

บทที่ 15

การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และนโยบายการลงทุน (Security Price Movements and Investment Policy)

ในบทนี้ ๆ ส่วนใหญ่เราได้อธิบายถึงการวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ และปัญหาเรื่องจังหวะของการลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนที่ควรต้องพิจารณาให้รอบคอบเกี่ยวกับสิ่งเหล่านี้ และในบทนี้เราจะกล่าวถึงกรณีราคาหุ้นที่มีคุณภาพดี ประเภทของหลักทรัพย์ที่ราคาขึ้นลงมาก ปัจจัยขั้นต้นที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง การผันแปรของอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรธุรกิจและราคาหุ้นสามัญ การพยากรณ์การเคลื่อนไหวราคาของหลักทรัพย์ และนโยบายการลงทุนอื่น ๆ ที่อาจทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง

การวัดความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์

ในบทนี้เราจะกล่าวถึงการวัดความเคลื่อนไหวราคาหุ้นสามัญ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรธุรกิจและหุ้นบุริมสิทธิ โดยพิจารณาหลักทรัพย์เหล่านี้เป็นกลุ่มใหญ่

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรธุรกิจและหุ้นบุริมสิทธิ

(Bond and Preferred Stock Yield Averages)

บริษัทที่ทำหน้าที่รวบรวมรายละเอียดข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของบริษัทต่าง ๆ เช่น Moodys' Investors Service และ Standard & Poor's Corporation ซึ่งให้รายละเอียดเกี่ยวกับพันธบัตรและหุ้นบุริมสิทธิ Moodys' Investors Service ได้จัดทำอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร

ธุรกิจออกเป็น 4 ชั้น ตามคุณภาพของพันธบัตร คือ Aaa, Aa, A, Baa ส่วนอัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลสูง และหุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลต่ำ หุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลสูง ยังแบ่งออกเป็นหุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลต่ำ หุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลสูง ยังแบ่งออกเป็นหุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลต่ำ หุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลสูง ยังแบ่งออกเป็นหุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลต่ำ หุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลสูง ยังแบ่งออกเป็นหุ้นบริษัทชื่อกิตราเงินปันผลต่ำ

ราคาหุ้นตัวเฉลี่ยในตลาดและดัชนีราคา (Stock Market

Average and Indexes)

บริษัทที่เสนอข้อมูลเกี่ยวกับการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญที่เป็นที่รู้จักกับทั่วไป คือ Dow - Jones Co. และ Standard & Poor's Corporation บริษัททั้งสองให้รายละเอียดเกี่ยวกับราคาหุ้นเป็นจำนวนมาก Dow - Jones Industrial Average (DJIA) เมื่อพิจารณาจากข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์แล้ว ปรากฏว่ามีข้อเสียหลายประการคือ ใช้ข้อมูลของหุ้นเพียง 30 บริษัท และจากธุรกิจอุตสาหกรรมเพียง 15 แห่งเท่านั้น จึงค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับ Standard & Poor's Industrial Index ซึ่งใช้ข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นถึง 425 บริษัท จึงให้ผลถูกต้องกว่า DJIA เพราะใช้จำนวนตัวอย่างมากกว่า ความถูกต้องย่อมมีมาก ดังนั้นดัชนีราคาที่เสนอโดย Standard & Poor's Corporation จึงแสดงตัวเลขที่แน่นอนมากกว่า เป็นการตัวเฉลี่ย และไม่มีกรปรับตัวเลขกรณีบริษัทออก stock dividend หรือ stock splits ซึ่งส่วนมากจะเสนอดัชนีราคาของบริษัทหรืออุตสาหกรรมใหญ่ ๆ เมื่อเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นที่เสนอโดยบริษัททั้งสองนี้แล้วจะต่างกันมาก

ประเภทของการขึ้นลงของราคา (Type of Security

Price Fluctuations)

ก. Daily Price Fluctuations เป็นการพิจารณาการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ประจำวัน การเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ตามวิธีนี้จะไม่แน่นอน บางวันราคาหลักทรัพย์บางชนิดอาจไม่มีการเคลื่อนไหวเลยก็ได้ ขณะที่หลักทรัพย์ชนิดอื่นอาจขึ้น ๆ ลง ๆ อย่างมาก การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับตัวบุคคลคล้ายเหมือนกัน บางท่านอาจเห็นว่าหลักทรัพย์นั้นคือราคาสูง หลักทรัพย์ชนิดเดียวกันนี้ บางท่านอาจจะเห็นว่าราคาต่ำ ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปทางใดนั้น ยังขึ้นอยู่กับปฏิกิริยาของนักลงทุนที่มีต่อเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่คาดไม่ถึง เช่น ข่าวลือ หรือเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นใหม่ และเหตุการณ์ระหว่างประเทศ หรือภายในประเทศอาจเป็นเหตุให้ราคาหุ้นทั้งหมด หรือบางชนิดเปลี่ยนแปลง หุ้นบางชนิดในวันหนึ่ง ๆ อาจมีการซื้อขายเป็นจำนวนมาก ส่วนหุ้นชนิดอื่นอาจไม่มีการซื้อขายเลยก็ได้ ฉะนั้นผู้ลงทุนหรือนักเก็งกำไรที่ซื้อหุ้นไว้เพื่อรอจังหวะให้ราคาหุ้นสูง จึงควรติดตามการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์โดยสม่ำเสมอทุกวัน

รายการสรุปการซื้อขายหุ้นประจำวัน ส่วนมากจะตีพิมพ์ลงในหนังสือพิมพ์รายวัน ซึ่งจะบอกราคาสูง ราคาต่ำ และราคาปิดของหลักทรัพย์แต่ละชนิด ราคาเสนอซื้อ (asked price) ของหุ้นที่มีการซื้อขายมาก การเปลี่ยนแปลงสุทธิของราคาปิดจากวันก่อน ๆ หนังสือพิมพ์บางฉบับอาจเสนอรายการเปลี่ยนแปลงตัวเฉลี่ย การสรุปการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์กลุ่มใหญ่

ข. Secondary Price Movements

หมายถึงการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ระยะ 2 - 3 วัน หรือ

เป็นสปีคาคท์ หรือเคื่อน บางครั้งการเคลื่อนไหวอาจต้องหยุดซงัก เช่นกรณีที่
กรรมกรและพนักงานบริษัทนักหยุดงาน การเปลี่ยนแปลงนโยบายจ่ายเงินปันผล
ของบริษัทชั้นนำ เป็นต้น Secondary Movements นี้เมื่อผ่านไปแล้ว อาจ
เกิดขึ้นอีกเป็นระยะ ๆ ก็ได้

ก. Primary Price Movements

เป็นการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ช่วงระยะเวลายาวนาน และมี
แนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวตลอดไป ซึ่งใช้ระยะเวลามากกว่าเคื่อน หรือเป็นปี มี
ลักษณะคล้ายกับวงจรธุรกิจทั่ว ๆ ไป แต่จะไม่เหมือนกันหมดทุกอย่าง วงจรรา-
คาหลักทรัพย์ประกอบด้วยการเคลื่อนไหว 2 อย่าง คือ การเคลื่อนไหวของ
ราคาที่เปลี่ยนแปลงในทางที่สูงขึ้น (upward) และการเคลื่อนไหวของราคา
หลักทรัพย์ในทางที่ลดลง (downward) และในบางครั้งก็ไม่มี การเคลื่อนไหวเลย
คือเป็นเส้นตรงหรือค่อนข้างจะคงที่ ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงก็น้อยมาก ราคาหุ้น
ของกิจการอุตสาหกรรมมีแนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวไปตามการเปลี่ยนแปลงของผลิต-
ภัณฑ์อุตสาหกรรมนั้น ๆ ในตลาด หรือวงจรธุรกิจ (business cycle) และ
บางครั้งการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอาจช้ากว่าการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ

ปัจจัยพื้นฐานที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง (Basic Factors in Security Price Movements)

ตามที่ได้อธิบายมาแล้วว่า คุณสมบัติของหลักทรัพย์ เช่น คุณภาพของ
หลักทรัพย์ รายได้ และอนาคตของธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์ เป็นตัวกำหนดราคา
และรายได้ของหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง แต่ในระยะยาวแล้ว คุณสมบัติ
ของหลักทรัพย์ก็ไม่สำคัญเท่ากับปัจจัยอย่างอื่นที่กระทบกระเทือนต่อตลาดหลักทรัพย์
ซึ่งการศึกษากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ จะต้องนำปัจจัยที่สำคัญทั้ง 3

ประการ ที่เป็นตัวกำหนดการลงทุนทุกประเภทมาพิจารณา คือ

1. อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (The Pure Rates of Interest)
2. ขนาดของความเสี่ยงภัย หรือความไม่แน่นอนของ เงินลงทุน
(The Degree of Risk or Uncertainty)
3. จำนวนและเวลาของกระแสรายได้ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต
(The Estimated Size and Timing of the Expected Income Stream)

1. อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง หรืออัตราดอกเบี้ยในตลาดทั่ว ๆ ไป แตกต่างกันตามความเสี่ยง และระยะเวลาหรืออายุของหลักทรัพย์นั้น ๆ นอกจากนี้ยังขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทาน (demand & supply) ในหลักทรัพย์ชนิดนั้น ๆ ด้วย กรณีที่เป็นหุ้นบุริมสิทธิและพันธบัตรชั้นดี การเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทานมีน้อยมาก ทั้งรายได้ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตก็คงที่แน่นอน ฉะนั้นการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ประเภทนี้ เกือบจะทั้งหมดเป็นผลเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ในบางครั้งอาจกล่าวได้ว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ เป็นเหตุทำให้รายได้เปลี่ยนแปลง และการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ ก็เป็นผลเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

พันธบัตรธุรกิจ (bonds) จะมีแนวโน้มที่จะขายได้ในอนาคต ในราคาที่จะให้ผู้นซื้อได้รับผลตอบแทนระดับเดียวกับหลักทรัพย์ชนิดอื่นที่มีคุณภาพใกล้เคียงกัน

2. ขนาดของความเสียหายหรือความไม่แน่นอนของ เงินลงทุน

พันธบัตรธุรกิจหรือหุ้นบุริมสิทธิชั้นสอง หรือที่มีคุณภาพต่ำกว่า

(second grade or lower quality) นอกจากราคาจะเปลี่ยนแปลงตาม

จำนวนสิทธิเรียกร้องแล้ว ราคาของหลักทรัพย์เหล่านั้นยังแตกต่างกันตามความไม่แน่นอนในอนาคตอีกด้วย คือโอกาสที่ผู้ลงทุนจะได้รับรายได้และชำระคืนเงินต้นนั้นควรนำมาพิจารณาด้วย กรณีที่เศรษฐกิจเฟื่องฟู รายได้ของพันธบัตรที่มีคุณภาพต่างกัน จะไม่แตกต่างกันมาก เมื่อเทียบกับระยะที่เศรษฐกิจซบเซา

แต่ถ้ารายได้ของพันธบัตรธุรกิจในช่วงเวลาดังกล่าวขึ้นลงมากกว่านี้แล้ว ราคาของพันธบัตรก็จะเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ดังนั้นผู้ถือหุ้นประเภทที่มีคุณภาพดีเมื่อเกิดภาวะเศรษฐกิจซบเซา โอกาสที่จะสูญเสียรายได้ดอกเบี้ยและผลขาดทุนจากการจำหน่ายพันธบัตรก็ลดลง พันธบัตรที่มีคุณภาพดี ราคาจะขึ้นลงตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลง ส่วนพันธบัตรที่มีคุณภาพต่ำกว่าความเสี่ยงภัยอาจเพิ่มขึ้น แต่ความเสี่ยงภัยของพันธบัตรชนิดนี้เมื่อสูงมากแล้วก็อาจจะลดลง (diminishing) ราคาของพันธบัตรก็จะสูงขึ้น

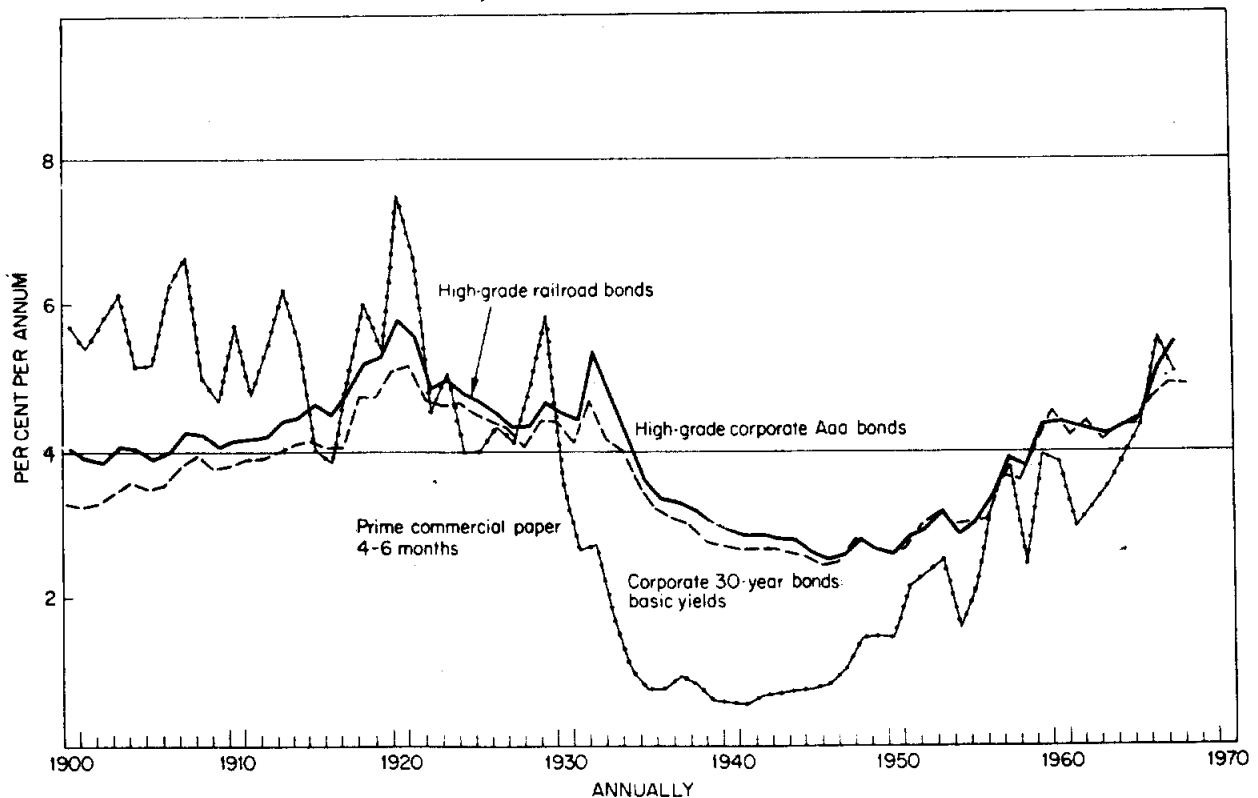
3. จำนวนและเวลาของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับ

การลงทุนในหุ้นสามัญ อสังหาริมทรัพย์ แม้กระทั่งพันธบัตรที่มีคุณภาพต่ำ และหุ้นบุริมสิทธิ กระแสร์รายได้ที่คาดว่าจะได้รับเป็นแต่เพียงการคาดคะเนเท่านั้น ความนึกคิดหรืออารมณ์ของนักลงทุนบาง เวลาอาจจะมีความรู้สึกต่อตลาดหลักทรัพย์ในแง่ดี บางขณะอาจมองไปในแง่ไม่ดี การเปลี่ยนแปลงทางค่านิจใจของผู้ลงทุน ทำให้รายได้มีค่าที่จะได้รับในอนาคตเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ซึ่งเป็นสาเหตุที่สำคัญทำให้ราคาของหลักทรัพย์ขึ้นต่ำขึ้นลงอย่างมาก และตามความเป็นจริงแล้ว อนาคตเป็นสิ่งที่ยากต่อการคาดคะเน เมื่อเป็นเช่นนี้ การประมาณราคาของหลักทรัพย์จากรายได้ปัจจุบันก็เป็นสิ่งที่ไม่แน่นอน ผลก็คือ อัตราส่วนราคา - รายได้จะขึ้นลงอย่างมาก

การขึ้นลงของอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรธุรกิจ และอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะสั้น (Fluctuation in Bond Yields and Short - Term Interest Rates)

ตลาดการเงินที่สำคัญมี 2 ชนิด คือ ตลาดทุน (capital market) ซึ่งทำหน้าที่ซื้อขายหลักทรัพย์ระยะยาว และตลาดเงิน (money market) ที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยของตลาดทั้งสองตามรูปที่ 15-1 นี้ แสดงให้เห็นถึง อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรธุรกิจชั้นดี และอัตราดอกเบี้ยของ prime commercial paper ระยะเวลาได้ถอน 4 - 6 เดือน ตั้งแต่ปี 1900 ถึง 1966

ตารางที่ 15 - 1



Source: *Historical Supplement to Federal Reserve Chart Book on Financial and Business Statistics* (Washington, D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, September 1968), p. 23.

Figure Long- and Short-Term Interest Rates in the United States, 1900-1967.

จากรูปที่ 15-1 ข้างบนนี้ มีที่นำตั้ง เกตอยู่หลายจุดด้วยกัน จุดแรกคือ ความแตกต่างระหว่างช่วงคลื่นการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์ระยะสั้น (short term rate) จะเห็นว่าเปลี่ยนแปลงเป็นช่วงที่กว้างกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรในช่วงระยะเวลาหนึ่ง และช่วงคลื่นการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยของทรัพย์สินทั้งสองชนิดในแต่ละปีจะกว้างกว่าด้วย จุดที่สองก็คือ ขณะที่การเคลื่อนไหวของช่วงคลื่นอัตราดอกเบี้ยแตกต่างกัน แต่ทิศทางของการเคลื่อนไหวก็มีแนวโน้มไปในทางเดียวกัน ตัวอย่างเช่น ระหว่างปี 1932 - 1946 อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ระยะสั้นและระยะยาวลดลง และจะเปลี่ยนแปลงไปในทางที่สูงขึ้น ตั้งแต่ ปี 1946 - 1966

ความแตกต่างของช่วงคลื่นของการเคลื่อนไหวสามารถอธิบายทั้งด้านการลงทุนและการเก็งกำไร เมื่อพิจารณาคำกล่าวการลงทุน ผู้ให้กูบางท่านที่มีทางเลือกทั้งการให้กูระยะสั้นและระยะยาว ช่วงเวลาที่อัตราดอกเบี้ยสูง ผู้ให้กูเหล่านี้จะยอมรับหลักทรัพย์ระยะยาวที่อัตราผลตอบแทนต่ำ มากกว่าที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้น ทั้งนี้เนื่องจากว่า ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยสูงนี้ หลักทรัพย์ระยะยาวจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยจะสูงกว่าหลักทรัพย์ที่ระยะเวลาใกล้เคียงกัน ตัวอย่างเช่น วันที่ 15 กันยายน 1966 พันธบัตรสหรัฐอเมริกา อัตราดอกเบี้ย $4\frac{1}{4}$ เปอร์เซ็นต์ ครบกำหนดใกล้เคียงปี 1992 พันธบัตรฉบับนี้มีอายุ 26 ปี ได้จำหน่ายในอัตราผลตอบแทน 4.86 เปอร์เซ็นต์ ขณะที่ตัวเงินคลังระยะเวลา 6 เดือน ได้จำหน่ายในอัตราผลตอบแทน 5.86 เปอร์เซ็นต์ และพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลาใกล้เคียง 5 ปี จำหน่ายในอัตราผลตอบแทน 5.48 เปอร์เซ็นต์ จากตัวอย่างข้างต้นแสดงให้เห็นว่า ผู้ลงทุนระยะยาวมีความเชื่อมั่นว่า เขาจะได้รับผลตอบแทนในอัตราที่เป็นระยะยาว ส่วนผู้ลงทุนในหลักทรัพย์

ระยะสั้นนั้น เมื่อหลักทรัพย์ครบกำหนดไถ่ถอน เขาอาจต้องนำเงินนี้ลงทุนในหลักทรัพย์ชนิดใหม่ที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำกว่า เมื่อมาพิจารณาถึงผู้กู้ ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยสูง เขาอาจจะยอมจ่ายดอกเบี้ยในอัตรา 6.00 เปอร์เซ็นต์ ต่อปี เมื่อคิดว่าเขาสามารถที่เปลี่ยนเป็นหลักทรัพย์ที่อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าได้เมื่อถึงเวลานั้น เช่น ออกหลักทรัพย์ใหม่ ชนิดอัตราดอกเบี้ย 5 เปอร์เซ็นต์ ระยะเวลา 10 ปี เป็นต้น

ตามทัศนะของนักเก็งกำไร เขาพิจารณาถึงความน่าจะเป็นของมูลค่าของหลักทรัพย์ขณะที่อัตราผลตอบแทนสูงมากหรือต่ำมาก คือ หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนสูงราคาจะต่ำ และนักเก็งกำไรก็จะเชื่อว่ามูลค่าของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นบวกด้วยดอกเบี้ยของตัวฉบับนั้นจะสูงกว่ารายได้ของเงินลงทุนระยะสั้นที่อัตราผลตอบแทนสูงกว่า และในทางตรงข้าม ในช่วงที่อัตราผลตอบแทนต่ำ เช่น ในตอนต้นปี 1958 ธนาคารพาณิชย์ นิยมลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำ มากกว่าหลักทรัพย์ระยะยาวและอัตราผลตอบแทนสูง ซึ่งผู้ลงทุนจะต้องรับภาระเนื่องจากมูลค่าของหลักทรัพย์ลดลง ทั้งการลงทุนและการเก็งกำไรที่แสดงถึงความแตกต่างของช่วงกว้างของการเคลื่อนไหวระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวก็อาจมีผลบ้างเหมือนกัน

การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเกิดจาก Supply และ Demand ของเงิน
ใหญ่และเงินกู้

Supply ของเงินใหญ่ได้มาจาก เงินออมของแต่ละบุคคล (individuals) รัฐบาล (governments) บริษัท (corporations) และ เงินใหญ่ยืมของธนาคารพาณิชย์

Demand ในเงินกู้ ผู้ขอกู้เงินนั้น ได้แก่ ภาคเอกชน
(private sector) เช่น บริษัท เอกชนผู้บริโภคและรัฐบาล

ปัจจัยที่กระทบกระเทือนต่อ supply และ demand ในเงินให้
กู้และเงินกู้ คือ

1. ภาวะเศรษฐกิจทั่วไปของประเทศ เช่น ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะต่ำ ผู้ให้กู้พอใจที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้นมากกว่าหลักทรัพย์ระยะยาวเพราะสามารถขายได้ง่าย และซื้อหลักทรัพย์ใหม่ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า เมื่อเป็นเช่นนี้ demand ในหลักทรัพย์ระยะสั้น จะมีมากกว่าหลักทรัพย์ระยะยาว

2. งบประมาณและนโยบายการเงินของประเทศ กรณีรัฐบาลซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่ไ้จำหน่ายแล้ว ลดเงินสำรองตามกฎหมายที่ธนาคารพาณิชย์มีไว้กับธนาคารกลาง supply ของเงินให้กู้ก็มีมาก (demand ยังคงเดิม) อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดจะต่ำ ในทางตรงข้าม รัฐบาลอาจออกพันธบัตรรัฐบาลจำหน่ายเป็นจำนวนมาก supply ในเงินให้กู้จะลดลง อัตราดอกเบี้ยก็จะมีแนวโน้มในทางที่สูงขึ้น

นอกจากนี้แล้ว การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย อาจเนื่องมาจากวงจรธุรกิจ (business cycle) กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยจะขึ้น ๆ ลง ๆ ตามการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจ แต่อัตราดอกเบี้ยจะเปลี่ยนช้ากว่าการเปลี่ยนแปลงของวงจรธุรกิจประมาณ 10 - 15 เดือน เมื่ออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลง ก็จะกระทบกระเทือนต่อผลตอบแทนของพันธบัตร (และราคาพันธบัตร) แต่อย่างไรก็ตามจะกระทบกระเทือนโดยตรงต่อมูลค่าของหุ้นสามัญเป็นอย่างมาก ทั้งนี้ เนื่องจากปริมาณธุรกิจ เป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดค่าไรของกิจการ และค่าไรนี้เป็นตัวสำคัญอย่างยิ่งในการ

กำหนดมูลค่าของหุ้นสามัญ

ส่วนหุ้นบุริมสิทธิและพันธบัตรธุรกิจ โดยทั่วไป ราคาจะขึ้นลงตามความสามารถทำกำไร (earning power) ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (pure rate of interest) เปลี่ยนแปลงไปด้วย หรือจะกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ปริมาณความเสี่ยงภัยเปลี่ยนแปลงไปตามความสามารถทำกำไรของกิจการ จะเห็นได้จากรูปที่ 15-1 ว่า ช่วงกว้างของการขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรที่คุณภาพต่ำกว่าและหุ้นบุริมสิทธิ นั้น กว้างกว่าของพันธบัตรที่มีคุณภาพดี และมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนแปลงไปตามตลาดหุ้นเหล่านั้นอย่างมากด้วย

ภาวะเงินเฟ้อที่มีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นด้วยเหมือนกัน คือเมื่อผู้ให้กู้คาดว่าอาจเกิดภาวะเงินเฟ้อในอนาคต ดังนั้นเมื่อหุ้นกู้นั้นครบกำหนดไถ่ถอนเงินคืนที่ผู้ให้กู้ได้รับนั้นค่าจะลดลง ผู้ให้กู้จึงต้องบวกอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (premium of inflation) รวมในอัตราดอกเบี้ยด้วย เพื่อชดเชยค่าของเงินที่ลดลง และอัตราดอกเบี้ยก็จะสูงขึ้น

การขึ้นลงของราคาหุ้นสามัญและสภาวะทางธุรกิจ (Fluctuations in Common Stock Prices and Business Conditions)

เราได้กล่าวในตอนต้นของบทนี้แล้วว่า ปัจจัยขั้นต้นที่ทำให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลง คือ การประมาณจำนวนเงินปันผลจ่าย เวลาที่จ่ายเงินปันผล และรายได้ในอนาคตของธุรกิจ ซึ่งมีหลายอย่างที่เราควรนำมาพิจารณา คือ

1. หุ้นสามัญ เมื่อพิจารณาโดยรวมแล้ว ราคาหุ้นสามัญจะเปลี่ยนแปลงตามปริมาณขายของกิจการจะเห็นได้จากรูปที่ 15-2 ข้างล่างนี้

แสดงให้เห็นถึง Dow - Jones Industrial Average และ Index of Industrial

รูปที่ 15 - 2

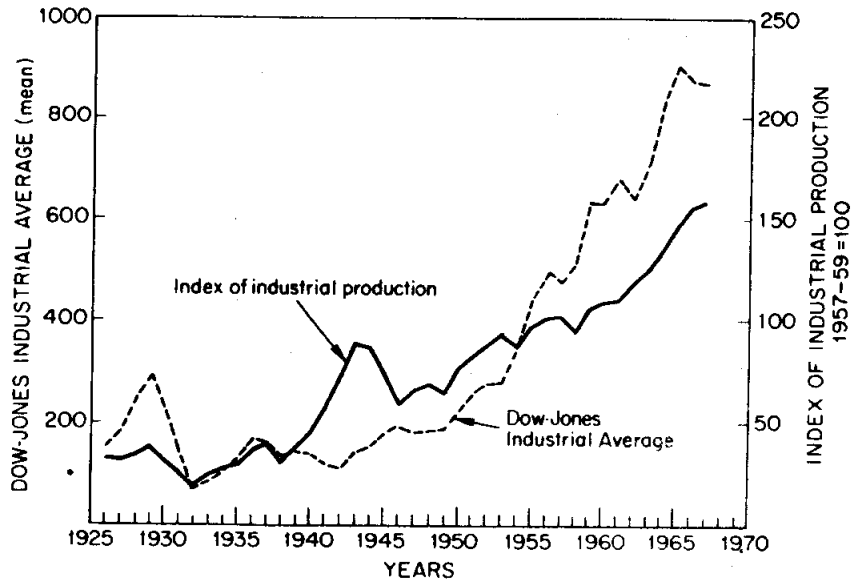


Figure Dow-Jones Industrial Average and Federal Reserve Board Index of Industrial Production, by Years, 1926-1967.

Production สำหรับปี 1925 - 1967 จากรูปจะเห็นว่า เมื่อผลผลิตเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นสามัญของบริษัทจะสูงขึ้น และในทางตรงข้าม เมื่อผลผลิตลดลง ราคาหุ้นสามัญของบริษัทก็จะลดลงด้วย ทั้งนี้เนื่องจาก

ก) เมื่อปริมาณขายของธุรกิจเปลี่ยนแปลง กำไรก็จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันและ

8) ระยะเวลาที่ธุรกิจเจริญรุ่งเรือง บุคคลทั่วไปจะยอมซื้อหุ้นในราคาที่สูง ตามความสามารถทำกำไรของกิจการ และในช่วงที่ธุรกิจขบเซา ผู้ลงทุนก็เห็นว่าหุ้นนั้นไม่ดี

2. มีระยะเวลาที่ยกเว้น คือ เมื่อราคาหุ้นสามัญโดยรวมมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนแปลงทำให้ผลผลิตเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ตัวอย่างเช่น ในปี 1940 - 1942, 1946 - 1948, 1962 และ 1966 เมื่อ Dow - Jones Industrial Average ลดลง แต่ผลผลิตเพิ่มขึ้น ในช่วงปี 1940-1942 รายได้ต่อหุ้นของ Dow - Jones Industrial ลดลงทั้ง ๆ ที่ผลผลิตเพิ่มขึ้น ฉะนั้นในระยะนี้บริษัทส่วนมากเสียภาษีเงินได้เพิ่มขึ้น แต่ก็ชดเชยกับปีที่มีสงคราม เช่น ในปี 1946 - 1948 รายได้ของธุรกิจเพิ่มขึ้นตามปริมาณผลผลิตที่เพิ่มขึ้น แต่หลังจากที่ตลาดหุ้นปั่นป่วนในปี 1946 ประชาชนทั่วไปได้มีการคาดกันว่า ก่อนสงครามธุรกิจจะชงเขา และอัตราส่วน ราคา - กำไรก็ลดลง ในปี 1962 ได้มีการชกแย้งกันระหว่างธุรกิจและผู้นำรัฐบาลเกี่ยวกับราคาผลิตภัณฑ์บางชนิดที่สูงขึ้นและไม่สามารถคาดได้ว่าผลผลิตและรายได้จะลดลงหรือไม่ ซึ่งเป็นการทำลายความเชื่อมั่นของประชาชน จึงทำให้ราคาหุ้นสามัญของกิจการอุตสาหกรรมลดลงประมาณ 25 เปอร์เซ็นต์ และในปี 1966 ราคาหุ้นสามัญของกิจการอุตสาหกรรมก็ลดลง 25 เปอร์เซ็นต์ อีก จึงเป็นการยากที่บริษัทจะทำการกู้ยืมในปีนั้น และคาดว่าความเจริญเติบโตของเศรษฐกิจจะลดลง กำไรของธุรกิจก็จะลดลงด้วย และเหล่านี้ก็เกิดขึ้นในปี 1966 และ 1967

3. ราคาหุ้นสามัญแต่ละประเภทจะขึ้นลงไม่เท่ากัน มากน้อยตามคุณภาพของหุ้นประเภทนั้น ๆ หุ้นสามัญที่ราคาและคุณภาพค่าช่วงกว้างของราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงจะกว้างกว่าหุ้นสามัญที่คุณภาพสูง และก็เช่นเดียวกัน อุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าประเภททุน เมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภค

4. ขณะที่ราคาหุ้นสามัญบางประเภทขึ้น ๆ ลง ๆ แต่ราคาหุ้น

สามัญของอุตสาหกรรมทั้งหมดอาจไม่เปลี่ยนแปลงก็ได้ ทั้งนี้ก็เพราะว่า

1) ความต้องการของผลิตภัณฑ์ขณะนั้น อุตสาหกรรมบางประเภทมีความต้องการในตลาดสูงขณะนั้น และอุตสาหกรรมบางประเภทอาจไม่เป็นที่ต้องการของคนทั่วไปก็ได้ เช่น ในปี 1966 ธุรกิจการก่อสร้างความต้องการในตลาดลดลง ตรงข้ามกับอุตสาหกรรมกระดาษ ขณะนั้นความต้องการมีมาก จนต้องผลิตเกินกำลังการผลิต

2) ภาวะการแข่งขันของผลิตภัณฑ์ในตลาด อุตสาหกรรมบางประเภทมีการแข่งขันมาก หรือสามารถใช้ผลิตภัณฑ์ชนิดอื่นแทนได้ ส่วนอุตสาหกรรมประเภทอื่นที่ไม่มีการแข่งขัน หรือมีแค่น้อยมาก เช่น อุตสาหกรรมด้านหินที่ใช้ทำเชื้อเพลิง เมื่อมีการนำแก๊สธรรมชาติมาใช้มากขึ้น อุตสาหกรรมด้านหินก็จะซบเซา หรือกิจการธนาคาร เมื่อมีบริษัทการเงินเข้ามาแข่งขัน ผู้ลงทุนอาจเปลี่ยนไปลงทุนในบริษัทการเงิน ดังนั้นราคาหุ้นสามัญของกิจการธนาคารอาจลดลงได้ และลดลงเร็วกว่าหุ้นของบริษัทประเภทที่ไม่มีการแข่งขัน

นโยบายการลงทุนที่เกี่ยวกับการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ (Investment Policies Relative to Security Price Fluctuations)

มีนโยบายการลงทุนเป็นจำนวนมากที่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนพิจารณาถึงปัญหาที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง ซึ่งมีดังนี้ คือ.-

1. Cyclical - Swing Policy
2. The Long - Pull Policy
3. Dollar Cost Average และ
4. Formula Plans

ก่อนที่จะศึกษาถึงสาเหตุที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ขึ้น - ลง ทั้งสี่ประการข้างต้นนี้ เราจะกล่าวถึง 2 ข้อ ข้างล่างนี้ก่อน คือ

ก.) ท่าทีของผู้ลงทุนที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ซึ่งมีส่วนเกี่ยวข้องกับจุดประสงค์ในการลงทุนเป็นอย่างมาก ผู้ลงทุนที่ต้องการรายได้จากเงินลงทุน จะไม่ค่อยคำนึงถึงเวลาหรือจังหวะในการลงทุน เหมือนกับผู้ลงทุนที่มีจุดประสงค์ในการซื้อหลักทรัพย์เพื่อหวังจะขายต่อไปเมื่อราคาหลักทรัพย์นั้นสูง ผู้ลงทุนเหล่านี้จะซื้อหลักทรัพย์ในช่วงที่ราคาต่ำ และขายในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์สูง ฉะนั้นจึงคำนึงถึงการขึ้นลงของราคา

ข.) เมื่อราคาหลักทรัพย์ขึ้น ๆ ลง ๆ ราคาหลักทรัพย์ระยะสั้นที่คุณภาพดีจะต่ำสุด และหลักทรัพย์ระยะยาว หรือหลักทรัพย์ที่ไม่มีวันครบกำหนดไถ่ถอนที่คุณภาพต่ำราคาจะสูงสุดแม้กระทั่งที่ผู้ลงทุนซื้อมาด้วยวัตถุประสงค์เพื่อต้องการรายได้เป็นประจำ เช่น พันธบัตรระยะยาวที่คุณภาพดี ราคาจะขึ้นลงมาก ส่วนหลักทรัพย์ระยะสั้นที่คุณภาพต่ำ ราคาจะขึ้นลงมากหรือน้อยนั้น ขึ้นอยู่กับอนาคตหรือความสามารถในการชำระเงินต้นของธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์ เมื่อหลักทรัพย์นั้นครบกำหนดไถ่ถอน

1. Cyclical - Swing or Long - Swing Policy

นโยบายการลงทุนที่เรียกว่า "Cyclical - Swing" หรือ "Long - Swing" นี้ โดยทั่วไปแล้ว ผู้ลงทุนที่ยึดถือนโยบายนี้ มักชอบที่จะเผชิญกับปัญหาการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ และพยายามที่จะให้ไค้กำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ส่วนมากจะเป็นการลงทุนในหุ้นที่มีคุณภาพดี และหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งผู้ลงทุนจะใช้นโยบายนี้ เพราะอัตราดอกเบี้ยขึ้นลงตามราคาของหลักทรัพย์ แต่ผู้ลงทุนชนิดนี้จะมีน้อย ส่วนมากจะเป็นการลงทุนในหุ้นหุ้นหรือพันธบัตร ชั้นสองและหุ้น

บุริมสิทธิ ซึ่งต้องการกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนเหล่านี้สามารถที่จะลดความเสี่ยงภัย โดยการรักษาสัดส่วนเงินลงทุน โดยการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง เมื่อไว้ในยามที่ต้องการเงินต้นคืน แต่อย่างไรก็ตาม เพื่อรักษาสัดส่วนสินทรัพย์ของเขา ผู้ลงทุนเหล่านี้อาจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำด้วย

2. Long - Pull Policy ผู้ลงทุนที่ใช้นโยบายนี้ จะมีความระมัดระวังในการเลือกหลักทรัพย์ โดยพิจารณามูลค่าและการคาดอนาคตของหลักทรัพย์ในระยะยาว แต่จะไม่คำนึงถึงวงจรธุรกิจ (business cycle) นโยบายนี้จึงเหมาะกับผู้ลงทุนระยะยาวที่มีเงินทุนเป็นจำนวนมาก ที่ต้องการรายได้ซึ่งอาจจะลงทุนทั้งหุ้นกู้และหุ้นหุ้น โดยไม่สนใจว่ามูลค่าของหลักทรัพย์จะสูงขึ้นหรือลดลงในระยะ 2-3 ปี ข้างหน้า ส่วนมากจะลงทุนในบริษัทประกันชีวิต ธนาคารออมสิน และบริษัทการเงินต่าง ๆ ซึ่งบริษัทเหล่านี้จะลงทุนในหุ้นหุ้นที่คุณภาพดี

3. Dollar Cost Average นโยบายการลงทุนวิธีนี้ เป็นการป้องกันปัญหาเกี่ยวกับการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ โดยเฉลี่ยลงทุนในหลักทรัพย์เป็นจำนวนเงินเท่า ๆ กันในช่วงระยะเวลาหนึ่ง หรืออย่างน้อยที่สุดก็ในหนึ่งช่วงวงจรธุรกิจ โดยมากจะเป็นการลงทุนในหุ้นสามัญ หรือหุ้นกู้ที่มีบ้างเหมือนกัน

โครงการลงทุนที่ยึดหลัก Dollar - Cost Average นี้ คล้ายกับ Long Pull Policy ตามที่กล่าวข้างต้น โดยที่สมมุติว่าราคาหุ้นสามัญไม่เปลี่ยนแปลงมาก หรือมีแนวโน้มในทางที่สูงขึ้น

ผู้ลงทุนส่วนมากมักจะซื้อหุ้นสามัญขณะที่ราคาสูง ซึ่งจะอยู่ในช่วงที่

ธุรกิจเจริญรุ่งเรืองและกำไรสูง จึงเป็นที่สนใจของนักลงทุนส่วนระยะที่ธุรกิจ
ซบเซา กำไรและเงินปันผลลดลง ผู้ลงทุนก็ไม่อยากจะถือหุ้น ช่วงนี้ราคาหุ้น
สามัญจะลดลง แต่ที่จริงแล้ว ผู้ลงทุนสามารถมองเห็นว่า ช่วงที่ธุรกิจซบเซา
นี้เป็นจังหวะดีที่ควรลงทุนซื้อหุ้น ขณะมีราคาต่ำ ฉะนั้น นโยบายนี้จึงเป็นการซื้อ
หลักทรัพย์สะสมไปเรื่อย ๆ ไม่ว่าในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์สูงหรือต่ำ

4. Formula Plans หลักการที่สำคัญของนโยบายนี้ คือ
ได้มีการวางแผนและตัดสินใจไว้ล่วงหน้าว่า จะขายหุ้นเมื่อราคาสูง และจะซื้อ
หุ้นเมื่อราคาต่ำ ซึ่งนโยบาย Long Pull และ Dollar Average
ทั้งสองนี้ จุดประสงค์หลักคือ "ซื้อหุ้นและถือหุ้นนั้นต่อไป" ส่วน Formula
Plans นั้น เหมือนกับ Cyclical Swing คือนโยบายทั้งสองนี้ จุด
ประสงค์ซื้อหลักทรัพย์มาเพื่อหวังผลกำไรจากราคาหุ้นสูง ซึ่ง Formula
PLANS นี้ สมมุติว่าวงจรเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ไม่สามารถพยากรณ์
ล่วงหน้าได้ และคาดว่าราคาหุ้นขึ้นลงเหมือนปีก่อน ๆ

การลงทุนโดยวิธีนี้ ได้แบ่งเงินกองทุนออกเป็น 2 ส่วน คือ.-

1. Agressive Portion เงินทุนส่วนนี้เป็นส่วนที่ทำรายได้
ให้แก่เงินกองทุน ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท ที่ราคาขึ้น
ลงตามภาวะเศรษฐกิจทั่ว ๆ ไป อาจรวมพันธบัตรที่มีคุณภาพต่ำ และหุ้นบริษัท
ค้าปลีกก็ได้ อัตราส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทใด จำนวนเท่าใดนั้น จะ
พิจารณาตามความเหมาะสม และความต้องการของผู้ลงทุน โดยใช้หลักความ
ปลอดภัยและรายได้เป็นเกณฑ์

2. Defensive หรือ protective Portion เงินทุนส่วน

นี้ประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพดี (high quality dollar assets) และราคาไม่เปลี่ยนแปลงมาก หรือไม่เปลี่ยนแปลงเลย เช่น เงินฝากธนาคาร พันธบัตรที่เปลี่ยนได้ง่าย และบางส่วนควรเป็นหลักทรัพย์ระยะสั้น หรือระยะปานกลางที่มีความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยจำกัด

นโยบายการลงทุนตาม Formula Plans นี้มีว่า เงินทุนที่มีอยู่นี้ควรลงทุนในหลักทรัพย์ ระหว่างหุ้นหุ้นและพันธบัตรอย่างอะเท่าใด ควรลด (จำหน่าย) หรือเพิ่ม (ซื้อเข้ามาใหม่) การลงทุนในหุ้นสามัญ หรือพันธบัตร เพื่อให้อัตราส่วนของหุ้นสามัญและพันธบัตรต่อเงินกองทุน เป็นไปตามอัตราส่วน (แผนการ) ที่ได้กำหนดไว้ล่วงหน้า.
