุนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลเพื่อจูงใจให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การลดขั้นตอนในการปรับโครงสร้างหนี้ เพื่อให้การดำเนินงานรวดเร็วขึ้น การเปิดโอกาสให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาพที่ 1 คำนวณภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ. 2539 -2545



ที่มา : Reuters (2003: Online)

ภาพที่ 2 คำนวณภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์กลุ่มขนส่ง ระหว่าง พ.ศ. 2544 -2546



ที่มา : Reuters (2003: Online)

สามารถลดทุนจดทะเบียนและแตกพาร์ได้ รวมทั้งการกำหนดช่วงราคาใหม่ในการซื้อขายหลัก  
ทรัพย์

สำหรับหลักทรัพย์กลุ่มขนส่ง โดยภาพรวมที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ส่วน  
ใหญ่ราคาหลักทรัพย์ไม่ค่อยผันแปรเท่าใดและมีมูลค่าน้อยเมื่อเทียบกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์  
รวม ดังจะเห็นได้จากดัชนีราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งในช่วงปี พ.ศ.2544-2546 (คัง  
ภาพที่ 2) แต่ถ้าพิจารณาหลักทรัพย์แต่ละตัวซึ่งราคาหลักทรัพย์มีความแตกต่างกัน โดยเฉพาะหลัก  
ทรัพย์การบินไทยจากข้อมูลที่น่ามาศึกษาจะมีราคาเฉลี่ยสูงสุดคือราคาประมาณ 40 บาทต่อหน่วย  
รองลงมา ได้แก่หลักทรัพย์อาร์ ซี แอลประมาณ 36 บาท หลักทรัพย์ทางด่วนกรุงเทพประมาณ 18  
บาท หลักทรัพย์ฟรีเชี่ยลชีพิง ประมาณ 13 บาท หลักทรัพย์ยูนิไทยไลน์ประมาณ 5 บาท หลัก  
ทรัพย์จุฬานาวีประมาณ 3 บาท หลักทรัพย์โทริเซนไทย เอเจนต์ซีส์ประมาณ 1 บาทกว่า และหลัก  
ทรัพย์เอเชียนมารีนเซอร์วิส ราคาประมาณ 1 บาท ตามลำดับ ซึ่งราคาหลักทรัพย์พาณิชย์นาวีจะต่ำ  
มากเมื่อเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ด้านขนส่งอื่น แสดงว่าถึงแม้จะเป็นหลักทรัพย์ประเภทเดียวกัน  
แต่แตกต่างกัน ความเสี่ยงย่อมแตกต่างกัน แสดงว่าหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งโดยภาพรวมแม้ว่า  
จากการพิจารณาจะพบว่ามีความผันผวนของดัชนีราคาไม่มากนัก แต่หลักทรัพย์แต่ละตัวจะมีความ  
เสี่ยงแตกต่างกัน ซึ่งการที่นักลงทุนมาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนต่างคาดหวังผลตอบแทน  
จากการลงทุน ดังนั้นหากนักลงทุนทราบความเสี่ยงและผลตอบแทนในหลักทรัพย์ที่จะลงทุน  
จะทำให้ให้นักลงทุนกล้าตัดสินใจเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะหลักทรัพย์การบินไทยที่  
ปัจจุบันรัฐบาลจะมีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
อีกทั้งหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งประเภทอื่นเช่นทางด่วนกรุงเทพ และกลุ่มพาณิชย์นาวี ก็นับว่ามีความ  
สำคัญต่อเศรษฐกิจเช่นเดียวกัน

การศึกษาครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการทราบถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการ  
ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มขนส่ง โดยการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมามีการวิเคราะห์ความเสี่ยงของ  
กลุ่มหลักทรัพย์กลุ่มต่างๆ เช่นกลุ่มพลังงาน กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น โดยใช้แบบจำลอง CAPM  
และทำการวิเคราะห์ถดถอยซึ่งอาจเกิดปัญหาเพราะข้อมูลไม่นิ่ง (Nonstationary) ซึ่งข้อมูลแบบนี้จะ  
ใช้ได้ก็ต่อเมื่อข้อมูลมีความสัมพันธ์กัน (Cointegrated) เท่านั้น ดังนั้นอาจเกิดความสัมพันธ์ที่ไม่  
แท้จริง (Spurious Regression) การศึกษาครั้งนี้จึงใช้วิธี Cointegration และ Error Correction  
Mechanism ตรวจสอบว่ามีความสัมพันธ์ระยะยาวหรือไม่ ซึ่งเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้นักลง  
ทุนที่ต้องการลงทุนหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยิ่งขึ้น เนื่องจากเป็น  
การวิเคราะห์ข้อมูลที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยหลักทรัพย์กลุ่มขนส่งนี้เป็นหลักทรัพย์ที่ราคาไม่  
ผันผวนมากนัก จะมีความเสี่ยงและผลตอบแทนอย่างไร การศึกษาครั้งนี้จึงเป็นแนวทางในการตัด

