

การลงทุนแบบเน้นคุณค่า: ขอบเขตความรู้การลงทุนในอุตสาหกรรม
สินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการของไทย



วิทยานิพนธ์เสนอบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยนเรศวร เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
หลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
สาขาวิชาบริหารธุรกิจ
สิงหาคม 2562
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยนเรศวร

วิทยานิพนธ์ เรื่อง “การลงทุนแบบเน้นคุณค่า : ขอบเขตความรู้การลงทุนในอุตสาหกรรม
สินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการของไทย”

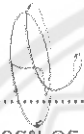
ของ นายอนุสรณ์ บุญปุ่

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์



.....ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ธัมมะทีนนา ศรีสุพรรณ)



.....ประธานที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สัมพันธ์ เนตยานันท์)



.....กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปาริชาติ ราชประดิษฐ์)



.....กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน
(ดร.ภาวิณี สตาร์เจต)

อนุมัติ



.....
(ศาสตราจารย์ ดร.ไพศาล มุณีสว่าง)
คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

13 08 2557

ประกาศคุณูปการ

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงสำหรับความกรุณาของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สัมพันธ์ เนตยานันท์ ที่ได้สละเวลาอันมีค่ามาเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาให้กับงานวิจัยในครั้งนี้ พร้อมทั้งได้ให้คำแนะนำ ชี้แนะ ตรวจสอบและการแก้ไขข้อบกพร่องในงานวิจัยให้สมบูรณ์ตลอดระยะเวลาในการทำวิจัย จนทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์ และการสื่อสารทุกท่าน ที่ได้ให้ความรู้ทางวิชาการ ตลอดจนแนวคิดต่างๆ ในเรื่องการเรียนรู้และการใช้ชีวิต ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการ MBA ทุกท่านที่ช่วยสนับสนุนประสานงานและอำนวยความสะดวกในการติดต่อสื่อสาร รวมถึงเจ้าหน้าที่ประจำห้อง SETIC NU ที่คอยช่วยเหลือและประสานงานเพื่อให้ได้เก็บข้อมูลในการวิจัย ซึ่งถือเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณครอบครัว เพื่อนร่วมงาน รุ่นพี่ รุ่นน้อง และ เพื่อนๆ MBA 23 ทุกท่าน ที่คอยให้การสนับสนุนให้กำลังใจ ตลอดจนความช่วยเหลือในด้านต่างๆ เสมอมา

คุณค่าและคุณประโยชน์อันพึงจะมีจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบแด่ผู้ที่มีพระคุณทุกๆ ท่านและผู้สนใจในการศึกษาการลงทุน ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า งานวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน ในเรื่องการวิเคราะห์ในการคัดสรรหุ้นในการลงทุนในระยะยาว ทั้งนี้ หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อบกพร่องผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับและขอภัยมา ณ ที่นี้

อนุสรณ์ บุญญ์

ชื่อเรื่อง	การลงทุนแบบเน้นคุณค่า: ขอบเขตความรู้การลงทุนในอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการของไทย
ผู้ศึกษาค้นคว้า	อนุสรณ์ บุญปุ่น
ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สัมพันธ์ เนตยานันท์
ประเภทสารนิพนธ์	วิทยานิพนธ์ บธ.ม. สาขาวิชาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยนครสวรรค์, 2561
คำสำคัญ	อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง หุ้นคุณค่า หุ้นเติบโต แบบจำลอง CAPM แบบจำลองสามปัจจัย

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาการลงทุนแบบเน้นคุณค่า เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการลงทุนแบบเติบโต จากการศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีผลตอบแทนที่น้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2551 ถึงมิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี พบว่าทั้งสองอุตสาหกรรมมีผลตอบแทนของการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต ที่มีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แต่เมื่อมาเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต โดยใช้ P/BV การลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนแบบเติบโต แต่ถ้าใช้ P/E มีผลตรงกันข้าม โดยที่การลงทุนแบบเติบโตมีผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนเน้นคุณค่า ในอุตสาหกรรมบริการ ในส่วนอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคไม่มีความแตกต่างกัน แต่เมื่อวัดผลโดย Sharpe ratio พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนแบบเติบโต และทำการเปรียบเทียบพอร์ตโฟลิโอของทั้งสองอุตสาหกรรมที่สร้างขึ้นพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่ต่ำ ได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าพอร์ตโฟลิโออื่นๆ ที่ทำการศึกษา

แบบจำลอง CAPM และ แบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นกับปัจจัยทางความเสี่ยงได้แบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French ที่ใช้ปัจจัยของโลกอาจจะไม่เหมาะสมที่จะอธิบายพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากข้อมูลที่มาจกตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยได้

Title VALUE INVESTING: CIRCLE OF COMPETENCE IN THE
CONSUMER PRODUCT AND SERVICE INDUSTRIES

Authors Anusorn Bunpu

Advisor Assistant Professor Sampan Nettayanun, Ph.D.

Academic Paper Thesis M.B.A. in Business Administration,
Naresuan University, 2018

Keywords Rate of return, Risk, Value Investing, Growth Investing, CAPM,
Fama and French Three Factor Model

ABSTRACT

This research studies value investing comparing to the returns of Stock Exchange of Thailand and growth investing. The data is from the consumer product and service industries, which has lower return and higher return than the Stock Exchange of Thailand respectively. From July 2008 to June 2018, it found that the returns of both industries using value and growth strategy, yield higher returns than the stock exchange. However, value portfolio performs better than the growth portfolio using P/B ratio. In contrast, using P/E ratio, growth portfolio performs better than value portfolio in the service industry, but the difference is not significant in the consumer product industry. When applying Sharpe ratio, it found that the value investing has higher investment return than the growth investing. Portfolio of lower P/BV ratio created has highest returns than the other portfolios.

CAPM model and the Fama and French 3 factor model, cannot explain the relationship between the investment returns of portfolios and the risk factors. However, the Fama and French 3 factor model based on global factors might not be appropriate in explaining portfolios constructed using Thai stock market data.

สารบัญ

บทที่	หน้า
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
จุดมุ่งหมายของการวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
ขอบเขตของงานวิจัย.....	5
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	6
สมมติฐานของการวิจัย.....	7
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
แนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio).....	13
แนวคิดแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM).....	14
แนวคิดตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and French (Fama and French Three Factor Model).....	14
กรอบแนวคิดการวิจัย.....	15
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	17
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	17
เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	18
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	18
ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	19
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	22
วิธีการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุน.....	23

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4 ผลการวิจัย.....	25
พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products).....	26
พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นในอุตสาหกรรมบริการ (Services).....	34
5 บทสรุป.....	43
พอร์ตโฟลิโอกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP).....	43
พอร์ตโฟลิโอกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE).....	45
ผลการทดสอบสมมติฐาน.....	47
อภิปรายผลการวิจัย.....	48
ข้อจำกัดในการวิจัย.....	49
ข้อเสนอแนะ.....	50
ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป.....	50
บรรณานุกรม.....	51
ประวัติผู้วิจัย.....	55

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1 แสดงอัตราผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแยกดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรม.....	3
2 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio อัตราผลตอบแทนของ ตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้า อุปโภคบริโภค.....	26
3 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้า อุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/E ratio อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.....	28
4 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง CAPM ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.....	31
5 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.....	33
6 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการ ที่สร้างจาก P/BV ratio อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยและอัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ.....	34
7 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการ ที่สร้างจาก P/E ratio อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และ อัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ.....	36
8 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง CAPM ในอุตสาหกรรมบริการ.....	39
9 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ในอุตสาหกรรมบริการ.....	41

สารบัญภาพ

ภาพ	หน้า
1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย (ก).....	15
2 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย (ข).....	16
3 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio เปรียบเทียบ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้า อุปโภคบริโภค.....	28
4 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/E ratio เปรียบเทียบ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.....	30
5 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio เปรียบเทียบดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่ม อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.....	31
6 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio เปรียบเทียบดัชนี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ.....	36
7 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/E ratio เปรียบเทียบดัชนี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ.....	38
8 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio เปรียบเทียบ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ....	39

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

VI หรือเรียกกันว่า "Value Investing" เป็นการลงทุนแบบเน้นคุณค่า เป็นการวิเคราะห์แบบเดียวกับปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental) ที่นำเอาข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต เพื่อมาวิเคราะห์ราคา และความสามารถในการทำกำไรในอนาคต เพราะข้อมูลจริงทำให้ประกอบการตัดสินใจได้ดีกว่าการคาดการณ์ในอนาคต และยังวิเคราะห์ราคาและความสามารถในการดำเนินงานในอนาคตได้ดี เพื่อที่จะต้องตั้งราคาหลักทรัพย์ในการซื้อขายที่เหมาะสม เป็นวิธีที่สามารถนำมาตัดสินใจให้เข้าใจหลักทรัพย์ที่จะลงทุนมากยิ่งขึ้น การลงทุน VI เป็นแนวคิดของ Benjamin Graham ผู้ที่ได้ชื่อว่าเป็น "บิดาแห่งการลงทุนที่เน้นคุณค่า" ได้แนะนำการคัดเลือกหุ้นในการลงทุนให้ทำการศึกษาข้อมูลของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน และเปรียบเทียบประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลในงบการเงินในอดีต ได้มีนักลงทุนที่มีชื่อเสียงใช้เป็นแนวทางในการลงทุน แนวคิดนี้ได้มีผู้นำไปใช้และประสบความสำเร็จ อย่างเช่น Warren Buffett ได้ก่อตั้ง Buffett Partnership, Ltd. ขึ้นผลประกอบการที่ลงทุนในดัชนีตลาดดาวโจนส์ ได้อัตราการเติบโตของพอร์ตเฉลี่ยต่อปีแบบทบต้น (Compound Annual Growth Rate: CAGR) 29.54% ในขณะที่อัตราการเติบโตของดัชนีตลาดดาวโจนส์อยู่ที่ 7.38% ระหว่างปี ค.ศ. 1957 - 1969 อีกหนึ่งคนที่มีชื่อเสียงอย่าง Charles Munger ได้อัตราการเติบโตของพอร์ตเฉลี่ยต่อปีแบบทบต้น (Compound Annual Growth Rate: CAGR) 19.82% ในขณะที่อัตราการเติบโตของดัชนีตลาดดาวโจนส์อยู่ที่ 4.94% ตั้งแต่ ค.ศ. 1962 - 1975

Benjamin Graham ได้เขียนหนังสือแนะนำการลงทุน Dodd and Graham (1951) และ Graham (2003) ได้ให้คำแนะนำในการลงทุนด้วยวิธีการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยให้ราคาหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับข้อมูลในงบการเงิน ซึ่งได้รับความนิยมอย่างวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings per Share: P/E ratio) คือ การนำราคาของหลักทรัพย์หารกำไรสุทธิต่อหุ้น เพื่อวัดค่าว่าซื้อหลักทรัพย์ถูกหรือแพง ของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value ratio: P/BV ratio) คือ การนำราคาหลักทรัพย์หารมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น เพื่อวัดค่าราคาหุ้นว่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี และยังวัดว่านักลงทุนซื้อหุ้นถูกหรือแพงในการเปรียบเทียบมูลค่าทางบัญชี ได้มีผู้สนใจนำอัตราส่วน 2 วิธีข้างต้นไปทำการศึกษาอย่าง Basu (1977; Fama, & French, 1992, 1993

คือ การนำราคาหลักทรัพย์หารมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น เพื่อวัดค่าราคาหุ้นว่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี และยิ่งวัดว่านักลงทุนซื้อหุ้นถูกหรือแพงในการเปรียบเทียบมูลค่าทางบัญชี ได้มีผู้ที่สนใจ นำอัตราส่วน 2 วิธีข้างต้นไปทำการศึกษาอย่าง Basu (1977; Fama, & French, 1992, 1993 1995, 1998, 2006, 2012; Asness, Moskowitz, & Pedersen, 2013, 2015; Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1994) สามารถสรุปผลการศึกษาของบุคคลเหล่านี้ได้แบ่งการลงทุน ออกเป็น 2 การลงทุน คือ การลงทุนแบบเติบโตและการลงทุนเน้นคุณค่า การลงทุนแบบเติบโต วัดจากค่า P/BV ratio และ P/E ratio ที่สูง ส่วนการลงทุนเน้นคุณค่าวัดจากค่า P/BV ratio และ P/E ratio ที่ต่ำ ในการศึกษาของบุคคลข้างต้นพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการลงทุน เน้นคุณค่ามีประสิทธิภาพดีกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการลงทุนแบบเติบโต

ในประเทศไทยได้นำแนวคิดการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต มาทำการศึกษา เช่น วัชร พันธ์แดง (2551) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ SET50, ทัดพงษ์ อภิโรจนานนท์ และวีระพงศ์ อุทธารัตน์ (2558) ศึกษาในกลุ่มหลักทรัพย์สินค้าอุตสาหกรรม ในกลุ่มย่อยปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ และกลุ่มย่อยบรรจภัณฑ์, สุกัญญา ภูสวรรค์รัตน์ และ ลิศรา เตชะเสริมสุขกุล (2560) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ MAI และ วีระพงศ์ อุทธารัตน์ และคณะ (2561) ศึกษาในกลุ่มหลักทรัพย์หมวดธนาคาร ทำการศึกษาการวัดการพยากรณ์อัตรา ผลตอบแทนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ยังไม่มีการสร้างพอร์ตโฟลิโอเหมือนกับ Sareewiwatthana (2011; Nettayanun, 2017; รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศิริวงศ์, และเกรียงไกร ก้อนคำ, 2560) ที่ทำการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต เพื่อมาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกับตลาดหลักทรัพย์ โดย Sareewiwatthana (2011, รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศิริวงศ์, และเกรียงไกร ก้อนคำ, 2560) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง ตลาดโดยไม่สนใจว่าหลักทรัพย์จะอยู่ในอุตสาหกรรมไหน ส่วน Nettayanun (2017) ทำการศึกษา ในกลุ่มอุตสาหกรรมหมวดประกันภัยเท่านั้น

การศึกษาในครั้งนี้ทำการศึกษาเหมือนกับ Nettayanun (2017) ซึ่งทำการศึกษา ในกลุ่มอุตสาหกรรมหมวดประกันภัยเท่านั้น แต่ยังไม่มีการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น มีความสนใจเกี่ยวกับการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะสร้าง พอร์ตโฟลิโอโดยแบ่งแยกอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทน ของดัชนีหลักทรัพย์ที่มากที่สุด กว่าอัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และน้อยที่สุดกว่าอัตราผลตอบแทนดัชนี ตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากยังไม่มีการศึกษาการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่า หรือการลงทุนแบบเติบโตของอุตสาหกรรม ที่มีอัตราผลตอบแทนของดัชนีที่มีอัตราผลตอบแทน

ของอุตสาหกรรมที่มากที่สุด กว่าตลาดและอัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรมที่น้อยที่สุด กว่าตลาด มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ว่าแนวคิดของ Benjamin Graham สามารถนำมาใช้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

ตาราง 1 แสดงอัตราผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแยกดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรม

ลำดับ	หมวดอุตสาหกรรม	ดัชนี	ดัชนี	%
		ปิด ณ วันที่ 30 ธ.ค. 2551	ปิด ณ วันที่ 28 ธ.ค. 2561	
	<u>SET</u>	449.96	1,563.88	<u>247.56</u>
1	AGRO	88.08	376.57	327.53
2	<u>CONSUMP</u>	69.85	108.37	<u>55.15</u>
3	FINCIAL	47.73	187.28	292.37
4	INDUS	36.78	130.08	253.67
5	PROPCON	33.32	129.82	289.62
6	RESOURC	97.08	201.89	107.96
7	<u>SERVICE</u>	66.52	485.94	<u>630.52</u>
8	TECH	61.45	149.74	143.68

