

บทที่ 10

ผลตอบแทนจากเงินลงทุน (Return on Investment)

ตามที่กล่าวมาในตอนต้นแล้ว จุดประสงค์ของกาการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น เพื่อหวังรายได้หรือผลตอบแทน (return) จากเงินลงทุน ผลตอบแทนจากเงินลงทุนนี้จะอยู่ในรูปต่าง ๆ กัน เช่น ลงทุนในพันธบัตรหรือหุ้นกู้ก็จะรับได้ดอกเบี้ย ลงทุนในหุ้นบริษัทก็จะได้รับเงินปันผล และหากลงทุนในหุ้นสามัญก็จะได้รับเงินปันผลบวกด้วยกำไรจากค่าขึ้นของกิจการ และในบางครั้งผลประโยชน์ที่ได้ อาจอยู่ในรูป capital gains เมื่อขายหลักทรัพย์ที่ถืออยู่นั้นในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อหรือราคาทุน

อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรหรือหุ้นกู้ (Yield on Bonds)

อัตราผลตอบแทน (Yield) หมายถึงผลประโยชน์หรือรายได้ที่ได้รับจากเงินลงทุนเมื่อเทียบกับราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น ๆ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรนับว่าเป็นสิ่งสำคัญที่สุดในการพิจารณาตัดสินใจลงทุน ปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรมีดังนี้ คือ

1. ราคาของพันธบัตร
2. อัตราดอกเบี้ยตามที่ระบุไว้ในพันธบัตรหรือหุ้นกู้
3. ระยะเวลาถึงกำหนดไถ่ถอน

ผู้ถือพันธบัตรจะได้รับเงินต้นบวกด้วยดอกเบี้ยตามอัตราที่ระบุไว้ จนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน เช่น พันธบัตรมูลค่า 1,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 6% ถึงกำหนดไถ่ถอนในปี 2533 ผู้ถือหุ้นพันธบัตรจะได้รับดอกเบี้ยปีละ 60 บาท จนถึงวันครบกำหนด

ได้ลอน แต่พันธบัตรฉบับนี้อาจเรียกคืนในราคาสูงกว่ามูลค่า (at premium คือ call price สูงกว่า face value) ก่อนปี 2533 ก็ได้ วิธีการคำนวณอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรมีดังนี้ คือ

1. Norminal Yield
2. Current Yield
3. Yield to Maturity
4. Present Value and Bond Yield Tables
5. Yield to Call Date

1. Norminal Yield คืออัตราผลตอบแทนตามที่ระบุไว้ในหุ้นกู้ (face value) หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า coupon rate ตัวอย่างเช่นตัวฉบับหนึ่ง สัญญาว่าจะไร้เงินคืนเมื่อสิ้นปี จำนวน 1,000 บาท พร้อมดอกเบี้ย 6 เปอร์เซ็นต์ Norminal Yield จะเท่ากับ 6 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Norminal Yield} = \frac{\text{จำนวนดอกเบี้ยที่ได้รับแต่ละปี}}{\text{มูลค่าของพันธบัตร}}$$

2. Current Yield คืออัตราผลตอบแทนที่ได้รับ ตามราคาของพันธบัตรในตลาคขณะนั้น ดังนั้น current yield ของหุ้นกู้ชนิด 6% มูลค่า 1,000 บาท ราคาซื้อขายขณะนั้น 900 บาท ก็จะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Current Yield} &= \frac{\text{จำนวนดอกเบี้ยรับต่อปี}}{\text{ราคาของหุ้นกู้ในตลาคขณะนั้น}} \\ &= \frac{60}{900} \\ &= 6.67\% \end{aligned}$$

Current Yield นี้ส่วนมากจะใช้กับหุ้นกู้ระยะสั้นกว่า ซึ่งโอกาสที่จะได้รับชำระเงินต้นคืนเมื่อถึงกำหนดนั้นไม่แน่นอน และไม่ค่อยนิยมใช้กับหุ้นกู้ที่มีคุณภาพดี

3. Yield to Maturity คือ อัตราผลตอบแทนของเงินลงทุนระยะยาว เช่น พันธบัตรหรือหุ้นกู้โดยพิจารณารายได้ตั้งแต่วันที่ซื้อจนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอน สมมุติว่า หุ้นกู้มูลค่า 1,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 6% ผู้ลงทุนซื้อในราคา 900 บาท ครบกำหนดไถ่ถอน 20 ปี ถ้าผู้ลงทุนถือหุ้นกุนั้นนี้จนถึงวันไถ่ถอนก็จะได้รับดอกเบี้ยปีละ 60 บาท บวกด้วยกำไรถัวเฉลี่ยจากการซื้อหุ้นกู้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าปีละ 5 บาท ($1,000 - 900 = 100$ บาท 20 ปี = 5 บาท) หรือราคาของหุ้นกูงสูงขึ้นจากมูลค่าปัจจุบัน 900 บาท เป็น 1,000 บาทเมื่อถึงวันไถ่ถอน ฉะนั้นรายได้ทั้งสิ้นของผู้ลงทุนจะเท่ากับปีละ 65 บาท (ดอกเบี้ย 60 บาท บวกด้วยกำไรถัวเฉลี่ยจากการซื้อหุ้นกู้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่า 5 บาท) วิธีการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับ ก็จะเป็นดังนี้

$$\text{Yield to Maturity} = \frac{\text{ดอกเบี้ยรับต่อปี} \pm \text{ส่วนลดหรือส่วนเกินจากการซื้อพันธบัตรถัวเฉลี่ยต่อปี}}{\text{เงินลงทุนถัวเฉลี่ย}}$$

$$\text{เงินลงทุนถัวเฉลี่ย} = \frac{\text{ราคาซื้อ} + \text{มูลค่าของพันธบัตรในวันที่ไถ่ถอน}}{2}$$

$$\begin{aligned} &= 60 + \frac{1,000 - 900}{20} \\ &= \frac{60 + 5}{2} = \frac{65}{2} \\ &= 6.84\% \end{aligned}$$

เงินลงทุนถึงเจ็ดในหุ้นระยะ 20 ปี จะอยู่ที่กลางระหว่างราคาซื้อ และราคาเมื่อไถถอน คือ 950 บาท จึงเห็นได้ว่า yield to maturity ก็คือ อัตราผลตอบแทนของรายได้รวมต่อเงินลงทุนตัวเจ็ด

กรณีที่ยังลงทุนซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่ามูลค่า วิธีการคำนวณก็เช่นเดียวกัน ตัวอย่างเช่น สมมุติว่าผู้ลงทุนซื้อหุ้นมูลค่าที่ระบุไว้ 1,000 บาท ในราคา 1,090 บาท อัตราดอกเบี้ย 8% ครบกำหนดไถถอน 15 ปี อัตราผลตอบแทนที่ยังลงทุนได้รับ จะเป็นดังนี้

$$\begin{array}{rcl}
 \text{Yield to Maturity} & = & \frac{1,090 - 1,000}{80 - 15} \\
 & & \frac{90}{65} \\
 & & \frac{1,090}{1,090} \\
 & & 2 \\
 & = & \frac{80 - 6}{1,045} \\
 & = & \frac{74}{1,045} \\
 & = & 7.80\%
 \end{array}$$

ในทางปฏิบัติการคำนวณ yield to maturity นี้ค่อนข้างยาก เพราะต้องนำดอกเบี้ยและเงินต้นที่จะได้รับในอนาคตนั้นมา discount ให้เป็น present value เท่ากับราคาที่เราซื้อ

4. Present Value and Bond Yield Tables การคำนวณ อัตราผลตอบแทนวิธีนี้ พิจารณาตามความจริงที่ว่า เงินหนึ่งบาทในวันนี้ย่อมมีค่ามากกว่า

กว่าเงินหนึ่งบาทในอีกหนึ่งหรือสองปีข้างหน้า ทั้งนี้เนื่องจากว่า

1. ความเสี่ยงหรือความไม่แน่นอนจากการได้รับเงินจำนวนนั้นคืน
2. เงินที่ได้รับปัจจุบันสามารถนำไปลงทุนหาผลประโยชน์และให้รายได้

ได้

ฉะนั้นผู้ลงทุนย่อมต้องการรายได้ปัจจุบันนั้นมากกว่ารายได้ที่จะได้รับในอนาคต นอกจากว่า เขาจะได้รับรายได้เพียงพอกับผลประโยชน์ที่ได้รับจากเงินจำนวนนี้ สมมุติว่า ผู้ลงทุนคาดว่าเงินจำนวนนี้สามารถนำไปลงทุนที่มีความเสี่ยงภัยเท่ากันและให้รายได้ 10% เขาจะยอมลงทุนในปัจจุบัน 1 บาท ก็ต่อเมื่อเขาคาดว่าจะได้รับเป็นจำนวน 1.10 บาท ในปลายปี หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า มูลค่าปัจจุบันของเงิน 1.10 บาท จะมีค่า 1 บาท เมื่อสิ้นปีที่หนึ่ง

มูลค่าปัจจุบันของเงินจำนวนหนึ่ง อัตราดอกเบี้ยทบต้น เขียนเป็นสูตรได้ดังนี้ คือ

$$F = P (1 + r)^n$$

ในที่นี้

- n = จำนวนปี
P = จำนวนเงินต้นเมื่อเริ่มแรก
F = จำนวนเงินในอนาคต
r = อัตราดอกเบี้ย

กรณีที่เรากำลังต้องการหามูลค่าปัจจุบันของเงินที่จะได้รับในอนาคต ก็จะเป็นดังนี้

$$P = \frac{F}{(1+r)^n}$$

P = จำนวนเงินลงทุน

F = จำนวนเงินต้นที่ได้รับเมื่อครบกำหนดไถ่ถอน

n = อายุของพันธบัตร

r = อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากเงินลงทุนในพันธบัตร

แทนที่จะคำนวณตามสูตรข้างต้น เราอาจใช้ bond table ตามตารางที่ 10 - 1 และ 10 - 2 ก็ได้

ในตารางแสดงถึงราคาของพันธบัตร เป็นอัตราร้อยละของมูลค่าของหลักทรัพย์ (face value) จำนวนปีของพันธบัตรจนถึงอัตราครบกำหนดไถ่ถอน อัตราผลตอบแทนหรืออัตราดอกเบี้ยที่ระบุไว้ในพันธบัตร และอัตราผลตอบแทนทบต้นทุกครึ่งปี หากอัตราผลตอบแทนและมูลค่าของหุ้นอยู่ในระหว่างช่วงในตาราง ก็ใช้วิธีประมาณ

5. Yield to Call Date หมายถึงอัตราร้อยละที่จะ discount ดอกเบี้ยและเงินต้นที่จะได้รับในอนาคต ให้เป็นราคาปัจจุบันตามที่ระบุไว้ สมมติว่าพันธบัตรฉบับนั้นจะทำการไถ่ถอนในอีก 5 ปีข้างหน้า ทารเรียกคืนในราคา (call price) ตามมูลค่า (par value) ของพันธบัตร การหาอัตราผลตอบแทนก็ง่าย โดยดูใน bond table ใช้ "ระยะเวลาเรียกคืน" แทน "ระยะเวลาไถ่ถอน" แต่ถ้าพันธบัตรเรียกคืนในราคาที่สูงกว่ามูลค่า ก็ใช้วิธีคำนวณโดยประมาณสามส่วนที่แสดงใน bond table

ปัจจัยที่ทำให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรเปลี่ยนแปลง

1. การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดขึ้นลงตาม supply และ demand ในตลาดนั้น ๆ ผู้ลงทุนควรพิจารณาจังหวะในการ

ตารางที่ 10 - 1

Table Bond price at which a bond due after 20 years will produce indicated yields

Yield to maturity, %	Nominal interest rate paid					
	6%	7%	8%	9%	10%	11%
7.00	89.32	100.00	110.68	121.36	132.03	142.71
7.20	87.38	97.90	108.41	118.92	129.44	139.95
7.40	85.50	95.86	106.21	116.57	126.92	137.27
7.60	83.68	93.88	104.08	114.28	124.47	134.67
7.80	81.92	91.96	102.01	112.05	122.10	132.15
8.00	80.21	90.10	100.00	109.90	119.79	129.69
8.20	78.55	88.30	98.05	107.80	117.55	127.30
8.40	76.94	86.55	96.16	105.77	115.37	124.98
8.60	75.38	84.85	94.32	103.79	113.26	122.73
8.80	73.87	83.20	92.53	101.87	111.20	120.53
9.00	72.40	81.60	90.80	100.00	109.20	118.40
9.20	70.97	80.04	89.11	98.19	107.26	116.33
9.40	69.59	78.53	87.48	96.42	105.37	114.31
9.60	68.25	77.07	85.89	94.71	103.53	112.35
9.80	66.95	75.64	84.34	93.04	101.74	110.44
10.00	65.68	74.26	82.84	91.42	100.00	108.58

Source: Excerpted from Financial Publishing Company, *Expanded Bond Values Tables*, 1970.

ตารางที่ 10 - 2

Table Bond prices at which a 9 per cent bond will produce indicated yields

Yield to maturity, %	Years to maturity				
	18	19	20	21	22
8.00	109.45	109.68	109.90	110.09	110.27
8.20	107.46	107.64	107.80	107.95	108.09
8.40	105.52	105.65	105.77	105.87	105.97
8.60	103.63	103.71	103.79	103.86	103.92
8.80	101.79	101.83	101.87	101.90	101.93
9.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
9.20	98.26	98.22	98.19	98.15	98.13
9.40	96.56	96.49	96.42	96.36	96.31
9.60	94.91	94.80	94.71	94.62	94.54
9.80	93.30	93.16	93.04	92.93	92.83
10.00	91.73	91.57	91.42	91.29	91.17
10.20	90.20	90.01	89.84	89.69	89.55
10.40	88.71	88.50	88.31	88.14	87.99
10.60	87.26	87.03	86.82	86.63	86.46

Source: Excerpted from Financial Publishing Company, *Expanded Bond Value Tables*, 1970.

ลงทุน โดยหวังว่าจะได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดสูงขึ้น พันธบัตรที่ซื้อไว้ขณะที่อัตราดอกเบี้ยต่ำ มูลค่าก็ลด เมื่อผู้ถือพันธบัตรเสนอขาย ก็ยอมขายในราคาต่ำกว่าที่ซื้อมาจึงจะขายได้ ในทางกลับกัน เมื่ออัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดลดลง มูลค่าของพันธบัตรก็จะสูงขึ้น

2. ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) หมายถึงความเสี่ยงเนื่องจากลูกหนี้ไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้น หรือความเสี่ยงอื่นเนื่องจากการบริหารการเงินของลูกหนี้ไม่ดีพอ ซึ่งนับว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ เพราะผู้ลงทุนย่อมพิจารณาถึงคุณภาพของหลักทรัพย์นั้นว่า ให้ความได้คุ้มกับความเสี่ยงหรือไม่

3. อายุของพันธบัตรและอัตราผลตอบแทน ถึงแม้ว่าราคาลูกหนี้ของหลักทรัพย์ระยะสั้นมีเสถียรภาพกว่าหลักทรัพย์ระยะยาวก็ตาม แต่อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ระยะสั้นจะเปลี่ยนแปลงมากกว่าหลักทรัพย์ระยะยาว

4. ปัจจัยอื่น ๆ เช่น

ก. สภาพทางภูมิศาสตร์ เช่น ในสหรัฐอเมริกา มลรัฐทางใต้และตะวันตก อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของธนาคารจะสูงกว่ามลรัฐแถบตะวันออกและทางเหนือ

ข. ความซื้อขายคล่อง (Marketability) พันธบัตรที่ซื้อขายคล่องอัตราดอกเบี้ยไม่เปลี่ยนแปลงมาก เพราะเป็นหลักทรัพย์ที่ตลาดต้องการ สามารถเปลี่ยนมือได้ง่ายและไม่ขาดทุน เช่นตั๋วเงินคลัง พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น

ค. สิทธิในการเรียกคืน (Call Provision) อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่ผู้ออกมีสิทธิไถ่ถอนคืนก่อนกำหนด ย่อมสูงกว่าพันธบัตรที่ไม่มีสิทธิ

เรียกคืนก่อนกำหนดได้ เพราะพันธบัตรที่เรียกคืนก่อนครบกำหนด มีความเสี่ยงมากกว่า อัตราผลตอบแทนที่รับย่อมสูงกว่า

ง. สิทธิในการแปลงสภาพ พันธบัตรที่ให้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ หรือหุ้นบุริมสิทธิของบริษัท ย่อมเป็นที่สนใจของนักลงทุน คือผู้ถือพันธบัตรอาจได้กำไรหรือขาดทุนจากการแปลงสภาพ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนปัจจุบันของพันธบัตรก็คือรายได้จนถึงวันที่พันธบัตรนั้นเปลี่ยนสภาพ

อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

นอกเหนือจากรายได้เงินปันผลแล้ว ผู้ถือหุ้นสามัญยังมีโอกาสได้รับประโยชน์จากการที่บริษัททำการแยกหุ้น (stock splits) ออกหุ้นปันผล (stock dividend) ให้สิทธิซื้อหุ้นของบริษัทได้ก่อน (option) และรายได้จากการนำกำไรสะสมมาลงทุนในบริษัทอีก (reinvest) ตามที่ได้กล่าวมาแล้วในตอนต้น

อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ คืออัตราร้อยละของเงินปันผลต่อราคาตลาดของหุ้น การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญนั้นง่ายกว่าของพันธบัตรหรือหุ้นกู้ ทั้งนี้เพราะหุ้นสามัญไม่มีวันครบกำหนดไถ่ถอน วิธีการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญมี 2 วิธี คือ

1. Dividend Yield หมายถึงอัตราเงินปันผลประจำปีที่เป็นเปอร์เซ็นต์ของมูลค่าหุ้นปัจจุบัน เป็นการวัดผลตอบแทนทั้งของหุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นสามัญ ซึ่งคำนวณได้ดังนี้คือ

$$\text{อัตราผลตอบแทนของเงินปันผล} = \frac{\text{รายได้เงินปันผลปีปัจจุบัน}}{\text{ราคาตลาดของหุ้น}}$$

หรือ

$$DY = \frac{D}{P}$$

DY = คือ dividend yield

D = คือ รายได้เงินปันผลปีปัจจุบัน

P = คือ ราคาตลาดของหุ้น

สมมุติว่า บริษัท ก. จำกัด ประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีหุ้นละ 6 บาท และหุ้นสามัญของบริษัทซื้อขายในท้องตลาดขณะนี้หุ้นละ 80 บาท การคำนวณอัตราผลตอบแทนของเงินปันผล ก็จะเป็นดังนี้

$$DY = \frac{D}{P}$$

$$DY = \frac{6}{80} \times 100$$

$$= \frac{15}{2} = 7.5 \%$$

อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะเท่ากับ 7.5%

2. อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (Earning Yield)
เป็นการวัดผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งคำนวณได้ดังนี้คือ

$$EY = \frac{E}{P}$$

EY คืออัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ

E คือ รายได้ต่อหุ้น

P คือ ราคาตลาดของหุ้นสามัญ

จากตัวอย่างตามเดิม ตามข้อ (1) ถ้าบริษัทมีรายได้ก่อนหัก ๗ ละ
12 บาท การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญก็จะเป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{EY} &= \frac{E}{P} \\ \text{แทนค่า} & \\ &= \frac{12}{80} \times 100 \\ &= 15\% \end{aligned}$$

จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญตามที่คำนวณได้
เท่ากับ 15% นั้น ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับเป็นตัวแทนเงินทั้งหมด ทั้งนี้เพราะกำไรนั้น บริษัทไม่
ได้จ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นสามัญทั้งหมด บริษัทจ่ายแต่เพียงบางส่วน ที่เหลือ
จะอยู่ในรูปของกำไรสะสม ซึ่งบริษัทจะนำไปลงทุนหารายได้อีกต่อไป ถ้าเงินที่นำ
ไปลงทุนนี้ประสบความสำเร็จ จะเพิ่มกำไรของบริษัท มีผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญ
สูงขึ้น
