

บทที่ 6

ความเสี่ยงภัยในการลงทุนถือหลักทรัพย์ (RISK IN HOLDING SECURITIES)

ในบทที่ 1 ได้กล่าวถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนที่ต้องการในการลงทุน ปัจจัยตัวหนึ่งได้แก่ค่าชดเชยความเสี่ยงภัย ดังนั้นในบทนี้จะอธิบายถึงความเสี่ยงภัยในการลงทุน โดยจะกล่าวถึงรายละเอียดเกี่ยวกับความหมาย การวัด ชนิดและที่มาของความเสี่ยงประเภทต่าง ๆ เพื่อเป็นแนวทางในการประเมินค่าหลักทรัพย์ที่จะได้ศึกษาในบทต่อไป

ความหมายของความเสี่ยงภัย

โดยทั่วไปเมื่อกล่าวถึงความเสี่ยงภัย (risk) และความไม่แน่นอน (uncertainty) เรามักจะหมายถึงสิ่งเดียวกันและใช้แทนกันเสมอ ทั้งที่ความจริงแล้วทั้งสองคำนี้มีความหมายแตกต่างกัน ภายใต้สถานการณ์ที่เรียกว่าความเสี่ยงภัย ผู้ตัดสินใจรู้ว่าผลของการตัดสินใจที่จะเกิดขึ้นและเป็นไปได้มีอะไรบ้าง และสามารถบอกความน่าจะเป็นหรือโอกาสที่จะเป็นไปได้อย่างแน่นอนที่จะเกิดขึ้น ส่วนความไม่แน่นอนมักจะใช้ในสถานการณ์ที่ผู้ตัดสินใจไม่สามารถบอกหรือคาดคะเนความน่าจะเป็นหรือโอกาสที่จะเกิดขึ้นของเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่อาจจะเป็นไปได้อย่างแน่นอน

ดังนั้น ความเสี่ยงภัยในการถือหลักทรัพย์จึงหมายถึงความเป็นไปไม่ได้ที่ผลตอบแทนที่ได้รับจริงจะน้อยกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected rate of return) ทั้งนี้อาจเนื่องจากเงินปันผล ดอกเบี้ย และหรือราคาของหลักทรัพย์ที่ได้รับจริงต่ำกว่าที่คาดหวังไว้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งความเสี่ยงภัยคือ ความไม่แน่นอนของรายได้ที่คาดว่าจะได้รับ ตัวอย่างเช่น ถ้าเราถามนักลงทุนว่า การที่เขาตัดสินใจลงทุนไปนั้นจะได้รับผลตอบแทนเท่าใด สมมุติเขาบอกว่า อัตราผลตอบแทนเท่ากับ 10% อัตราผลตอบแทนจำนวนนี้เป็นสิ่งที่เขาคาดคิดว่าจะได้ ถ้าเราถามเขา

ต่อว่า จะได้ 10% แน่นอนหรือไม่ เขาอาจจะลังเลใจ และรู้ว่าจริง ๆ แล้ว เขาอาจจะได้สูงถึง 18% และบางที่เขาอาจจะได้รับเพียงแค่ 6% เท่านั้น ประเด็นคือว่ายังมีทางที่จะเป็นไปได้มากมายหลายทางขึ้นและแต่ละทางผลตอบแทนแตกต่างกันมาก ผู้ลงทุนจะยังไม่แน่ใจว่าผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นจริงจะเท่ากับเท่าใด นั่นคือการลงทุนนั้น ๆ จะยังมีความเสี่ยงภัยสูงขึ้นไปเพียงนั้น

ถึงแม้ว่าผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นจริงมีทางที่จะเป็นไปได้หลายอัตรา แล้วแต่สถานการณ์ เราก็สามารถหาอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับได้โดยนำทฤษฎีความน่าจะเป็นมาประยุกต์ โดยประมาณค่าความน่าจะเป็นที่เหตุการณ์ต่าง ๆ จะเกิดขึ้น การกำหนดความน่าจะเป็นอาจจะการใช้วิจารณ์ญาณของผู้ลงทุนหรือโดยการศึกษาข้อมูลในอดีต

ตัวอย่างที่ 1 สมมติภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอนผู้ลงทุนมั่นใจว่าลงทุนแล้วจะได้ผลตอบแทน 8% นั่นคือมีทางที่จะเกิดเพียงทางเดียวคือได้ผลตอบแทน 8% ดังนั้นความน่าจะเป็นที่จะได้รับผลตอบแทน 8% จะเท่ากับ 1.0

ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจะหาได้โดย

$$\text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง} = \Sigma (P_i) (R_i)$$

โดย P_i = ความน่าจะเป็นของอัตราผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้น

R_i = อัตราผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้น

ดังนั้นจากตัวอย่าง

$$\text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง} = (1.0) (.08) = .08 = 8\%$$

ตัวอย่างที่ 2 ภายใต้สถานการณ์ที่ไม่แน่นอน ผู้ลงทุนพบว่า ถ้าภาวะเศรษฐกิจต่อไปดี ผู้ลงทุนจะได้ผลตอบแทน 20% แต่ถ้าภาวะเศรษฐกิจไม่ดี จะได้ผลตอบแทนเพียง 5% และคิดว่าโอกาสที่ภาวะเศรษฐกิจจะดีเท่ากับ 60%

นั่นคือโอกาสที่ภาวะเศรษฐกิจจะไม่ดีจะเท่ากับ 40%

$$\begin{aligned} \text{ผลตอบแทนที่คาดหวัง} &= (.6) (.2) + (.4) (.05) \\ &= .12 + .02 \\ &= 14\% \end{aligned}$$

การวัดความเสี่ยงภัย

การวัดความเสี่ยงของหลักทรัพย์เป็นการดูว่าผลตอบแทนที่เป็นไปได้ต่าง ๆ นั้น มีการกระจายหรือผันแปรต่างไปจากผลตอบแทนที่คาดหวังมากน้อยแค่ไหน การวัดการกระจายของผลตอบแทนที่เป็นไปได้นั้น มีวิธีวัดหลายวิธีด้วยกันได้แก่