ที่มา: คำนวณจาก www.setsmart.com คำนวณโดยใช้อัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มอุตสาหกรรม

จากการเปรียบเทียบเพื่อหา กลุ่มอุตสาหกรรม ในการศึกษาที่มีอัตราผลตอบแทนของดัชนีที่มีผลตอบแทนมากที่สุด และน้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ พบว่าจากข้อมูลในตาราง 1 มีอัตราผลตอบแทนกลุ่มอุตสาหกรรมที่มากที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ คือ อุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) และอุตสาหกรรมที่ได้ผลตอบแทนน้อยที่สุดกว่า ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ คือ อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) เพื่อนำมาเปรียบเทียบ โดยในการศึกษา ยังไม่มีการเปรียบเทียบของผลตอบแทนกลุ่มอุตสาหกรรมหลักทรัพย์ที่มากที่สุด และน้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ เพื่อที่หาอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของแต่ละอุตสาหกรรมในประเทศไทย ตามแนวคิดในการลงทุนเน้นคุณค่าที่ได้รับการยอมรับ และรู้จักกันดีของเหล่านักลงทุน โดยใช้

ตามปรัชญาที่เรียกว่า "circle of competence" หรือ "ขอบเขตความรู้การลงทุน" การศึกษาเพื่อสำรวจความสามารถในแต่ละอุตสาหกรรมที่มีผลตอบแทนที่มากที่สุดและน้อยที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากในการศึกษาในครั้งนี้มีความแตกต่างของทางด้านอุตสาหกรรม ด้านโครงสร้างประเภทธุรกิจ ด้านการจัดทำงบแสดงฐานะการเงินและด้านงบกำไรเบ็ดเสร็จ ดังนั้นต้องศึกษาอย่างระมัดระวังมากขึ้น เมื่อวิเคราะห์มูลค่าการลงทุนในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนน้อยที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมบริการ ที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และผลการศึกษาที่สอดคล้องกับการศึกษาของบุคคลข้างต้นนั้น ทำให้การศึกษาในครั้งนี้สนใจที่จะสร้างพอร์ตโฟลิโอ ในการลงทุนที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio ที่เป็นเครื่องมือวัดราคากับมูลค่าทางบัญชี และยังใช้อัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio เหมือนกับการศึกษา Basu (1977) ที่ใช้ในการศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในนิวยอร์กของสหรัฐอเมริกา เพื่อหามูลค่าของหุ้น โดยผู้เชี่ยวชาญด้านการลงทุนให้ความเห็นว่าเป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุดในการวัดมูลค่าที่แท้จริง ของหลักทรัพย์ตามผลการศึกษาของ Basu เพื่อมาสร้างพอร์ตโฟลิโอที่ได้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในสภาวะการณ์ขณะนั้น และพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นแบบใดที่ดึงประสิทธิภาพในการลงทุนที่ดีที่สุด ในแต่ละอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนน้อยที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนมากที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ในการอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจากการลงทุนเน้นคุณค่าที่มีอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio, P/BV ratio ที่ต่ำ และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตที่มีอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio, P/BV ratio ที่สูง ว่าสามารถอธิบายผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นกับความเสี่ยงได้หรือไม่ ว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นเป็นอย่างไร

จุดมุ่งหมายของการวิจัย

1. เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเน้นคุณค่าและพอร์ตโฟลิโอเติบโต ที่สร้างจากอัตราส่วนทางการเงิน ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนระหว่างผลตอบแทน ของพอร์ตโฟลิโอ เน้นคุณค่าและพอร์ตโฟลิโอเติบโตที่สร้างจากอัตราส่วนทางการเงิน ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ

3. เพื่ออธิบายความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอโดยใช้องค์ประกอบทางความเสี่ยง จากแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เพื่อให้นักลงทุนหรือสถาบันการเงินได้รู้ว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่า หรือการลงทุนแบบเติบโต ที่เป็นกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมหรือไม่ ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) ที่มีอัตราผลตอบแทนน้อยที่สุด และอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) ที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และเพื่อใช้เป็นตัวตัดสินใจในการประเมินการลงทุนในหลักทรัพย์

ขอบเขตของงานวิจัย

กลุ่มประชากร การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) ของหลักทรัพย์ที่ถูกคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่ม SET โดยแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) และอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)

กลุ่มตัวอย่าง สร้างพอร์ตโฟลิโอโดยในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) และอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) โดยนำมาจัดอันดับอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio และ P/BV ratio การลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต หาอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ใช้อัตราส่วนทางการเงินการลงทุน เน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET และนำพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากอัตราส่วนทางการเงินการลงทุน เน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโตมาหาความสัมพันธ์ เพื่ออธิบายอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงระหว่างพอร์ตโฟลิโอกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French มาอธิบายพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้น

เนื่องจากการตัดสินใจในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนนั้น ที่เป็น P/E ratio และ P/BV ratio ใช้ข้อมูลในอดีตเพื่อมาตัดสินใจในอนาคต ทำให้ต้องเก็บข้อมูล t-1 เพื่อมาสร้างพอร์ตโฟลิโอ

ในปีที่ t โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของงบการเงิน ณ สิ้นปีมาใช้ ในช่วง พ.ศ. 2550 ถึง พ.ศ. 2559 และ อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และหลักทรัพย์ เก็บข้อมูลในช่วง เดือนกรกฎาคม 2551 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี

นิยามศัพท์เฉพาะ

ในการวิจัยครั้งนี้ ได้กำหนดนิยามศัพท์เฉพาะ จากข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ ไว้ดังนี้
 การลงทุนเน้นคุณค่า (Value Investing) เป็นการลงทุนที่เน้นกิจการที่มีราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานโดยการวิเคราะห์ โดยมูลค่าทางบัญชีหรืออัตราส่วนทางการเงิน ราคาตลาดเมื่อถึงระยะยาวจะนำไปสู่มูลค่าที่เหมาะสม โดยสังเกตหุ้นที่มี P/E ratio และ P/BV ratio ที่ต่ำ

การลงทุนเติบโต (Growth Investing) เป็นการลงทุนที่เน้นกิจการที่มี สิ้นทรัพย์รายได้ กำไรสูง และขยายตัวมากกว่าหุ้นตัวอื่นๆ ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ยังเป็นหุ้นที่มีราคาสูง โดยสังเกตหุ้นที่มี P/E ratio และ P/BV ratio ที่สูง

ผลตอบแทนแบบเลขคณิต (Arithmetic Average Rate of Return) เป็นการแสดงผลรวมของผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาหารด้วยจำนวนช่วงเวลาที่ลงทุน เป็นการคิดผลตอบแทนเฉลี่ยแบบไม่ทบต้น

ผลตอบแทนแบบเรขาคณิต (Geometric Average Rate of Return) เป็นการแสดงผลตอบแทนแบบสะสม ยกกำลังหนึ่งหารด้วยจำนวนช่วงเวลาที่ลงทุน เป็นการคิดผลตอบแทนเฉลี่ยแบบทบต้น

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) เป็นการคาดการณ์ การลงทุนในอนาคตว่ามีผลตอบแทนเท่าไร คำนวณจากค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของอัตราผลตอบแทนที่เป็นไปได้

ความผันผวน (Volatility) คือ ความผันผวนของผลตอบแทนค่าความมาจากค่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: S.D.) เป็นการวัดความห่างของผลตอบแทนกับค่าเฉลี่ย

มูลค่าราคาหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) เป็นค่าที่คำนวณราคาปิดของหลักทรัพย์คูณจำนวนหลักทรัพย์ปัจจุบัน มูลค่าที่ได้แสดงถึงขนาดและความน่าสนใจลงทุนของตลาดหลักทรัพย์นั้นๆ

อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ (Realized Return) ประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วน คือ กำไรจากการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ และเงินปันผล

ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) คือ ผลตอบแทนที่จะต้องได้รับเพิ่มขึ้น อันเนื่องมาจากการลงทุนที่มีความเสี่ยงมากกว่า

ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium) คือ ความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงหรือขจัดออกไปได้ หรือเรียกว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) สามารถวัดได้โดยค่าเบต้า

ความเสี่ยงขนาดของธุรกิจ (Size Premium) คือ ขนาดของกิจการ ซึ่งใช้ข้อมูลค่าตลาดของกิจการ (Market Capitalization) เป็นตัวกำหนด โดยการใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์คูณด้วยจำนวนหลักทรัพย์ที่มีอยู่

ความเสี่ยงจากมูลค่า (Value Premium) คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีสูง กับ หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่ำ

สมมติฐานของการวิจัย

1. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอ ที่ถูกจัดอันดับสร้างโดยการลงทุนเน้นคุณค่า ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ โดยใช้พอร์ตโฟลิโอ P/BV ratio ที่ต่ำและพอร์ตโฟลิโอ P/E ratio ที่ต่ำในการจัดอันดับ จะมีอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอ การลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับสร้างโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio มีอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอ ที่ถูกจัดอันดับสร้างโดยการลงทุนแบบเติบโต ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ
3. ทฤษฎีแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับกับความเสี่ยงในการลงทุนในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาเรื่องการลงทุนแบบเน้นคุณค่า: ขอบเขตความรู้การลงทุนในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการของไทย ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมาประกอบการศึกษาไปใช้ให้เกิดประโยชน์ และเพื่อบรรลุมิติวัตถุประสงค์ของการศึกษาที่ได้กำหนดไว้ ได้แบ่งเป็นตามลำดับหัวข้อ ดังนี้

1. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
2. แนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio)
3. แนวคิดแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM)
4. แนวคิดตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and French (Fama and French 3 Factor Model)
5. กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Benjamin Graham เป็นบิดาแห่งการลงทุนด้านคุณค่าได้รับการยกย่อง ในหนังสือที่เขียน ได้แนะนำกลยุทธ์มูลค่าการลงทุน ว่านักลงทุนควรต้องวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินที่เกิดขึ้นจริง เน้นการวิเคราะห์แบบปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental) เพื่อไปวิเคราะห์ราคาและความสามารถในการดำเนินงานในอนาคต ได้เสนอการวัดมูลค่าราคาลดกับมูลค่าเพื่อนำมาเปรียบเทียบวิเคราะห์ข้อมูลผลตอบแทนหลักทรัพย์ และได้นำแนวคิดนี้ใช้มาจนถึงปัจจุบัน โดยสามารถชนะตลาดได้ โดยการสร้างพอร์ตโฟลิโอ โดยประกอบไปด้วย P/E ratio ที่ต่ำ และ P/BV ratio ที่ต่ำ ซึ่งเป็นการหาขอบเขตของความปลอดภัยในการลงทุน หมายความว่าราคาจะอยู่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ กลยุทธ์นี้เป็นที่นิยมกันมากในเหล่านักลงทุนที่มีชื่อเสียงอย่าง Warren Buffett, Charlie Munger, Irvin Kahn, Walter Schloss, Joel Greenblatt, Christopher Browne, Seth Klarman และ Martin Whitman ได้นำกลยุทธ์มาใช้ในการตัดสินใจในการสร้างพอร์ตโฟลิโอ นักลงทุนข้างต้นนั้นส่วนใหญ่เป็นผู้จัดการกองทุนลงทุนในตลาดสหรัฐอเมริกา จากการศึกษารายงานของ Frazzini, Kabiller, & Pedersen (2013) พบว่าบริษัท Berkshire Hathaway ซึ่งเป็นบริษัทของ Warren Buffett และต่อมาได้ให้ Charlie Munger แต่ยังคงใช้แนวคิด

การลงทุนแบบเน้นคุณค่า พบว่ากองทุนของบริษัท Berkshire Hathaway มีประสิทธิภาพดีกว่ากองทุนรวมอื่นๆในตลาดสหรัฐอเมริกา โดยใช้ Sharpe ratio

Fama, & French (1992, 1993, 1998, 2006, 2012) ได้ทำการศึกษาแนวทางการลงทุนเน้นคุณค่า พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่า P/BV ratio ต่ำ มีแนวโน้มที่ดีกว่าตลาด โดยสังเกตว่ารูปแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ สามารถจับข้อสงสัยในการรับผลตอบแทนหุ้นที่มีอยู่ โดย Fama, & French (1992) ได้ทำแบ่งหุ้นจัดอันดับจาก P/E ratio และ P/BV ratio แบ่งออกเป็น 10 กลุ่ม เรียงจากน้อยไปมาก ทำการจัดอันดับหุ้นใหม่ทุกเดือนกรกฎาคมของทุกปี พบว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนดีกว่า การลงทุนแบบเติบโตและตลาดสหรัฐอเมริกา โดยที่อัตราส่วนทางการเงินในการลงทุนเน้นคุณค่า P/BV ratio ที่ต่ำ มีอัตราผลตอบแทนมากกว่า P/E ratio ที่ต่ำ ยังมีผู้ที่ศึกษาอีกอย่าง Lakonishok, Shleifer, & Vishny (1994) ที่ทำการศึกษารูปแบบเดียวกันโดยแบ่งเป็น 10 กลุ่มในตลาดสหรัฐอเมริกา แต่ทำการคิดอัตราผลตอบแทนต่อปีในอีก 1 ปีข้างหน้าและอีก 5 ปีข้างหน้า พบว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนดีกว่า การลงทุนแบบเติบโตและดัชนีตลาด โดยอัตราผลตอบแทนของ P/BV ratio มากกว่า P/E ratio และเมื่อ Fama, & French (1998) ทำการศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอื่นทั้งหมด 13 ประเทศ คือ สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น อังกฤษ ฝรั่งเศส เยอรมัน อิตาลี เนเธอร์แลนด์ เบลเยียม สวิสเซอร์แลนด์ สวีเดน ออสเตรเลีย ฮองกง และสิงคโปร์ พบว่าพอร์ตโฟลิโอในทุกๆประเทศที่สร้างจากการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดและการลงทุนแบบเติบโต ของอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio แต่การศึกษาของ Basu (1977) ที่ศึกษาในตลาดสหรัฐอเมริกา ในการสร้างพอร์ตโฟลิโอจาก P/E ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดและการลงทุนแบบเติบโต

Fama, & French (1992, 1993) ได้นำแบบจำลองของ CAPM และพบว่ามีการปรับปัจจัยความเสี่ยงจากขนาดและความเสี่ยงจากมูลค่า สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มมาจากความเสี่ยงที่ถูกขจัดเซย์ ดูจากค่า R^2 ในตลาดหลักทรัพย์ของ NYSE, AMEX และ NASDAQ ในตลาดสหรัฐอเมริกา แต่ในการศึกษาของ Fama, & French (1998, 2006) พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีประสิทธิภาพมากกว่าตลาดและการลงทุนแบบเติบโต แต่เมื่อใช้แบบจำลอง CAPM ไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงจากมูลค่าได้ ถึงอย่างไรก็ตามในการเพิ่มปัจจัยความเสี่ยงขนาดและความเสี่ยงมูลค่าทำให้ผลตอบแทนดีกว่าการใช้ปัจจัยความเสี่ยงขจัดเซย์แค่อย่างเดียว ในตลาดหลักทรัพย์ของ NYSE, AMEX และ NASDAQ ในตลาดสหรัฐอเมริกา แต่เนื่องจาก Asness, Moskowitz, & Pedersen (2013) ได้อธิบายว่าความเสี่ยงจากมูลค่าอยู่ในสินทรัพย์

อีกหลายประเภทในการทำการศึกษาก็ไม่ได้แคมี 3 ปัจจัยนี้เท่านั้น ซึ่งในการศึกษา Fama, & French (2012) พบว่าได้เพิ่มปัจจัยความเสี่ยงเพิ่มเป็นปัจจัยที่ 4 แต่พบว่าค่า R^2 ของ 4 ปัจจัย กับ 3 ปัจจัย มีค่าเท่ากัน ทำให้การศึกษาในครั้งนี้ Fama and French Three Factor Model ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทน Fama and French ได้ทำการศึกษาในตลาดของสหรัฐอเมริกา โดยไม่มีการแบ่งแยกอุตสาหกรรม

ในประเทศไทยได้นำแนวคิดของ Benjamin Graham มาใช้ในการศึกษาการลงทุนอย่าง Sareewiwatthana (2011) หรือ ดร.ไพบุลย์ เสรีวิวัฒนา ได้ทำการศึกษาจัดอันดับเพื่อสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนมูลค่า ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แนวคิดเดียวกับ Fama, & French (1992, 1998) และ Lakonishok, Shleifer, & Vishny (1994) มากำหนดในการศึกษา ได้สร้างพอร์ตโฟลิโอจากการจัดอันดับจาก P/BV ratio ที่ต่ำ, P/E ratio ที่ต่ำ และ dividend yield ที่สูง ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอที่จัดอันดับจากหุ้นคุณค่ามากกว่าผลตอบแทนของดัชนีของตลาด อย่างมีนัยสำคัญ ใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์รวมไม่มีการแยกความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม แต่การศึกษาของ รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์ และเกรียงไกร ก้อนคำ (2560) ที่ทำการศึกษานี้เหมือนกับ Fama, & French (1992, 1998) และ Sareewiwatthana (2011) ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์โดยไม่ได้สนใจในกลุ่มอุตสาหกรรมไหนสนใจทั้งตลาด ได้สร้างพอร์ตโฟลิโอจากการจัดอันดับจาก P/BV ratio, P/E ratio และ dividend yield เพื่อทำการเปรียบอัตราผลตอบแทนการลงทุนเน้นคุณค่ากับอัตราผลตอบแทนการลงทุนแบบเติบโต จะปรับพอร์ตโฟลิโอทุกๆสิ้นเดือนมิถุนายนของทุกปี พบว่าการลงทุนทั้ง 2 แบบ ไม่มีความแตกต่างกัน แสดงให้เห็นว่าการลงทุนเน้นคุณค่าไม่ได้มีประสิทธิภาพเหนือกว่าการลงทุนแบบเติบโต

ยังมีผู้ที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่าง วีระะ พันธุ์แดง (2551) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ SET50, ทัดพงษ์ อภิโรธนานนท์ และวีระพงษ์ อุทธารัตน์ (2558) ศึกษาในกลุ่มหลักทรัพย์สินค้าอุตสาหกรรม ในกลุ่มย่อยปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ และกลุ่มย่อยบรรจภัณฑ์, สุภัญญา ภู่อวรรณรัตน์ และลิสรา เตชะเสริมสุขกุล (2560) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ MAI และ วีระพงษ์ อุทธารัตน์ และคณะ (2018) ศึกษาในกลุ่มหลักทรัพย์หมวดธนาคาร บุคคลเหล่านี้ ได้ทำการสร้างพอร์ตโฟลิโอเหมือนกับการศึกษาของ Fama, & French (1992, 1993) แล้วพบว่าการสร้างพอร์ตโฟลิโอตามแบบจำลอง Fama, & French (1992, 1993) มีอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดีกว่าแบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French

สามารถพยากรณ์อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM โดยค่า R^2 ที่สูงกว่า แสดงถึงความแม่นยำในการพยากรณ์ในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น

มีงานวิจัยที่เลือกหุ้นในการสร้างพอร์ตโฟลิโอ แล้วค่อยนำพอร์ตโฟลิโอที่สร้างมาวิเคราะห์อธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนอย่าง Nettayanun (2017) เป็นการศึกษาโดยการสร้างพอร์ตโฟลิโอ จัดอันดับสูงสุดและต่ำสุดจาก P/E ratio, P/BV ratio และ CAPE โดยเลือกหุ้นที่ได้รับการจัดอันดับมา สูงสุด 25% แรก และต่ำสุด 25% แรก โดยจะปรับพอร์ตโฟลิโอ ทุกๆต้นเดือนกรกฎาคมของทุกปี เพื่อมาเปรียบเทียบผลตอบแทนหลักทรัพย์กับผลตอบแทนดัชนีตลาด ในกลุ่มอุตสาหกรรมประกันภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจาก P/E ratio, P/BV ratio และ CAPE ต่ำ มีผลตอบแทนมากกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์และ P/E ratio, P/BV ratio และ CAPE สูง โดยพอร์ตโฟลิโอที่จัดอันดับจาก P/E ratio มีผลตอบแทนสูงกว่า P/BV ratio และ CAPE พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับเมื่อใช้แบบจำลองของ CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัย Fama-French ไม่สามารถอธิบายพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับได้ทั้งหมด ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เนื่องจากค่า α ที่บ่งบอกความคลาดเคลื่อนตามสมการต้องมีค่าเท่ากับ 0 แต่ในผลการศึกษาค่า α มีนัยสำคัญ แสดงว่ามีค่าไม่เท่ากับศูนย์

การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ไม่ได้มีแค่ปัจจัยภายในอย่างเดียว แต่ก็มีปัจจัยอื่นที่เข้ามาเกี่ยวข้องโดยมาจากปัจจัยภายนอก ในการศึกษาของ William F. Sharp (1964) ได้อธิบายข้อโต้แย้งเหตุผลและพฤติกรรมการลงทุน ว่าหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงจะมีผลตอบแทนที่คาดหวังที่สูงตาม แต่เมื่อไรที่หุ้นมีความเสี่ยงต่ำจะมีผลตอบแทนที่คาดหวังที่ต่ำ เนื่องจากนักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าที่คาดหวังไว้จากการลงทุนความเสี่ยงของหุ้น ดังนั้นนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย เนื่องจากความจริงที่นักลงทุนต้องรับภาระความเสี่ยงมากขึ้นในการลงทุน ตัวอย่าง Fama, & French (1995) แสดงให้เห็นว่าหุ้นที่มี P/BV ratio ที่ต่ำ จะมีแนวโน้มที่จะได้อัตราผลตอบแทนที่สูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับพฤติกรรมของนักลงทุนด้วย โดยอาจมีข้อมูลข่าวสารที่ได้รับรู้นั้น ส่งผลให้ราคาของหุ้นจะถูกหรือแพงก็ได้ ตามข้อมูลข่าวสารที่ได้รับตามพฤติกรรมผู้ลงทุน Bondt, & Thaler (1985; Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1994; Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998) ได้อธิบายไว้ว่าข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนได้รับยังสามารถสร้างสถานการณ์ที่ด้านราคาหุ้นและมูลค่าพื้นฐานด้วย และ Shleifer, & Vishny (1997) ได้อธิบายไว้ว่าผู้ลงทุนรายใหญ่จะค่อยปล่อยข่าวเพื่อสร้างสถานการณ์ที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาจากข้อมูลข่าวสารที่ได้รับว่าจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ขึ้นหรือลง แสดงให้เห็นว่าการลงทุน

เน้นคุณค่า ถ้าลงทุนระยะสั้นราคาหุ้นสามารถเบี่ยงเบนไปจากราคาพื้นฐานของนักลงทุนได้ ทำให้การลงทุนในระยะยาวจะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงได้ดีกว่า แล้วมันเป็นงานของนักลงทุนที่จะต้องค้นหา และได้รับประโยชน์จากการลงทุนระยะยาว โดยจะต้องซื้อหลักทรัพย์เมื่อถึงราคาที่ย่อมค่าและรอจนกว่าราคากลับไปที่ยอดมูลค่าที่แท้จริงที่คาดหวังในการขาย

ทำให้การศึกษาในครั้งนี้มีความสนใจที่จะทำการศึกษาเหมือนกับ Nettayanun (2017) ที่ทำการศึกษาแค่กลุ่มอุตสาหกรรมในหมวดประกันภัยเท่านั้น ยังไม่มีการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ที่มีการคัดเลือกการสร้างพอร์ตโฟลิโอที่ใช้จัดอันดับ โดยใช้การลงทุนเน้นคุณค่าที่มี P/E ratio, P/BV ratio ที่ต่ำ และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตที่มี P/E ratio, P/BV ratio ที่สูง ที่การศึกษาของบุคคลอื่นข้างต้นที่ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ทำการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ เพื่อการวัดผลการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับความเสี่ยงของตลาดเท่านั้น ยังไม่มีการคัดเลือกหุ้นมาสร้างพอร์ตโฟลิโอก่อน แต่จะเป็นการสร้างพอร์ตโฟลิโอโดยใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French นำมาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงและพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้น ยังไม่มีการเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เหมือนกับ Sareewiwattana (2011; Nettayanun, 2017; รวี ลงานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, และเกรียงไกร ก้อนคำ, 2560) ที่นำอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ที่สร้างจากการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยังไม่มีการศึกษาการสร้างพอร์ตโฟลิโอ การลงทุนเน้นคุณค่าหรือการลงทุนแบบเติบโต ของอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนของดัชนีที่มีผลตอบแทนมากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ คือ อุตสาหกรรมบริการ และผลตอบแทนน้อยที่สุดกว่าตลาด คือ อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค เพื่อนำมาเปรียบเทียบกันว่าพอร์ตโฟลิโอ จากการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต ว่าอุตสาหกรรมไหนควรสร้างพอร์ตโฟลิโอแบบไหนถึงจะได้อัตราผลตอบแทนที่ดีที่สุด ซึ่ง 2 อุตสาหกรรมนี้ยังไม่มีการศึกษา และยังไม่มีการเปรียบเทียบของอัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรมที่มากที่สุดกว่าตลาดและอัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรมที่น้อยที่สุดกว่าตลาด มาเปรียบเทียบกัน

และในการศึกษาในครั้งนี้จะใช้แบบจำลอง ในการอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจากการลงทุนเน้นคุณค่าที่มีอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio, P/BV ratio ที่ต่ำ และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตที่มีอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio, P/BV ratio ที่สูง โดยใช้แบบจำลองของ CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ว่าสามารถ

อธิบายผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นกับความเสี่ยงได้หรือไม่ ว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นเป็นอย่างไร

แนวคิดการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio)

Benjamin Graham ได้เขียนหนังสือแนะนำการลงทุน Dodd, & Graham (1951; Graham, 2003) ได้ให้คำแนะนำในการลงทุนวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินที่เกิดขึ้นจริง เน้นการวิเคราะห์แบบปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental) เพื่อไปวิเคราะห์ราคาและความสามารถในการดำเนินงานในอนาคต ได้เสนอการวัดมูลค่าราคาตลาดกับมูลค่า ด้วยวิธีการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยใช้ราคาหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับข้อมูลในงบการเงิน ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินจัดอันดับในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ ใช้การวิเคราะห์อัตราส่วนแสดงราคามูลค่าตลาด ดังนี้

อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings ratio: P/E ratio) คำนวณจาก "ราคาตลาดของหุ้น" หารด้วย "กำไรสุทธิต่อหุ้น" เพื่อดูว่านักลงทุนยอมจ่ายเงินกี่เท่าของกำไรต่อหุ้น และเป็นการหารระยะเวลาที่ผลตอบแทนที่บริษัททำได้เท่ากับเงินที่ซื้อหลักทรัพย์

$$P/E = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้น}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Value: P/BV ratio) คำนวณจาก "ราคาตลาดของหุ้น" หารด้วย "มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น" เพื่อดูว่าราคาหุ้น ณ ตอนนั้น สูงเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชีของหุ้น

$$P/BV = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้น}}{\text{มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น}}$$

แนวคิดแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

Sharpe (1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966) เป็นผู้ที่น่าแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) มาอธิบายถึงการประเมินความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวัง มีพื้นฐานมาจากทฤษฎี Mean – Variance Model ของ Markowitz (1952) ที่มองการตัดสินใจลงทุน โดยอยู่บนพื้นฐานที่ได้ผลตอบแทนที่สูงที่สุด ณ ระดับความเสี่ยงต่างๆ

หลักการมีอยู่ว่าในระดับผลตอบแทนที่ควรจะได้รับในการลงทุนหลักทรัพย์ ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงจากการลงทุน โดยนักลงทุนจะได้รับการชดเชยเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงของทั้งตลาดหลักทรัพย์ เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้หรือขจัดจากการกระจายการลงทุนได้ นักลงทุนที่มีความเสี่ยงในการลงทุนควรได้รับผลตอบแทนอย่างน้อยหรือเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) บวกส่วนที่ชดเชยความเสี่ยงซึ่งเป็นอัตราส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium) โดยสังเกตจากค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (β)

สมการตัวแบบ CAPM แสดงดังนี้

$$R_i(t) = \alpha_i(t) + R_f(t) + [R_m(t) - R_f(t)]b_i + \varepsilon_i(t)$$

แนวคิดตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and French (Fama and French Three Factor Model)

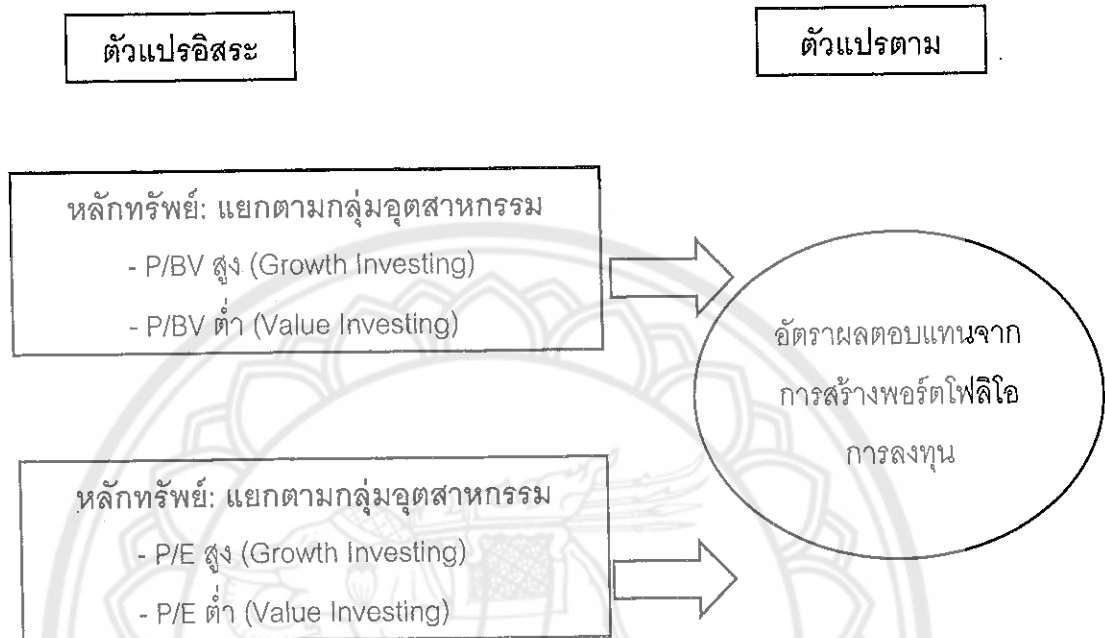
Fama, & French (1992, 1993) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ NYSE พบว่ามี 2 ปัจจัยที่เพิ่มมาจากสมการของ CAPM คือ ปัจจัยความเสี่ยงจากขนาด (Size Premium) และปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่า (Value Premium) ซึ่งสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ Fama, & French (2012) พบว่าได้เพิ่มปัจจัยความเสี่ยงเพิ่มเป็นปัจจัยที่ 4 แต่พบว่าค่า R^2 ของ 4 ปัจจัยกับ 3 ปัจจัย มีค่าเท่ากัน ทำให้การศึกษาในครั้งนี้ Fama and French Three Factor Model ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทน ทำให้การศึกษาในครั้งนี้ใช้ 3 ปัจจัย

สมการ Fama and French Three Factor Model แสดงดังนี้

$$R_i(t) - R_f(t) = \alpha_i(t) + (R_m(t) - R_f(t)) b_i + (SMB(t))s_i + (HML(t))h_i + \varepsilon_i(t)$$

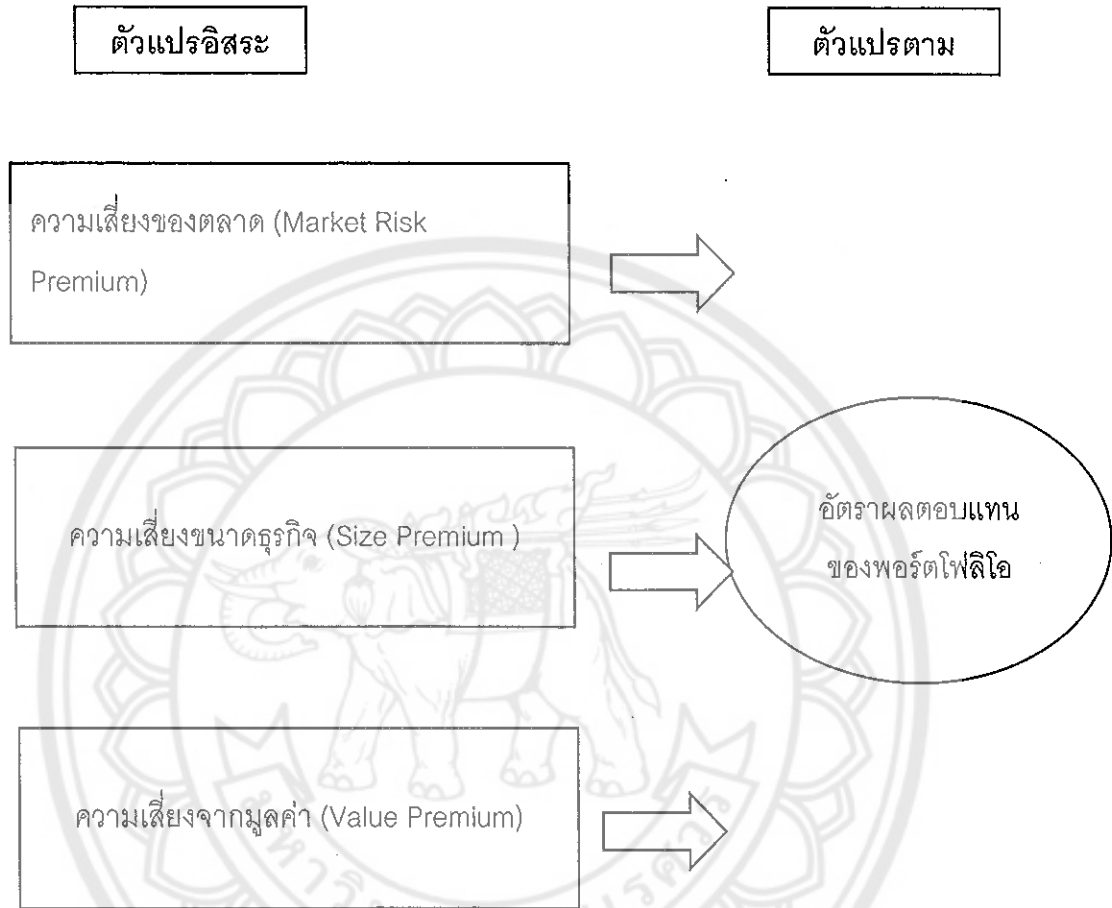
กรอบแนวคิดการวิจัย

1. ขั้นตอนที่ 1: สร้างพอร์ตโฟลิโอ



ภาพ 1 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย (ก)

2. ขั้นตอนที่ 2: ทฤษฎีแบบจำลอง CAPM และ Fama and French Three Factor Model



ภาพ 2 แสดงกรอบแนวคิดการวิจัย (ข)

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้เพื่อหาอัตราผลตอบแทนจากการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุน โดยใช้ อัตราส่วนทางการเงิน จัดลำดับหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET โดยจัดอันดับ จากการลงทุนเน้นคุณค่า เปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนการลงทุนแบบเติบโตและ อัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และความเสี่ยงระหว่างพอร์ตโฟลิโอกับตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) และ Fama and French Three Factor Model ในช่วงระยะเวลา กรกฎาคม 2551 ถึง มิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากร ของงานวิจัยได้แก่ หุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ จึงกำหนดกลุ่มตัวอย่าง ในงานวิจัย โดยข้อมูลที่ใช้เป็นแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บฐานข้อมูลหลักทรัพย์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากฐานข้อมูล SETSMART

กลุ่มตัวอย่าง หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการ โดยการนำข้อมูลงบการเงินในหลักทรัพย์ในที่ผ่านมาของช่วงนั้น มาจัดอันดับให้คะแนนและคัดเลือกหลักทรัพย์ในช่วงเวลานั้น โดยใช้อัตราทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบหุ้นเติบโตจะเลือกหุ้น 25% ของหุ้นทั้งหมดในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการที่สูงสุดแล้วต่ำที่สุด ในการศึกษาแยกตามอุตสาหกรรม โดยรวบรวมหลักทรัพย์ทั้งหมด 10 ปี แล้วนำหลักทรัพย์ ทั้งหมดมาสร้างเป็นพอร์ตโฟลิโอ โดยจะทำการ Rebalance ทุกๆ วันที่ 1 กรกฎาคม ของทุกปี เนื่องจากมีบางบริษัทปิดงบการเงินไม่ตรงรอบสิ้นปี ทำให้งบการเงินยังไม่ครบรอบบัญชี และเป็นช่วงที่งบการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ออกประกาศแล้ว เพื่อที่จะได้ทำการ Rebalance พอร์ตโฟลิโอในงบการเงินของบริษัทได้ครบถ้วน เหมือนกับการศึกษาของ Fama, & French, 1992, 1993; Nettayanun, 2017; รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, และเกรียงไกร ก้อนคำ, 2560) ในการใช้ข้อมูลในงบการเงินในอดีต เพื่อมาตัดสินใจผลการทำ

กำไรของราคาหุ้นในอนาคตได้ถูกต้อง และนำพอร์ตโฟลิโอมาทำการคำนวณอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ เพื่อมาเปรียบเทียบในการสร้างอัตราส่วนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่จะสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative analysis) โดยการใช้อัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio คัดเลือกหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ เพื่อจัดอันดับการให้คะแนนหลักทรัพย์ นำมาจำลองพอร์ตโฟลิโอนำอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือน มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์และนำมาทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Excess Return Model) เพื่อหาค่า Beta โดยวิธีสุจน์ CAPM และ Fama and French Three-Factors Model อธิบายอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุน โดยใช้เครื่องมือการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) โปรแกรมที่จะใช้ในการวิจัย Microsoft Excel ในการเก็บข้อมูล โปรแกรมที่ใช้วิเคราะห์ R Program

การเก็บรวบรวมข้อมูล

เป็นการศึกษาข้อมูลทุติยภูมิของดัชนี SET จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี เก็บข้อมูลผ่านทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SETSMART (แหล่งข้อมูล www.setsmart.com) นำงบการเงินมาจัดอันดับ โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio จัดอันดับหลักทรัพย์การลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต โดยใช้หุ้นที่มีอัตราส่วนทางการเงินสูงสุด 25% ของหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น และอัตราส่วนทางการเงินน้อยสุด 25% ของหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ของหลักทรัพย์โดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการ นำมาหาอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์จากราคาปิดทุกสิ้นเดือน มาหาค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหลักทรัพย์คุณค่า นำมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนตลาด โดยการเก็บข้อมูลมีรายละเอียดดังนี้

1. รวบรวมรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET ตั้งแต่ พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ. 2560 เป็นระยะเวลา 10 ปี
2. ข้อมูลตัวเลขจากรายงานงบการเงินของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ประกอบด้วยงบแสดงสถานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ เพื่อนำมาหาอัตราส่วน P/E ratio และ P/BV ratio

โดยในการเลือกหุ้นนั้นตามปกติจะใช้ข้อมูลในอดีต ทำให้หุ้นที่ได้จัดอันดับจากอัตราทางการเงิน จะใช้ $t-1$ เพื่อมาเป็นตัวจัดอันดับหุ้นในเวลา t ตั้งแต่ พ.ศ.2550 ถึง พ.ศ. 2559 เป็นระยะเวลา 10 ปี

3. ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายเดือนทุกเดือน ตั้งแต่ เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2561 เพื่อคำนวณอัตราผลตอบแทน จากการสร้างพอร์ตโฟลิโอ และอัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์

4. ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของตัวเงินอายุ 1 เดือน เป็นรายเดือนทุกเดือน ตั้งแต่ เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2561 เพื่อใช้เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ ที่ปราศจากความเสี่ยง (แหล่งข้อมูล www.bot.or.th)

ตัวแปรที่ใช้ในวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยคำนวณได้ ดังนี้

1. สมการเพื่อทดสอบ CAPM แสดง ดังนี้

$$R_i(t) - R_f(t) = \alpha_i(t) + [R_m(t) - R_f(t)]b_i + \varepsilon_i(t)$$

$R_i(t)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t

$R_m(t)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t

$R_f(t)$ = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ณ เวลา t

b_i = ความเสี่ยงจากปัจจัยตลาดของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t

$\varepsilon_i(t)$ = ค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t

$\alpha_i(t)$ = ค่าคงที่ของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t

2. สมการเพื่อทดสอบ Fama and French Three Factor Model แสดง ดังนี้

$$R_i(t) - R_f(t) = \alpha_i(t) + (R_m(t) - R_f(t)) b_i + (SMB(t))s_i + (HML(t))h_i + \varepsilon_i(t)$$

$R_i(t)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t

$R_f(t)$ = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ณ เวลา t

- $\alpha_i(t)$ = ค่าคงที่ของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t
 $R_m(t)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t
 $SMB(t)$ = ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยขนาด ณ เวลา t
 $HML(t)$ = ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยมูลค่า ณ เวลา t
 b_i, s_i, h_i = ความเสี่ยงจากปัจจัยตลาด ปัจจัยขนาด ปัจจัยมูลค่า
 ของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t
 $\varepsilon_i(t)$ = ค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ
 ณ เวลา t

3. $R_i(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t สามารถหาได้ดังนี้

$$R_i(t) = \frac{P_i(t) - P_i(t-1) + Dividend_i(t)}{P_i(t-1)}$$

$P_i(t)$ = ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t จะใช้วันสุดท้ายของทุกๆ
 สิ้นเดือน

$P_i(t-1)$ = ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t-1 จะใช้วันสุดท้ายของทุกๆ
 สิ้นเดือน

$Dividend_i(t)$ = เงินปันผลที่จ่ายของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

4. $R_m(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t สามารถหาได้ดังนี้

$$R_m(t) = \frac{SET_i(t) - SET_i(t-1)}{SET_i(t-1)}$$

$SET_i(t)$ = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t จะใช้วันสุดท้ายของทุกๆ
 สิ้นเดือน

$SET_i(t-1)$ = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t-1 จะใช้วันสุดท้าย
 ของทุกๆ สิ้นเดือน

5. $R_f(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง จะทำการศึกษาจากอัตราผลตอบแทนของตัวเงินอายุ 1 เดือน ที่กำหนดโดยของธนาคารแห่งประเทศไทย

6. SMB คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยขนาด ณ เวลา t (Size Premium) หาจากการแบ่งขนาดกลุ่มหลักทรัพย์เป็น 2 กลุ่ม ตามค่ามัธยฐาน (Median) หลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก(S) และหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (B) หาอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มขนาดเล็ก(S) ลบอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มขนาดใหญ่(B)

$$SMB = \frac{1}{3}(SL + SM + SH) - \frac{1}{3}(BL + BM + BH)$$

7. HML คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยมูลค่า (Value Premium) หาจากการแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม แบ่งจากการเรียง P/BV ตามนี้ กลุ่มหลักทรัพย์สูง(H) แบ่งโดยค่าสูงสุดของ P/BV 30% ของหลักทรัพย์ กลุ่มหลักทรัพย์ต่ำ(L) แบ่งโดยค่าต่ำสุดของ P/BV 30% ของหลักทรัพย์ และกลุ่มหลักทรัพย์กลาง(M) คือ ที่เหลือตรงกลางของค่า P/BV 40% ของหลักทรัพย์ หาอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มสูงสุด 25% แรกของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับ ลบอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มต่ำสุด 25% แรกของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับ

$$HML = \frac{1}{2}(SH + BH) - \frac{1}{2}(SL + BL)$$

SL คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนาดเล็ก (S) และเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ P/BV ต่ำ (L)

SM คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนาดเล็ก (S) และเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ P/BV กลาง (M)

SH คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนาดเล็ก (S) และเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ P/BV สูง (H)

BL คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนาดใหญ่ (B) และเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ P/BV ต่ำ (L)

BM คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนาดใหญ่ (B) และเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ P/BV กลาง (M)

BH คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มขนาดใหญ่ (B) และเป็นกลุ่ม
หลักทรัพย์ P/BV สูง (H)

8. สมการ Sharpe ratio แสดง ดังนี้

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{R_i(t) - R_f(t)}{\text{Standard Deviation of } R_i(t)}$$

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์จะใช้เหมือนกับวิธีการศึกษาของ Nettayanun (2017) โดยแบ่ง
การวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน คือ

1. การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด
(Max) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD)

2. การวิเคราะห์สมการ Sharpe ratio เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน
ที่ลบผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงกับค่าความเสี่ยง ปรับให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยง
1 หน่วยความเสี่ยง

3. การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) เป็นการอธิบายความสัมพันธ์
ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทน ในแบบจำลอง CAPM และ Fama and French โดยดูค่า
 R^2 ของทั้งสองแบบจำลองมาเปรียบเทียบ และค่า Beta เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน
หลักทรัพย์กับความเสี่ยง ถ้า

$|\beta| > 1$ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากกว่าอัตรา
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$|\beta| < 1$ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงน้อยกว่าอัตรา
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$|\beta| = 1$ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเท่ากับอัตรา
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ถ้า $+\beta$ จะบอกถึงทิศทางของการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์
ไปในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ถ้า $-\beta$ จะบอกถึงทิศทางของการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์
ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุน

ในการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ส่วนที่ 1 พอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับของ P/BV ratio (Value Portfolio from P/BV ratio) และส่วนที่ 2 พอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับของ P/E ratio (Value Portfolio from P/E ratio)

1. พอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับของ P/BV ratio (Value Portfolio from P/BV ratio)

ในแต่ละปีจะทำการ Rebalance พอร์ตโฟลิโอทุกๆ ของวันที่ 1 กรกฎาคม ในการศึกษาสำหรับ P/BV ratio จะทำการสร้างพอร์ตโฟลิโอโดยการจัดอันดับของ P/BV ratio โดยทำการจัดอันดับแยกกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการ ในการสร้างพอร์ตโฟลิโอจะเลือก P/BV ratio ที่สูงที่สุด 25% แรกสูงสุด ของกลุ่มอุตสาหกรรม และ P/BV ratio ที่ต่ำที่สุด 25% แรกต่ำสุด ของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยคัดหุ้นที่มีมูลค่าตามบัญชีติดลบและหลักทรัพย์ที่ถูกเพิกถอน เอาออกจากตัวเลือกในการสร้างพอร์ตโฟลิโอ เมื่อได้พอร์ตโฟลิโอที่เลือกหลักทรัพย์ได้แล้ว มาหาอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ รวมเงินปันผล (Dividend) ณ ช่วงที่จ่ายในเดือนนั้นๆ นำมาบวกกับผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ถ้าหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกมาหยุดการซื้อขายชั่วคราวจะใช้ราคาหลักทรัพย์ของเดือนก่อนหน้ามาคำนวณ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ไม่มีการเคลื่อนไหวทำให้ไม่มีการเกิดผลตอบแทนในหลักทรัพย์นั้นจึงใช้ราคาของสิ้นเดือนก่อนหน้า เมื่อมาคำนวณผลตอบแทนหลักทรัพย์ก็จะเท่ากับศูนย์ เมื่อได้ผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์แล้ว นำมาทำให้สัดส่วนของตำแหน่งของผลตอบแทนมีการถ่วงน้ำหนักเฉลี่ยอย่างเท่าเทียม แล้วนำพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV ratio ที่สูง และ P/BV ratio ที่ต่ำ มาหาผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ เปรียบเทียบกับผลตอบแทนกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET

2. พอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับของ P/E ratio (Value Portfolio from P/E ratio)

ในแต่ละปีจะทำการ Rebalance พอร์ตโฟลิโอทุกๆ ของวันที่ 1 กรกฎาคม ในการศึกษาสำหรับ P/E ratio จะทำการสร้างพอร์ตโฟลิโอโดยการจัดอันดับของ P/E ratio โดยทำการจัดอันดับแยกกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ ในการสร้างพอร์ตโฟลิโอจะเลือก P/E ratio ที่สูงที่สุด 25% แรกสูงสุด ของกลุ่มอุตสาหกรรม และ P/E ratio ที่ต่ำที่สุด 25% แรกต่ำสุด ของกลุ่มอุตสาหกรรม และกรณีที่บริษัทมีผลการดำเนินงานขาดทุนและหลักทรัพย์ที่ถูกเพิกถอนทำการคัดออกจากการสร้างพอร์ตโฟลิโอ เมื่อสร้างพอร์ตโฟลิโอได้แล้วนำมาหาอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ

รวมเงินปันผล (Dividend) ณ ช่วงที่จ่ายในเดือนนั้นๆ นำมาบวกกับผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ถ้าหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกมาหยุดการซื้อขายชั่วคราว จะใช้ราคาหลักทรัพย์ของเดือนก่อนหน้า มาคำนวณ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ไม่มีการเคลื่อนไหว ทำให้ไม่มีการเกิดผลตอบแทน ในหลักทรัพย์นั้น จึงใช้ราคาของสิ้นเดือนก่อนหน้า เมื่อมาคำนวณผลตอบแทนหลักทรัพย์ ก็จะเท่ากับศูนย์ เมื่อได้ผลตอบแทนของแต่ละหลักทรัพย์แล้ว นำมาทำให้สัดส่วนของตำแหน่ง ของผลตอบแทนมีการถ่วงน้ำหนักเฉลี่ยอย่างเท่าเทียม แล้วนำพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจาก P/E ratio ที่สูง และ P/E ratio ที่ต่ำ มาหาผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเปรียบเทียบกับผลตอบแทน กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET

พอร์ตโฟลิโอในการสร้างเพื่อศึกษาในครั้งนี้ โดยจะแบ่งตามอุตสาหกรรม ดังนี้

อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)

พอร์ตที่ 1 พอร์ตโฟลิโอที่ P/BV ratio ที่ต่ำ (Value Investing: PBVIc)

พอร์ตที่ 2 พอร์ตโฟลิโอที่ P/BV ratio ที่สูง (Growth Investing: PBGIc)

พอร์ตที่ 3 พอร์ตโฟลิโอที่ P/E ratio ที่ต่ำ (Value Investing: PEVIc)

พอร์ตที่ 4 พอร์ตโฟลิโอที่ P/E ratio ที่สูง (Growth Investing: PEGIc)

อุตสาหกรรมบริการ (Services)

พอร์ตที่ 5 พอร์ตโฟลิโอที่ P/BV ratio ที่ต่ำ (Value Investing: PBVI_s)

พอร์ตที่ 6 พอร์ตโฟลิโอที่ P/BV ratio ที่สูง (Growth Investing: PBGI_s)

พอร์ตที่ 7 พอร์ตโฟลิโอที่ P/E ratio ที่ต่ำ (Value Investing: PEVI_s)

พอร์ตที่ 8 พอร์ตโฟลิโอที่ P/E ratio ที่สูง (Growth Investing: PEGI_s)

บทที่ 4

ผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลอัตราผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ratio ที่ต่ำ/สูง และ P/E ratio ที่ต่ำ/สูง มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ โดยแยกเป็นอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) และอุตสาหกรรมบริการ (Services) นำพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นมา หาค่าความเสี่ยงระหว่างพอร์ตโฟลิโอกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นระยะเวลา 10 ปีย้อนหลัง (ตั้งแต่กรกฎาคม 2551 ถึง มิถุนายน 2561) โดยนำข้อมูลมาจาก SETSMART และนำพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นมาอธิบายความเสี่ยง โดยใช้แบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) และ Fama and French Three Factor Model ซึ่งการศึกษามผลการวิเคราะห์ทางสถิติแบ่งเป็นกลุ่มตามลำดับ ดังนี้

1. พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)

1.1 พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio

1.2 พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/E ratio

1.3 รวมพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio

1.4 แบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model:

CAPM)

1.5 Fama and French Three Factor Model

2. พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นในอุตสาหกรรมบริการ (Services)

2.1 พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio

2.2 พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/E ratio

2.3 รวมพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio

2.4 แบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model:

CAPM)

2.5 Fama and French Three Factor Model

พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)

1. พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio

ตาราง 2 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

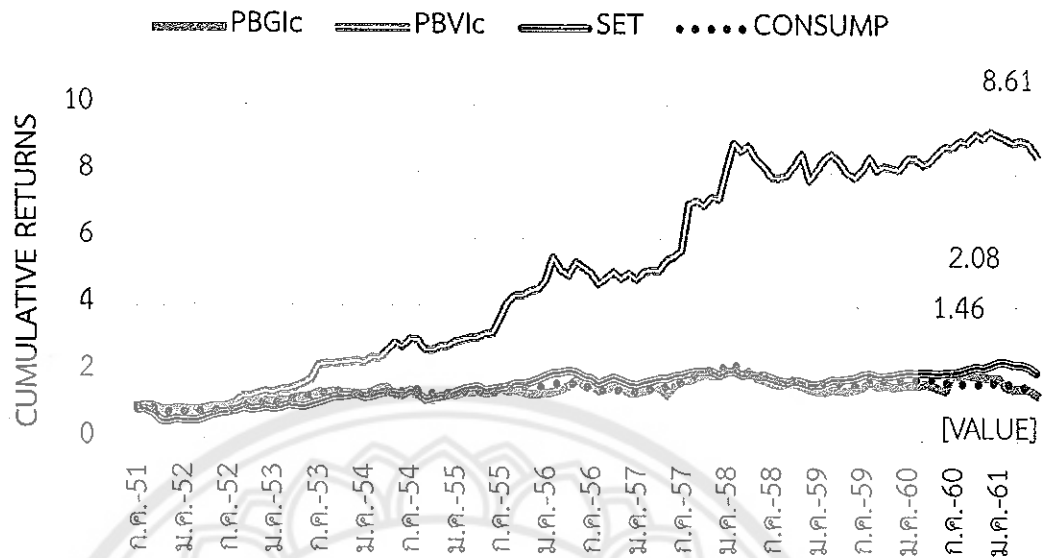
	P/BV (Value)	SET	CONSUMP Industry	P/BV (Growth)
Min (Per month) (%)	-14.45	-30.18	-15.39	-14.13
Max (Per month) (%)	24.61	13.98	10.71	32.74
Arithmetic average (per month) (%)	1.97	0.78	0.40	0.47
Geometric average (per year) (%)	24.03	7.58	3.87	3.58
Volatility (per month) (%)	5.75	5.68	4.06	6.09
Quartile 95% (per month) (%)	13.33	7.41	6.47	8.04
Quartile 5% (per month) (%)	-5.71	-7.11	-6.14	-9.59
Average (Ri-Rf) (per month) (%)	1.80	0.62	0.24	0.31
Sharpe ratio (per month)	0.313	0.109	0.058	0.051
β to SET	0.57	-	-	0.47
β to CONSUMP Industry	0.97	-	-	0.74
Cumulative return of 1 Baht	8.61	2.08	1.46	1.42

ตาราง 2 พอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio พบว่าอัตราผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ratio ที่ต่ำ มีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ratio ที่สูง และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์จากการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือน P/BV ที่ต่ำ 1.97% เมื่อเทียบกับ P/BV ที่สูง 0.47% และ SET 0.78% เมื่อเทียบเป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี P/BV ที่ต่ำ 24.03% เมื่อเทียบกับ P/BV ที่สูง 3.58% และ SET 7.58% แสดงผลถึงความแตกต่างกันของค่าเฉลี่ย P/BV ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่แย่ที่สุดต่อเดือนที่ -14.45% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่แย่ที่สุดของ P/BV ที่สูง -14.13% และ SET -30.18% นอกจากนี้ P/BV ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่ดีที่สุดต่อเดือนที่ 24.61% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่ดีที่สุดของ P/BV ที่สูง 32.74% และ SET 13.98%

สรุปได้ว่า P/BV ที่ต่ำ มีแนวโน้มที่มีผลตอบแทนค่าเฉลี่ยที่มากกว่า P/BV ที่สูง และ SET ในช่วงของเดือนที่ได้ผลตอบแทนที่แย่ที่สุด ที่ผลตอบแทนไม่ต่างกันมากทั้งสองพอร์ตโฟลิโอ อย่างไรก็ตาม P/BV ที่ต่ำ ก็ยังได้ผลตอบแทนในช่วงเดือนที่ดีที่สุดน้อยกว่า P/BV ที่สูง เมื่อทำการเปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าอัตราผลตอบแทน P/BV ratio ที่ต่ำ มากกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ratio ที่สูง และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 0.313, 0.051 และ 0.109 ตามลำดับ

ค่าความผันผวน (Volatility) ของพอร์ตโฟลิโอ P/BV ที่ต่ำ มีความผันผวนที่ 5.75% ซึ่งมีความผันผวนน้อยกว่า P/BV ที่สูง มีความผันผวนที่ 6.09% ในขณะที่ความผันผวนของตลาดอยู่ที่ 5.68% ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ พบว่า ค่า β ทั้งสองพอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดไปในทิศทางเดียวกันโดยสังเกตจากค่า β ที่ P/BV ที่ต่ำได้ 0.57 และ P/BV ที่สูงได้ 0.47 และในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% อัตราผลตอบแทนต่อเดือนของ P/BV ที่ต่ำ และ P/BV ที่สูง น่าจะไม่น้อยไปกว่านี้ -5.71, -9.59 และน่าจะไม่มากไปกว่านี้ 13.33, 8.04 ตามลำดับ

ผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่ P/BV ที่ต่ำได้ผลตอบแทนสะสมที่ดีกว่า P/BV ที่สูง และตลาดหลักทรัพย์ ที่ 8.61 เท่า ในช่วงระยะเวลา 10 ปี เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนสะสมของ P/BV ที่สูงได้ 1.42 เท่า และตลาดหลักทรัพย์ผลตอบแทนสะสมอยู่ที่ 2.08 เท่า



ภาพ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio เปรียบเทียบกับ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้า อุปโภคบริโภค

2. พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/E ratio

ตาราง 3 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้า อุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/E ratio อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

	P/E (Value)	SET	CONSUMP Industry	P/E (Growth)
Min (Per month) (%)	-9.13	-30.18	-15.39	-11.07
Max (Per month) (%)	16.05	13.98	10.71	19.69
Arithmetic average (per month) (%)	1.33	0.78	0.40	1.36
Geometric average (per year) (%)	15.97	7.58	3.87	16.03
Volatility (per month) (%)	4.33	5.68	4.06	4.95
Quartile 95% (per month) (%)	9.36	7.41	6.47	9.72

ตาราง 3 (ต่อ)

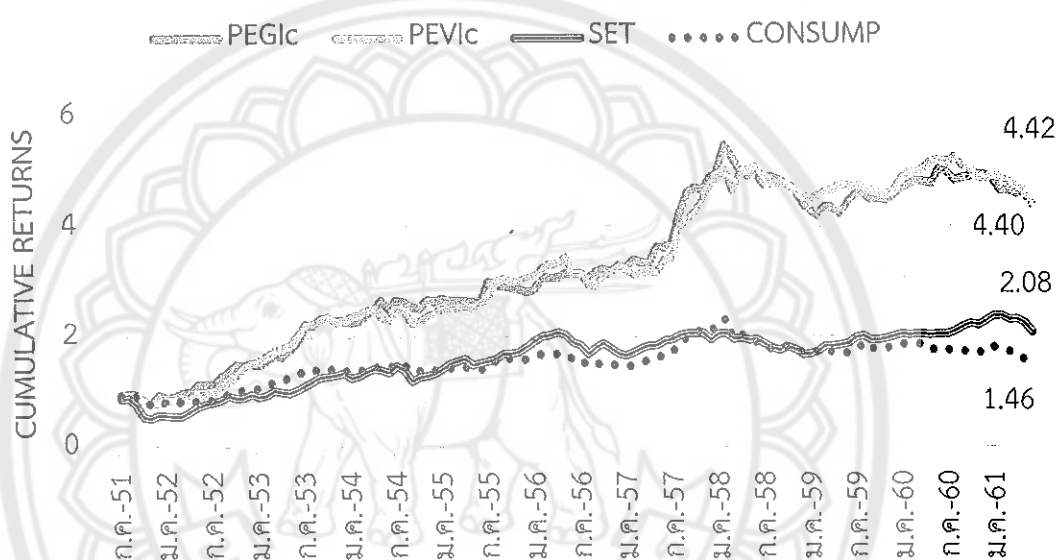
	P/E (Value)	SET	CONSUMP Industry	P/E (Growth)
Quartile 5% (per month) (%)	-5.87	-7.11	-6.14	-4.88
Average (Ri-Rf) (per month) (%)	1.17	0.62	0.24	1.20
Sharpe ratio (per month)	0.270	0.109	0.058	0.242
β to SET	0.43	-	-	0.45
β to CONSUMP Industry	0.73	-	-	0.81
Cumulative return of 1 Baht	4.40	2.08	1.46	4.42

ตาราง 3 พอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/E ratio พบว่า อัตราผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/E ratio ที่ต่ำ มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยกว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/E ratio ที่สูง แต่มากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ จากการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือน P/E ที่ต่ำ 1.33% เมื่อเทียบกับ P/E ที่สูง 1.36% และ SET 0.78% เมื่อเทียบเป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี P/E ที่ต่ำ 15.97% เมื่อเทียบกับ P/E ที่สูง 16.03% และ SET 7.58% แสดงผลถึงความแตกต่างกันของค่าเฉลี่ย P/E ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่แย่ที่สุดต่อเดือนที่ -9.13% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่แย่ที่สุดของ P/E ที่สูง -11.07% และ SET -30.18% นอกจากนี้ P/E ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่ดีที่สุดต่อเดือนที่ 16.05% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่ดีที่สุดของ P/E ที่สูง 19.69% และ SET 13.98% สรุปได้ว่า P/E ที่ต่ำ มีแนวโน้มที่มีผลตอบแทนค่าเฉลี่ยที่น้อยกว่า P/E ที่สูง แต่มากกว่า SET ในช่วงของเดือน ที่ได้ผลตอบแทนที่แย่ที่สุดที่ผลตอบแทนที่ต่างกันทั้งสองพอร์ตโฟลิโอ อย่างไรก็ตาม P/E ที่ต่ำ ก็ยังได้ผลตอบแทนในช่วงเดือนที่ดีที่สุดน้อยกว่า P/E ที่สูง แต่เมื่อทำการเปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าอัตราผลตอบแทน P/E ratio ที่ต่ำ มากกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/E ratio ที่สูง และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 0.270, 0.242 และ 0.109 ตามลำดับ

ค่าความผันผวน (Volatility) ของพอร์ตโฟลิโอ P/E ที่ต่ำ มีความผันผวนที่ 4.33% ซึ่งมีความผันผวนน้อยกว่า P/E ที่สูง มีความผันผวนที่ 4.95% ในขณะที่ความผันผวนของตลาด อยู่ที่ 5.68% ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/E กับดัชนี ตลาดหลักทรัพย์ พบว่า ค่า β ทั้งสองพอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่า ผลตอบแทนตลาดไปในทิศทางเดียวกันโดยสังเกตจากค่า β ที่ P/E ที่ต่ำได้ 0.43 และ P/E ที่สูง

ได้ 0.45 และในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% อัตราผลตอบแทนต่อเดือนของ P/E ที่ต่ำ และ P/E ที่สูง น่าจะไม่ค่อยไปกว่านี้ -5.87, -4.88 และน่าจะไม่มากไปกว่านี้ 9.36, 9.72 ตามลำดับ

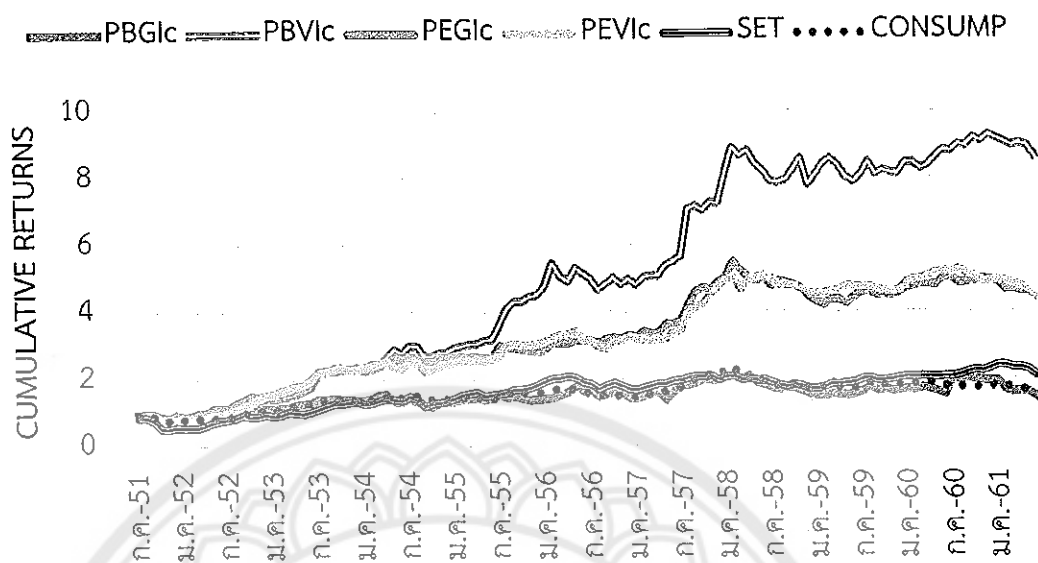
ผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่ P/E ที่ต่ำได้ผลตอบแทนสะสมที่น้อยกว่า P/E ที่สูง และแต่มากกว่าผลตอบแทนสะสมของตลาดหลักทรัพย์ P/E ที่ต่ำ ได้ 4.40 เท่า ในช่วงระยะเวลา 10 ปี เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนสะสมของ P/E ที่สูงได้ 4.42 เท่า และตลาดหลักทรัพย์ ผลตอบแทนสะสมอยู่ที่ 2.08 เท่า



ภาพ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/E ratio เปรียบเทียบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

3. รวมพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio

จากการรวมอัตราผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจากการจัดอันดับจาก P/BV ratio และ P/E ratio ในช่วง กรกฎาคม 2551 ถึง มิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี สรุปได้ว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่ต่ำ ได้อัตราผลตอบแทนสะสมมากกว่าพอร์ตโฟลิโออื่นๆ โดยพอร์ตที่ได้ผลตอบแทนสะสมที่น้อยที่สุดคือ พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่สูง แสดงให้เห็นว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ที่ต่ำ อาจเป็นตัวบ่งชี้ที่ดีที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค



ภาพ 5 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio เปรียบเทียบดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่ม อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

4. แบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

ตาราง 4 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง CAPM ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

Portfolio	α	β_{SET}	R^2	F-Stat	P-Val	Obs	Year
P/BV (Value)	1.45*** [3.31]	0.57*** [7.42]	0.3183	55.11	1.935e-11	120	2551-2561
P/BV (Growth)	0.02 [0.04]	0.47*** [5.29]	0.1915	27.95	5.799e-07	120	2551-2561
P/E (Value)	0.90*** [2.74]	0.43*** [7.51]	0.3235	56.44	1.222e-11	120	2551-2561

ตาราง 4 (ต่อ)

Portfolio	α	β_{SET}	R^2	F-Stat	P-Val	Obs	Year
P/E (Growth)	0.92**	0.45***	0.2682	43.25	1.379e-09	120	2551-2561
	[2.357]	[6.58]					

หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่า t-value แสดงไว้ในวงเล็บ []

ตามรูปแบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ความคาดหวังที่สูงขึ้นทำให้ผลตอบแทนที่จะชดเชยความเสี่ยงสูงขึ้น โดยดูค่า β เพื่อทดสอบวัดความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอ ทำให้พอร์ตโฟลิโอของหุ้นคุณค่ามีผลให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูง ทำให้ผู้ที่ลงทุนควรคาดหวังที่จะได้ผลตอบแทนที่สูงไปด้วย แต่ก็ยังมีผลวิจัยที่ตรงข้ามอย่าง Fama and French (2006) ที่พบว่าไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้

การทดสอบแบบจำลอง CAPM พบว่าถ้าค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์ ซึ่งแบบจำลอง CAPM สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ แต่ถ้าค่า α มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าแตกต่างจากศูนย์ จะไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ทั้งหมด จากตารางที่ 4 พบว่าค่าความเสี่ยงจากผลตอบแทนของตลาดมีผลกระทบต่อพอร์ตโฟลิโอ มีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอเดียว ที่สามารถอธิบายได้ด้วย CAPM นั่นคือ growth PB portfolio ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือ ไม่สามารถอธิบายได้ด้วย CAPM

ค่า R^2 บ่งบอกว่าปัจจัยที่นำมาคำนวณสามารถอธิบายผลตอบแทน โดยพอร์ตโฟลิโอ P/E ที่ต่ำ มากกว่า P/BV ที่ต่ำ, P/E ที่สูง และ P/BV ที่สูง ร้อยละ 32.35, 31.83, 26.82 และ 19.15 ตามลำดับ โดยค่า β_{SET} ทั้ง 4 พอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดที่ปราศจากความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกัน

5. Fama and French Three Factor Model

ตาราง 5 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง 3 ปัจจัย
ของ Fama and French ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

Portfolio	α	β_{SET}	β_{SMB}	β_{HML}	R^2	F-Stat	P-Val	Obs	Year
P/BV (Value)	1.48*** [3.37]	0.59*** [7.52]	-0.24 [-1.27]	-0.03 [-0.20]	0.3287	18.93	4.605e- 10	120	2551- 2561
P/BV (Growth)	0.08 [0.15]	0.46*** [5.11]	-0.13 [-0.60]	0.26 [1.40]	0.2058	10.02	6.368e- 06	120	2551- 2561
P/E (Value)	0.93*** [2.82]	0.45*** [7.65]	-0.20 [-1.45]	-0.02 [-0.20]	0.3368	19.64	2.302e- 10	120	2551- 2561
P/E (Growth)	0.93** [2.35]	0.45*** [6.46]	-0.06 [-0.35]	-0.01 [-0.07]	0.2691	14.24	5.817e- 08	120	2551- 2561

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,
*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่า t-value แสดงไว้ในวงเล็บ []

การทดสอบแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ได้เพิ่มปัจจัย ความเสี่ยง
ของขนาดและความเสี่ยงมูลค่า พบว่าถ้าค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าไม่แตกต่าง
จากศูนย์ ซึ่งแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French สามารถอธิบายความเสี่ยงกับ
ผลตอบแทนได้ แต่ถ้าค่า α มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าแตกต่างศูนย์ จะไม่สามารถ
อธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ทั้งหมด จากตาราง 5 พบว่า ค่าความเสี่ยงจากผลตอบแทน
ของตลาด ความเสี่ยงขนาด และความเสี่ยงมูลค่ามีผลกระทบต่อพอร์ตโฟลิโอ มีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอ
เดียว ที่สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French นั่นคือ growth
PB portfolio ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือ ไม่สามารถอธิบายได้ด้วย Fama and French

ค่า R^2 บ่งบอกว่าปัจจัยที่นำมาคำนวณสามารถอธิบายผลตอบแทน โดยพอร์ตโฟลิโอ P/E ที่ต่ำ มากกว่า P/BV ที่ต่ำ, P/E ที่สูง และ P/BV ที่สูง ร้อยละ 33.68, 32.87, 26.91 และ 20.58 ตามลำดับ โดยค่า β_{SET} ทั้งผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดที่ปราศจากความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกัน β_{SMB} ทั้ง 4 พอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนความเสี่ยงด้านขนาดไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วน β_{HML} พอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนความเสี่ยงด้านมูลค่าไปในทิศทางตรงกันข้าม ยกเว้น P/BV ที่สูง

พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นในอุตสาหกรรมบริการ (Services)

1. พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio

ตาราง 6 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

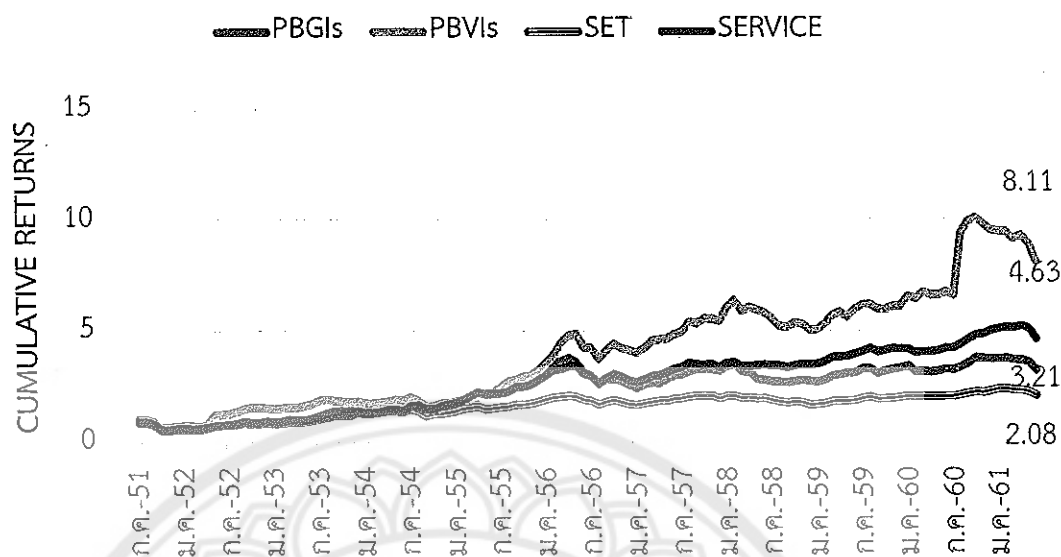
	P/BV (Value)	SET	SERVICE Industry	P/BV (Growth)
Min (Per month) (%)	-25.80	-30.18	-31.76	-25.47
Max (Per month) (%)	57.62	13.98	12.87	16.09
Arithmetic average (per month) (%)	2.08	0.78	1.46	1.14
Geometric average (per year) (%)	23.29	7.58	16.56	12.38
Volatility (per month) (%)	8.52	5.68	5.69	5.64
Quartile 95% (per month) (%)	10.13	7.41	8.87	8.64
Quartile 5% (per month) (%)	-7.63	-7.11	-7.91	-9.02
Average (Ri-Rf) (per month) (%)	1.91	0.62	1.30	0.98
Sharpe ratio (per month)	0.224	0.109	0.227	0.173
β to SET	0.91	-		0.80
β to SERVICE Industry	0.87	-		0.87
Cumulative return of 1 Baht	8.11	2.08	4.63	3.21

ตาราง 6 พอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio พบว่า อัตราผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ratio ที่ต่ำ มีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ratio ที่สูง และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ จากการคำนวณอัตรา

ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือน P/BV ที่ต่ำ 2.08% เมื่อเทียบกับ P/BV ที่สูง 1.14% และ SET 0.78% เมื่อเทียบเป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี P/BV ที่ต่ำ 23.29% เมื่อเทียบกับ P/BV ที่สูง 12.38% และ SET 7.58% แสดงผลถึงความแตกต่างกันของค่าเฉลี่ย P/BV ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่แย่ที่สุดต่อเดือนที่ -25.80% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่แย่ที่สุดของ P/BV ที่สูง -25.47% และ SET -30.18% นอกจากนี้ P/BV ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่ดีที่สุดต่อเดือนที่ 57.62% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่ดีที่สุดของ P/BV ที่สูง 16.09% และ SET 13.98% สรุปได้ว่า P/BV ที่ต่ำ มีแนวโน้มที่มีผลตอบแทนค่าเฉลี่ยที่มากกว่า P/BV ที่สูง และ SET ในช่วงของเดือนที่ได้ผลตอบแทนที่แย่ที่สุดที่ผลตอบแทนไม่ต่างกันมากทั้งสองพอร์ตโฟลิโอ อย่างไรก็ตาม P/BV ที่ต่ำ ก็ยังได้ผลตอบแทนในช่วงเดือนที่ดีที่สุดมากกว่า P/BV ที่สูง เมื่อทำการเปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าอัตราผลตอบแทน P/BV ratio ที่ต่ำ มากกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ratio ที่สูง และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 0.224, 0.173 และ 0.109 ตามลำดับ

ค่าความผันผวน (Volatility) ของพอร์ตโฟลิโอ P/BV ที่ต่ำ มีความผันผวนที่ 8.52% ซึ่งมีความผันผวนมากกว่า P/BV ที่สูง มีความผันผวนที่ 5.64% ในขณะที่ความผันผวนของตลาดอยู่ที่ 5.68% ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ พบว่า ค่า β ทั้งสองพอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดไปในทิศทางเดียวกันโดยสังเกตจากค่า β ที่ P/BV ที่ต่ำได้ 0.91 และ P/BV ที่สูงได้ 0.80 และในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% อัตราผลตอบแทนต่อเดือนของ P/BV ที่ต่ำ และ P/BV ที่สูง น่าจะไม่ค่อยไปกว่านี้ -7.63, -9.02 และน่าจะไม่น้อยไปกว่านี้ 10.13, 8.64 ตามลำดับ

ผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่ P/BV ที่ต่ำได้ผลตอบแทนสะสมที่ดีกว่า P/BV ที่สูง และตลาดหลักทรัพย์ ที่ 8.11 เท่า ในช่วงระยะเวลา 10 ปี เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนสะสมของ P/BV ที่สูงได้ 3.21 เท่า และตลาดหลักทรัพย์ผลตอบแทนสะสมอยู่ที่ 2.08 เท่า



ภาพ 6 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ
ในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio เปรียบเทียบดัชนี
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

2. พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/E ratio

ตาราง 7 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการ
ที่สร้างจาก P/E ratio อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และ
อัตราผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

	P/E (Value)	SET	SERVICE Industry	P/E (Growth)
Min (Per month) (%)	-23.78	-30.18	-31.76	-25.92
Max (Per month) (%)	11.61	13.98	12.87	31.84
Arithmetic average (per month) (%)	0.98	0.78	1.46	1.28
Geometric average (per year) (%)	10.74	7.58	16.56	13.91
Volatility (per month) (%)	5.00	5.68	5.69	6.21
Quartile 95% (per month) (%)	8.23	7.41	8.87	9.38
Quartile 5% (per month) (%)	-8.56	-7.11	-7.91	-6.96
Average (Ri-Rf) (per month) (%)	0.82	0.62	1.30	1.12

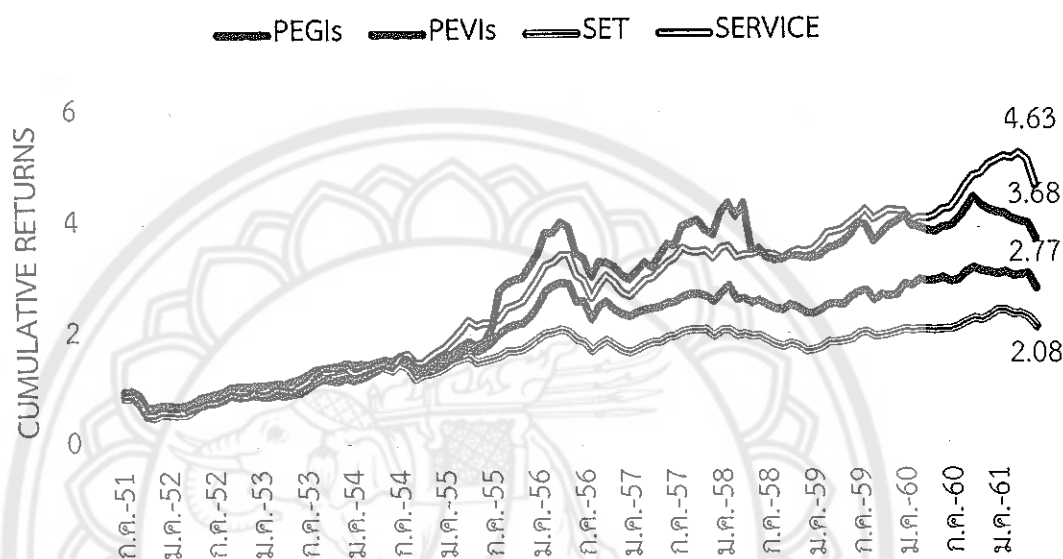
ตาราง 7 (ต่อ)

	P/E (Value)	SET	SERVICE Industry	P/E (Growth)
Sharpe ratio (per month)	0.164	0.109	0.227	0.181
β to SET	0.74	-		0.75
β to SERVICE Industry	0.74	-		0.80
Cumulative return of 1 Baht	2.77	2.08	4.63	3.68

ตาราง 7 พอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/E ratio พบว่า อัตราผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/E ratio ที่ต่ำ มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/E ratio ที่สูง แต่มากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์จากการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือน P/E ที่ต่ำ 0.98% เมื่อเทียบกับ P/E ที่สูง 1.28% และ SET 0.78% เมื่อเทียบเป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี P/E ที่ต่ำ 10.74% เมื่อเทียบกับ P/E ที่สูง 13.91% และ SET 7.58% แสดงผลถึงความแตกต่างกันของค่าเฉลี่ย P/E ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่แย่ที่สุดต่อเดือนที่ -23.78% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่แย่ที่สุดของ P/E ที่สูง -25.92% และ SET -30.18% นอกจากนี้ P/E ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่ดีที่สุดต่อเดือนที่ 11.61% เมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่ดีที่สุดของ P/E ที่สูง 31.84% และ SET 13.98% สรุปได้ว่า P/E ที่ต่ำ มีแนวโน้มที่มีผลตอบแทนค่าเฉลี่ยที่น้อยกว่า P/E ที่สูง แต่มากกว่า SET ในช่วงของเดือนที่ได้ผลตอบแทนที่แย่ที่สุดที่ผลตอบแทนที่ไม่ต่างกันทั้งสองพอร์ตโฟลิโอ อย่างไรก็ตาม P/E ที่ต่ำ ก็ยังได้ผลตอบแทนในช่วงเดือนที่ดีที่สุดน้อยกว่า P/E ที่สูง แต่เมื่อทำการเปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าอัตราผลตอบแทน P/E ratio ที่ต่ำ น้อยกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/E ratio ที่สูง แต่มากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 0.164, 0.181 และ 0.109 ตามลำดับ

ค่าความผันผวน (Volatility) ของพอร์ตโฟลิโอ P/E ที่ต่ำ มีความผันผวนที่ 5.00% ซึ่งมีความผันผวนน้อยกว่า P/E ที่สูง มีความผันผวนที่ 6.21% ในขณะที่ความผันผวนของตลาด อยู่ที่ 5.68% ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/E กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ พบว่า ค่า β ทั้งสองพอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดไปในทิศทางเดียวกันโดยสังเกตจากค่า β ที่ P/E ที่ต่ำได้ 0.74 และ P/E ที่สูงได้ 0.75 และในระดับความเชื่อมั่นที่ 95% อัตราผลตอบแทนต่อเดือนของ P/E ที่ต่ำ และ P/E ที่สูง น่าจะไม่ค่อยน้อยกว่านี้ -8.56, -6.96 และน่าจะไม่มากไปกว่านี้ 8.23, 9.38 ตามลำดับ

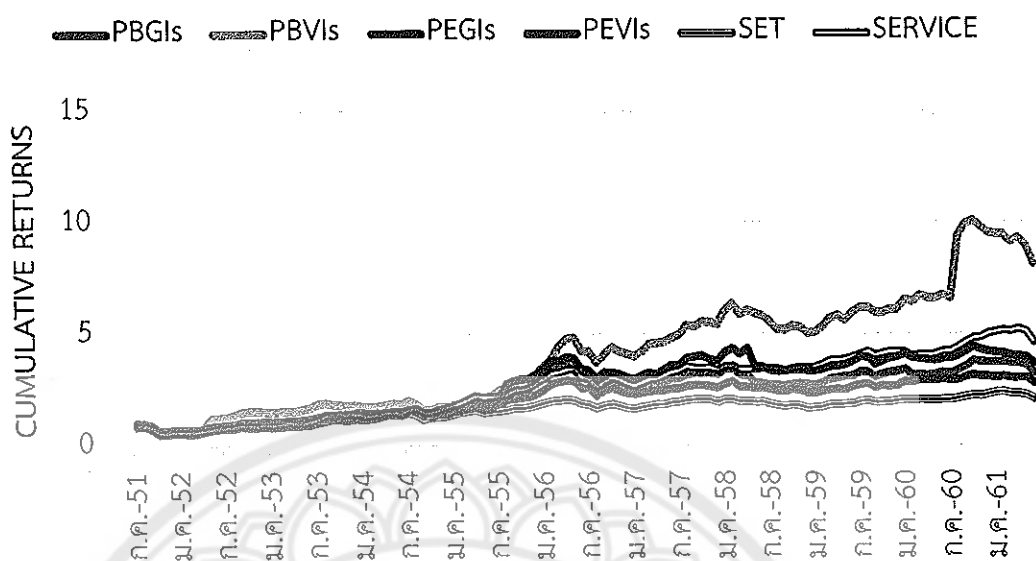
ผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่ P/E ที่ต่ำได้ผลตอบแทนสะสมที่น้อยกว่า P/E ที่สูง และแต่มากกว่าผลตอบแทนสะสมของตลาดหลักทรัพย์ P/E ที่ต่ำ ได้ 2.77 เท่า ในช่วงระยะเวลา 10 ปี เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนสะสมของ P/E ที่สูงได้ 3.68 เท่า และตลาดหลักทรัพย์ ผลตอบแทนสะสมอยู่ที่ 2.08 เท่า



ภาพ 7 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ ในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/E ratio เปรียบเทียบกับดัชนี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

3. รวมพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio

จากการรวมอัตราผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจากการจัดอันดับ จาก P/BV ratio และ P/E ratio ในช่วง กรกฎาคม 2551 ถึง มิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี สรุปได้ว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่ต่ำ ได้อัตราผลตอบแทนสะสมมากกว่าพอร์ตโฟลิโออื่นๆ โดยพอร์ตที่ได้ผลตอบแทนสะสมที่น้อยที่สุดคือ พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่สูง แสดงให้เห็นว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ที่ต่ำ อาจเป็นตัวบ่งชี้ที่ดีที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ



ภาพ 8 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอ
ในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio และ P/E ratio เปรียบเทียบ
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

4. แบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

ตาราง 8 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง CAPM
ในอุตสาหกรรมบริการ

Portfolio	α	β_{SET}	R^2	F-Stat	P-Val	Obs	Year
P/BV (Value)	1.35** [2.16]	0.91*** [8.27]	0.3672	68.47	2.248e-13	120	2551-2561
P/BV (Growth)	0.48 [1.57]	0.80*** [14.73]	0.6477	217.00	2.2e-16	120	2551-2561
P/E (Value)	0.36 [1.45]	0.74*** [16.75]	0.7040	280.60	2.2e-16	120	2551-2561

ตาราง 8 (ต่อ)

Portfolio	α	β_{SET}	R^2	F-Stat	P-Val	Obs	Year
P/E (Growth)	0.65	0.75***	0.4764	107.40	2.2e-16	120	2551-2561
	[1.58]	[10.36]					

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่า t-value แสดงไว้ในวงเล็บ []

ตามรูปแบบจำลองแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ความคาดหวังที่สูงขึ้นทำให้ผลตอบแทนที่จะชดเชยความเสี่ยงสูงขึ้น โดยดูค่า β เพื่อทดสอบวัดความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอ ทำให้พอร์ตโฟลิโอของหุ้นคุณค่ามีผลให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูง ทำให้ผู้ลงทุนควรคาดหวังที่จะได้ผลตอบแทนที่สูงไปด้วย แต่ก็ยังมีผลวิจัยที่ตรงข้ามอย่าง Fama, & French (2006) ที่พบว่าไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้

การทดสอบแบบจำลอง CAPM พบว่าถ้าค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์ ซึ่งแบบจำลอง CAPM สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ แต่ถ้าค่า α มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าแตกต่างศูนย์ จะไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ทั้งหมด จากตารางที่ 8 พบว่าค่าความเสี่ยงจากผลตอบแทนของตลาดมีผลกระทบต่อพอร์ตโฟลิโอ มีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอเดียว ที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วย CAPM นั่นคือ value PB portfolio ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือ สามารถอธิบายได้ด้วย CAPM

ค่า R^2 บ่งบอกว่าปัจจัยที่นำมาคำนวณสามารถอธิบายผลตอบแทน โดยพอร์ตโฟลิโอ P/E ที่ต่ำ มากกว่า P/BV ที่สูง, P/E ที่สูง และ P/BV ที่ต่ำ ร้อยละ 70.40, 64.77, 47.64 และ 36.72 ตามลำดับ โดยค่า β_{SET} ทั้ง 4 พอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดที่ปราศจากความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกัน

5. Fama and French Three Factor Model

ตาราง 9 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ในอุตสาหกรรมบริการ

Portfolio	α	β_{SET}	β_{SMB}	β_{HML}	R^2	F-Stat	P-Val	Obs	Year
P/BV (Value)	1.44**	0.95***	-0.54**	-0.005	0.3897	24.69	1.991e-	120	2551-
							12		2561
	[2.31]	[8.55]	[-2.03]	[-0.02]					
P/BV (Growth)	0.53*	0.80***	-0.17	0.11	0.6548	73.34	2.2e-16	120	2551-
									2561
	[1.71]	[14.57]	[-1.32]	[1.00]					
P/E (Value)	0.38	0.74***	-0.12	-0.002	0.7071	93.34	2.2e-16	120	2551-
									2561
	[1.51]	[16.56]	[-1.09]	[-0.02]					
P/E (Growth)	0.71*	0.76***	-0.20	0.15	0.4849	36.40	2.2e-16	120	2551-
									2561
	[1.70]	[10.22]	[-1.10]	[1.01]					

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่า t-value แสดงไว้ในวงเล็บ []

การทดสอบแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ได้เพิ่มปัจจัย ความเสี่ยงของขนาดและความเสี่ยงมูลค่า พบว่าถ้าค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์ ซึ่งแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ แต่ถ้าค่า α มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า α มีค่าแตกต่างศูนย์ จะไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ทั้งหมด จากตาราง 9 พบว่า ค่าความเสี่ยงจากผลตอบแทนของตลาด ความเสี่ยงขนาด และความเสี่ยงมูลค่ามีผลกระทบต่อพอร์ตโฟลิโอ มีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอเดียว ที่สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French นั่นคือ value PE portfolio ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือ ไม่สามารถอธิบายได้ด้วย Fama and French

ค่า R^2 บ่งบอกว่าปัจจัยที่นำมาคำนวณสามารถอธิบายผลตอบแทน โดยพอร์ตโฟลิโอ P/E ที่ต่ำ มากกว่า P/BV ที่สูง, P/E ที่สูง และ P/BV ที่สูง ร้อยละ 70.71, 65.48, 48.49 และ 38.97 ตามลำดับ โดยค่า β_{SET} ทั้ง 4 พอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนตลาดที่ปราศจากความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกัน β_{SMB} ทั้ง 4 พอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนความเสี่ยงด้านขนาดไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วน β_{HML} พอร์ตโฟลิโอมีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนน้อยกว่าผลตอบแทนความเสี่ยงจากมูลค่าไปในทิศทางตรงกันข้าม ยกเว้น P/BV ที่สูง และ P/E ที่สูง



บทที่ 5

บทสรุป

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในการจำลองพอร์ตโฟลิโอในกลุ่มหลักทรัพย์อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมบริการ มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการสร้างพอร์ตโฟลิโอจากการจัดอันดับของอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio จากการแบ่งหุ้นการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบหุ้นเติบโต แต่ละอุตสาหกรรมไหนที่ใช้กลยุทธ์ในการสร้างพอร์ตโฟลิโอที่เหมาะสม และได้ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอมากกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวบรวมข้อมูลตั้งแต่เดือน กรกฎาคม 2551 ถึงมิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี โดยการศึกษาจะทำการสำรวจข้อมูลในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ เพื่อดูว่ากลยุทธ์ในการเลือกลงทุนเหมาะกับอุตสาหกรรมที่มีผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดหลักทรัพย์และน้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) และใช้สมการถดถอย (Regression Analysis) เพื่อทดสอบการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทน สามารถสรุปผลการศึกษาดังนี้

พอร์ตโฟลิโอกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)

จากการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ ได้ทำการคัดเลือกหุ้นนำมาสร้างพอร์ตโฟลิโอพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต เมื่อเปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่า ตลาดหลักทรัพย์และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต และพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ แต่พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ไม่แตกต่างจากพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต แต่ทำการ

เปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตและตลาดหลักทรัพย์

ทำการเปรียบเทียบพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio แสดงให้เห็นผลการศึกษาว่าในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่การลงทุนเน้นคุณค่าของ P/BV ratio และ P/E ratio มีอัตราผลตอบแทนดีกว่าการลงทุนแบบเติบโต เมื่อทำการเปรียบเทียบการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio ได้อัตราผลตอบแทนที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio ทำให้ในการคัดเลือกการลงทุนในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคควรใช้ P/BV ratio ที่ต่ำ เป็นกลยุทธ์ในการคัดเลือกหุ้นในการถือระยะยาว เพื่อที่จะให้ได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยการเปรียบเทียบผลตอบแทนสะสมที่มีผลตอบแทนที่มากกว่าผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโออื่นๆ

ในการทดสอบการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงจากปัจจัยตลาดหลักทรัพย์ในพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยแบบจำลอง CAPM พบว่าสามารถอธิบายความเสี่ยงของตลาดกับอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอได้ มีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอเดียว ที่สามารถอธิบายได้ นั่นคือ พอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV ratio อธิบายได้เนื่องจากค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าค่า α ไม่แตกต่างจากศูนย์สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตลาดกับผลตอบแทนได้ถึงอย่างไรเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยของตลาดก็ทำให้อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเปลี่ยนไปทิศทางเดียวกันน้อยกว่าตลาดในระดับนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลอง CAPM ได้แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงปัจจัยของตลาดไม่ได้มีผลต่อเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ อาจจะอธิบายความสัมพันธ์ด้วยปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง

ส่วนแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French ที่เพิ่มความเสี่ยงของขนาดและมูลค่า พบมีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอเดียว ที่สามารถอธิบายได้ นั่นคือ พอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV ratio เหมือนกับแบบจำลอง CAPM อธิบายได้เนื่องจากค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าค่า α ไม่แตกต่างจากศูนย์สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลง

ของตลาด ขนาดและมูลค่ากับผลตอบแทนได้ ถึงอย่างไรเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยของตลาดก็ทำให้อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ เปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกันน้อยกว่าตลาด ในที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ แต่ปัจจัยด้านขนาดและมูลค่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอได้ ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French ได้แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงปัจจัยของตลาด ขนาดและมูลค่า ไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ อาจจะสามารถอธิบายความสัมพันธ์ด้วยปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง

โดยในการทดสอบการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยง ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ แบบจำลองของทั้ง 2 แบบ สามารถอธิบายได้แค่ พอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV ratio ได้เท่านั้นและแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French อธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM

พอร์ตโฟลิโอกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)

จากการศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ ได้ทำการคัดเลือกหุ้นนำมาสร้างพอร์ตโฟลิโอ พบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอ การลงทุนแบบเติบโต เมื่อเปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต และพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามากกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ แต่พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่น้อยกว่าพอร์ตโฟลิโอ การลงทุนแบบเติบโต ทำการเปรียบเทียบ Sharpe ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ แต่น้อยกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต

ทำการเปรียบเทียบพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio แสดงให้เห็นผลการศึกษาว่าในอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่การลงทุนเน้นคุณค่าของ P/BV ratio มีอัตราผลตอบแทนดีกว่าการลงทุนแบบเติบโต

แต่ P/E ratio การลงทุนแบบเติบโตมีอัตราผลตอบแทนดีกว่าการลงทุนเน้นคุณค่า แต่เมื่อทำการเปรียบเทียบพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio ได้อัตราผลตอบแทนที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio ทำให้ในการคัดเลือกการลงทุนในอุตสาหกรรมบริการควรใช้ P/BV ratio ที่ต่ำ เป็นกลยุทธ์ในการคัดเลือกหุ้นในการถือระยะยาว เพื่อที่จะให้ได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยการเปรียบเทียบผลตอบแทนสะสมที่มีผลตอบแทนที่มากกว่าผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโออื่นๆ

ในการทดสอบการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยงจากปัจจัยตลาดหลักทรัพย์ในพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยแบบจำลอง CAPM พบว่าสามารถอธิบายความเสี่ยงของตลาดกับอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอได้ มีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอเดียว ที่ไม่สามารถอธิบายได้ นั่นคือ พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV ratio ไม่สามารถอธิบายได้เนื่องจากค่า α มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าค่า α แตกต่างจากศูนย์ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตลาดกับผลตอบแทนได้ แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงปัจจัยของตลาดไม่ได้มีผลต่อเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ อาจจะสามารถอธิบายความสัมพันธ์ด้วยปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือที่สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลอง CAPM อธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของตลาดกับผลตอบแทนได้ โดยที่การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยของตลาดก็ทำให้อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกันน้อยกว่าตลาดในระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ส่วนแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French ที่เพิ่มความเสี่ยงของขนาดและมูลค่า พบมีอยู่แค่พอร์ตโฟลิโอเดียว ที่สามารถอธิบายได้ นั่นคือ พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับจาก P/E ratio อธิบายได้เนื่องจากค่า α ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าค่า α ไม่แตกต่างจากศูนย์สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตลาด ขนาดและมูลค่ากับผลตอบแทนได้ ถึงอย่างไรเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยของตลาดก็ทำให้อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่เปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกันน้อยกว่าตลาดในระดับนัยสำคัญทางสถิติ แต่ปัจจัยด้านขนาดและมูลค่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอได้ ส่วนพอร์ตโฟลิโอที่เหลือที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French

ได้แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงปัจจัยของตลาด ขนาดและมูลค่า ไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ อาจอธิบายความสัมพันธ์ด้วยปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง

โดยในการทดสอบการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับความเสี่ยง ในอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดหลักทรัพย์ แบบจำลองของทั้ง 2 แบบ สามารถอธิบายได้แค่บางพอร์ตโฟลิโอการลงทุนและแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French อธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM

ผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานที่ 1 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับสร้าง โดยการลงทุนเน้นคุณค่า ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ โดยใช้พอร์ตโฟลิโอ P/BV ratio ที่ต่ำและพอร์ตโฟลิโอ P/E ratio ที่ต่ำในการจัดอันดับ จะมีอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่า ที่ถูกจัดอันดับสร้างโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio มีอัตราผลตอบแทนมากกว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับสร้างโดยการลงทุนแบบเติบโต ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต ในอุตสาหกรรมบริการพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต เท่านั้น

สมมติฐานที่ 3 ทฤษฎีแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับกับความเสี่ยงในการลงทุน ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) พบว่าแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับได้ทั้งหมด ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ

อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือน มิถุนายน 2551 ถึง กรกฎาคม 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี สามารถสรุปได้ว่าทั้งสองอุตสาหกรรมมีอัตราผลตอบแทนของการลงทุนเน้นคุณค่า ที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าของตลาดหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama, & French (1998; Sareewiwatthana, 2011; Nettayanun, 2017) แสดงให้เห็นว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่า ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ผลงานได้ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์

เมื่อทำการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต พบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่า การลงทุนแบบเติบโตในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัย Fama, & French (1992, 1998; Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1994; Nettayanun, 2017) แต่พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio มีแค่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคเท่านั้น ที่มีพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าการลงทุนแบบเติบโต โดยการเปรียบเทียบของ Sharpe ratio แต่เมื่อทำการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยการลงทุนเน้นคุณค่ากับการลงทุนแบบเติบโต ไม่แตกต่างกันมากสอดคล้องกับงานวิจัย รวี ลุงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์ และเกรียงไกร ก้อนคำ (2560) ส่วนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่น้อยกว่าการลงทุนแบบเติบโต ขัดแย้งกับงานวิจัย Basu (1977; Fama, & French, 1992, 1998; Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1994; Nettayanun, 2017) เนื่องจากการผันผวนของกำไรขาดทุนที่มีการเปลี่ยนแปลงทุกปี ทำการ

ในการเลือกหลักทรัพย์ ไม่คงที่มีการเปลี่ยนตามช่วงเวลาสถานการณ์การดำเนินงานธุรกิจของหลักทรัพย์ ซึ่งเมื่อวัดมูลค่าที่แท้จริงแล้วมีผลตอบแทนที่ดีกว่า กำไรของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงทำให้มีผลต่อนักลงทุนมีการตัดสินใจการลงทุนเปลี่ยนไปด้วย

เมื่อทำการเปรียบเทียบพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio เป็นพอร์ตโฟลิโอที่ได้อัตราผลตอบแทนมากที่สุดกว่าพอร์ตโฟลิโออื่นๆ ทำให้บ่งบอกได้ว่าในการตัดสินใจการเลือกหลักทรัพย์ในการลงทุนควรอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio ที่ต่ำ เป็นตัววัดความสามารถในการดำเนินงานในอนาคตได้ดี แทนการใช้ P/E ratio ที่นักลงทุนส่วนมากสนใจแต่ถ้าไรกับราคาของหลักทรัพย์ที่ไม่ได้บอกการวัดมูลค่าความสามารถที่แท้จริง

ผลการทดสอบแบบจำลอง CAPM และ แบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับความเสี่ยงของปัจจัยได้แค่บางพอร์ตโฟลิโอเท่านั้น โดยไม่ได้สามารถอธิบายได้ทั้งหมด ว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยความเสี่ยงต่างๆ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nettayanun (2017; Fama, & French, 2006) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงปัจจัยความเสี่ยงต่าง ไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ อาจจะอธิบายความสัมพันธ์ด้วยปัจจัยอื่นที่ไม่ใช้ความเสี่ยงของตลาด ขนาด และมูลค่าได้ แต่ถึงอย่างไรก็ตามแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ที่ใช้ปัจจัยของโลกยังไม่เพียงพอต่อตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยในการหาค่าผิดปกติได้ เพราะยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ทั้งข้อมูลข่าวสารที่มีทั้งข่าวจริงและปลอม ที่มาจากแหล่งต่างๆ เพื่อทำการปรับราคาหุ้น สภาพเศรษฐกิจของแต่ละช่วงอุตสาหกรรมต่างๆ บางกลุ่มอุตสาหกรรมราคาตก แต่ก็ยังมีบางอุตสาหกรรมที่ราคาเพิ่มขึ้น

ข้อจำกัดในการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ได้เก็บข้อมูลไม่สามารถ Rebalance พอร์ตโฟลิโอให้ตรงกับรอบบัญชีที่ปิดงบการเงินได้ เนื่องจากมีบางบริษัทไม่ได้ปิดงบการเงินตามรอบบัญชีสิ้นปี ทำให้ไม่สามารถใช้ราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ปิดรอบบัญชีของงบการเงินได้

ข้อเสนอแนะ

การศึกษาค้นคว้าในการใช้สมการถดถอย (Regression Analysis) ได้ใช้ SMB และ HML ของโลกเนื่องจากในประเทศไทยยังไม่มีการทำข้อมูล ซึ่งผลการทดสอบพบว่าไม่ได้ตอบโจทย์ การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับความเสี่ยงได้ชัดเจน ควรที่จะเก็บข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่จะได้หาความสัมพันธ์ที่มีผลกระทบกับผลตอบแทนในประเทศไทย และในการเข้าซื้อควรเลือกซื้อช่วงที่ราคาหุ้นตก โดยการจับจังหวะของราคาหุ้น นำการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical) เพื่อที่จะทำให้ผลตอบแทนเพิ่มมากขึ้น

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

ควรทำการศึกษาจัดอันดับพอร์ตโฟลิโอลงไปหมวดธุรกิจ เพื่อศึกษาดูว่าหุ้นคุณค่าเหมาะสมกับหลักทรัพย์ในธุรกิจไหนได้บ้าง หรือการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ที่มีราคาที่ถูกเข้ามาในการศึกษาครั้งต่อไป เพื่อที่จะให้ได้ข้อมูลที่ถูกต้อง เพื่อเป็นตัวเลือกในการใช้เป็นกลยุทธ์ในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น รวมทั้งการใช้ราคาหุ้นเปรียบเทียบกับมูลค่าต่างๆในงบการเงิน อย่างเช่น กระแสเงินสด เพื่อดูว่าความสามารถของกระแสเงินสดแต่ละกิจกรรมมีความสามารถอย่างไร เมื่อมาเปรียบเทียบกับราคาหุ้นและทำการจัดพอร์ตโฟลิโอขึ้น



บรรณานุกรม

ทัตพงศ์ อภิโรธนานนท์, และวีระพงศ์ อุทธารัตน์. (2558). การเปรียบเทียบแบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัยในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์. *วารสารวิทยาการจัดการ*, 32(1), 1-17.

วีระพงศ์ อุทธารัตน์, ชัยยศ สัมฤทธิ์สกุล, ศฐา วรณกุล, และกุลชญา แก่นแก้ว. (2561). การเปรียบเทียบแบบจำลอง 3 ปัจจัย และ APT ในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดธนาคาร. *วารสารราชชมงคลด้านนา*, 6(1), 58-71.

วีชระ พันธุ์แดง. (2551). การเปรียบเทียบความสามารถของแบบจำลอง CAPM APT และ FAMA-FRENCH ในการทำนายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่ม SET 50 (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

วีร์ ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์, และเกรียงไกร ก้อนคำ. (2560). ผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 39(151), 49-72.

สุกัญญา ภูสุวรรณ์รัตน์, และลลิตรา เตชะเสริมสุขกุล (2560). การทดสอบความสามารถของตัวแบบการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) กับตัวแบบสามปัจจัยของ Fama-French ในการพยากรณ์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์. *วารสารการจัดการสมัยใหม่*, 15(2), 101-116.

Asness, C., A., Frazzini, R., Israel, & T., Moskowitz. (2015). Fact, Fiction, and Value Investing. *Journal of Portfolio Management*, 42(1), 105–123.

Asness, C. S., J. Moskowitz, & L. H. Pedersen. (2013). Value and Momentum Everywhere. *Journal of Finance*, 68(3), 929–985.

Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 32(3), 663–682.

Bondt, W. F., & R. Thaler. (1985). Does the Stock Market Overreact. *Journal of Finance*, 40(3), 793–805.

Daniel, K., D. Hirshleifer, & A. Subrahmanyam. (1998). Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions. *Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.

- Dodd, D., & B. Graham. (1951). *Security Analysis: The Classic 1951 Edition*.
New York: McGraw Hill.
- Fama, E. F., & K. R. French. (1992). The Cross-section of Expected Stock Returns.
Journal of Finance, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., & K. R. French. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks
and Bonds. *Journal of Financial Economics*, (33), 3–56.
- Fama, E. F., & K. R. French. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and
Returns. *Journal of Finance*, 50(1), 131–155.
- Fama, E. F., & K. R. French. (1998). Value Versus Growth: The International Evidence.
Journal of Finance, 53(6), 1975–1999.
- Fama, E. F., & K. R. French. (2006). The Value Premium and the CAPM. *Journal of
Finance*, 61(5), 2163–2185.
- Fama, E. F., & K. R. French. (2012). Size, Value, and Momentum in International Stock
Returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457–472.
- Frazzini, A., D. Kabiller, & L. H. Pedersen (2013). *Buffett's Alpha*. America:
Working Paper.
- Graham, B. (2003). *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing.
a Book of Practical Counsel, Revised* (7th ed.) New York: Harper & Collins.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, & R. W. Vishny. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation,
and Risk. *Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk and maximal gains from diversification.
Journal of Finance, 20(4), 587-615.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrical*, 34(4), 768-783.
- Nettayanun, S. (2017). Value Investing: Circle of Competence in The Thai Insurance
Industry. *Asia-Pacific Journal of Risk and Insurance*, 32(3)1–32.
- Sareewiwatthana, P. (2011). Value Investing in Thailand: The Test of Basic Screening
Rules. *International Review of Business Research Papers*, 7(4), 1–13.

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Shleifer, A., & R. W. Vishny. (1997). The Limits of Arbitrage. *Journal of Finance*, 52(1), 35–55.