สนใจของนักลงทุนที่จะลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มขนส่ง เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

## 1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

1. เพื่อศึกษาหาความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนหลักทรัพย์ในกลุ่มขนส่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อใช้เป็นแนวทางในการประเมินราคาของหลักทรัพย์ในกลุ่มขนส่งในการพิจารณาตัดสินใจเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อทราบถึงความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในกลุ่มขนส่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ผลการศึกษาสามารถใช้เป็นแนวทางให้นักลงทุนและผู้สนใจได้เปรียบเทียบ และตัดสินใจเลือกลงทุนรวมถึงกำหนดกลยุทธ์การลงทุนในหุ้นกลุ่มขนส่ง ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.4 ขอบเขตในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ มุ่งเน้นศึกษาหุ้นสามัญในกลุ่มขนส่งที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในปัจจุบันมีทั้งหมด 8 หลักทรัพย์ ดังนี้

1. เอเชียัน มารีน เซอร์วิสส์ (Asian Marine Services : ASIMAR)
2. ทางด่วนกรุงเทพ (Bangkok Expressway : BECL)
3. จูธานาวี (Jutha Maritime : JUTHA)
4. พรีเมียม ชิปปิ้ง (Precio Shipping : PSL)
5. อาร์ ซี แอด (Regional Container Lines : RCL)
6. การบินไทย (Thai Airways International : THAI)
7. โทริเจน ไทย เอเจนซี่ส์ (Thoresen Thai Agencies : TTA)
8. ยูนิไทย ไลน์ (Unithai Line : UTL)

แหล่งข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้ เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยจะใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของราคาหุ้นทุกตัวในกลุ่มขนส่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดระยะเวลา 5 ปี เริ่มตั้งแต่เดือนธันวาคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2545

### 1.5 นิยามศัพท์

ความเสี่ยง (Risk) คือโอกาสที่จะสูญเสียของบางอย่าง ในการพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์นั้นจะคำนึงถึงความปลอดภัยของเงินลงทุนหรือความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจะได้รับจากเงินลงทุนนั้น ถ้าความเสี่ยงเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนย่อมสูงขึ้น ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับคุณภาพของหลักทรัพย์ที่ลงทุน โดยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการย่อมแตกต่างกัน โอกาสที่จะสูญเสียเงินลงทุนมากเท่าใด อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการย่อมสูงขึ้น โอกาสความสูญเสียเงินลงทุนคือความเสี่ยง ซึ่งมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับประเภทหลักทรัพย์และสถาบันที่ออกหลักทรัพย์นั้น ความเสี่ยงรวมแบ่งได้เป็น 2 ส่วนคือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ กับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) คือ ความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ สาเหตุเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง การเปลี่ยนแปลงในภาวะแวดล้อม เมื่อเกิดความเสี่ยงในลักษณะนี้ราคาหุ้นจะเปลี่ยนแปลงในลักษณะเดียวกัน ความเสี่ยงที่เป็นระบบได้แก่ ความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงอันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงอำนาจซื้อและความเสี่ยงในตลาด

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) คือความเสี่ยงที่ทำให้ธุรกิจนั้นเกิดการเปลี่ยนแปลงผิดไปจากธุรกิจอื่น โดยเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะตัวธุรกิจนั้น ได้แก่ การนัดหยุดงานของคณงานในธุรกิจ การค้นพบสิ่งใหม่ ความผิดพลาดของผู้บริหาร การแข่งขันด้านโฆษณา และการเปลี่ยนแปลงรสนิยมของผู้บริโภค เมื่อเกิดความเสี่ยงขึ้นทำให้อัตราผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไป ธุรกิจที่มีความเสี่ยงไม่เป็นระบบสูงแต่ความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำได้แก่ธุรกิจที่ผลิตสินค้าเพื่ออุปโภคบริโภคประเภทจำเป็นแก่การยังชีพ ซึ่งราคาหลักทรัพย์ไม่ขึ้นกับภาวะการของอุตสาหกรรมและตลาดหุ้น ธุรกิจอาจทำกำไรช่วงเศรษฐกิจซบเซาหรือทำกำไรไม่ได้แม้ว่าเศรษฐกิจดีเนื่องจากการดำเนินงานภายในธุรกิจมีปัญหาเช่นบริษัทก้อหนี่กินตัว ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้แก่ ความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงทางการบริหารและความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม

ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) คือความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงความสามารถในการหากำไรของบริษัท ทำให้ผู้ลงทุนสูญเสียรายได้หรือเงินลงทุน สาเหตุการเปลี่ยนแปลง

