

## บทที่ 5

### อัตราผลตอบแทน

(RATE OF RETURN)

สิ่งสำคัญที่ผู้ลงทุนต้องการจากการลงทุนในหลักทรัพย์คือ ผลตอบแทน และเพื่อความเป็นสากลเข้าใจตรงกันทุกฝ่าย เมื่อกล่าวถึงผลตอบแทนจึงนิยมที่จะกล่าวในลักษณะเปรียบเทียบ คือเป็นอัตราร้อยละ เรียกว่าอัตราผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ต่างชนิดกันก็มีวิธีการคำนวณที่แตกต่างกัน และแม้แต่หลักทรัพย์ชนิดเดียวกันก็มีวิธีการคำนวณหลายวิธี แต่ละวิธีต่างก็ตีความหมายในการนำไปใช้แตกต่างกัน ดังนั้นในบทนี้จะกล่าวถึงวิธีการคำนวณและการนำไปใช้พร้อมกันนั้นก็จะเสนอวิธีวัดผลตอบแทนที่เป็นสากลที่นำไปใช้ได้กับการลงทุนทุกประเภท

#### อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ (BOND YIELDS)

เมื่อกล่าวถึงผลตอบแทนของหุ้นกู้เราต้องทราบว่าผู้พูดกำลังกล่าวถึงผลตอบแทนชนิดไหนเนื่องจากมีวิธีการคำนวณหลายวิธี แต่ละวิธีต่างก็ตีความหมายต่างกัน ต่อไปนี้เป็นอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ที่ใช้กันทั่วไป คือ

1. Nominal Yield หรือ Coupon Rate เป็นผลตอบแทนหรือดอกเบี้ยที่ได้รับประจำปีเปรียบเทียบกับราคาหุ้นกู้ตามหน้าตั๋ว (Face Value) นั่นคือเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ระบุไว้ในใบหุ้นกู้ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$NY = \frac{C}{F} \quad \text{.....(6-1)}$$

โดย NY = Nominal Yield  
 C = จำนวนดอกเบี้ยที่ได้รับต่อปี  
 F = ราคาที่ระบุไว้หรือราคาตราไว้

Nominal Yield เป็นผลตอบแทนที่อธิบายลักษณะอย่างหนึ่งของหุ้นกู้

2. Current Yield เป็นผลตอบแทนหรือดอกเบี้ยที่ได้รับประจำปีเปรียบเทียบกับราคาซื้อขายหุ้นกู้ ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$CY = \frac{C}{P} \quad \text{.....(6-2)}$$

โดย CY = Current Yield  
 C = จำนวนดอกเบี้ยที่ได้รับต่อปี  
 P = ราคาซื้อขายหุ้นกู้ในตลาด

ตัวอย่าง ซื้อหุ้นกู้ฉบับหนึ่ง เงินตามหน้าตั๋ว 1,000 บาท จ่ายดอกเบี้ยปีละ 120 บาท ในราคาซื้อ 900 บาท

ในที่นี้ C = 120 บาท  
 F = 1,000 บาท  
 P = 900 บาท

$$NY = \frac{120}{1000} = 12\%$$

$$CY = \frac{120}{900} = 13.33\%$$

ข้อสังเกต จากตัวอย่างราคาซื้อขายหุ้นกุต่ำกว่าราคาหน้าตั๋ว ดังนั้น current yield จึงสูงกว่า nominal yield ในทางตรงกันข้าม ถ้าราคาซื้อขายหุ้นกู้สูงกว่าราคาหน้าตั๋ว current yield ของหุ้นกูก็น่าจะต่ำกว่า

Current Yield จะใช้เป็นตัวเปรียบเทียบให้ทราบว่าเงินที่นำไปลงทุนนั้นจะให้รายได้เท่าใด จึงเหมาะสำหรับการลงทุนที่มุ่งหวังเพียงรายได้อย่างเดียว เพราะวิธีนี้ไม่ได้คำนึงถึงกำไรหรือขาดทุนส่วนทุน (Capital gain or loss)

3. Yield to Maturity (YTM) เป็นอัตราผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นกู้ตั้งแต่วันที่ซื้อจนกระทั่งครบกำหนดไถ่ถอน โดยนำดอกเบี้ยยราคาซื้อ และราคาที่ระบุไว้ในใบหุ้นกู่มาคำนวณหาซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$Y T M \quad \text{โดยประมาณ} = \frac{C + \frac{F - P}{n}}{\frac{F + P}{2}} \quad \dots\dots(6-3)$$

- โดย YTM = Yield to Maturity
- C = จำนวนดอกเบี้ยที่ได้รับต่อปี
- F = ราคาที่ระบุไว้หรือราคาตราไว้
- P = ราคาซื้อขายหุ้นกู้ในตลาด
- n = ระยะเวลาตั้งแต่วันที่ซื้อจนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนเป็นปี

ตัวอย่าง นาย ข.ซื้อหุ้นกู้บริษัท ก.จำกัด ราคาระบุไว้ 1,000 บาท อัตราดอกเบี้ย 12% ในราคา 900 บาท กำหนดเวลาไถ่ถอนอีก 10 ปีข้างหน้า

$$\begin{aligned} \text{ในที่นี้ } C &= 1000 \times \frac{12}{100} = 120 \text{ บาทต่อปี} \\ F &= 1000 \\ P &= 900 \\ n &= 10 \text{ ปี} \\ \therefore YTM &= \frac{120 + \frac{1000 - 900}{10}}{\frac{1000 + 900}{2}} \\ &= \frac{130}{950} = 13.68\% \end{aligned}$$

ข้อสังเกต จากตัวอย่างราคาซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าหน้าตั๋ว ดังนั้น YTM ที่ได้ (13.68%) จึงสูงกว่า Nominal Yield (12%) ทั้งนี้เนื่องจาก

1) นอกเหนือจากดอกเบี้ยที่ได้รับ 12% แล้วผู้ลงทุนยังได้รับกำไรจากการซื้อหลักทรัพย์ในราคาต่ำกว่าราคาไถ่ถอนเพิ่มอีกส่วนหนึ่ง คือ  $1000 - 900 = 100$  บาท กำไร 100 บาทนี้ เป็นรายได้สำหรับระยะเวลา 10 ปี และเรากำลังหาผลตอบแทนต่อปี ดังนั้นจึงนำกำไร 100 บาทนี้มาเฉลี่ยเป็นกำไรต่อปี โดยนำระยะเวลาไถ่ถอนที่เหลืออยู่คือ 10 ปีหาร จึงได้กำไรเฉลี่ยปีละ 10 บาท ไปบวกกับดอกเบี้ยปีละ 120 บาท จึงเป็นรายได้ต่อปี  $120 + 10 = 130$  บาท

2) ตัวหารเราใช้ค่าเฉลี่ยของราคาซื้อกับราคาตามตัว แทนที่จะใช้ราคาใดราคาหนึ่ง ทั้งนี้เนื่องจากการหาค่า YTM ที่ถูกต้องใกล้เคียงกับค่า YTM ที่แท้จริง (ค่า YTM ที่หาโดยสูตรข้างต้นเป็นการหา YTM โดยประมาณค่า YTM ที่แท้จริงจะต้องใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันแล้วหาอัตราส่วนลด)

ในการทำงานกลับกัน ถ้าราคาซื้อขายสูงกว่ามูลค่าหน้าตัว YTM จะต่ำกว่า Nominal Yield เพราะเท่ากับว่าราคาที่เรายจ่ายสูงกว่ามูลค่าไถ่ถอนนั้น เป็นการจ่ายดอกเบี้ยคืนไป ดังนั้นเราจึงต้องนำส่วนนี้มาหักออกจากดอกเบี้ยรับในแต่ละปี

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า

1. ถ้าราคาซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าหน้าตัวหรือเรียกว่ามีส่วนลด (discount) YTM จะสูงกว่า Nominal Yield

2. ถ้าราคาซื้อขายสูงกว่ามูลค่าหน้าตัวหรือเรียกว่ามีส่วนเกิน (Premium) YTM จะต่ำกว่า Nominal Yield

3. ถ้าราคาซื้อขายเท่ากับมูลค่าหน้าตัว YTM จะเท่ากับ Nominal Yield

การใช้ YTM วัดผลตอบแทนของหุ้นกู้เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่แน่ใจว่าจะถือหุ้นกุนั้นไปจนครบกำหนดไถ่ถอน ไม่มีการขายไปก่อนครบกำหนด

### **การหา YTM โดยใช้ตารางหุ้นกู้**

การหาค่า YTM ที่แท้จริงคือ การหาอัตราส่วนลด (discount rate) ที่จะทำให้กระแสเงินสดที่ได้รับจากหุ้นกู้ทั้งหมด ซึ่งได้แก่ดอกเบี้ยในแต่ละปี และจำนวนเงินไถ่ถอนตอนกลับมาเท่ากับจำนวนเงินที่ลงทุนในปัจจุบันหรือราคาซื้อขายนั่นเอง

การหา YTM โดยวิธีมูลค่าปัจจุบันนี้แทนที่จะต้องคำนวณทุกครั้งที่ต้องการหา เราสามารถหาค่า YTM ได้โดยการเปิดตารางหุ้นกู้สำเร็จรูป ดังตัวอย่างตารางที่ 5-1

ตารางที่ 5-1 ตัวอย่างตารางหุ้นกู้

6% Yield	YEARS and MONTHS							
	6.3	6.6	6.9	7.0	7.3	7.6	7.9	8.0
4.00	110.95	111.35	111.72	112.11	112.47	112.85	113.21	113.58
<b>4.20</b>	109.80	110.15	110.48	110.82	111.14	111.48	111.79	112.12
4.40	108.65	108.96	109.25	109.55	109.83	110.13	110.40	110.69
4.40	107.52	107.79	108.04	108.30	108.54	108.80	109.03	109.28
4.40	106.40	106.63	106.84	107.00	107.27	107.48	107.66	<b>107.81</b>
5.00	105.30	105.49	105.66	105.85	106.01	106.19	106.35	106.53
<b>5.20</b>	104.21	104.36	104.50	104.64	104.77	104.92	105.04	105.18
<b>5.40</b>	103.14	103.25	103.35	103.46	103.55	103.66	103.75	103.86
<b>5.60</b>	102.07	102.15	102.21	102.29	102.35	102.42	102.48	102.55
5.40	101.03	101.07	101.09	101.14	101.16	101.20	101.22	101.27
<b>6.00</b>	99.99	100.00	99.97	100.00	99.97	100.00	<b>100.00</b>	100.00
6.10	99.48	99.47	99.44	99.44	99.41	99.41	99.38	99.37
6.10	98.97	98.94	98.90	98.88	98.83	98.81	98.77	98.75
<b>6.30</b>	98.46	98.42	98.36	98.32	98.26	98.23	98.17	98.14
<b>6.40</b>	97.95	97.90	97.82	97.77	97.70	97.65	97.57	<b>97.50</b>
<b>6.50</b>	97.45	97.38	97.27	97.22	97.13	97.07	96.98	96.92
<b>6.60</b>	96.96	96.87	96.76	96.68	96.57	96.50	96.37	96.32
6.70	96.46	96.36	96.24	96.14	96.02	95.93	<b>95.81</b>	95.77
<b>6.80</b>	95.97	95.85	95.71	95.60	95.47	95.36	95.23	95.13
<b>6.90</b>	95.48	95.35	95.20	95.07	94.92	94.80	94.65	94.54
7.00	94.99	94.85	94.68	94.54	94.38	94.24	94.08	93.95
7.10	94.51	94.35	94.17	94.01	93.84	93.69	93.52	93.37
<b>7.20</b>	94.03	93.86	93.66	93.49	93.30	93.14	92.95	92.80
7.30	93.55	93.37	93.15	92.97	92.77	92.59	92.39	92.23
7.40	93.08	92.88	92.65	92.46	92.24	92.05	91.84	91.66
7.10	<b>92.61</b>	92.39	92.15	91.95	91.71	91.51	91.29	91.10
<b>7.60</b>	92.14	91.91	91.66	91.44	91.19	90.98	90.74	90.54
<b>7.70</b>	91.68	91.43	91.17	90.93	90.67	90.45	90.20	89.99
<b>7.80</b>	91.21	90.96	90.68	90.43	90.16	89.92	89.66	89.44
<b>7.90</b>	90.75	90.48	90.17	89.93	89.65	89.40	89.13	88.89
<b>8.00</b>	90.30	90.01	89.71	89.44	89.14	88.88	88.60	88.35
8.10	89.84	89.55	89.23	88.95	88.64	88.37	88.07	87.81
<b>8.20</b>	89.39	89.08	88.75	88.46	88.14	87.85	87.55	87.28
<b>8.30</b>	88.94	88.62	88.28	87.97	87.64	87.35	87.03	86.75
<b>8.40</b>	88.50	88.16	87.81	87.49	87.15	86.84	86.51	86.22
<b>8.50</b>	88.05	87.71	87.34	87.01	86.66	86.34	86.00	85.70
<b>8.60</b>	87.61	87.26	86.88	86.54	86.17	85.84	85.49	85.18
<b>8.70</b>	87.18	86.81	86.42	86.06	85.67	85.35	84.99	84.67
<b>8.80</b>	86.74	86.36	85.96	85.59	85.21	84.86	84.47	84.16
<b>8.90</b>	86.31	85.92	85.50	85.13	84.73	84.37	83.98	83.65
<b>9.00</b>	85.88	85.48	85.05	84.67	84.26	83.89	83.50	83.15
<b>9.10</b>	85.45	85.04	84.60	84.21	83.79	83.41	83.01	82.65
<b>9.20</b>	85.03	84.60	84.15	83.75	83.32	82.93	82.52	82.16
<b>9.30</b>	84.60	84.17	83.71	83.30	82.96	82.46	82.04	81.66
<b>9.40</b>	84.18	83.74	83.27	82.84	82.40	81.99	81.56	81.18
<b>9.50</b>	83.77	83.31	82.83	82.40	81.94	81.52	81.09	80.69
0.60	83.35	82.87	82.40	81.95	81.48	81.06	<b>80.61</b>	80.21
<b>9.70</b>	82.94	82.46	81.96	81.51	81.03	80.60	80.14	79.73
<b>9.80</b>	82.53	82.04	81.53	81.07	80.58	80.14	79.68	79.26
<b>9.90</b>	82.12	81.63	81.11	80.64	80.14	79.69	79.22	78.79
<b>10.00</b>	81.72	81.21	80.68	<b>80.20</b>	79.70	79.24	78.76	78.32
<b>10.20</b>	81.31	80.79	80.24	79.75	79.22	78.75	78.25	77.80
10.40	80.90	80.36	79.81	79.30	78.75	78.27	77.76	77.30
10.60	80.49	79.94	79.38	78.86	78.31	77.79	77.26	76.79
10.80	80.08	79.52	78.95	78.41	77.85	77.31	76.76	76.29
<b>11.00</b>	79.68	79.11	78.53	77.98	77.41	76.85	76.28	75.79
11.20	79.27	78.69	78.10	77.54	76.96	76.40	75.82	75.33
<b>11.40</b>	78.87	78.28	77.68	77.11	76.53	75.96	75.37	74.87
<b>11.60</b>	78.47	77.87	77.26	76.68	76.09	75.51	74.92	74.41
11.80	78.07	77.46	76.84	76.25	75.65	75.06	74.46	73.94
<b>12.00</b>	77.67	77.05	76.43	75.83	75.22	74.61	74.00	73.47

Source : Financial Publishing Company. 1970

ลักษณะของตารางหุ้นกู้ จะประกอบด้วยรายละเอียดดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ย (Nominal Yield) ที่หิวตารางจะแจ้งว่าตารางนั้นเป็นตารางของหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยเท่ากับเท่าใด การจ่ายดอกเบี้ยปีละกี่ครั้ง
2. ตัวเลขด้านบนสุด ในแนวนอนจะระบุระยะเวลาไถ่ถอนเรียงตามลำดับ
3. ตัวเลขซ้ายมือสุดด้านแนวตั้งเป็น Yield หรือ YTM
4. ตัวเลขในตารางเป็นราคาซื้อขายหุ้นกู้ในราคา que แสดงเป็นอัตราร้อยละของมูลค่าตราไว้

การใช้ตาราง ให้ดูคำอธิบายในตัวอย่างต่อไปนี้

**ตัวอย่าง** ซื้อหุ้นกู้ 6% จ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง อายุไถ่ถอน 7 ปี มูลค่าไถ่ถอน 1,000 บาท ในราคา 802 บาท ต้องการหา YTM โดยการเปิดตาราง

จากตัวอย่าง ราคาซื้อขายหุ้นกู้เท่ากับ 802 บาท ต้องเปลี่ยนให้อยู่ในรูปของร้อยละซึ่งเท่ากับ 80.2

วิธีการให้ดำเนินการเป็นขั้น ๆ ดังนี้

1. เลือกเปิดตารางหุ้นกู้ที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยที่ตรงกับหุ้นกู้ในตัวอย่าง คือ 6% จ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง
2. เมื่อได้ตารางที่ต้องการแล้ว ให้ดูที่ระยะเวลาไถ่ถอนที่ช่อง 7 ปี แล้วสำรวจดูราคาในช่อง 7 ปี นั้นไล่ลงมาเรื่อย ๆ เพื่อดูว่ามีราคาใดเท่ากับ หรือใกล้เคียงกับราคาซื้อหุ้นกู้ 80.2 บ้าง เมื่อได้ราคาที่เท่ากับหรือใกล้เคียงแล้วตรงกับอัตราผลตอบแทน (ด้านซ้ายมือ) ได้ อัตราผลตอบแทนที่ได้จะเป็นค่า YTM ของหุ้นกู้ฉบับนั้น จากตาราง YTM ของหุ้นกู้ฉบับนี้จะเท่ากับ 10%

### อัตราผลตอบแทนของหุ้นทุน (STOCK YIELDS)

อัตราผลตอบแทนของหุ้นทุนที่นิยมใช้กันมี 2 ชนิด คือ

1. Dividend Yield เป็นอัตราผลตอบแทนที่วัดจากเงินปันผลเปรียบเทียบกับราคาซื้อขายหุ้นทุนนั้น ซึ่งใช้วัดได้ทั้งหุ้นบุริมสิทธิ์ และหุ้นสามัญ ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$DY = \frac{D}{P} \quad \dots\dots(6-4)$$

โดย DY	=	dividend yield
D	=	เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับต่อหุ้นในปี
P	=	ราคาซื้อขายในขณะนี้

ตัวอย่าง หุ้นสามัญบริษัท ก.จำกัด ราคาซื้อขายขณะนี้เท่ากับ 120 บาท คาดว่าในปีบริษัทจะมีกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 20 บาท และอัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไรเท่ากับ 75%

ในที่นี้ D	=	75% (20) = 15 บาท
P	=	120 บาท
∴ DY	=	$\frac{15}{120} = 12.5\%$

ดังนั้น dividend yield ของหุ้นสามัญบริษัท ก.จำกัด เท่ากับ 12.5%

การใช้ dividend yield วัดผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญนี้เหมาะสมสำหรับผู้ลงทุนที่มุ่งหวังรายได้จากเงินปันผลเพียงอย่างเดียว โดยไม่สนใจกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในอนาคต โดยตั้งใจว่าจะถือหุ้นนั้นตลอดไป ข้อเสียของการใช้เงินปันผลวัดผลตอบแทนคือ เป็นการมองข้ามผลตอบแทนที่จะได้รับจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น นอกจากนั้นยังไม่ได้คำนึงถึงอัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลด้วย ดังนั้นการใช้ dividend yield เพียงอย่างเดียวเป็นหลักประเมินหุ้นสามัญเพื่อตัดสินใจลงทุนจึงไม่ค่อยเหมาะสมนัก

2. Earning Yield เป็นอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญที่วัดจากกำไรสุทธิต่อหุ้นเปรียบเทียบกับราคาซื้อขายหุ้นสามัญ ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$EY = \frac{E}{P} \quad \dots\dots(6-5)$$

โดย EY	=	earning yield
E	=	กำไรสุทธิต่อหุ้นที่คาดว่าบริษัทจะหาได้ใน 1 ปี (earning per share)
P	=	ราคาตลาดของหุ้นสามัญ

จากตัวอย่างที่แล้ว หา earning yield ได้ดังนี้

E	=	20 บาท
P	=	120 บาท
∴ EY	=	$\frac{20}{120} = 16.67\%$

การนำ E/P มาวัดผลตอบแทนการลงทุนในหุ้นสามัญเป็นการวัดผลตอบแทนที่จะได้รับเป็นตัวเงินในรูปของเงินปันผลส่วนหนึ่ง และอัตราความเจริญเติบโตของเงินปันผลอีกส่วนหนึ่ง จริงอยู่ถ้ามองว่าผลตอบแทนคือ ตัวเงินที่ได้รับจริง ๆ แล้ว E/P ก็ไม่ใช่เครื่องวัดผลตอบแทนที่แท้จริง ทั้งนี้เนื่องจากกำไรสุทธิต่อหุ้นนั้น บริษัทมิได้นำมาจ่ายเป็นเงินปันผลทั้งหมด แต่นำมาจ่ายเพียงส่วนหนึ่ง ส่วนที่เหลือจะกักไว้เป็นเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนต่อไป กำไรส่วนที่กักไว้นี้เรียกว่ากำไรสะสม ดังนั้นในอนาคตถ้ากำไรส่วนที่กักไว้ นั้นนำไปลงทุนหาผลประโยชน์ ประสพผลสำเร็จ กำไรของบริษัทจะสูงขึ้นมีผลทำให้เงินปันผลพลอยสูงขึ้นและราคาหุ้นสูงขึ้นด้วย ถึงแม้ว่า E/P จะไม่ใช่เครื่องวัดผลตอบแทนที่แท้จริงในแง่ของตัวเงินที่ได้รับจริง ๆ แต่ E/P ก็เป็นเครื่องวัดที่สะท้อนให้เห็นถึงทั้งเงินปันผล และอัตราความเจริญเติบโตของธุรกิจที่จะมีผลต่อเงินปันผลและราคาหุ้นในอนาคต E/P จึงเป็นเครื่องวัดผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ได้ดีกว่า dividend yield

อัตราส่วน E/P นี้ บ่อยครั้งที่เรามักจะนำมากล่าวถึงในรูปของส่วนกลับคือ P/E โดยดูว่าราคาซื้อขายหุ้นสามัญนั้น ๆ เป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้น เช่น P/E เท่ากับ 6 หมายความว่าราคาตลาดของหุ้นเป็น 6 เท่าของกำไรต่อหุ้น (หรือ E/P เท่ากับ 16.67% นั่นเอง) P/E จะเป็นตัวสะท้อนให้เห็นถึงทัศนคติของผู้ลงทุนในตลาดที่มีต่อการเจริญเติบโตก้าวหน้าของอุตสาหกรรมนั้นเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมอื่น ๆ กล่าวคือถ้าผู้ลงทุนโดยทั่วไปในตลาดมีทัศนคติต่อกิจการประเภทนั้น ๆ ว่าไม่เจริญเติบโตอีกต่อไปหรือเติบโตอย่างเชื่องช้า ผู้ลงทุนก็จะไม่สนใจซื้อหุ้นสามัญบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเหล่านั้น ราคาหุ้นของอุตสาหกรรมนั้นโดยทั่วไปจะต่ำ ดังนั้น P/E จะต่ำด้วย แต่ถ้าผู้ลงทุนมีทัศนคติต่ออุตสาหกรรมนั้นว่ายังมีโอกาสเจริญเติบโตอีกมากและรวดเร็ว เช่นนี้ผู้ลงทุนจะให้ความสนใจซื้อขายหุ้นสามัญในอุตสาหกรรมที่คิดว่าเติบโตอีกมาก ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญของอุตสาหกรรมนั้นสูงขึ้น ดังนั้น P/E จึงสูงด้วย

## HOLDING PERIOD RETURN

จากอัตราผลตอบแทนชนิดต่าง ๆ ที่อธิบายข้างต้น เห็นได้ว่าแต่ละวิธีมีข้อจำกัด ข้อบกพร่องและวัตถุประสงค์ในการนำไปใช้แตกต่างกัน และเมื่อจะวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ชนิดใดจะต้องประสบปัญหาว่าจะเลือกใช้วิธีใดในหลาย ๆ วิธีที่มีอยู่ และเมื่อเปลี่ยนหลักทรัพย์ เราก็ต้องเปลี่ยนวิธีวัดผลตอบแทนอีก ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ได้โดยวิธีต่างกันจึงไม่สามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้ และเมื่อเป็นหลักทรัพย์คนละชนิด อัตราผลตอบแทนที่ได้ยิ่งไม่สามารถ



นำมาเปรียบเทียบกัน ดังนั้นจึงควรจะมีวิธีวัดผลตอบแทนวิธีเดียวที่มีเหตุผล ขจัดข้อเสียหรือจุดอ่อนที่วิธีอื่น ๆ ที่อธิบายมาข้างต้นให้หมดไปหรือเหลือน้อยที่สุดและใช้ได้กับทุกวัตถุประสงค์และเป็นวิธีเดียวที่ใช้กับหลักทรัพย์ทุกชนิดได้ เพื่อว่าผลตอบแทนที่วัดได้จะสามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้ เพราะเป็นวิธีวัดแบบเดียวกัน สมมติฐานต่าง ๆ จึงเหมือนกัน วิธีนั้นได้แก่ Holding Period Return (HPR)

HPR เป็นการวัดส่วนที่จะได้รับทั้งหมดคือรายได้และเงินทุนที่ลงไปสำหรับช่วงระยะเวลาที่ลงทุนอยู่เปรียบเทียบกับเงินลงทุนที่จ่ายไป ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{HPR} = \frac{\text{รายได้ที่ได้รับ} + \frac{\text{จำนวนเงินทุนที่เปลี่ยนแปลง}}{\text{ระหว่างงวด}} + \frac{\text{เงินทุนครั้งแรก}}{\text{ณ วันต้นงวด}}}{\text{เงินลงทุนครั้งแรก ณ วันต้นงวด}} \dots\dots(6-6)$$

### 1. HPR สำหรับหุ้นกู้

เพื่อให้เกิดความเข้าใจการใช้ HPR วัดผลตอบแทนการลงทุนชัดเจนขึ้นจะขอยกตัวอย่างการวัด HPR ของหุ้นกู้ในอันดับแรก แล้วตามด้วย HPR ของหุ้นทุน

ตามคำจำกัดความของ HPR โดยทั่วไปข้างต้นเมื่อนำมาวัด HPR ของหุ้นกู้สามารถเขียนอยู่ในรูปสูตรได้ดังนี้

$$\text{HPR}_b = \frac{C_t + \Delta P + P_t}{P_t}$$

โดยให้  $C_t$  = ดอกเบี้ยที่ได้รับจากหุ้นกู้ตลอดระยะเวลาที่ถือ

$P_t$  = ราคาของหุ้นกู้ ณ วันต้นงวด t

$\Delta P$  = ส่วนเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นกู้ในวันสิ้นงวด t

ตัวอย่าง ซื้อหุ้นกู้ 12% ในราคาหุ้นละ 1,000 บาท หลังจากนั้น 1 ปี ขายหุ้นนี้ไปในราคา 1,050 บาท

$$\text{จากสูตร } \text{HPR}_b = \frac{C_t + \Delta P + P_t}{P_t}$$

$$C_t = 1,000 \times 12\% = 120 \text{ บาท}$$

$$P_t = 1,000$$

$$\Delta P = 1,050 - 1,000 = 50$$

$$\begin{aligned} \text{HPR}_b &= \frac{120 + 50 + 1,000}{1,000} \\ &= \frac{1,170}{1,000} \\ &= 1.17 \end{aligned}$$

หมายความว่า ลงทุนในหุ้น 1 บาท จะได้เงินคืนสำหรับระยะเวลา 1 ปี 1.17 บาท  
เนื่องจากส่วนเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในวันสิ้นงวด  $t$  ( $\Delta P$ ) หาได้โดยนำราคาหุ้นที่  
ในวันสิ้นงวด ( $P_{t+1}$ ) หักด้วยราคาหุ้นในวันต้นงวด ( $P_t$ ) นั่นคือ

$$\Delta P = P_{t+1} - P_t$$

ดังนั้น นำค่า  $\Delta P$  ไปแทนค่าในสูตร (6-7) จะได้

$$\begin{aligned} \text{HPR}_b &= \frac{C_t + P_{t+1} - P_t + P_t}{P_t} \\ &= \frac{C_t + P_{t+1}}{P_t} \end{aligned} \quad (6-8)$$

ดังนั้น HPR โดยทั่วไปในสูตร (6-6) สามารถนำมาเขียนใหม่ได้ ดังนี้

$$\text{HPR} = \frac{\begin{array}{c} \text{รายได้ที่ได้รับ} \\ \text{ระหว่างงวด} \end{array} + \begin{array}{c} \text{ราคาหลักทรัพย์} \\ \text{ในวันสิ้นงวด} \end{array}}{\text{ราคาหลักทรัพย์ในวันต้นงวด}} \quad (6-9)$$

$$\text{หรือ} = \frac{\begin{array}{c} \text{รายได้ที่ได้รับ} \\ \text{ระหว่างงวด } t \end{array}}{\text{ราคาหลักทรัพย์ใน} \\ \text{วันต้นงวด } t} + \frac{\begin{array}{c} \text{ราคาหลักทรัพย์ใน} \\ \text{วันต้นงวด } t + 1 \end{array}}{\text{ราคาหลักทรัพย์ใน} \\ \text{วันต้นงวด } t} \quad (6-10)$$

จากสูตรข้างต้นจะเห็นได้ว่า HPR สามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลตอบแทน  
จากรายได้ (income yield) ส่วนหนึ่ง และผลตอบแทนราคา (Capital gain or loss ratio) อีก  
ส่วนหนึ่ง

ดังนั้น จากสูตร HPR ของหุ้นกู้ ในสูตรที่ (6-8) นำมาเขียนใหม่ได้ดังนี้

$$HPR_b = \frac{C_t}{P_t} + \frac{P_{t+1}}{P_t} \quad (6-11)$$

นั่นคือ HPR ของหุ้นกู้ประกอบด้วยสองส่วนคือ ส่วนแรก  $\frac{C_t}{P_t}$  เป็น current yield และส่วนหลัง  $\frac{P_{t+1}}{P_t}$  เป็นอัตราผลตอบแทนราคา หรืออัตราผลตอบแทนส่วนทุน (Capital gain or loss ratio)

## 2. HPR สำหรับหุ้นทุน

สูตร HPR ของหุ้นสามัญหรือของหุ้นบุริมสิทธิ ก็คล้ายคลึงกับสูตรของ HPR ของหุ้นกู้ นั่นคือ

$$HPR = \frac{D_t + \Delta P + P_t}{P_t}$$

$$\text{หรือ} = \frac{D_t + P_{t+1}}{P_t} \quad (6-12)$$

$$\text{หรือ} = \frac{D_t}{P_t} + \frac{P_{t+1}}{P_t}$$

โดยให้  $D_t$  = เงินปันผลที่ได้รับระหว่างเวลาที่ถือหุ้น  
 $P_t$  = ราคาตลาดของหุ้น ณ วันต้นงวด  
 $P_{t+1}$  = ราคาตลาดของหุ้นที่คาดว่าจะขายได้ในวันสิ้นงวด  
 หรือราคาในวันต้นงวด  $t + 1$  นั้นเอง  
 $t$  = งวดเวลาที่ถืออยู่

HPR ของหุ้นทุนก็เช่นเดียวกับ HPR ของหุ้นกู้คือ ประกอบด้วย 2 ส่วน คือ ส่วนแรก  $\frac{D_t}{P_t}$  เป็น dividend yield และอีกส่วนหนึ่ง  $\frac{P_{t+1}}{P_t}$  เป็นอัตราผลตอบแทนราคา หรืออัตราผลตอบแทนส่วนทุน (Capital gain or loss ratio)

## HOLDING PERIOD YIELD (HPY)

HPY เป็นการวัดอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับกลับมาทั้งหมด ทั้งในรูปรายได้และเงินลงทุน ดังนั้นถ้าต้องการวัดอัตราผลตอบแทนสุทธิที่ได้จากการลงทุน ก็จะได้โดยเอา 1 ไปหักออกจาก HPR นั่นคือ

$$\begin{aligned} \text{HPY} &= \text{HPR} - 1 \\ \text{ถ้า HPR} &= 1.17 \\ \therefore \text{HPY} &= 1.17 - 1 \\ &= .17 \text{ หรือ } 17\% \end{aligned}$$

HPY = 17% หมายความว่าตลอดระยะเวลาลงทุนได้ผลตอบแทนสุทธิ 17% ของเงินลงทุนทั้งหมด

### HPR หลักทรัพย์ของแต่ละชนิด

หลักทรัพย์ต่างชนิดกันย่อมมีค่าของ HPR และการผันแปรของ HPR แตกต่างกัน ดังจะได้อธิบายให้เห็นถึงความแตกต่าง ดังต่อไปนี้

หลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำและผู้ลงทุนต้องติดต่อกับสถาบันที่ออกหลักทรัพย์ในการลงทุนและไถ่ถอน เช่น บัญชีเงินฝากธนาคาร ตัวสัญญาใช้เงินที่ออกโดยบริษัทการเงิน กรมธรรม์ประกันชีวิต เป็นต้น การลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านี้มีความมั่นคงสูง ค่า HPR ค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์อื่น ๆ ค่า HPR สามารถพยากรณ์ได้ค่อนข้างแม่นยำ ระยะเวลาการถือหลักทรัพย์สั้น อย่างไรก็ตามจากการศึกษาเปลี่ยนแปลงของ HPR ของหลักทรัพย์เหล่านี้ พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงมากเหมือนกัน โดยเฉพาะในช่วงปี 2520 เป็นต้นมาถึงปัจจุบัน HPR ของหลักทรัพย์เหล่านี้สูงมากกว่าอดีต เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในช่วงนี้เพิ่มสูงมาก

หลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ และหลักทรัพย์นั้นทำการซื้อขายในตลาด หลักทรัพย์ประเภทนี้การพยากรณ์ HPR แม่นยำน้อยกว่าหลักทรัพย์กลุ่มแรก เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์มากกว่า ราคาซื้อขายขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานของหลักทรัพย์ในตลาด

หลักทรัพย์ที่มีอายุการไถ่ถอนสั้น HPR ค่อนข้างจะแน่นอนไม่ผันแปรมากนัก เนื่องจากว่าราคาซื้อขายจะใกล้เคียงหรือเท่ากับมูลค่าไถ่ถอน ราคาซื้อขายจึงไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงมาก

นัก ดังนั้นการพยากรณ์ HPR จะค่อนข้างถูกต้องแม่นยำ ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เกือบถึงกำหนดไถ่ถอนราคาต่ำกว่าราคาไถ่ถอนมาก ผู้ที่ถืออยู่จะไม่ขายหลักทรัพย์นี้ก่อนครบกำหนดไถ่ถอน เพราะถือต่ออีกไม่นานก็จะได้เงินคืนตามมูลค่าไถ่ถอน หรือผู้ลงทุนจะทำการซื้อหลักทรัพย์นั้นไว้ เพื่อหากำไร เพราะถืออีกไม่กี่วันก็จะได้เงินคืนเท่ามูลค่าไถ่ถอน ซึ่งสูงกว่าราคาที่ซื้อมา ดังนั้นโดยกลไกของตลาดจะทำให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์สูงขึ้นใกล้เคียงกับมูลค่าไถ่ถอน

ตัวคงคลังซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาลและมีกำหนดไถ่ถอนในเวลาสั้นจะมี HPR ต่ำและมั่นคงมาก ส่วนหลักทรัพย์ระยะสั้นที่ออกโดยเอกชน เช่น ตัวแลกเงินที่ธนาคารรับรอง บัตรฝากเงินธนาคาร ชนิดโอนเปลี่ยนมือได้ เป็นต้น หลักทรัพย์พวกนี้จะมี HPR สูงกว่าตัวคงคลังที่มีระยะเวลาไถ่ถอนเท่ากัน เพราะมีความมั่นคงและปลอดภัยที่จะได้ดอกเบี้ยและเงินต้นคืนน้อยกว่าตัวคงคลังที่รัฐบาลเป็นผู้ออกและค้ำประกัน

หุ้นกู้ที่ออกโดยเอกชนมี HPR สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลมีความมั่นคงและปลอดภัยในการจ่ายดอกเบี้ยและคืนเงินต้นมากกว่า นอกเหนือจากนั้นดอกเบี้ยที่ได้รับจากพันธบัตรรัฐบาลยังได้รับการยกเว้นภาษี

หุ้นกู้ที่มีคุณลักษณะและวิธีการไถ่ถอนแตกต่างกันย่อมจะมีผลกระทบต่อ HPR แตกต่างกันด้วย เช่น หุ้นกู้ที่มีสิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ จะมี HPR สูงกว่าหุ้นกู้ที่มีลักษณะเหมือนกันทุกประการยกเว้นไม่มีสิทธิแปลงสภาพ ทั้งนี้เนื่องจากหุ้นกู้ที่มีสิทธิแปลงสภาพมีโอกาสที่ราคาจะสูงขึ้น เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสามัญ

**หุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญ** จากการศึกษาในอดีตพบว่าหลักทรัพย์ประเภทหุ้นทุนมี HPR และการเปลี่ยนแปลงใน HPR สูงกว่าหลักทรัพย์ชนิดที่ให้รายได้ประจำ และเมื่อเปรียบเทียบระหว่างหุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิจะมี HPR ค่อนข้างต่ำกว่าหุ้นสามัญ ทั้งนี้เนื่องจากหุ้นบุริมสิทธิมีความมั่นคงและปลอดภัยที่จะได้รับเงินปันผลตามที่กำหนดไว้มากกว่าหุ้นสามัญ

เมื่อเปรียบเทียบหุ้นสามัญกับหลักทรัพย์ทุกชนิดแล้ว หุ้นสามัญจะมี HPR และการเปลี่ยนแปลงใน HPR สูงกว่าหลักทรัพย์ชนิดอื่น ๆ ทั้งนี้เนื่องจาก เงินปันผลและราคาหุ้นสามัญขึ้นอยู่กับโชคชะตาของบริษัท ผู้ถือหุ้นทุนอย่างใกล้ชิด และเนื่องจากความยากลำบากในการคาดคะเน HPR ของหุ้นสามัญมีมากกว่าหลักทรัพย์ชนิดอื่น ๆ ดังนั้นเนื้อหาส่วนใหญ่ของหนังสือเล่มนี้จึงมุ่งไปที่การวิเคราะห์หุ้นสามัญ