1. range
2. variance หรือ standard deviation
3. covariance

range เป็นการวัดการกระจายตัวของผลตอบแทนที่จะเป็นไปได้ โดยการหาผลต่างของผลตอบแทนที่จะเป็นไปได้สูงสุดกับผลตอบแทนที่จะเป็นไปได้ต่ำสุด นั่นคือเป็นการหาว่าช่วงกว้างที่ผลตอบแทนจะเปลี่ยนไปได้

variance เป็นการวัดการกระจายตัวของผลตอบแทนที่จะเป็นไปได้ โดยการหาดังนี้

$$\text{variance} = \sum P_i (R_i - \bar{R})^2$$

โดย P_i = ค่าความน่าจะเป็นของอัตราผลตอบแทนที่เป็นไปได้

R_i = อัตราผลตอบแทนที่เป็นไปได้

\bar{R} = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

ดังนั้นจากตัวอย่างที่ 1 ภายใต้สถานการณ์ที่แน่นอน

$$\begin{aligned} \sigma^2 &= \sum P_i (R_i - \bar{R})^2 \\ &= 1.0 (.08 - .08)^2 = 0 \end{aligned}$$

จากตัวอย่างที่ 2

$$\begin{aligned} \sigma^2 &= .6 (.2 - .14)^2 + .4 (.05 - .14)^2 \\ &= .0054 \end{aligned}$$

Standard deviation เป็นการหาค่า σ โดยการถอดรากกำลังสองของค่า σ^2 นั่นคือ

$$\text{Standard deviation} = \sqrt{\sum P_i (R_i - \bar{R})^2}$$

covariance บางครั้งการใช้ σ^2 เป็นตัววัดค่าความเสี่ยงอาจจะทำให้เกิดความเข้าใจผิดทำให้นำไปใช้ผิดพลาดได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่เป็นการเปรียบเทียบความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์ 2 ชนิดขึ้นไป ที่มีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไม่เท่ากัน ดังนั้นเพื่อหลีกเลี่ยงข้อบกพร่องของ variance เราจึงอาจจะหาค่า covariance มาใช้วัดความเสี่ยงแทน โดยหาได้ดังนี้

$$CV = \frac{\sigma_i}{\bar{R}_i}$$

โดย σ_i = standard deviation ของผลตอบแทน

\bar{R}_i = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

ตัวอย่างที่ 3 จากการวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ ก. และหลักทรัพย์ ข. คาดว่าผลตอบแทนที่คาดว่าจะเท่ากับ 10% เท่ากันโดยหลักทรัพย์ ก. มี standard deviation = .001 และหลักทรัพย์ ข. มี standard deviation เท่ากับ .01

จากตัวอย่างข้างต้น หลักทรัพย์ ก. และ ข. ให้ผลตอบแทนที่คาดไว้เท่ากัน คือ 10% แต่หลักทรัพย์ ข. มี standard deviation มากกว่าหลักทรัพย์ ก. ดังนั้น หลักทรัพย์ ข. จึงมีความเสี่ยงสูงกว่าหลักทรัพย์ ก. ซึ่งตามทฤษฎีแล้วการลงทุนใด ๆ ที่ให้ผลตอบแทนเท่ากันแต่ความเสี่ยงไม่เท่ากัน ผู้ลงทุนย่อมชอบที่จะเลือกลงทุนหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า ดังนั้นถ้าผู้ลงทุนต้องตัดสินใจเลือกที่จะลงทุนระหว่างหลักทรัพย์ ก. และหลักทรัพย์ ข. ผู้ลงทุนย่อมจะต้องเลือกหลักทรัพย์ ก. ซึ่งมีความเสี่ยงน้อยกว่า

ตัวอย่างที่ 4 สมมติว่าหลักทรัพย์ ก. และหลักทรัพย์ ข. มีผลตอบแทนที่คาดไว้ไม่เท่ากันคือ 12% และ 16% ตามลำดับ หลักทรัพย์ ก. และหลักทรัพย์ ข. มี standard deviation เท่ากับ .01 และ .013 ตามลำดับ

ถ้าพิจารณาเพียง standard deviation ผู้ลงทุนอาจสรุปว่าหลักทรัพย์ ข. มีความเสี่ยงมากกว่าหลักทรัพย์ ก. ซึ่งอาจทำให้ตัดสินใจผิดพลาดได้ เพราะโดยแท้จริงแล้ว หลักทรัพย์ ก. อาจมีความเสี่ยงมากกว่าหลักทรัพย์ ข. ดังนั้นควรจะพิจารณา covariance ของหลักทรัพย์ทั้งสอง

$$\text{หลักทรัพย์ ก. covariance} = \frac{.01}{.12} = 0.83$$

$$\text{หลักทรัพย์ ข. covariance} = \frac{.01}{.16} = 0.81$$

จากการเปรียบเทียบ covariance ของหลักทรัพย์ทั้งสองจะพบว่า หลักทรัพย์ ก. มี covariance สูงกว่าหลักทรัพย์ ข. นั่นคือ หลักทรัพย์ ก. มีความเสี่ยงภัยสูงกว่าหลักทรัพย์ ข.

ความเสี่ยงรวม : ความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ความเสี่ยงรวมหรือการเปลี่ยนแปลงของรายได้ที่คาดว่าจะได้รับ อาจแบ่งออกได้เป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ

$$\begin{aligned} & \text{ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)} \\ + & \text{ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)} \\ \hline = & \underline{\underline{\text{ความเสี่ยงรวม (Total Risk)}}} \end{aligned}$$

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)

ความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นส่วนหนึ่งของความเสี่ยงรวม เป็นความเสี่ยงภัยที่เกิดขึ้นเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมภายนอกองค์กรที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ภาวะเศรษฐกิจ การเมือง และสังคม ซึ่งจะมีผลกระทบต่อภาวะตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ทุกชนิดเปลี่ยนแปลงเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน ตัวอย่างเช่น เมื่อภาวะเศรษฐกิจย่างเข้าสู่ภาวะตกต่ำ ราคาหลักทรัพย์ทุกชนิดไม่ว่าจะเป็นหุ้นสามัญหรือหุ้นกู้จะลดลง กล่าวคือราคาหลักทรัพย์ทุกชนิดจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน เป็นการเคลื่อนไหวไปทั้งระบบ

ถึงแม้ว่าหลักทรัพย์ทุกชนิดจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นระบบ แต่หลักทรัพย์แต่ละชนิดจะได้รับผลกระทบจากความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ไม่เท่ากัน หรือถึงแม้ว่าจะเป็นหลักทรัพย์ประเภทเดียวกันเช่นหุ้นสามัญ หุ้นสามัญของแต่ละบริษัทก็จะได้รับผลกระทบไม่เท่ากันแล้วแต่ลักษณะเฉพาะตัวของบริษัทผู้ออกหุ้นนั้น ๆ หุ้นสามัญบางบริษัทจะมีความเสี่ยงที่เป็นระบบมาก คือได้รับผลกระทบสูง ขณะที่หุ้นสามัญบางบริษัทมีความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำคือ ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงต่ำ บริษัทที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงมักจะเป็นบริษัทที่ผลิตสินค้าและบริการที่เป็นสินค้าและบริการอุตสาหกรรมขั้นพื้นฐาน เช่น กิจการขนส่ง กิจการผลิตเครื่องมือเครื่องจักร ยาง เป็นต้น ดังนั้นเมื่อภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ อุปสงค์ในสินค้าพวกนี้จะลดต่ำอย่างมาก มีผลทำให้ยอดขาย กำไรของบริษัทเหล่านี้ต่ำลงมาก ราคาของหุ้นสามัญบริษัทเหล่านี้พลอยลดต่ำลงมากด้วย

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (UNSYSTEMATIC RISK)

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเป็นส่วนหนึ่งของความเสี่ยงรวม ซึ่งเป็นลักษณะเฉพาะตัวของธุรกิจนั้น หรืออุตสาหกรรมนั้น ๆ การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น เนื่องจากคนงานบริษัท ประท้วงนัดหยุดงานฝ่ายบริหารบริหารงานผิดพลาด การคิดค้นพัฒนา การโฆษณา การเปลี่ยนแปลงในรสนิยมของลูกค้าของบริษัท เหล่านี้จะมีผลกระทบต่อบริษัทนั้น ๆ เท่านั้น ไม่มีผลกระทบต่อธุรกิจอื่น ๆ ดังนั้นราคาหลักทรัพย์เฉพาะบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงเท่านั้นที่จะมีราคาเปลี่ยนแปลงไป ราคาหลักทรัพย์บริษัทอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องจะไม่เปลี่ยนแปลง เราจึงเรียกความเสี่ยงชนิดนี้ว่าเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบที่ไม่มีผลถึงราคาหลักทรัพย์บริษัทอื่น ๆ ซึ่งผิดกับความ

เสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งราคาหลักทรัพย์ทั้งตลาดจะได้รับผลกระทบทั้งหมด เมื่อปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นระบบเปลี่ยนแปลง

แต่ละบริษัทจะมีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบมากน้อยแตกต่างกัน แล้วแต่ลักษณะเฉพาะตัวของบริษัทนั้น ๆ บางบริษัทความเสี่ยงรวมส่วนใหญ่จะเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ โดยมีความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำ บริษัทที่สินค้าและบริการที่ผลิตนั้นเป็นสินค้าอุปโภคบริโภค ยอดขายกำไรของกิจการจะไม่ค่อยขึ้นอยู่กับปริมาณกิจกรรมทางอุตสาหกรรมมากนัก ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำแต่มีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสูง

แหล่งที่มาของความเสี่ยง

ที่มาของความเสี่ยงภัยมีอยู่หลายสาเหตุด้วยกัน แต่เราสามารถจัดกลุ่มออกได้เป็นสองกลุ่มใหญ่ ๆ คือ สาเหตุที่เป็นระบบ และสาเหตุที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เรียกว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ จากสองกลุ่มใหญ่ ๆ นี้ เราอาจแยกรายละเอียดให้ปลีกย่อยลงไปได้อีกดังตารางต่อไปนี้

<p>1. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ</p> <p>ก. ความเสี่ยงจากตลาด (Market risk)</p> <p>ข. ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (Interest rate risk)</p> <p>ค. ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อ (Purchasing power risk)</p>	<p>2. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ</p> <p>ก. ความเสี่ยงจากธุรกิจ (Business risk)</p> <p>ข. ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk)</p>
--	--

ความเสี่ยงจากตลาด (MARKETRISK)

ความเสี่ยงจากตลาด เป็นความเสี่ยงภัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากทัศนคติของผู้ลงทุนในตลาดเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งทำให้การคาดหวังของผู้ลงทุนเปลี่ยนไป ความเสี่ยงที่เกิดจากทัศนคติของผู้ลงทุนในตลาดเปลี่ยนไปนี้เรียกว่า ความเสี่ยงจากตลาด

การที่ทัศนคติของผู้ลงทุนในตลาดเปลี่ยนแปลงไปนี้อาจจะเกิดขึ้น เนื่องจากสาเหตุใดสาเหตุหนึ่งหรือหลาย ๆ สาเหตุรวมกัน สาเหตุต่าง ๆ ที่จะทำให้ทัศนคติของผู้ลงทุนในตลาดเปลี่ยนไป ได้แก่

1. การเปลี่ยนแปลงทางสังคม
2. การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง
3. การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ โอกาสการลงทุน
4. การเปลี่ยนแปลงอันเนื่องจากการตื่นตระหนกในข่าวต่าง ๆ เป็นผลสะท้อนด้านอารมณ์จิตใจ

การเปลี่ยนแปลงในเหตุการณ์ข้างต้นบางเหตุการณ์สามารถวัดได้สังเกตได้ (tangible) และเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจริงเช่น การเปลี่ยนแปลงทางสังคม ประชากรเพิ่มขึ้น มีการศึกษาสูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง เศรษฐกิจ การคิดค้นเทคโนโลยีแบบใหม่ ทำให้ประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้น การขาดค้นพบทรัพยากรธรรมชาติ เหตุการณ์เหล่านี้จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างช้า ๆ ดังนั้น จึงมีผลทำให้ทัศนคติของผู้ลงทุนเปลี่ยนไปอย่างช้า ๆ และมีผลกระทบต่อหลักทรัพย์อย่างถาวร แต่บางเหตุการณ์ไม่สามารถวัดได้หรือไม่สามารถสังเกตได้ (intangible) และบางครั้งก็ไม่ใช่เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจริงเป็นเพียงข่าวลือ แต่เหตุการณ์เหล่านี้จะมีผลกระทบต่อทัศนคติผู้ลงทุนในตลาดอย่างรวดเร็ว และมักเป็นไปในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ ซึ่งเป็นเรื่องเกี่ยวกับอารมณ์จิตใจ ทำให้เกิดการสั่งซื้อ สั่งขายมากเกินไป เหตุ มีผลให้ราคาหุ้นตกอย่างรวดเร็ว ทั้งที่ความสามารถในการดำเนินงานของธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์นั้นไม่ได้เปลี่ยนแปลง

ความเสี่ยงจากตลาดนี้เป็นความเสี่ยงที่ยากจะหลีกเลี่ยงได้ เมื่อเกิดขึ้นแล้วจะมีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์

ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (INTEREST RATE RISK)

ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยเป็นความเสี่ยงที่มีผลทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนเปลี่ยนแปลงไปอันเนื่องมาจากระดับอัตราดอกเบี้ยโดยทั่วไปเปลี่ยนแปลง สาเหตุที่ระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินและตลาดทุนเปลี่ยนแปลงไปเกิดขึ้นเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์รัฐบาลเปลี่ยนแปลง ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์รัฐบาลซึ่งจัดได้ว่าเป็นอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (risk free rate) เปลี่ยนแปลง อัตราดอกเบี้ยหรือต้นทุนเงินของเงินทุนแหล่งอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงมากกว่าย่อมต้องเปลี่ยนแปลงด้วย

ผู้ลงทุนถือว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลเป็นผลตอบแทนการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยงเป็นต้นทุนของเงินทุนที่แท้จริง (pure rate of interest) เป็นค่าเสียโอกาสของเงินทุนที่ไม่มีความเสี่ยงภัยเข้ามาเกี่ยวข้อง ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์รัฐบาล ก็จะมี

ส่งผลผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนที่ต้องการสำหรับหลักทรัพย์อื่น ๆ ไม่ว่าจะเป็
หุ้นกู้หรือหุ้นสามัญต้องเปลี่ยนแปลงด้วย

สาเหตุที่อัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์รัฐบาลเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นจากอุปทานและอุปสงค์
ของหลักทรัพย์รัฐบาลเปลี่ยนแปลงไป การที่อุปทานและอุปสงค์ของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลง
มีสาเหตุสำคัญเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับนโยบายการเงินและนโยบายการคลังของรัฐบาล
ซึ่งได้แก่

1. งบประมาณเกินดุลหรือขาดดุลของรัฐบาล
2. การซื้อหรือขายหลักทรัพย์รัฐบาลของรัฐบาล
3. การเพิ่มหรือลดอัตราเงินสำรอง นโยบายการเพิ่มหรือจำกัดสินเชื่อ
4. การเพิ่มหรือลดอัตรารับช่วงซื้อลดตั๋วเงินของธนาคารชาติ

ถ้ารัฐบาลเปลี่ยนแปลงมาตรการใดมาตรการหนึ่งข้างต้นหรือหลาย ๆ มาตรการพร้อม ๆ
กันจะส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์รัฐบาล และ
อัตราดอกเบี้ยในตลาดโดยทั่วไปเปลี่ยนแปลงไป เมื่ออัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์รัฐบาลเปลี่ยนแปลง
ไป จะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์อื่น ๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อม

การที่รัฐบาลเพิ่มอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลที่ออกมาใหม่จะมีผลกระทบต่อ
ต่อพันธบัตรรัฐบาลที่ออกมาก่อน ตัวอย่างเช่น รัฐบาลจะต้องหาเงินมาชดเชยงบประมาณขาดดุล
เป็นจำนวนมากโดยการออกพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งจะมีผลทำให้อุปทานหลักทรัพย์รัฐบาลมากขึ้น
การที่จะกระตุ้นให้ผู้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลที่ออกใหม่ รัฐบาลจะต้องเพิ่มอัตราดอกเบี้ย
ของพันธบัตรรัฐบาลที่ออกใหม่ให้สูงขึ้นกว่าดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลที่ออกมาแล้วเช่นเดิม
พันธบัตรรัฐบาลชนิด 5 ปี อัตราดอกเบี้ย 12% และเพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่
ออกใหม่ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรฉบับใหม่เท่ากับ 13% ดังนั้นผู้ที่ถือพันธบัตรฉบับ 12% อยู่
จะพบว่าราคาพันธบัตร 12% ราคาจะต่ำลง เพราะอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลฉบับเดิม
ยังให้ดอกเบี้ยคงที่ 12% ดังนั้นผู้ลงทุนย่อมไม่เต็มใจที่จะจ่ายในราคา 100 บาทเพื่อได้ดอกเบี้ย
เพียง 12% เพราะเขาสามารถนำเงินจำนวนนี้ไปซื้อพันธบัตรรัฐบาลฉบับใหม่จะได้ดอกเบี้ย 13%
ดังนั้นพันธบัตรฉบับ 12% จะขายได้ต่อเมื่อลดราคาต่ำลงมาเพื่อให้ผู้ซื้อได้ผลตอบแทน 13%
หรือใกล้เคียง 13% และในทำนองเดียวกันกับหลักทรัพย์ชนิดอื่น ๆ เมื่อพันธบัตรรัฐบาลที่ออก
มาใหม่ให้ผลตอบแทนสูง ผู้ลงทุนจะหันมาสนใจลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่ออกใหม่ จึงทำให้

อุปสงค์ในหลักทรัพย์ชนิดอื่นลดต่ำ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ชนิดอื่น ๆ ราคาต่ำลงด้วย ไม่ว่าจะ เป็นหุ้นกู้หรือหุ้นสามัญ ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวังไว้เปลี่ยนแปลงไป .

จากตัวอย่างที่อธิบายข้างต้นเป็นผลกระทบโดยตรงที่เมื่ออัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์- รัฐบาลเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นจะมีผลโดยตรงต่อหลักทรัพย์อื่น ๆ ทำให้หลักทรัพย์อื่น ๆ น่าสนใจ น้อยลงทำให้อุปสงค์ในหลักทรัพย์อื่น ๆ ลดต่ำลง ทำให้ราคาหลักทรัพย์ชนิดอื่น ๆ ลดต่ำลง นอกจากผลกระทบโดยตรงต่ออุปสงค์ของหลักทรัพย์แล้ว ยังมีผลกระทบทางอ้อมอื่น ๆ อีก ที่จะทำให้อุปสงค์ของหลักทรัพย์อื่น ๆ ลดต่ำคือ ประการแรก การที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นจะมี ผลทำให้อัตราดอกเบี้ยการซื้อหลักทรัพย์ด้วยวิธีการกู้ยืมสูงขึ้นด้วย ดังนั้นจึงทำให้ต้นทุนในการ ซื้อหลักทรัพย์สูงขึ้น ทำให้อุปสงค์ในหลักทรัพย์ลดต่ำลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการซื้อขายของปีที่ แล้วกำไรจะลดน้อยลง จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดต่ำลง

ประการที่สอง ในกรณีที่บริษัทต่าง ๆ จัดหาเงินทุนมาด้วยการกู้ยืมเป็นบางส่วน ดังนั้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้นจะทำให้บริษัทที่จัดหาเงินทุนมาด้วยการกู้ยืมจะต้องจ่ายดอกเบี้ย สูงขึ้นด้วย มีผลทำให้กำไรของบริษัทลดต่ำ มีผลทำให้เงินปันผลและราคาหุ้นสามัญบริษัท นั้น ๆ ลดต่ำลงด้วย แต่ถ้าบริษัทนั้นประกอบธุรกิจเป็นผู้ให้กู้ยืมเงินจะได้รับดอกเบี้ยสูงขึ้น มีกำไรมากขึ้น ทำให้สามารถจ่ายเงินปันผลสูงขึ้น ราคาตลาดหุ้นสามัญบริษัทนั้นจะสูงขึ้น

การที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้นมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำพวก พันธบัตรราคาต่ำลงนั้น มีผู้แสดงความเห็นว่าผู้ถือพันธบัตรจะสูญเสียหรือได้รับรายได้ลดลง กว่าที่คาดหวังไว้ ต่อเมื่อผู้ถือพันธบัตรต้องขายพันธบัตรฉบับนั้นออกไป ดังนั้นถ้าจะไม่ให้สูญเสีย ผู้ลงทุนจะต้องถือพันธบัตรฉบับนี้ไปจนกระทั่งครบกำหนดไถ่ถอนก็จะได้รับดอกเบี้ยและเงิน ไถ่ถอนคืนตามจำนวนที่ระบุไว้ ตัวอย่างเช่น ซื้อพันธบัตรฉบับหนึ่งราคาหน้าตัวคือ 1,000 บาท ต่อมาพันธบัตรที่ออกใหม่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น พันธบัตรฉบับนี้ราคาเหลือเพียง 900 บาท ถ้า ผู้ลงทุนไม่ขายพันธบัตรฉบับนี้ และถือไว้จนครบกำหนดไถ่ถอนจะได้รับเงินไถ่ถอนคืน 1,000 บาท และดอกเบี้ยตามที่ระบุไว้ ตามความคิดเห็นข้างต้น ผู้ลงทุนมิได้พิจารณาถึงการสูญเสียโอกาส ที่จะไปลงทุนซื้อพันธบัตรฉบับใหม่ที่ให้ดอกเบี้ยสูงกว่าฉบับที่ถืออยู่ นั่นคือผู้ลงทุนมีต้นทุนหรือ ค่าสูญเสียโอกาสเกิดขึ้นตลอดระยะเวลาที่ถือพันธบัตรฉบับเดิม จนกระทั่งครบกำหนดไถ่ถอน

กล่าวโดยทั่วไปความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยจะมีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ ประจำมากกว่าหุ้นสามัญ เนื่องจากหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ รายได้จะคงที่ไม่เปลี่ยนแปลง

ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดจะสูงขึ้นก็ตาม ซึ่งต่างจากหุ้นสามัญ ที่เงินปันผลอาจปรับตัวเปลี่ยนแปลงได้ตามภาวะอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นหุ้นสามัญจึงได้รับผลกระทบน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำพวกพันธบัตรและหุ้นกู้

การลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนี้มีนักลงทุนบางท่านแนะนำว่า ถ้าต้องการลดความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยให้น้อยลงผู้ลงทุนควรที่จะลงทุนหลักทรัพย์ที่มีอายุการไถ่ถอนสั้นมากกว่าลงทุนหลักทรัพย์ที่มีอายุการไถ่ถอนยาว อย่างไรก็ตามการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอายุการไถ่ถอนสั้น ผู้ลงทุนยังคงต้องเผชิญกับความเสี่ยงเกี่ยวกับการนำไปลงทุนใหม่ และได้รับผลตอบแทนตามอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่นั่นเอง ดังนั้นตราใบไถ่ถอนในหลักทรัพย์พวกหุ้นกู้ จึงเป็นการยากที่จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการที่อัตราดอกเบี้ยจะเปลี่ยนแปลง เว้นแต่จะหันไปลงทุนในหลักทรัพย์พวกหุ้นสามัญ ซึ่งได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยน้อยกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์พวกหุ้นกู้

ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อ (PURCHASING POWER RISK)

ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเนื่องจากอำนาจซื้อของเงินที่จะได้รับในอนาคตลดลง เพราะราคาสินค้าและบริการสูงขึ้นหรือเรียกว่าเกิดภาวะเงินเฟ้อ (Inflation) ความเสี่ยงชนิดนี้ไม่ได้ทำให้ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับเปลี่ยนแปลงไปแต่อย่างใด แต่มีผลต่ออำนาจซื้อของผลตอบแทนที่จะได้รับมานั้นลดต่ำลง ยังผลให้ฐานะอันแท้จริงของผู้ลงทุนต่ำลง

การเกิดภาวะเงินเฟ้อจะมีผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ทุกชนิดจะแตกต่างกันก็เพียงความรุนแรงมากน้อยแตกต่างกันไป การลงทุนในรูปของเงินฝากธนาคาร กรมธรรม์ ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ ซึ่งมีผลตอบแทนที่ค่อนข้างต่ำจะได้รับผลกระทบจากภาวะเงินเฟ้อมาก โดยเฉพาะค่าอัตราเงินเฟ้อสูงกว่าอัตราผลตอบแทนการลงทุน จะทำให้อำนาจซื้อของผู้ลงทุนโดยส่วนรวมต่ำกว่าในครั้งแรกที่ลงทุน อย่างไรก็ตามการลงทุนในหลักทรัพย์พวกหุ้นสามัญมิได้เป็นการขจัดความเสี่ยงเกี่ยวกับอำนาจซื้อ ดังที่ได้มีบางท่านอ้างว่าการลงทุนในหุ้นสามัญจะสามารถลดความเสี่ยงประเภทนี้ได้ โดยให้เหตุผลว่าในช่วงที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ ราคาหุ้นสามัญจะพลอยสูงขึ้นด้วย แต่จากการศึกษาราคาหุ้นสามัญในช่วงที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงมากพบว่าราคาหุ้นสามัญค่อนข้างจะลดต่ำลง ดังนั้นข้ออ้างที่ว่าเมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้นด้วย จึงไม่จริงเสมอไป เพราะฉะนั้นข้อคิดเห็นเกี่ยวกับวิธีหลีกเลี่ยงความเสี่ยงเกี่ยวกับอำนาจซื้อโดยการลงทุน

ในหุ้นสามัญ จึงไม่ถูกต้องที่เดิยวนัก อย่างไรก็ตามเนื่องจากการลงทุนในหุ้นสามัญอัตราผลตอบแทนจากการถือหุ้นสามัญสูงกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์พวกให้รายได้ประจำ ดังนั้นผลตอบแทนที่ได้รับสูงนี้จึงสามารถทดแทนการที่อำนาจซื้อลดต่ำลงได้ จึงเป็นการลดความเสี่ยงจากอำนาจซื้อลงไปได้บ้างบางส่วน

การที่ราคาสินค้าและบริการสูงขึ้นหรือเกิดภาวะเงินเฟ้อขึ้นนั้นมักจะสืบเนื่องจากสาเหตุ 2 ประการ คือ ประการแรกอาจเกิดจากอุปสงค์ในสินค้าและบริการเพิ่มสูงขึ้น (demand-pull) โดยอุปทานของสินค้าและบริการไม่เพิ่มขึ้นหรือเพิ่มขึ้นไม่ทันกับจำนวนอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ประการที่สองเนื่องจากต้นทุนในการผลิตสินค้าและบริการสูงขึ้นและผู้ผลิตผลกำไรจะต้นทุนไปให้ผู้ซื้อ (cost-push)

การที่ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อเกิดขึ้นเนื่องจาก ราคาสินค้าและบริการเพิ่มสูงขึ้น ปัญหาว่าเราจะใช้ราคาสินค้าบริการราคาไหนเป็นเครื่องวัดภาวะเงินเฟ้อเพราะว่าเรามีราคาสินค้าอยู่หลายราคาด้วยกัน เช่น ราคาขายปลีก ราคาขายส่ง ราคาสินค้าอุตสาหกรรม เป็นต้น มาตรการที่ใช้กันโดยทั่วไปในการวัดภาวะเงินเฟ้อคือ ดัชนีราคาสินค้าผู้บริโภค ซึ่งเป็นราคาของสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายที่ผู้บริโภคต้องจ่ายเพื่อให้ได้ใช้สินค้าและบริการ

ดังนั้นผู้ลงทุนที่มีเหตุผลและรอบคอบควรจะได้คำนึงถึงความเสี่ยงจากอำนาจซื้อ และควรจะได้รวมอัตราเงินเฟ้อเข้าไว้ในอัตราผลตอบแทนที่ต้องการด้วย การวัดอัตราเงินเฟ้อหาได้โดยดูอัตราร้อยละการเปลี่ยนแปลงของดัชนี ราคาสินค้าผู้บริโภคในตอนปลายปีเปรียบเทียบกับต้นปี เช่น ในตอนต้นปีดัชนีราคาสินค้าผู้บริโภคมีค่าเท่ากับ 100 และในตอนปลายปีดัชนีมีค่าเท่ากับ 104 ดังนั้น อัตราเงินเฟ้อจะเท่ากับ 4% $[(104 - 100)/100]$ และถ้าในตอนปลายปีที่สองดัชนีเท่ากับ 110 อัตราเงินเฟ้อจะเท่ากับ 5.77% $[(110 - 104)/104]$

ดังนั้นถ้าผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 10% และถ้าอัตราเงินเฟ้อเท่ากับ 4% ในกรณีนี้ ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่แท้จริง (real rate of return) หรือมีกำลังซื้อเพิ่มขึ้นจริงๆ เพียง 5.7% ซึ่งหาได้ดังนี้

$$x = \frac{1+r}{1+i} - 1 = \frac{r-i}{1+i}$$

โดยให้ x = อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง

r = อัตราผลตอบแทนการลงทุน = 10% = .1

i = อัตราเงินเฟ้อ = 4% = .04

$$x = \frac{1+.1}{1+.04} - 1$$

5.7 %

ความเสี่ยงจากธุรกิจ (BUSINESS RISK)

ความเสี่ยงจากธุรกิจเป็นส่วนหนึ่งของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบที่เกิดขึ้นเนื่องจากลักษณะการประกอบการของธุรกิจนั้น ๆ ซึ่งเป็นลักษณะเฉพาะตัว ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันตัวใดตัวหนึ่งที่จะมีผลกระทบต่อลักษณะการประกอบการของธุรกิจนั้นจึงมีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ที่ธุรกิจนั้นเป็นผู้ออกเท่านั้น จะไม่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์อื่น ๆ การที่จะดูว่าธุรกิจใดมีความเสี่ยงทางธุรกิจมากน้อยเพียงใด ให้พิจารณาจากการผันแปรของกำไรของธุรกิจนั้นว่า มีการผันแปรแตกต่างไปจากกำไรเฉลี่ยตลอดช่วงเวลาที่ผ่านมา ตัวอย่างเช่นธุรกิจสองแห่งมีอัตรากำไรหลังหักภาษีเฉลี่ยตลอดเวลาที่ดำเนินงานมาเท่ากันคือ 10% แต่อัตรากำไรหลังหักภาษีในแต่ละปีของธุรกิจแรกอยู่ระหว่าง 6-14% ขณะที่ธุรกิจหลังอยู่ระหว่าง 9-11% เช่นนี้ถือว่าธุรกิจแรกมีการผันแปรของกำไรไปจากค่าเฉลี่ยมากกว่าธุรกิจหลัง ดังนั้นธุรกิจหลังจึงจัดว่าเป็นความเสี่ยงทางธุรกิจมากกว่าธุรกิจแรก

ที่มาของความเสี่ยงธุรกิจที่จะทำให้กำไรของธุรกิจเปลี่ยนแปลงนี้อาจแบ่งออกได้เป็นสองกลุ่มใหญ่คือ จากแหล่งภายในธุรกิจเอง และจากแหล่งภายนอกธุรกิจ การที่กำไรของธุรกิจเปลี่ยนแปลงอื่นเนื่องจากสาเหตุภายในนั้นเกิดขึ้นจากประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ซึ่งขึ้นอยู่กับ ประเภทธุรกิจที่ทำอยู่ เช่น กิจการธนาคาร กิจการขุดเจาะน้ำมัน ความสามารถของฝ่ายบริหาร คนงาน การกระจายผลิตภัณฑ์ ฯลฯ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้จะมีผลกระทบถึงยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้น ดังนั้นการที่กำไรของธุรกิจจะผันแปรมากน้อยเพียงใด อาจวิเคราะห์จุดคุ้มทุนของธุรกิจนั้น ๆ ว่าอยู่ที่ใด และกิจการมีจุดปลอดภัย (margin of safety) มากน้อยแค่ไหน กล่าวคือยอดขายของกิจการสูงกว่าจุดคุ้มทุนมากหรือไม่ ในการวิเคราะห์ดังกล่าวจะทำให้ทราบได้ว่ากิจการนั้น ๆ มีความเสี่ยงธุรกิจมากน้อยเพียงใด

สำหรับสาเหตุภายนอกที่จะมีผลทำให้กำไรของธุรกิจเปลี่ยนแปลงได้แก่ลักษณะการแข่งขัน การผูกขาด การกระทำของคู่แข่ง ทัศนคติของลูกค้า วัฏจักรของธุรกิจ และอุตสาหกรรม การเปลี่ยนแปลงในลักษณะประชากร เป็นต้น

เนื่องจากความเสี่ยงธุรกิจนี้เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของธุรกิจนั้น ๆ ดังนั้นในแง่ของผู้ลงทุนที่จะลดความเสี่ยงธุรกิจนี้อาจทำได้โดยการกระจายการลงทุนถือหลักทรัพย์หลาย ๆ ธุรกิจหลาย ๆ อุตสาหกรรม ดังนั้นเมื่อธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งมีกำไรลดต่ำลงหรือขาดทุนก็อาจถูกชดเชยโดยธุรกิจอื่นซึ่งมีกำไรสูงขึ้นได้ ดังนั้นผลตอบแทนการลงทุนโดยเฉลี่ยของผู้ลงทุนจะไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก

การที่กำไรของบริษัทลดต่ำลงนี้จะมีผลกระทบต่อหุ้นสามัญของบริษัทนั้นมากกว่าหุ้นกู้ (ถ้าบริษัทนั้นออกหุ้นกู้ด้วย) ทั้งนี้เนื่องจากผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิในรายได้ของบริษัทหลังจากสิทธิเรียกร้องต่าง ๆ ได้รับชำระหมดแล้ว นั่นคือถึงแม้ว่ากำไรของบริษัทจะลดลง บริษัทก็ยังต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยและเงินต้นเมื่อครบกำหนด ซึ่งผิดกับหุ้นสามัญ ผู้บริหารอาจงดประกาศจ่ายเงินปันผลได้ ดังนั้นหุ้นสามัญจึงได้รับผลกระทบจากความเสี่ยงธุรกิจมากกว่าหุ้นกู้

ความเสี่ยงทางการเงิน (FINANCIAL RISK)

ความเสี่ยงทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบอย่างหนึ่งที่ทำให้รายได้ของกิจการเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งมีสาเหตุเกิดขึ้นจากลักษณะการจัดการเงินทุนของกิจการนั้น ๆ เอง ว่ามีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งใดบ้าง แต่ละแหล่งมีภาระผูกพันมากน้อยเพียงใด ซึ่งจะดูได้จากโครงสร้างของเงินทุนว่าประกอบจากแหล่งใดบ้าง โครงสร้างการจัดการเงินทุนจะเป็นตัวกำหนดให้เห็นว่ากิจการมีความเสี่ยงทางการเงินมากน้อยเพียงใด

ถ้าการจัดการเงินทุนส่วนใหญ่จัดหาจากการกู้ยืมกิจการย่อมมีภาระที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยจำนวนแน่นอนในระยะเวลาที่กำหนดไว้ และเมื่อครบกำหนดชำระคืนเงินต้นก็ต้องจัดหาเงินมาใช้คืนตามที่กำหนด ซึ่งต่างจากการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญจำหน่าย การจ่ายเงินปันผลหุ้นสามัญขึ้นอยู่กับมติของคณะกรรมการบริษัท และหุ้นสามัญยังไม่มีอายุไถ่ถอนด้วย ดังนั้นการจัดการเงินทุนจากการกู้ยืมจึงทำให้กำไรของกิจการผันแปรได้มากกว่าการจัดการเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญ ก่อให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินมากกว่าจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ความเสี่ยงทางการเงินนี้เป็นความเสี่ยงที่สามารถหลีกเลี่ยงหรือควบคุมไม่ให้เกิดขึ้นได้ ขึ้นอยู่กับ

นโยบายของผู้บริหารกิจการว่าต้องการให้มีความเสี่ยงนี้หรือไม่ เพราะขึ้นอยู่กับการตัดสินใจว่าจะกู้ยืมหรือไม่กู้ยืม กิจการใดที่ไม่จัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมจะไม่มีความเสี่ยงทางการเงินเกิดขึ้น การที่กิจการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมจะมีผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นสามัญคือ ทำให้รายได้ของผู้ถือหุ้นสามัญมีความผันผวนมากขึ้นมีผลกระทบต่อรายได้ที่คาดหวังของผู้ลงทุน และยังเป็น การเพิ่มความเสี่ยงที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญสูญเสียหรือหายหน้าเร็วขึ้นดังที่จะอธิบายดังตัวอย่างต่อไป

สมมติ บริษัท ก. และบริษัท ข. มีลักษณะการประกอบธุรกิจเหมือนกันทุกประการ จะต่างกันที่การจัดหาเงินทุนเท่านั้น คือ บริษัท ก. จัดหาเงินทุนทั้งหมดจากหุ้นสามัญ จำนวน 200,000 หุ้น ราคาหุ้นละ 100 บาท ส่วนบริษัท ข. จัดหาเงินทุนจากหนี้สิน 10 ล้านบาท ดอกเบี้ยจ่าย 12% และจากหุ้นสามัญอีก 10 ล้านบาท จำนวน 100,000 หุ้น ราคาหุ้นละ 100 บาท

บริษัททั้งสองมีสินทรัพย์เท่ากันคือ 20 ล้านบาท ถ้าบริษัทมีกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเป็น 12% ของยอดสินทรัพย์ทั้งหมดหรือเท่ากับ 2,400,000 บาท กำไรสุทธิต่อหุ้นสามัญของบริษัททั้งสองจะหาได้ดังนี้ (สมมติว่าไม่มีภาษีเข้ามาเกี่ยวข้อง)

	<u>บริษัท ก</u>	<u>บริษัท ข</u>
	(000)	(000)
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	2,400 บาท	2,400 บาท
หัก ดอกเบี้ยจ่าย	—	1,200
กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ	2,400	1,200
จำนวนหุ้นสามัญ	200 หุ้น	100 หุ้น
กำไรต่อหุ้น	<u>2,400</u>	<u>1,200</u>
	200	100
	=	
	12 บาท	12 บาท

จากตัวอย่างในกรณีนี้ที่กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเท่ากับ 12% ของยอดสินทรัพย์ ซึ่งเท่ากับอัตราดอกเบี้ยจ่ายพอดี กำไรต่อหุ้นของทั้งสองบริษัทจะเท่ากัน คือ 12 บาท ต่อหุ้น

แต่ถ้าอัตรากำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเปลี่ยนแปลงไปเช่นเกิดภาวะเศรษฐกิจดีขึ้น ทำให้กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเปลี่ยนไปเป็น 16% หรือว่าภาวะเศรษฐกิจหดตัวทำให้กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีที่เปลี่ยนไปเป็น 8% ผลที่เกิดขึ้นกำไรต่อหุ้นของทั้ง 2 บริษัท จะยังคงเท่ากันหรือไม่ แตกต่างกันอย่างไรร

	บริษัท ก		บริษัท ข	
	ภาวะเศรษฐกิจ		ภาวะเศรษฐกิจ	
	ดี	หดตัว	ดี	หดตัว
	(000)		(000)	
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	3,200	1,600	3,200	1,600
หักดอกเบี้ยจ่าย	—	—	1,200	1,200
กำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ	3,200	1,600	2,000	400
กำไรต่อหุ้น	<u>3,200</u>	<u>1,600</u>	<u>2,000</u>	<u>400</u>
	200	200	100	100
	16	8	20	4

จากตัวอย่างข้างต้นจะเห็นได้ว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นของบริษัท ก. มีความผันแปรน้อยกว่าบริษัท ข. สรุปได้ว่าบริษัทที่จัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมกำไรต่อหุ้นสามัญ จะมีความผันผวนมากกว่าบริษัทที่จัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ บริษัทที่หาเงินทุนโดยการกู้ยืมมีโอกาสที่จะได้รับกำไรมากและขาดทุนมาก มากกว่าบริษัทที่หาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ดังนั้นบริษัทที่จัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมจึงมีความเสี่ยงทางการเงินมากกว่าบริษัทที่จัดหาเงินทุนจากเจ้าของ

สำหรับประเด็นที่ว่า การจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมจะเป็นตัวเพิ่มความเสี่ยงทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญประสบความสูญเสียหรือหายนะเร็วขึ้นนั้น เนื่องจากเป็นผลทางด้านอารมณ์ ความตื่นตระหนก จึงทำให้ผู้ลงทุนพร้อมใจกันเสนอขายหุ้นสามัญบริษัทนั้น ๆ มากกว่าเหตุ จึงทำให้ราคาต่ำลงกว่าที่ควรจะเป็น ดังตัวอย่างเดิม สมมติต่อว่าเกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างมาก กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเหลือเพียง 5% ดังนั้นกำไรต่อหุ้นของทั้งสองบริษัทจะเป็นดังนี้

	บริษัท ก.	บริษัท ข.
	(000)	(000)
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	1,000	1,000
หัก ดอกเบี้ยจ่าย	—	1,200
กำไรส่วนผู้ถือหุ้น	1,000	- 200
กำไรต่อหุ้น	<u>1,000</u>	<u>- 200</u>
	200	100
	5	- 2

จากตัวอย่างข้างต้นกำไรต่อหุ้นของบริษัท ข. จะเป็นลบหรือขาดทุนหุ้นละ 2 บาท ขณะที่บริษัท ก. กำไรหุ้นละ 5 บาท ดังนั้นเมื่อบริษัท ข. เกิดภาวะขาดทุน ผู้ถือหุ้นบริษัท และผู้ลงทุนโดยทั่วไปจะพิจารณาว่าหุ้นสามัญบริษัท ข. เป็นหุ้นที่เสี่ยงมากและเมื่อเห็นตัวเลขขาดทุน จะยิ่งรู้สึกตื่นตระหนกมากขึ้น จึงอาจจะรวมเสนอขายหุ้นบริษัท ข. เป็นจำนวนมาก เป็นผลทำให้ราคาหุ้นบริษัท ข. จะตกมากกว่าที่ควรจะเป็นเพราะเป็นผลทางด้านอารมณ์ด้านจิตวิทยา ดังนั้นจึงทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญประสบความสูญเสียมากขึ้น

ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย ตลาด อำนาจซื้อ ธุรกิจและทางการเงินทั้งหมดที่ได้อธิบายมาแล้วนั้นอาจจะเกิดขึ้นพร้อม ๆ กัน และมีผลกระทบซึ่งกันและกัน บางครั้งก็สามารถแยกแยะได้ว่าเกิดจากสาเหตุใดแต่บางครั้งก็เป็นกรายากที่จะระบุว่าเป็นเพราะสาเหตุใดแน่ ทั้งนี้เพราะความเสี่ยงทั้งหมดนี้อาจเกิดขึ้นพร้อม ๆ กัน บางครั้งอาจเกิดเป็นแรงหนุนทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากยิ่งขึ้น และบางครั้งอาจจะเกิดสวนทางกัน ทำให้ผลกระทบชดเชยกันไป ทำให้ราคาหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก

ความเสี่ยงทั้งหมดที่กล่าวมานั้นสามารถแยกออกได้เป็นสองกลุ่มใหญ่ ๆ คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบซึ่งได้แก่ความเสี่ยงธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินเป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของหลักทรัพย์นั้น ๆ ดังนั้นผู้ลงทุนสามารถลดความเสี่ยงประเภทนี้ได้โดยการถือหลักทรัพย์กระจายตามประเภทหลักทรัพย์ กระจายประเภทธุรกิจ และกระจายอุตสาหกรรม ส่วนความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งได้แก่ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยความเสี่ยงตลาด และความเสี่ยงจากอำนาจซื้อเป็นความเสี่ยงที่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ทุกชนิด จะแตกต่างกันเพียงความรุนแรงเท่านั้น ดังนั้นความเสี่ยงที่เป็นระบบจึงเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

ความเสี่ยงและผลตอบแทน

ตามที่ได้กล่าวแล้วในบทที่หนึ่งเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจะมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับค่าเสียโอกาสการไม่ได้ใช้เงินหรืออัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง (risk free rate) อัตราเงินเฟ้อ และค่าชดเชยความเสี่ยงเฉพาะตัวของการลงทุนนั้นๆ อัตราดอกเบี้ยสำหรับการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยงเมื่อรวมกับอัตราเงินเฟ้อถือว่าเป็นผลตอบแทนที่ต้องการสำหรับชดเชยค่าความเสี่ยงภัยที่เป็นระบบ ดังนั้นถ้าความเสี่ยงภัยที่เป็นระบบสูงมากเพียงใด อัตราผลตอบแทนที่ต้องการก็ย่อมสูงมากขึ้นเพียงนั้น และถ้าความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

สูงขึ้น อัตราผลตอบแทนที่ต้องการก็จะสูงขึ้นเพียงนั้น กล่าวโดยสรุปคือ ถ้าความเสี่ยงรวมสูง ผลตอบแทนที่ต้องการย่อมต้องสูงขึ้นด้วย ดังนั้นถ้าหลักทรัพย์ใดมีความเสี่ยงภัยรวมสูงไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือไม่เป็นระบบ ผู้ลงทุนจะยอมลงทุนซื้อหลักทรัพย์นั้นต่อเมื่อ เขา คาดว่าหลักทรัพย์นั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า นั่นคือต้องมี ผลตอบแทนสูงพอที่จะจูงใจให้เขาลงทุน ในทำนองเดียวกันถ้าเขาต้องการผลตอบแทนสูง เขาก็ต้องเต็มใจที่จะเผชิญกับความเสี่ยงที่สูงด้วย