แปลงเนื่องมาจาก ภาวะการแข่งขัน การเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของผู้บริโภค การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายที่ไม่สามารถควบคุมได้ บทบาทของรัฐ ความเสี่ยงทางธุรกิจประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงิน ความเสี่ยงทางบริหาร และความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม

ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) คือโอกาสที่ผู้ลงทุนจะเสียรายได้และเงินลงทุน หากผู้ออกหลักทรัพย์ไม่ชำระหนี้หรือล้มละลาย สาเหตุของความเสี่ยงนี้เนื่องมาจาก การกู้ยืมเพิ่มขึ้น ยอดขายของบริษัทเปลี่ยนแปลง ราคาวัตถุดิบที่ซื้อเปลี่ยนแปลง อำนาจต่อรองของลูกค้าเพิ่มขึ้น สินค้าล้าสมัย มีคู่แข่งเพิ่มขึ้น เงินทุนของบริษัทขาดความคล่องตัว และประสิทธิภาพของผู้บริหารมีปัญหาซึ่งทำให้ความเสี่ยงเพิ่มขึ้น และความเสี่ยงจะลดลงด้วยสาเหตุเนื่องมาจาก ความก้าวหน้าในวิธีการผลิต เกิดการผูกขาดในสิทธิบัตร ความนิยมของผู้บริโภค ความสามารถในการควบคุมแหล่งวัตถุดิบและเงินทุนของบริษัทส่วนใหญ่เป็นหุ้นทุน

ความเสี่ยงทางบริหาร (Management Risk) คือความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงานของผู้บริหารซึ่งได้แก่ความคิดพลาดของผู้บริหาร เช่นการละเลยไม่ได้เตรียมรับสถานการณ์นัดหยุดงานที่เพียงพอ ความสูญเสียที่เกิดขึ้นกับโรงงานหรือเครื่องมือเนื่องจากขาดการดูแลและประกันภัย ยอดขายของบริษัทลดลงเนื่องจากขาดการวิจัยในด้านตลาด และการทุจริตของผู้บริหาร

ความเสี่ยงทางตลาด (Market Risk) คือความเสี่ยงที่เกิดจากการสูญเสียในเงินลงทุน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นเนื่องมาจากการคาดคะเนของผู้ลงทุนที่มีต่อความก้าวหน้าของบริษัทซึ่งเป็นไปตามอุปสงค์ และอุปทานอยู่เหนือการควบคุมของบริษัท สาเหตุความเสี่ยงได้แก่ สงครามที่เกิดขึ้น โดยไม่ได้คาดคิดมาก่อน ความเจ็บป่วยหรือการตายของผู้บริหารประเทศ การเลือกตั้งผู้บริหารประเทศ นโยบายการเมืองของประเทศและการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์

ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยทั่วไป อัตราดอกเบี้ยในตลาดระยะยาวจะมีการเคลื่อนไหวตลอดเวลา การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในลักษณะเดียวกัน เช่นถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นราคาหลักทรัพย์จะลดลงมากหรือน้อยตามชนิดของหลักทรัพย์แต่ละชนิด

ความเสี่ยงในอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk) คือความเสี่ยงที่เกิดจากอำนาจซื้อของเงินลดลงถึงแม้ว่าตัวเงินที่ได้รับจากรายได้จะคงเดิม สาเหตุที่ทำให้เกิดความเสี่ยงเนื่องมาจาก ภาวะเงินเฟ้อ(Inflation) โดยถ้าภาวะเงินเฟ้อรุนแรงขึ้นค่าของเงินจะลดลงอย่างมาก การลงทุนที่ต้องเสี่ยงต่อความเสี่ยงในอำนาจซื้อ ได้แก่ เงินฝากสะสมทรัพย์ (Saving Account) เงินประกันชีวิต และหลักทรัพย์ประเภทที่ให้รายได้แน่นอน

ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Security Return) คือผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Realized Return) และผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเป็นผลตอบแทนตามจริงที่เกิดขึ้น ผลตอบแทนที่คาดหวังคือผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต ซึ่งอาจเป็นได้หรือเป็นไปได้ ผลตอบแทนนี้ได้แก่ ดอกเบี้ย เงินปันผล และกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น (Capital Gain) ตามประเภทของหลักทรัพย์ที่ดีอยู่หรืออาจเกิดการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่ลดลง (Capital Loss) ซึ่งอาจเกิดขึ้นได้

ความหมายของค่าเบต้า ( $\beta$ ) คือตัววัดความเสี่ยงในแบบจำลองการตั้งราคาในหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ซึ่งจะบอกถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของตลาด หรือผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ ค่าเบต้าทำให้นักลงทุนทราบถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) เพื่อนำไปพิจารณาการเคลื่อนไหวของตลาด ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาคาดหวังผลตอบแทนจากหลักทรัพย์นั้น โดยหลักทรัพย์ใดที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด และหากหลักทรัพย์ใดมีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 แสดงว่าหลักทรัพย์นั้น มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด