

บทที่ 1

บทนำ

หลักการและเหตุผล

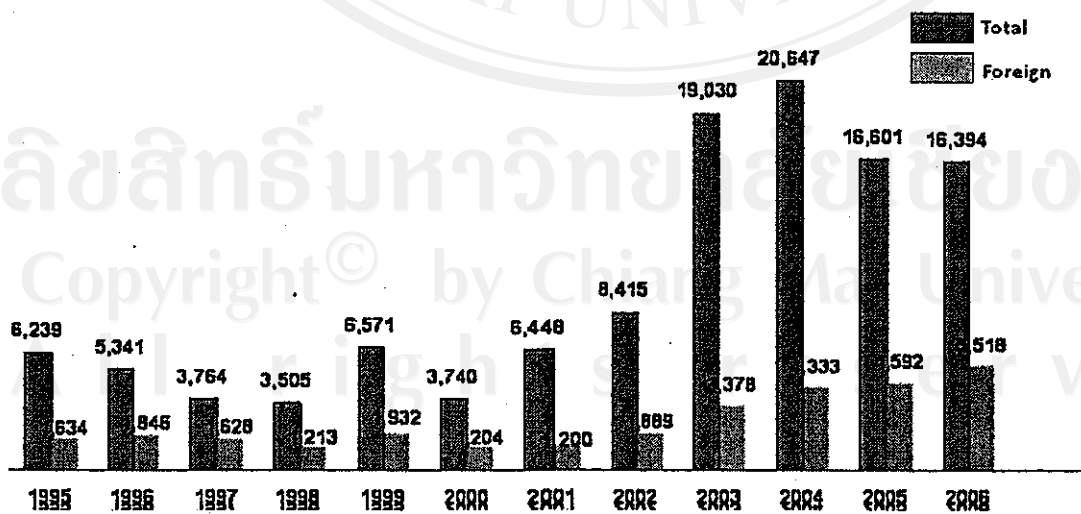
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดรอง (Secondary market) ที่ช่วยสนับสนุนให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดแรก (Primary market) มีความคล่องตัว โดยตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งธุรกิจหรือนักลงทุนที่ต้องการเงินทุนสามารถเข้ามาระดมทุนได้ เป็นการนำเงินออมมาใช้ให้เกิดประโยชน์ในทางเศรษฐกิจ

ปัจจุบันนักลงทุน (Investor) ซึ่งได้แก่ ผู้ลงทุนรายย่อย ผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนต่างประเทศ ที่เข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์ โดยหวังผลตอบแทนในรูปของกำไรจากการซื้อขาย ดอกเบี้ย และเงินปันผล ต่างสนใจที่จะเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เห็นได้จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังแสดงในภาพที่ 1

ภาพที่ 1 แสดงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน

หน่วย: ล้านบาท



(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย:ออนไลน์, 2549 แหล่งที่มา <http://www.set.or.th>)

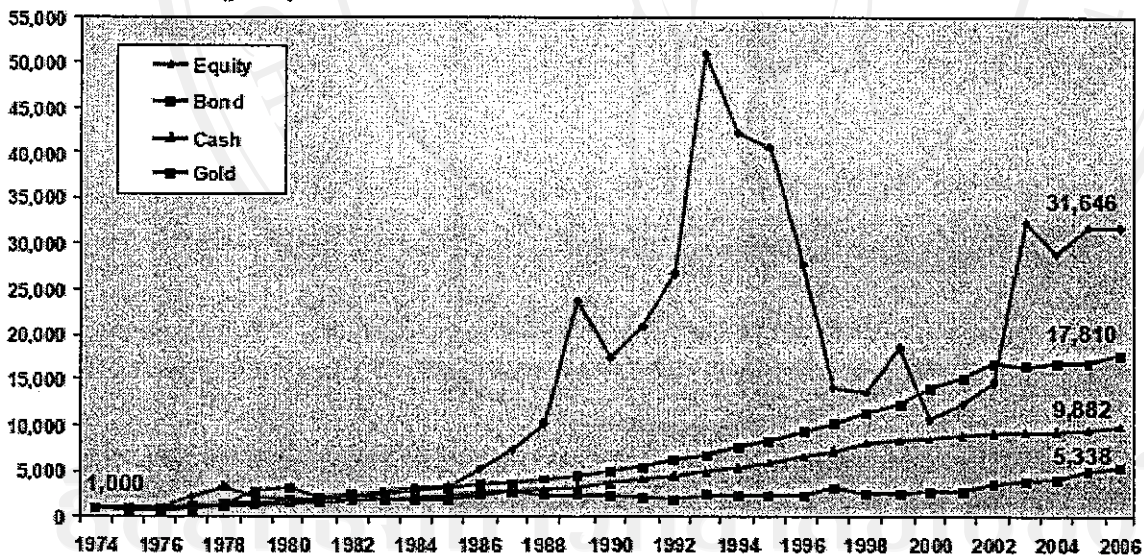
ข้อมูลจากภาพที่ 1 ชี้ให้เห็นว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ มีทิศทางที่ปรับตัวสูงขึ้น โดยตลอดในระยะเวลาที่ผ่านมา ถึงแม้ว่าในปี พ.ศ.2548 และ พ.ศ.2549 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สุทธิจะลดลง ซึ่งเป็นผลกระทบจากปัจจัยลบหลายประการ เช่น ในปี พ.ศ.2548 เกิดผลกระทบจากคลื่นยักษ์สึนามิ ปัญหาความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนก ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น รวมถึงการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อ และในปี พ.ศ.2549 เกิดผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง การปรับตัวขึ้นอย่างมากของราคาน้ำมัน แต่มูลค่าการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติยังคงปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

การที่นักลงทุนให้ความสนใจเข้ามาลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ เนื่องจากการลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นๆ ดังแสดงในภาพที่ 2

ภาพที่ 2 แสดงผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์, พันธบัตร, เงินฝากธนาคาร และทองคำ

Total nominal return 1975-2006

Unit: index (point)



(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย:ออนไลน์, 2549 แหล่งที่มา <http://www.set.or.th>)

จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์, พันธบัตร, เงินฝากธนาคาร และทองคำ ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ภาพรวมของการลงทุนในหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี พ.ศ.2518 – พ.ศ.2549 นั้น การลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในรูปแบบพันธบัตร เงินฝากธนาคาร และทองคำ

อย่างไรก็ตามการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นๆ ถ้าบริษัทที่นักลงทุนตัดสินใจเลือกลงทุนเผชิญสภาวะที่ไม่เอื้ออำนวยหรือมีผลประกอบการตกต่ำลง ย่อมส่งผลให้ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับลดลง และในกรณีที่ธุรกิจ ประสบภาวะขาดทุนจนต้องปิดกิจการลง นักลงทุนจะประสบกับความเสียหายจากความไม่แน่นอนในการขายสินทรัพย์เพื่อชำระหนี้ ดังนั้น เห็นได้ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงนั้น จะมีความเสี่ยงสูงขึ้นตามมาเสมอ

โดยทั่วไปสิ่งที่นักลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ ได้รับผลตอบแทนโดยตรงจากการลงทุน ซึ่งประกอบด้วยผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Capital gain) และผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend) แต่ในความเป็นจริง ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังกับผลตอบแทนที่ได้รับจริง อาจแตกต่างกัน ปัจจัยที่ทำให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เกิดการเปลี่ยนแปลงมี 2 ประเภท คือ ประเภทแรก ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ทุกตัวในตลาด แต่ระดับความรุนแรงและทิศทางของปัจจัยดังกล่าวจะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละหลักทรัพย์ ปัจจัยเหล่านี้ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ภาวะทางการเมือง เศรษฐกิจและสังคม เป็นต้น ซึ่งปัจจัยเหล่านี้เป็นสาเหตุให้เกิดความเสี่ยงที่เรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ส่วนปัจจัยประเภทที่สอง คือปัจจัยที่มีอิทธิพลเฉพาะหลักทรัพย์แต่ละตัว ซึ่งเป็นปัจจัยภายในกิจการ ได้แก่ สภาพคล่องและความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ความสามารถในการดำเนินงาน และประสิทธิภาพในการบริหารงานของแต่ละบริษัท ปัจจัยเหล่านี้เป็นสาเหตุให้เกิดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk) ซึ่งสามารถขจัดได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ให้หลากหลายขึ้น อย่างไรก็ตามเมื่อกระจายความเสี่ยงแล้ว นักลงทุนยังคงต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เป็นระบบอยู่ ซึ่งตามทฤษฎีแล้วเมื่อเกิดความเสี่ยงขึ้น นักลงทุนจะต้องการให้การลงทุนนั้นมีผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงในการลงทุนจึงเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กัน

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจะสามารถเห็นได้ชัดเจนจากตัวแบบ หรือ แบบจำลองทางการเงิน ซึ่งมีความสำคัญอย่างยิ่งที่จะนำไปสู่การกำหนดราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต และเพื่อที่นักลงทุนจะใช้ในการวางแผนและตัดสินใจลงทุนได้อย่างถูกต้อง แบบจำลองที่เป็นที่นิยมใช้กันมากที่สุด คือ แบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ส่วนทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่แสดงความสัมพันธ์ของ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ว่าขึ้นอยู่กับปัจจัยความเสี่ยงของตลาดเพียงอย่างเดียว (Single Factor Model) เป็นแบบจำลองที่ใช้แพร่หลายในทางการเงิน และเป็นพื้นฐานของหลายๆ แบบจำลองในเวลาต่อมา แต่แบบจำลอง CAPM มีข้อสมมุติฐานหลายประการ เช่น ระบุว่าเฉพาะความเสี่ยงของตลาด

(Market Risk) เท่านั้นที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ และอยู่ภายใต้เงื่อนไขว่าตลาดนั้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพและอยู่ในภาวะดุลยภาพ ซึ่งข้อสมมุติฐานดังกล่าวมักมีการโต้แย้งว่าไม่สอดคล้องกับข้อเท็จจริงในทางปฏิบัติ หรือน่าจะมีปัจจัยอื่น ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนนอกเหนือจากความเสี่ยงของตลาด Merton (1973) จึงเสนอทฤษฎี Multifactor CAPM ซึ่งอยู่บนพื้นฐานแนวคิดของ CAPM แต่มีปัจจัยที่ต้องพิจารณาเพิ่มขึ้น คือ ปัจจัยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากภายนอกตลาด (extra market source of risk) และเป็นที่มาของแบบจำลองที่ได้รับความนิยมอย่างมากเช่นเดียวกัน คือ แบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory : APT ซึ่งพัฒนาขึ้น โดย Ross (1976) โดยแบบจำลอง APT แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยงทางเศรษฐกิจต่างๆ กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่ก็มีปัญหาในเรื่องของการกำหนดตัวแปร อีกทั้งแบบจำลองมีความอ่อนไหวค่อนข้างมากตามภาวะเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ

Fama and French (1992) มีแนวคิดที่ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคตามทฤษฎี APT นั้นมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่จะไม่กระทบโดยตรง จะมีผลกระทบต่อปัจจัยต่างๆ ของธุรกิจ เช่น ปัจจัยขนาดของธุรกิจ (Size) ปัจจัยหนี้สิน (Leverage) ปัจจัยอัตราส่วนรายได้ต่อราคา (Earning/Price:E/P) และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดหรือปัจจัยมูลค่า (Book to Market ratio: B/M ratio) ทั้งสองจึงนำปัจจัยเหล่านี้มาทดสอบความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยขนาด และปัจจัยมูลค่า มีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนได้ดีที่สุด สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมาของ Banz (1981) ซึ่งพบว่า นอกเหนือจากความเสี่ยงจากตลาด (Market risk) ยังมีอีกปัจจัย ได้แก่ ขนาดของกิจการที่วัดโดยมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Market value of equity) ที่มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่า กลุ่มหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ และการศึกษาของ Stattman (1980) และ Rosenberg (1985) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา แปรผันตามอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Book-to-Market value of equity) Fama and French จึงพัฒนาแบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ส่วนทุน (CAPM) ประยุกต์เป็นแบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model) โดยเพิ่มปัจจัยเข้าไปอีก 2 ปัจจัย คือ ปัจจัยขนาดของกิจการ (Size of the firm) และ ปัจจัยมูลค่าหรืออัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market ratio: B/M ratio) ได้มีการนำแบบจำลองสามปัจจัยไปใช้ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์หลายประเทศ เช่น การศึกษาของ Connor and Sehgal (2001), Charitou and Constantinidis (2004) และ Bilinski and Lyssimachou (2004) ได้ทดสอบแบบจำลองสามปัจจัย และ CAPM ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย ประเทศญี่ปุ่น และประเทศสวีเดน

ตามลำดับ ผลการศึกษาพบว่าแบบจำลองสามปัจจัย สามารถอธิบายความผันผวนของอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Fama and French

การค้นคว้าอิสระนี้จึงให้ความสนใจที่จะทดสอบประสิทธิภาพของแบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model) ที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ไทย ดังนั้นผู้ศึกษาจึงต้องการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อช่วยให้นักลงทุนเข้าใจความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน ว่ามีปัจจัยความเสี่ยงใดบ้างที่สำคัญ เพื่อเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจเลือกลงทุน ผู้ศึกษาเลือกหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนี SET 50 มาเป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากเห็นว่าหลักทรัพย์ที่ประกอบอยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 มีการเปลี่ยนแปลงในลักษณะเดียวกันกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET INDEX) ซึ่งเป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมด และหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 เป็นหลักทรัพย์ที่มีการเคลื่อนไหวของราคาต่อเนื่องเพราะมีสภาพคล่องสูง อีกทั้งปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนี SET 50 มีมากกว่าครึ่งหนึ่ง เมื่อเปรียบเทียบกับปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของทั้งตลาดหลักทรัพย์ จึงเป็นตัวสะท้อนภาพรวมของตลาดได้อย่างชัดเจน

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนี SET 50 ซึ่งอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประโยชน์ที่ได้รับ

1. เพื่อทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนี SET 50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. สามารถนำผลการศึกษาไปประยุกต์ใช้เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนในการวางแผนตัดสินใจ กระจายความเสี่ยง หรือจัดสรรเงินทุนที่มีอยู่ในพอร์ตการลงทุน (Portfolio) อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

นิยามศัพท์

ความเสี่ยง หมายถึง ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้ และส่งผลกระทบต่อทุกๆ หลักทรัพย์ เป็นปัจจัยซึ่งทำให้เกิดความไม่แน่นอนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต หรือ การที่มูลค่าของผลตอบแทนที่ได้รับจริงแตกต่างไปจากผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังไว้ โดยความเสี่ยงที่เป็นระบบประกอบไปด้วย ปัจจัยแรก คือ ความเสี่ยงจากตลาด (Market risk) ปัจจัยที่สอง คือ ความเสี่ยงจากขนาดของกิจการ (Size) และปัจจัยที่สาม คือ ความเสี่ยงจากมูลค่า หรืออัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M ratio)

อัตราผลตอบแทน หมายถึง ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Realized Return) และผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ของหลักทรัพย์ ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเป็นผลตอบแทนที่เกิดขึ้นหลังจากความจริงได้เกิดขึ้นหรือได้รับผลตอบแทนนั้นแล้ว ส่วนผลตอบแทนที่คาดหวัง คือผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคต นั่นคือผลตอบแทนที่ได้คาดคะเนไว้ ซึ่งอาจจะเป็นหรือไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้

ดัชนี SET INDEX (SET INDEX) หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมด คำนวณจากหุ้นสามัญจดทะเบียนทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คำนวณโดยใช้วิธีถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization weighted) ด้วยการเปรียบเทียบมูลค่าตลาด ในวันปัจจุบันของหลักทรัพย์ (Current Market Value) กับมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ในวันฐานของหลักทรัพย์ (Base Market Value) คือ วันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2518

ดัชนี SET 50 (SET 50 INDEX) หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 ตัวที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ สูตรและวิธีการคำนวณ เป็นเช่นเดียวกับการคำนวณดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้วันที่ 16 สิงหาคม พ.ศ.2538 เป็นวันฐาน ทั้งนี้จะมีการปรับรายชื่อหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่นำมาใช้คำนวณทุก 6 เดือน

หลักทรัพย์ หมายถึง หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน ที่อยู่ในดัชนี SET 50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2549 โดยจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ก่อนวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2545 และมีการเคลื่อนไหวของราคาอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่เดือนมกราคม ปี พ.ศ.2545 - เดือนธันวาคม ปี พ.ศ.2549

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) หมายถึง ศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ มีการระดมเงินออมจากประชาชนเพื่อนำไปลงทุนในกิจการต่างๆ ภายใต้กฎ ระเบียบที่โปร่งใส โดยเริ่มดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2518

แบบจำลองสามปัจจัย (3 Factor Model) หมายถึง แบบจำลองที่ได้พัฒนาขึ้นจากแบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ส่วนทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) โดยภายใต้สมมติฐานของแบบจำลองสามปัจจัยนั้น ปัจจัยที่กำหนดความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) คือ ปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด (Market risk), ขนาดของกิจการ (Size) และ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (B/M ratio)

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved