

ผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

รวี ลงานี*

อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์**

เกรียงไกร ก้อนคำ***

บทคัดย่อ

ทฤษฎีการลงทุนแบ่งประเภทหลักทรัพย์เป็นสองกลุ่มใหญ่คือ หลักทรัพย์ตามคุณค่า และหลักทรัพย์ตามการเติบโต กลุ่มหลักทรัพย์ตามคุณค่าถือเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมสูงสำหรับนักลงทุนในประเทศไทย อย่างไรก็ตามยังไม่มีผลการวิจัยที่แสดงให้เห็นชัดเจนว่า ประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์นี้แตกต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์อื่นอย่างไร และในสถานการณ์การลงทุนที่แตกต่างกัน กลุ่มหลักทรัพย์ตามคุณค่าจะมีผลการลงทุนอย่างไร งานวิจัยนี้ได้ตั้งคำถามสำคัญว่าหลักทรัพย์กลุ่มใดเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพด้วยการวัดผลตอบแทนส่วนเกินปกติ จากที่ได้รับตามแบบจำลองสี่ปัจจัย กลุ่มหลักทรัพย์ในการวิจัยประกอบด้วยกลุ่มหุ้นคุณค่า กลุ่มหุ้นเติบโตที่สร้างขึ้นโดยใช้ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นเป็นเกณฑ์การแบ่ง การเปรียบเทียบยังได้ทดสอบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นอย่างง่ายโดยการสุ่มเลือกหลักทรัพย์ขึ้นมา ผลการเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์แสดงให้เห็นว่า กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์เติบโตไม่มีความแตกต่างกันและไม่ได้แตกต่างจากหลักทรัพย์ที่สุ่มเลือกอย่างง่าย เมื่อทดสอบผลการลงทุนของหุ้นทั้งสามกลุ่มในสถานการณ์การลงทุนที่แตกต่างกันคือในสภาวะตลาดหุ้นซบเซา ภาวะตลาดเติบโตสูง และภาวะตลาดทรงตัว โดยใช้วิธีการทดสอบตาม Newey-West Standard Error Correction พบว่ากลุ่มหุ้นคุณค่าได้รับผลตอบแทนเกินปกติที่มีนัยสำคัญทางสถิติได้เพียงกรณีเดียวที่ตลาดปรับตัวสูง และหุ้นเติบโตมีผลตอบแทนที่เกินปกติได้ในช่วงตลาดซบเซา ผลของการวิจัยแสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าไม่ได้มีประสิทธิภาพเหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์เติบโตและกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นอย่างง่ายทุกช่วงเวลาของการทดสอบ การยึดถือว่าหุ้นคุณค่าเป็นสิ่งที่เหมาะสมในการลงทุนทุกสถานการณ์จึงไม่ควรเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม

คำสำคัญ: กลุ่มหลักทรัพย์ตามคุณค่า กลุ่มหลักทรัพย์เติบโต แบบจำลองสี่ปัจจัย ประสิทธิภาพการลงทุน สมมติฐานตลาดประสิทธิภาพ

* รองศาสตราจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิตทางการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

*** ธนาคารกรุงเทพ สำนักธุรกิจเชียงราย

Investment Performance of Value Stock in The Stock Exchange of Thailand

*Ravi Lonkani**

*Ariyapong Pansriwong***

*Kriengkrai Konkham****

Abstract

Portfolios of stocks can be classified into subgroups of value stock portfolio and growth stock portfolio. In Thailand, value stock portfolio has increasing popular for investors. However, limited number of researches discussed on performance of value stock portfolio in Thailand. This research questions on the performance of various stock portfolios including value stock portfolio and investigate whether the performances of those portfolios change under different situation. We compare the performances of two portfolios which are value stock and growth stock portfolios constructed using price per earning as the criteria to divide them. Performances measured of the two portfolios are compared with random stock portfolio. The study finds that there is no different between value stock and growth stock portfolio. Both of them show that they are not superior to random stock portfolio. Moreover, when the performances are tested on different market environment namely growth, decline and sideway environment using the Newey-West standard error correction test, it shows that the performance of value stock is superior other portfolios only in the growth stock market period. The result further reveals that the performance of growth stock portfolio is superior to others in the situation of declining stock market. The perception that the performance of value stock portfolio always superior to other investment choices in all circumstance is not supported.

Keywords: Value Stock Portfolio, Growth Stock, Four Factors Model, Investment Performance, Market Efficiency Hypothesis

* Associate Professor, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University.

** Student, Master of Science Program in Finance, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University.

*** Bangkok Bank, Chiang Rai Business Bureau

1. บทนำ

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ให้เหมาะสม (Style Investment) เป็นการลงทุนที่ได้รับความนิยม และสามารถให้ผลตอบแทนตามต้องการได้ เห็นได้จากกองทุนในต่างประเทศที่มีชื่อเสียง เช่น คาลเปอร์ส (CalPERS: California Public Employees' Retirement System) หรือ มอร์นิ่งสตาร์ (Morningstar) ที่ได้มีการจัดแบ่งกลุ่มการลงทุนเป็นรูปแบบต่างๆ เพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการลงทุนของนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนของหุ้นคุณค่า การลงทุนในหุ้นเติบโต การลงทุนในหุ้นขนาดเล็ก หรือการลงทุนในหุ้นขนาดกลาง การลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่ หรือการลงทุนที่เน้นให้กระจายความเสี่ยง ฯลฯ ถึงแม้รูปแบบการลงทุนจะมีขอบเขตที่กว้างขวาง แต่จะพบว่ากลุ่มการลงทุนที่มีถูกกล่าวถึงเสมอทั้งในประเทศไทยและในต่างประเทศคือ กลุ่มการลงทุนของหุ้นคุณค่า (Graham, 2009; Greenblatt, 2006; Sareewiwathana, 2011)¹

ในทางปฏิบัติถือว่าหุ้นคุณค่าเป็นหุ้นที่มีพื้นฐานดีแต่ราคาต่ำจึงเป็นหุ้นที่นักลงทุนควรให้ความสนใจลงทุน หุ้นคุณค่าจึงเป็นหุ้นที่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา หนังสือหรือสิ่งพิมพ์ทางธุรกิจมักให้คำแนะนำกับนักลงทุนให้ลงทุนในหุ้นคุณค่า เพราะเป็นหุ้นที่มีการคาดหวังว่าจะให้ผลตอบแทนสูงเทียบกับหุ้นกลุ่มอื่นๆ นักลงทุนที่ประสบความสำเร็จหลายคนยกย่องการลงทุนในหุ้นคุณค่าว่าเป็นหุ้นที่ควรเลือกลงทุน เช่น Warren Buffet ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร งานวิจัยในต่างประเทศหลายๆ ชิ้นได้ศึกษาถึงผลการลงทุนในหุ้นคุณค่า เช่น Basu (1997) Fama และ French (1992) Capaul Rowley และ Sharpe (1993) Lakonishok Shleifer และ Vishny (1994) Chan และ Lakonishok (2004) และ Faugere และ Shawky (2005) ถึงแม้การลงทุนในหุ้นกลุ่มที่เรียกว่าหุ้นคุณค่าเป็นการลงทุนที่ได้รับความนิยมมากในประเทศไทยแต่ก็ยังไม่ปรากฏว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนในรูปแบบอื่นแล้วผลการลงทุนในหุ้นคุณค่าจะมีความแตกต่างอย่างเห็นได้ชัดเจนหรือไม่ งานวิจัยนี้จึงวิเคราะห์ผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าเทียบกับการลงทุนในทิศทางที่ตรงข้ามกับหุ้นคุณค่าซึ่งเป็นการลงทุนในหุ้นเติบโตโดยหุ้นคุณค่าที่นำมาทดสอบในการวิจัยนี้มุ่งเน้นการทดสอบหุ้นคุณค่าตามความหมายในเชิงปฏิบัติ ซึ่งเป็นหุ้นคุณค่าที่คัดเลือกจากเกณฑ์ที่เหมาะสมสำหรับการเป็นหุ้นคุณค่า ทั้งนี้เพราะจุดมุ่งหมายที่ต้องการแสดงผลของการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของหุ้นคุณค่าที่นิยมใช้ในทางปฏิบัติมากกว่าที่จะทดสอบผลของหุ้นคุณค่าตามความหมายในเชิงทฤษฎี

¹หุ้นคุณค่านั้นในทางทฤษฎีถือได้ว่าเป็นรูปแบบที่ตรงข้ามกับหุ้นเติบโต ดังนั้นการลงทุนในหุ้นคุณค่าจึงมีนัยว่าเป็นหุ้นเติบโตระดับต่ำ หรือในทางกลับกันการลงทุนในหุ้นเติบโตถือได้ว่าเป็นหุ้นคุณค่าระดับต่ำ

คำถามหลักสำหรับงานวิจัยนี้จึงมีอยู่ว่าการลงทุนในหุ้นคุณค่านั้นสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือกว่าการลงทุนในหุ้นกลุ่มอื่นได้หรือไม่ โดยหุ้นกลุ่มอื่นที่ใช้ในงานวิจัยคือหุ้นกลุ่มเติบโตและหุ้นที่คัดเลือกมาโดยการสุ่ม การทดสอบเพื่อตอบคำถามของการวิจัยดังกล่าวมีประเด็นสำคัญ 2 ประการคือ จะคัดเลือกหุ้นคุณค่าได้อย่างไร และจะวัดผลตอบแทนที่แตกต่างกันได้อย่างไร ประเด็นแรกนั้นในทางปฏิบัติแล้วเกณฑ์ที่ใช้คัดเลือกความเป็นหุ้นคุณค่ามีหลากหลายและแตกต่างกัน แต่จะพบว่าเกณฑ์หลักที่ได้รับความนิยมมากในการคัดเลือกกว่าหุ้นใดเป็นหุ้นคุณค่านั้นมีสามเกณฑ์ คือ ราคาต่อกำไร ราคาต่อมูลค่าตามราคาบัญชี และผลตอบแทนเงินปันผล (Graham, 2009; Chan and Lakonishok, 2004; Yen, Sun, and Yan, 2004; Greenblatt, 2006; Sareewiwathana, 2011) และตัวเลขที่ถูกใช้ในการคัดเลือกหุ้นคุณค่าคือ การมีค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำกว่า 15 อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามราคาบัญชีต่ำกว่า 1.5% และผลตอบแทนเงินปันผลสูงกว่า 5% (Graham, 2009) เกณฑ์ทั้งสามนี้จึงถูกเรียกว่าเป็น Magic Number สำหรับการคัดเลือกหุ้นคุณค่าในทางปฏิบัติ ถึงแม้ตัวเลขตามเกณฑ์ทั้งสามจะแตกต่างกันสำหรับผู้วิจัยและนักลงทุนแต่ละคน งานวิจัยนี้จะใช้ตัวเลขที่ระบุไว้ในการคัดเลือกหุ้นคุณค่าเพราะเป็นเกณฑ์เดิมตามนิยามของหุ้นคุณค่า Graham (2009)

สำหรับประเด็นการวัดประสิทธิภาพเปรียบเทียบกับรูปแบบอื่นนั้น งานวิจัยนี้ได้ใช้การคำนวณค่าอัลฟา (Alpha) จากตัวแบบสี่ปัจจัย (Four Factors' Model) ของ Carhart (1997) ซึ่งเป็นตัวแบบที่วัดผลการลงทุนที่ได้พิจารณาความเสี่ยงต่างๆ ได้ครบถ้วนไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงจากตลาดทุน (Market Risk) ความเสี่ยงจากขนาด (Size Risk) ความเสี่ยงที่เกิดจากคุณค่าหุ้น (Value Risk) และความเสี่ยงจากแรงเหวี่ยง (Momentum Risk) ค่าอัลฟาของการลงทุนถือได้ว่ามีความเหมาะสมในการทดสอบประสิทธิภาพการลงทุนในสถานการณ์ที่มีความเสี่ยงชนิดต่างๆ ได้อย่างครบถ้วน

ผลการวิจัยได้แสดงให้เห็นว่า หากพิจารณาเฉพาะผลตอบแทนแล้วกลุ่มหุ้นคุณค่าถือได้ว่าเป็นหุ้นที่มีผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนกลุ่มหุ้นเติบโตและกลุ่มหุ้นที่เลือกมาแบบสุ่ม แต่ความแตกต่างที่พบนั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อประเมินผลการลงทุนของกลุ่มหุ้นทั้งสามกลุ่มพบว่า กลุ่มหุ้นเติบโตมีค่าอัลฟาสูงสุดแต่ไม่พบว่า ค่าอัลฟาที่วัดได้เป็นค่าที่มีนัยสำคัญทางสถิติ หรือกล่าวได้ว่าไม่มีกลุ่มหลักทรัพย์ใดในการทดสอบ (กลุ่มหุ้นคุณค่า กลุ่มหุ้นเติบโตและกลุ่มหลักทรัพย์สุ่ม) ที่มีผลตอบแทนเกินปกติจากการวัดโดยใช้แบบจำลองสี่ปัจจัย ผลการวิจัยจึงไม่สามารถชี้ว่าการลงทุนในหุ้นคุณค่านั้นได้ผลตอบแทนที่เหนือกว่ากลุ่มอื่นๆ เมื่อทดสอบผลการลงทุนของหุ้นทั้งสามกลุ่มในสถานการณ์การลงทุนที่แตกต่างกันคือ ในสถานะที่ตลาดทุนซบเซา ภาวะที่ตลาดเติบโตสูง และภาวะที่ตลาดทรงตัว พบว่ากลุ่มหุ้นคุณค่าได้รับผลตอบแทนเกินปกติเป็นค่าบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติได้ ในภาวะที่ตลาดเติบโต (นัยสำคัญ 0.1) แต่มีผลตอบแทนที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (นัยสำคัญ 0.01) ในช่วงตลาดซบเซา และพบว่าหุ้นเติบโตเป็นหุ้นที่มีผลตอบแทนสูงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงตลาดทรงตัว (นัยสำคัญ 0.1)

ผลการวิจัยที่ชี้ให้เห็นถึงความไม่เสถียรของประสิทธิภาพผลตอบแทนหุ้นคุณค่าอาจยังไม่ถือเป็นข้อสรุปสุดท้ายถึงประสิทธิภาพการลงทุนในกลุ่มหุ้นประเภทต่างๆ แต่ก็สามารถยืนยันได้ในเบื้องต้นว่าการลงทุนในกลุ่มหุ้นคุณค่านั้นไม่ได้มีผลตอบแทนที่แตกต่างอย่างชัดเจนที่มีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับกลุ่มหุ้นเติบโตหรือกลุ่มหุ้นที่สุ่มเลือกแบบง่ายขึ้นมา ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัยนี้จึงได้แนะนำสำหรับผู้ลงทุนที่เชื่อมั่นว่าการลงทุนในหุ้นคุณค่าเป็นการลงทุนที่มีประสิทธิภาพดีกว่าหุ้นกลุ่มอื่นนั้นต้องตระหนักว่าผลการลงทุนในหุ้นคุณค่าไม่ได้เหนือกว่าหุ้นกลุ่มอื่นทุกช่วงเวลาอย่างที่เข้าใจในทางปฏิบัติ

บทความนี้ได้แบ่งเป็นส่วนดังนี้ ส่วนแรกเป็นบทนำที่กล่าวถึงความเป็นมาและคำถามงานวิจัย ส่วนที่สองกล่าวถึงเนื้อหาของทฤษฎีที่เกี่ยวข้องในการวิจัยนี้ ส่วนที่สามอธิบายถึงข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์และวิธีการดำเนินการวิจัย ส่วนที่สี่กล่าวถึงผลการวิจัยและส่วนสุดท้ายได้กล่าวถึงผลสรุปของการวิจัย

2. หุ้นคุณค่าและประสิทธิภาพการลงทุนของกลุ่มหุ้นคุณค่า

หุ้นคุณค่า

Benjamin Graham ผู้ที่ได้ชื่อว่าเป็นบิดาแห่งการลงทุนที่เน้นคุณค่าของหลักทรัพย์ (Value Investment) ซึ่งจะเน้นการซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาถูกเมื่อเปรียบเทียบกับราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์นั้นโดยไม่สนใจภาวะของตลาดหลักทรัพย์รวมถึงปัจจัยภายนอกที่มีผลกระทบต่อหลักทรัพย์ ซึ่ง Graham (2009) ได้เสนอแนะให้ใช้อัตราส่วนทางการเงินมาเป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price-earnings Ratio: P/E Ratio) แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรเมื่อเทียบกับราคาหุ้น เป็นตัวชี้วัดว่าราคาหุ้นนั้นมีระดับสูงหรือต่ำเมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่จะได้รับ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price per Book Value Ratio: P/BV Ratio) แสดงถึงราคาของหุ้น ณ ขณะนั้นเป็นที่เท่าของมูลค่าทางบัญชี และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) แสดงถึงผลตอบแทนที่เกิดจากการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในแต่ละปี สำหรับในประเทศไทยนั้นบุคคลสำคัญที่มีชื่อเสียงเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์คือ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรากร ได้ให้ความสำคัญในการลงทุนแบบเน้นคุณค่าของหลักทรัพย์เช่นกัน ซึ่งสรุปได้ว่าหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูง จะมีปัจจัยพื้นฐานที่ดีกว่าและมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดต่ำ เนื่องจากกิจการที่มีมูลค่าตลาดสูงนั้น ส่วนใหญ่เป็นกิจการที่ก่อตั้งมานาน มีความมั่นคง และมีข้อได้เปรียบในการแข่งขันมากกว่าคู่แข่งรายเล็กในอุตสาหกรรมเดียวกัน

มูลค่าหรือ Value ตามนิยามของการลงทุนมีความหมายถึงการที่หลักทรัพย์มีราคาต่ำเมื่อเทียบกับตัวแปรที่สะท้อนมูลค่า เช่น มีราคาต่อกำไรต่ำ (กำไรเป็นตัวแปรสะท้อนมูลค่า) หรือมีราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (มูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแปรสะท้อนมูลค่า) ต่ำ ขนาดของความแตกต่างของผลตอบแทนระหว่างหุ้นมูลค่าสูงกับหุ้นมูลค่าต่ำจึงถือเป็นส่วนชดเชยให้กับมูลค่า (Value Premium) ที่ต่างกันและเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดความแตกต่างสำคัญของหลักทรัพย์

ความหมายของหุ้นคุณค่าในทางทฤษฎีและทางปฏิบัติมีความแตกต่างกัน โดยในทางทฤษฎีนั้น การถือว่าหุ้นใดเป็นหุ้นคุณค่าจะแทนด้วยอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตามราคาตลาดและถือว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามราคาบัญชีต่อมูลค่าตามราคาตลาดสูงซึ่งเป็นหุ้นคุณค่านั้นเป็นหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงและไม่ค่อยมีนักลงทุนสนใจ (Fama and French, 1992) ส่วนในทางปฏิบัติถือว่าหุ้นคุณค่าเป็นหุ้นที่มีพื้นฐานดีแต่ราคาต่ำจึงเป็นหุ้นที่นักลงทุนควรให้ความสนใจลงทุน

ประเด็นคำถามสำคัญคือการคัดเลือกหุ้นคุณค่านั้นจะทำได้อย่างไร ในทางปฏิบัติแล้วเกณฑ์ที่ใช้คัดเลือกความเป็นหุ้นคุณค่ามีหลากหลายและแตกต่างกัน งานวิจัยดั้งเดิมของ Benjamin Graham นำเสนอเกณฑ์ต่างๆ ที่ใช้คัดเลือกหุ้นคุณค่าว่ามี 10 เกณฑ์ที่เรียกว่า Ten Rules แต่จะพบว่า เกณฑ์หลักที่ได้รับความนิยมมากในการคัดเลือกกว่าหุ้นใดเป็นหุ้นคุณค่านั้นมีสามเกณฑ์ คือ ราคาต่อกำไร ราคาต่อมูลค่าตามราคาบัญชี และผลตอบแทนเงินปันผล (Graham, 2009, Chan and Lakonishok, 2004; Yen, Sun and Yan, 2004; Greenblatt, 2006; Sareewiwathana, 2011) และตัวเลขที่ถูกใช้ในการคัดเลือกหุ้นคุณค่าคือ การมีค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่ำกว่า 15 อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามราคาบัญชีต่ำกว่า 1.5% และผลตอบแทนเงินปันผลสูงกว่า 5% (Graham, 2009) เกณฑ์ทั้งสามนี้จึงถูกเรียกว่าเป็น Magic Number สำหรับการคัดเลือกหุ้นคุณค่าในทางปฏิบัติ ถึงแม้ตัวเลขตามเกณฑ์ทั้งสามจะแตกต่างกันสำหรับผู้วิจัยและนักลงทุนแต่ละคน งานวิจัยนี้จะใช้ตัวเลขที่ระบุไว้ใน การคัดเลือกหุ้นคุณค่าเพราะเป็นเกณฑ์เดิมตามนิยามของหุ้นคุณค่า Graham (2009)

จากผลวิจัยที่ทำให้เห็นความแตกต่างของหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตทำให้เกิดวิธีการลงทุนที่แตกต่างกันตามการจุดมุ่งหมายการลงทุน การลงทุนแบบเน้นหุ้นคุณค่า มุ่งไปที่การคัดเลือกหุ้นที่มีลักษณะสอดคล้องกับหุ้นคุณค่าเข้ามาในพอร์ตโฟลิโอ เช่น การเลือกจากเกณฑ์ ราคาต่อกำไร ราคาต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ หรืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน นักวิจัยบางกลุ่มจึงเกิดความสนใจผลของการลงทุนดังกล่าวนี้ด้วย เช่น Basu (1977) เป็นนักวิจัยยุคแรกที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ราคาต่อกำไร (P/E) ของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนเมื่อเทียบกับราคาต่อกำไรของทั้งตลาดในภาพรวม และได้ผลว่า การลงทุนในหลักทรัพย์ที่มี P/E ต่ำนั้น มีผลลัพธ์การลงทุนดีกว่าตลาด ไม่ว่าหลักทรัพย์นั้นจะมีขนาด (Market Capitalization) สูงหรือต่ำ Fama และ French (1992) และ Lakonishok Shleifer และ Vishny (1994) ศึกษาผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอของหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามราคาบัญชี (P/BV) ต่ำ เทียบกับพอร์ตโฟลิโอของหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามราคาบัญชีสูง ผลการศึกษาพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นที่มี P/BV ต่ำมีผลตอบแทนที่ดีกว่า Mun Kait และ Ong (2008) พบว่าอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอของหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) ต่ำ และ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ต่ำ ซึ่งเรียกว่าเป็นกลุ่มหุ้นคุณค่า เปรียบเทียบกับพอร์ตโฟลิโอของหลักทรัพย์ที่มี อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) สูง และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) สูง ซึ่งเรียกว่ากลุ่มหุ้นเติบโตก็ได้พบว่าอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ประกอบด้วยหุ้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า

Penman (1996) และ Penman และ Reggiani (2013) ได้ทดสอบผลของอัตราส่วน E/P และ B/P ซึ่งเป็นส่วนกลับของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ที่มีต่อผลตอบแทนของหุ้นและพบว่าตัวแปรทั้งสองมีผลต่อผลตอบแทนของหุ้น Penman (1996) และ Penman และ Reggiani (2013) อธิบายว่าตัวแปรทั้งสองมีอิทธิพลร่วมกันในการอธิบายความเสี่ยงของหลักทรัพย์ได้

การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์ไทย

งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ศึกษาในประเด็นหุ้นคุณค่าที่ตีพิมพ์มีกมาจากการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ใหญ่ เช่นในประเทศอเมริกา ญี่ปุ่น ยุโรป เป็นต้น งานการศึกษาในประเทศไทยยังมีน้อยมาก งานวิจัยที่สำคัญในตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นการศึกษาของ ธวัชวิสัย วิพุทธิกุล (2553) ศุภวัฒน์ คำเสาร์ (2554) และ อภิญา บุษราตระกูล (2554) สำหรับงานวิจัยของ ธวัชวิสัย วิพุทธิ-กุล (2555) ได้จัดกลุ่มการลงทุนหรือจัดพอร์ตโฟลิโอโดยแบ่งตามขนาดของหุ้น P/E และ P/BV เมื่อจัดพอร์ตโฟลิโอได้แล้ววัดผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ และได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับงานวิจัยในตลาดที่เจริญแล้วคือ พอร์ตโฟลิโอหุ้นขนาดเล็กมีผลตอบแทนดีกว่าพอร์ทโฟลิโอหุ้นขนาดใหญ่ และพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มี P/E ต่ำ (หุ้นคุณค่า) ให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นกลุ่มที่มีค่า P/E สูง เมื่อใช้ค่า P/BV จำแนกผลตอบแทนก็ได้ผลในลักษณะเดียวกัน ศุภวัฒน์ คำเสาร์ (2554) ได้ทำการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์โดยได้เลือกใช้วิธีการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามวิธีการเดียวกับที่ใช้ในงานวิจัยของ Fama และ French (1992) ซึ่งใช้ปัจจัยทางด้านขนาดของกิจการเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่ม พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดที่สุดคือ กลุ่มหลักทรัพย์เติบโตที่ประกอบไปด้วยกิจการขนาดเล็ก

งานวิจัยของ อภิญา บุษราตระกูล (2554) เป็นการศึกษาผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอหุ้นคุณค่า และหุ้นเติบโต เป็นระยะเวลา 12 ปี ก็ได้พบว่าหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้นเติบโตในประเทศไทย อลิษา มกราพันธุ์ (2554) ศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นคุณค่านั้นสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นเติบโต

ข้อสรุปที่พบได้สำหรับตลาดหลักทรัพย์ไทยคือ ผลการวิจัยมีความแตกต่างกันอยู่บ้าง แต่โดยส่วนใหญ่พบว่า การลงทุนในกลุ่มหุ้นคุณค่ามีผลการลงทุนดีกว่าหุ้นกลุ่มอื่นและพบว่า กลุ่มหุ้นขนาดเล็กเป็นหุ้นที่มีผลตอบแทนสูง อย่างไรก็ตามผลการวิจัยที่สนับสนุนการลงทุนในหุ้นคุณค่านั้นยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่าผลตอบแทนที่เหนือกว่าของหุ้นคุณค่านั้นเปลี่ยนไปหรือไม่ในสถานการณ์ลงทุนที่แตกต่างกัน ซึ่งถ้าหากพบว่าการลงทุนในหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าหุ้นกลุ่มอื่นในทุกช่วงเวลาการศึกษา และทุกสถานการณ์ได้แล้ว ผลวิจัยก็น่าจะยืนยันได้ถึงประสิทธิภาพการลงทุนของหุ้นคุณค่าได้ ในทางตรงข้ามหากพบผลการวิจัยบางช่วงเวลาแสดงให้เห็นว่ากลุ่มหุ้นคุณค่าไม่ได้แตกต่างจากหุ้นกลุ่มอื่นย่อมแสดงให้เห็นว่าผลที่พบเกี่ยวกับประสิทธิภาพการลงทุนของหุ้นคุณค่านั้นไม่มีความแน่นอน ขึ้นอยู่กับลักษณะของข้อมูล ช่วงเวลาและสถานการณ์การลงทุนที่แตกต่างกัน การลงทุนในหุ้นคุณค่าจะยังคงได้ผลการลงทุนที่ดีกว่าหุ้นกลุ่มอื่นอยู่หรือไม่ ซึ่งคำถามนี้เป็นประเด็นหลักสำหรับการวิจัยนี้

การประเมินประสิทธิภาพ

การวัดผลหรือประสิทธิภาพของการลงทุนขึ้นอยู่กับความสามารถที่จะคำนวณว่าตามปกติแล้วผลตอบแทนของหุ้นหรือกลุ่มหุ้นควรเป็นเท่าใด เรียกผลตอบแทนที่ควรได้รับนี้ว่าเป็นผลตอบแทนทางทฤษฎี ซึ่งผลตอบแทนการลงทุนตามทฤษฎีจะถือเป็นมาตรฐานของผลตอบแทนที่ควรได้รับ ดังนั้นประสิทธิภาพการลงทุนจึงประเมินได้จากผลต่างจากผลตอบแทนตามทฤษฎี ประเด็นจึงอยู่ที่ว่าแล้วเราจะประเมินผลตอบแทนตามทฤษฎีได้อย่างไร ผลตอบแทนตามทฤษฎีมีจุดเริ่มต้นจากแนวคิดของ Sharpe (1964) Lintner (1965) และ Mossin (1966) ได้นำทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz (1952) มาประยุกต์เป็นทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือแบบจำลองการประเมินสินทรัพย์ส่วนทุน (Capital Asset Pricing Model) หรือที่รู้จักกันในชื่อของ ทฤษฎี CAPM ทฤษฎีนี้เป็นที่ยอมรับและถูกนำไปใช้อย่างกว้างขวางในด้านธุรกิจการเงิน เพื่ออธิบายอัตราผลตอบแทนที่ควรได้รับ การประเมินประสิทธิภาพการลงทุนโดยทั่วไปมักใช้ผลการลงทุนที่แตกต่างจากผลตอบแทนจากการคำนวณตามทฤษฎี CAPM มาใช้เพื่อเป็นมาตรฐานผลตอบแทน เช่น หากผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์หรือพอร์ตโฟลิโอสูงกว่าผลตอบแทนตามทฤษฎี CAPM แสดงว่าพอร์ตโฟลิโอมีประสิทธิภาพดี หรือเหนือกว่ามาตรฐานที่ควรได้รับ ประสิทธิภาพการลงทุนจึงเป็นค่าที่เกิดจากความแตกต่างของผลตอบแทนจริงกับผลตอบแทนที่ควรได้รับ Jensen (1967) เป็นผู้เริ่มใช้แนวคิดดังกล่าวเพื่อประเมินประสิทธิภาพการลงทุนโดยเรียกค่าที่แสดงถึงความแตกต่างของผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอกับผลตอบแทนตามทฤษฎีว่าค่าอัลฟา (Alpha) ค่าอัลฟาได้กลายเป็นเครื่องมือวัดผลการลงทุนที่ใช้จนถึงทุกวันนี้ สมการ CAPM และค่าอัลฟาแสดงได้ในสมการที่ 1 ดังนี้

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (1)$$

- โดย
- $R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ณ เวลา t
 - $R_{f,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk Free Rate) ณ เวลา t
 - $R_{m,t}$ = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Market Rate of Return)
 - α_i = อัลฟาจากสมการถดถอยซึ่งใช้แสดงผลของการลงทุนที่ต่างไปจากทฤษฎี
 - β_i = ค่าสัมประสิทธิ์ที่สะท้อนของปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดทุน

สมการที่ 1 สามารถนำมาประเมินผลการลงทุนได้โดยใช้ค่าอัลฟา ซึ่งหากค่าอัลฟาที่คำนวณได้มีค่าเป็นบวกจะแสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์มีผลการลงทุนเหนือกว่าที่ควรได้ตามทฤษฎี CAPM ค่าอัลฟายังถูกใช้เพื่อประเมินประสิทธิภาพเปรียบเทียบการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอต่างๆ ได้ด้วย อย่างไรก็ตามสมการ CAPM ของ Sharpe (1964) Lintner (1965) และ Mossin (1966) นั้นมักถูกโต้แย้งถึงประเด็นของปัจจัยความเสี่ยงซึ่งมีที่มาจากตลาดเพียงปัจจัยเดียว (Single Risk Model)

จึงได้มีการพัฒนาตัวแบบนี้ให้ครอบคลุมความเสี่ยงมากขึ้น Fama และ French (1993) ค้นพบว่า นอกเหนือจากปัจจัยความเสี่ยงจากตลาดของ CAPM แล้วยังมีอีก 2 ปัจจัยคือ ปัจจัยความเสี่ยงที่มาจากขนาดของกิจการ (Size Risk Premium) และปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่า (Value Risk Premium) ที่เป็นความเสี่ยงซึ่งควรได้รับผลตอบแทนชดเชย ตัวแบบของ Fama-French จึงพัฒนาให้ครอบคลุมความเสี่ยงทั้งสามนี้เรียกว่า แบบจำลองสามปัจจัยของฟามา เฟรนช์ (Fama-French Three Factors Model)

ทฤษฎีการประเมินสินทรัพย์ทุนที่ถูกนำเสนอขึ้นมาล่าสุด คือแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย ซึ่ง Carhart (1997) ประยุกต์มาจากแบบจำลองสามปัจจัยโดยเพิ่มปัจจัยผลกระทบแรงเหวี่ยง (Momentum Effect) ที่ได้จากการค้นพบของ Jegadeesh และ Titman (1993) กลายเป็นตัวแบบการประเมินราคาสี่ปัจจัย (Four-factor Pricing Model)² ตัวแบบการประเมินอัตราความเสี่ยงและผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังโดยวิเคราะห์ตามรูปแบบของสมการถดถอย และพิจารณาสัมประสิทธิ์ของตัวแปร 4 ด้าน คือ อัตราผลตอบแทนในรูปแบบจำลองของ CAPM ปัจจัยขนาดของกิจการ ปัจจัยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และปัจจัยแรงเหวี่ยงของผลตอบแทนในอดีต ตัวแบบสี่ปัจจัยเขียนได้ดังนี้

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + w_i(WML_t) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

- กำหนดให้
- $R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ณ เวลา t
 - $R_{f,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk Free Rate) ณ เวลา t
 - $R_{m,t}$ = อัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (Market Rate of Return)
 - SMB_t = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่
 - HML_t = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงลบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ
 - WML_t = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าในอดีตสูงลบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าในอดีตต่ำ
 - α_i = อัลฟาจากสมการทดสอบสมการถดถอย
 - β_i, s_i, h_i, w_i = ค่าสัมประสิทธิ์ของการทดสอบสมการถดถอย
 - $\varepsilon_{i,t}$ = ค่าความคลาดเคลื่อน (Residual Term) ของหลักทรัพย์ ณ เวลา t

² ในบางบทความจะใช้ชื่อว่า ตัวแบบการลงทุนสี่ปัจจัยของ คาสฮาร์ด (Cahart's Four Factors Model)

สมการที่ (2) อธิบายได้ว่าผลตอบแทนที่ควรได้รับ ควรที่จะชดเชยความเสี่ยงสำคัญสี่ด้าน คือความเสี่ยงที่มาจากตลาด ความเสี่ยงจากขนาด ความเสี่ยงจากคุณค่า และความเสี่ยงจากแรงเหวี่ยงของหลักทรัพย์ ประสิทธิภาพการลงทุนที่อาศัยตัวแบบการลงทุนที่ปัจจัยจึงนับเป็นวิธีการที่เหมาะสมที่สุดในการประเมินมูลค่าการลงทุนในปัจจุบัน

3. ข้อมูลและวิธีการศึกษา

ข้อมูลและวิธีการรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้างนี้ใช้หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยศึกษาข้อมูลผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์เป็นรายเดือน และใช้ตัวเลขทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ใช้ระยะเวลาในการศึกษาตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2555 เป็นจำนวนทั้งหมด 60 เดือน

การศึกษาค้างนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลตัวเลขทางการเงินจากฐาน DATASTREAM จากศูนย์ข้อมูล SET IC คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ และฐานข้อมูลออนไลน์ของธนาคารแห่งประเทศไทยที่เว็บไซต์ <http://www.bot.or.th> และใช้ข้อมูลที่ทำการศึกษาเป็นรายเดือนตั้งแต่ เดือนมกราคม พ.ศ. 2551 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2555 ซึ่งประกอบไปด้วย

1. ราคาปิดย้อนหลังของหุ้นสามัญรายเดือนทุกตัว ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ราคาหุ้น ณ วันสุดท้ายของเดือน และเป็นราคาที่ปรับการจ่ายเงินปันผล รวมถึงปรับการแตกหุ้นแล้ว (Adjusted Price)
2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) รายเดือน
3. อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV Ratio) อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market Value of Equity Ratio)
4. มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ในแต่ละกลุ่มหมวดอุตสาหกรรม
5. อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์รายเดือน ณ วันสิ้นเดือนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 5 ธนาคาร ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) และธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

การคัดเลือกหุ้นคุณค่าและการสร้างพอร์ตโฟลิโอกลุ่มหุ้นคุณค่า

งานวิจัยนี้จะใช้อัตราส่วนทางการเงินและตัวเลขทางการเงินเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ โดยใช้มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงในแต่ละหมวดอุตสาหกรรมเป็นเกณฑ์ เพื่อให้มีการกระจายความเสี่ยงทั่วตลาดหลักทรัพย์ และอีกกลุ่มหนึ่งคือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่คัดเลือกตามแนวคิดของ Benjamin Graham ซึ่งจะคัดเลือกหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์โดยมีเกณฑ์ในการคัดเลือกได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) น้อยกว่า 15 เท่า และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV Ratio) น้อยกว่า 1.5 เท่า และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) ที่เหมาะสมในการลงทุนควรมีตั้งแต่ 5% ขึ้นไปทั้งนี้อัตราส่วนทางการเงินที่ได้กล่าวมาเป็นตัวเลขทางการเงินที่นักลงทุนให้ความสนใจ และใช้ประกอบการตัดสินใจก่อนที่จะทำการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

ส่วนการคัดเลือกหุ้นแบบสุ่มนั้น ดำเนินการโดยการสุ่มเลือกจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งให้น้ำหนักการลงทุนเท่ากันและไม่ได้พิจารณาถึงความสามารถใดๆ ของกิจการ ดังนั้นพอร์ตโฟลิโอของหุ้นกลุ่มนี้จึงเป็นตัวแทนของการลงทุนอย่างง่าย

ขั้นตอนการศึกษา

การศึกษานี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ในการคัดเลือกหลักทรัพย์และเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละกลุ่ม มีขั้นตอนการดำเนินงาน 3 ขั้นตอนหลักดังนี้

1. สร้างกลุ่มหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิของแต่ละหลักทรัพย์ด้วยวิธีถ่วงน้ำหนักแบบเท่ากัน ซึ่งเป็นวิธีการถ่วงน้ำหนักที่สามารถทำให้กลุ่มหลักทรัพย์มีผลตอบแทนที่สูงกว่าวิธีการถ่วงน้ำหนักตามมูลค่า (Plyakha, Uppal, and Vilkov, 2014) และนำมาวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน กลุ่มหลักทรัพย์ตามกลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก ซึ่งการใช้ข้อมูลในการจัดกลุ่มนั้น จะนำข้อมูลในปีที่ $t - 1$ เป็นเกณฑ์ในการจัดกลุ่มของปีที่ t และปรับกลุ่มหลักทรัพย์ (Rebalance) ทุกสิ้นเดือนมิถุนายนตามแนวทางเดียวกันกับ Fama และ French (1993) ดังนั้นจึงมีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตั้งแต่ ต้นเดือนมกราคม พ.ศ. 2551 ถึง ปลายเดือนธันวาคม พ.ศ. 2555 และการคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษามีวิธีการดังนี้

- 1) การคัดเลือกกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock Portfolio) คัดเลือกหลักทรัพย์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นไม่เกิน 15 เท่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีไม่เกิน 1.5 เท่า และอัตราการจ่ายเงินปันผล มากกว่า 5% ขึ้นไป ตัวเลขดังกล่าวเป็นเกณฑ์ที่มาจากคำแนะนำของ Benjamin Graham (Graham, 2009) ซึ่งถือเป็นเกณฑ์เดิมที่ได้มีการแนะนำไว้ ถึงแม้ผู้ลงทุนและนักวิจัยต่อมาได้มีการปรับปรุงเกณฑ์นี้ไปบ้างเพื่อให้เกิดความเหมาะสมในการลงทุน งานวิจัยนี้จะยังคงใช้เกณฑ์เดิมในการคัดเลือกหุ้นคุณค่าเพราะถือเป็นเกณฑ์ที่ถูกนำเสนอ

ในทางปฏิบัติมานาน นอกจากนั้นแล้ว การพบความแตกต่างของผลการลงทุนที่ต่างกันในกรณีที่ใช้เกณฑ์ต่างๆ กัน ก็น่าที่จะช่วยยืนยันได้ว่าประสิทธิภาพของหุ้นคุณค่านั้นขึ้นอยู่กับเกณฑ์การคัดเลือกหรือไม่ จากนั้นจะใช้โปรแกรมทางสถิติในการคัดกรอง ซึ่งหลักทรัพย์ที่ถูกนำมาจัดกลุ่มนั้นจะต้องผ่านเงื่อนไข ทั้ง 3 อัตราส่วน และในกรณีที่หลักทรัพย์นั้นมีจำนวนข้อมูลใดข้อมูลหนึ่งไม่ครบ จะไม่ถูกนำมาจัดกลุ่มหลักทรัพย์ เกณฑ์การคัดเลือกนี้ได้พัฒนาจาก ที่มาของเกณฑ์การลงทุนดังกล่าวได้ปรับจากแนวทางการลงทุนของหุ้นคุณค่าตามหลักของ Benjamin Graham

2) การคัดเลือกกลุ่มเติบโตซึ่งถือว่าเป็นกลุ่มที่มีอัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้อง (P/E และ P/BV) ตรงข้ามกับกลุ่มหุ้นเติบโต กล่าวคือ มีค่า P/E มากกว่า 15 และ P/BV มากกว่า 1.5

3) การคัดเลือกหลักทรัพย์สุ่มเลือก (Random Portfolio) จะใช้วิธีสุ่มตัวอย่างแบบง่าย (Simple Random Sampling) เนื่องจากต้องการให้กลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกนี้เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ถูกเลือกโดยนักลงทุนที่ไม่มีพื้นฐานความรู้ใดๆ โดยจะใช้โปรแกรมทางสถิติสุ่มตัวเลขให้แก่หลักทรัพย์ทุกตัว และกำหนดช่วงตัวเลขที่ต้องการโดยใช้จำนวนหลักทรัพย์ที่อ้างอิงจากกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งหลักทรัพย์ที่มีตัวเลขที่อยู่ในช่วงที่กำหนดไว้ จะถูกนำมาสร้างเป็นกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก ทำให้มีจำนวนหลักทรัพย์เท่ากับกับกลุ่มหลักทรัพย์ตามหุ้นคุณค่า

4) จัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย โดยใช้หลักทรัพย์ทุกตัวในการแบ่งกลุ่มเพื่อสร้างกลุ่มหลักทรัพย์และคำนวณผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่เรียกชื่อว่า SMB, HML และ WML โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นสามารถแบ่งออกเป็น 10 กลุ่ม ได้ดังนี้ กลุ่มหลักทรัพย์ B/H, B/M, B/L, S/H, S/M, S/L, B/W, B/Lo, S/W และ S/Lo ซึ่งจะนำค่าอัตราผลตอบแทนของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้มาหาตัวแปร Small minus Big (SMB), High minus Low (HML) และ Winner minus Loser (WML) ตามสมการดังนี้

$$\begin{aligned} \text{SMB} &= \text{Average Return of Small Size Minus Big Size} \\ &= 1/3 (S/H + S/M + S/L) - 1/3 (B/H + B/M + B/L) \end{aligned}$$

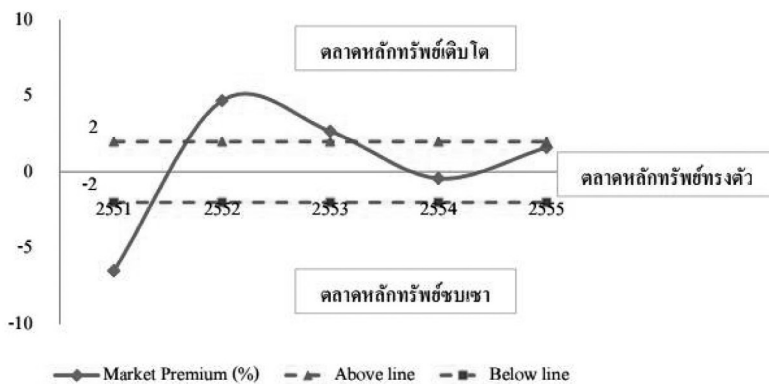
$$\begin{aligned} \text{HML} &= \text{Average Return of High BM Ratio Stock Minus Low BM Ratio Stock} \\ &= 1/2 (S/H + B/H) - 1/2 (S/L + B/L) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{WML} &= \text{Average Returns of Winner Stock minus Loser Stock} \\ &= 1/2 (S/W + B/W) - 1/2 (S/Lo + B/Lo) \end{aligned}$$

2. ประเมินประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยกับกลุ่มหลักทรัพย์หุ้นคุณค่า กลุ่มหลักทรัพย์เติบโต และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก โดยวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multiple Regression) เพื่อหาค่าคงที่อัลฟา α_i และค่าสัมประสิทธิ์ β_i, s_i, h_i, w_i ของแต่ละ

กลุ่มหลักทรัพย์ และทดสอบว่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่โดยใช้ t-test แต่อย่างไรก็ตามการประมาณด้วย OLS นั้นอาจทำให้ค่า Standard Error มีความคลาดเคลื่อนเนื่องจากปัญหา Serialcor-Relation และ Heteroskedasticity ซึ่งจะส่งผลให้ค่า t-stat ที่ได้จากการประมาณด้วย OLS มีค่าสูงเกินความเป็นจริง ดังนั้นจึงใช้ Newey-West Standard Error Correction (Newey and West, 1987) ในการวิเคราะห์

2. เปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า กลุ่มหลักทรัพย์เติบโต และกลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือก ในสถานการณ์ลงทุนสามประเภทคือ ช่วงตลาดเติบโต ช่วงตลาดซบเซาและช่วงตลาดทรงตัว การแบ่งช่วงตลาดดังกล่าวนี้แนวคิดมาจากวิธีการวิเคราะห์ Market Timing ซึ่ง Henriksson และ Merton (1981) แบ่งจังหวะเวลาของตลาดเติบโต (Bull) และตลาดซบเซา (Bear) โดยพิจารณาจากความแตกต่างของผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์กับอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง สำหรับงานวิจัยนี้จะใช้เกณฑ์ความแตกต่างที่ 2% เพราะเป็นเกณฑ์ที่สอดคล้องกับสภาวะของตลาด ตามเกณฑ์นี้หากภาวะเศรษฐกิจมีความเติบโตสูง ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์จะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง 2% หากผลต่างนี้อยู่ในช่วง -2% ถึง 2% เรียกว่าเป็นตลาดทรงตัว และหากเกิน 2% เรียกว่าเป็นสภาวะตลาดหลักทรัพย์เติบโต และหากน้อยกว่า -2% จะเรียกว่าเป็นภาวะตลาดซบเซา การแบ่งตลาดออกตามสภาวะการณีนี้นี้เป็นไปเพื่อการยืนยันถึงประสิทธิภาพของหุ้นคุณค่าที่อาจต่างกันเนื่องจากเกณฑ์ในการคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ตาม Magic Number ของ Benjamin Grayham เป็นค่าคงที่ และไม่ได้ปรับตามสภาวะตลาดในแต่ละช่วง จึงอาจให้ผลการศึกษาของแต่ละสภาวะตลาดต่างกัน ตามรูปที่ 1



รูปที่ 1 การแบ่งสถานการณ์ภาวะเศรษฐกิจเป็นช่วงต่างๆ

4. ผลการศึกษา

การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้น

จากการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ขึ้นมาทั้ง 3 กลุ่ม แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาได้ดังตารางที่ 1 ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติของข้อมูลกลุ่มหลักทรัพย์

ส่วนที่ 1 แสดงอัตราส่วน P/E

กลุ่มหลักทรัพย์	กลุ่มตัวอย่าง	N	Mean	S.D	Max	Min
กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า (1)	Subsample1 (2551)	73	9.15	2.44	14.71	5.09
	Subsample2 (2552)	182	5.7	3.01	14.31	0.33
	Subsample3 (2553)	75	9.01	2.77	14.90	4.22
	Subsample4 (2554)	58	8.36	2.46	14.82	4.59
	Subsample5 (2555)	93	8.19	2.54	14.94	2.76
กลุ่มหลักทรัพย์เติบโต (2)	Subsample1 (2551)	53	30.59	34.35	205.89	15.15
	Subsample2 (2552)	11	45.31	44.34	158.08	17.6
	Subsample3 (2553)	42	72.56	219.52	1427.95	15.18
	Subsample4 (2554)	62	34.96	41.48	242.07	15.33
	Subsample5 (2555)	47	52.38	146.33	1039.45	15.37

ส่วนที่ 2 แสดงอัตราส่วน P/BV

กลุ่มหลักทรัพย์	กลุ่มตัวอย่าง	N	Mean	S.D	Max	Min
กลุ่มหลักทรัพย์ คุณค่า (1)	Subsample1 (2551)	73	0.93	0.31	1.50	0.39
	Subsample2 (2552)	182	0.71	0.34	1.50	0.15
	Subsample3 (2553)	75	0.90	0.29	1.44	0.43
	Subsample4 (2554)	58	0.98	0.30	1.50	0.47
	Subsample5 (2555)	93	0.95	0.29	1.49	0.42

รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์ และเกรียงไกร ก้อนคำ / ผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มหลักทรัพย์	กลุ่มตัวอย่าง	N	Mean	S.D	Max	Min
กลุ่มหลักทรัพย์ เติบโต (2)	Subsample1 (2551)	53	3.51	1.67	9.61	1.54
	Subsample2 (2552)	11	3.56	1.24	5.60	1.67
	Subsample3 (2553)	42	3.06	1.49	7.62	1.51
	Subsample4 (2554)	62	3.94	2.27	10.34	1.59
	Subsample5 (2555)	47	5.46	4.68	29.73	1.53

ส่วนที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทน

กลุ่มหลักทรัพย์	กลุ่มตัวอย่าง	N	Mean	S.D	Max	Min
กลุ่มหลักทรัพย์ คุณค่า (1)	Full Sample	60	0.0258	0.0842	0.2944	-0.2543
	Subsample1 (2551)	12	-0.0366	0.0850	0.0621	-0.2543
	Subsample2 (2552)	12	0.0764	0.0786	0.1844	-0.0336
	Subsample3 (2553)	12	0.0427	0.0603	0.1765	-0.0188
	Subsample4 (2554)	12	0.0252	0.1072	0.2944	-0.1797
	Subsample5 (2555)	12	0.0215	0.0464	0.1036	-0.0859
กลุ่มหลักทรัพย์ เติบโต (2)	Full Sample	60	0.0081	0.0642	0.1370	-0.2577
	Subsample1 (2551)	12	-0.0358	0.0908	0.0807	-0.2577
	Subsample2 (2552)	12	0.0330	0.0676	0.1370	-0.0518
	Subsample3 (2553)	12	0.0181	0.0408	0.0665	-0.0514
	Subsample4 (2554)	12	-0.0025	0.0581	0.0683	-0.1462
	Subsample5 (2555)	12	0.0277	0.0287	0.0610	-0.0421
กลุ่มหลักทรัพย์ สุ่มเลือก (3)	Full Sample	60	0.0109	0.0694	0.1442	-0.2496
	Subsample1 (2551)	12	-0.0531	0.0779	0.0533	-0.2496
	Subsample2 (2552)	12	0.0480	0.0698	0.1442	-0.0702
	Subsample3 (2553)	12	0.0299	0.0460	0.1390	-0.0158
	Subsample4 (2554)	12	0.0056	0.0730	0.0864	-0.1797
	Subsample5 (2555)	12	0.0238	0.0300	0.0714	-0.0443

ตารางที่ 1 ส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2³ แสดงให้เห็นค่า P/E และ P/BV ของกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโตโดยพบว่าค่าเฉลี่ยของค่า P/E กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในช่วงปี พ.ศ. 2552 มีค่าต่ำกว่ากลุ่มตัวอย่างในปีอื่นๆ เท่ากับ 5.7 เท่า อีกทั้งยังมีจำนวนของหุ้นในกลุ่มหลักทรัพย์มากที่สุดถึง 182 หุ้น และพบว่าค่าเฉลี่ยของค่า P/BV กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในช่วงปี พ.ศ. 2552 มีค่าต่ำกว่ากลุ่มตัวอย่างในปีอื่นๆ เท่ากับ 0.71 เท่า เนื่องจากการคำนวณค่า P/E และ P/BV ใช้ค่ากำไรสุทธิต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของปีก่อนหน้าซึ่งปี พ.ศ. 2551 เป็นปีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ในช่วงขาขึ้นดังนั้นการคำนวณค่า P/E และ P/BV ในปี พ.ศ. 2552 จึงต่ำกว่าปีอื่นๆ

ตารางที่ 1 ส่วนที่ 3 แสดงให้เห็นว่า โดยภาพรวมแล้วค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนกลุ่มหุ้นคุณค่าสูงกว่าผลตอบแทนหุ้นเติบโต ประมาณ 3 เท่า และสูงกว่าผลตอบแทนหุ้นที่เลือกสุ่มขึ้นประมาณ 2.3 เท่า โดยผลตอบแทนกลุ่มหุ้นคุณค่าของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (Full Sample) มีค่าเท่ากับ 0.0258 และผลตอบแทนกลุ่มหุ้นเติบโตมีค่า 0.0081 ส่วนผลตอบแทนกลุ่มหุ้นเสี่ยงมีค่าเท่ากับ 0.0109 ข้อมูลรวมทุกปียังแสดงให้เห็นว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหุ้นคุณค่ามีค่าสูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโตและกลุ่มหุ้นสุ่มด้วย

เมื่อพิจารณาข้อมูลที่ได้แบ่งตามช่วงเวลา (Sub-Period) พบว่า ช่วงเวลาย่อยที่สองเป็นช่วงที่ทุกกลุ่มมีผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดและช่วงเวลาย่อยที่ 1 เป็นช่วงเวลาที่ทุกกลุ่มมีผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำสุด เมื่อพิจารณาในช่วงเวลาย่อยเดียวกันเทียบกับในแต่ละกลุ่มพบว่า กลุ่มหุ้นคุณค่าเป็นกลุ่มที่มีผลตอบแทนสูงในทุกช่วงเวลายกเว้นช่วงเวลาย่อยที่ 5 ซึ่งทุกกลุ่มมีผลตอบแทนใกล้เคียงกันอย่างไรก็ตามเพื่อให้ทราบถึงความแตกต่างของผลตอบแทนแต่ละกลุ่ม จึงได้ทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยด้วยค่าสถิติ t-test ซึ่งผลที่ได้แสดงในตารางที่ 2 ดังนี้

³ ไม่ได้แสดงค่าสถิติของ P/E และ P/BV กลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเลือกเนื่องจากการสุ่มเลือกบางหลักทรัพย์มีค่า P/E เป็น N/A เนื่องจาก กำไรสุทธิในปีก่อนหน้าติดลบจึงไม่สามารถแสดงค่า P/E ได้

ตารางที่ 2 ความแตกต่างของผลตอบแทนแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์

Sample	กลุ่มหลักทรัพย์ คุณค่า (1)	กลุ่มหลักทรัพย์ เติบโต (2)	กลุ่มหลักทรัพย์ ลุ่ม (3)	Diff(1-2)	Diff(1-3)	Diff(2-3)
Full Sample	0.0258	0.0081	0.0109	0.0177 (1.30)	0.0150 (1.06)	-0.00276 (-0.23)
Subsample1 (2551)	-0.0366	-0.0358	-0.0531	-0.00086 (-0.02)	0.0164 (0.49)	0.0173 (0.50)
Subsample2 (2552)	0.0764	0.0330	0.0480	0.0435 (1.45)	0.0284 (0.94)	-0.0151 (-0.54)
Subsample3 (2553)	0.0427	0.0181	0.0299	0.0246 (1.17)	0.0128 (0.5)	-0.0118 (-0.66)
Subsample4 (2554)	0.0252	-0.0025	0.0056	0.0276 (0.79)	0.0195 (0.52)	-0.00809 (-0.30)
Subsample5 (2555)	0.0215	0.0277	0.0238	-0.0062 (-0.39)	0.0128 (0.58)	0.00389 (0.32)

หมายเหตุ ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics

ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนแต่ละกลุ่มและแต่ละช่วงเวลาชี้ให้เห็นว่า ผลตอบแทนที่ต่างกันในแต่ละกลุ่มซึ่งแสดงในตารางที่ 1 นั้นไม่ได้มีนัยสำคัญ หรือกล่าวได้ว่ากลุ่มหุ้นคุณค่า กลุ่มหุ้นเติบโต นั้นไม่มีผลตอบแทนที่ต่างจากผลตอบแทนลุ่มไม่ว่าจะเป็นช่วงเวลารวมทั้งหมดหรือในช่วงเวลาย่อยทั้ง 5 ปี

กลุ่มหลักทรัพย์ตามแบบจำลองราคาสีปัจจัย

การวิจัยนี้ได้ทดสอบต่อไปถึงผลตอบแทนส่วนเกินที่ได้รับของแต่ละกลุ่มโดยผลตอบแทนส่วนเกินที่วัดได้นี้เทียบจากผลตอบแทนปกติจากแบบจำลองสี่ปัจจัย ตารางที่ 3 แสดงค่าส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ของปัจจัยความเสี่ยงทั้ง 4 ปัจจัย ได้แก่ปัจจัยความเสี่ยงจากตลาด (Rm-Rf) ปัจจัยความเสี่ยงจากขนาด (SMB) ปัจจัยความเสี่ยงจากคุณค่า (HML) และปัจจัยความเสี่ยงจากแรงเหวี่ยง (WML)

ตารางที่ 3 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาส่วนชดเชยความเสี่ยงปัจจัยต่างๆ

ส่วนชดเชยความเสี่ยง	Rm-Rf	SMB	HML	WML
Full Sample	0.0044	0.0088	0.0132	-0.0121
S.D	0.0779	0.0275	0.0322	0.0483
Max	0.1746	0.0854	0.1307	0.0879
Min	-0.2519	-0.0632	-0.0581	-0.1762
Subsample1 (2551)	-0.0649	0.0242	0.0150	-0.0067
Subsample2 (2552)	0.0486	-0.0051	0.0297	-0.0585
Subsample3 (2553)	0.0267	-0.0004	0.0226	0.0097
Subsample4 (2554)	-0.0043	0.0111	0.0032	-0.0108
Subsample5 (2555)	0.0160	0.0144	-0.0042	0.0060

ตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่า ความเสี่ยงที่ได้รับผลตอบแทนชดเชยคือ ความเสี่ยงจากตลาด ความเสี่ยงจากขนาด ความเสี่ยงจากคุณค่า ส่วนแรงเหวี่ยงของราคาหลักทรัพย์นั้นกลับมีส่วนชดเชยความเสี่ยงเป็นลบซึ่งหมายความว่า หุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้มีความเสี่ยงจากแรงเหวี่ยงแต่กลับเป็นความเสี่ยงจากหุ้นที่เคยตกต่ำในอดีตที่กลับมาให้ผลตอบแทนสูงขึ้นหรือเรียกว่า การตอบสนองเกินจริง หรือ Overreaction of Stock (DeBondt and Thaler, 1987)

ตารางที่ 3 ยังได้แสดงต่ออีกว่าปัจจัยความเสี่ยงที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนสูงสุดคือ ความเสี่ยงจากขนาดหรืออธิบายได้ว่าหุ้นขนาดเล็กนั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่ ดังนั้นผลตอบแทนที่ได้รับควรชดเชยความเสี่ยงคือ การลงทุนในหุ้นที่มีขนาดเล็ก คำว่าขนาดเล็กในความหมายของการวิจัยนี้หมายถึงหุ้นที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำกว่าเปอร์เซนไทล์ที่ 33.33 (Fama and French, 1992)

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบผลตอบแทนเมื่อได้ปรับความเสี่ยงทั้งสี่ประเภทตามแบบจำลองสี่ปัจจัย ค่าอัลฟาที่ได้จึงเป็นค่าที่แสดงผลตอบแทนที่เกินจากผลตอบแทนที่ควรได้รับตามแบบจำลอง การทดสอบในตารางที่ 4 ทำให้เห็นว่า กลุ่มหลักทรัพย์สุ่มเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำสุด แต่อย่างไรก็ตามพบว่า ผลตอบแทนส่วนเกินของแต่ละกลุ่มนั้นไม่ได้ต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ความแตกต่างของผลตอบแทนส่วนเกินที่ได้จากการทดสอบจึงไม่ได้แตกต่างกันในเชิงสถิติ กล่าวได้ว่าเมื่อคำนึงถึงความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องแล้ว กลุ่มหุ้นทั้งสามประเภทคือ กลุ่มหุ้นคุณค่า กลุ่มหุ้นเติบโตและกลุ่มหุ้นสุ่มมีประสิทธิภาพที่ไม่แตกต่างกัน

ตารางที่ 4 ประสิทธิภาพการลงทุนของกลุ่มหุ้นตามแบบจำลองความเสี่ยงสี่ปัจจัย

Portfolio	Four-Factors Pricing Model						Adjust R ²	N
	α	β	s	h	w			
กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า (1)	0.00120 (0.166)	0.64586** (3.403)	*0.71995 (1.454)	0.91916*** (5.597)	-0.26778* (-1.897)	0.5060	60	
กลุ่มหลักทรัพย์เติบโต (2)	0.00454 (0.600)	0.51762*** (3.423)	-0.10197 (-0.380)	0.0650 (0.514)	-0.10838 (-1.206)	0.4293	60	
กลุ่มหลักทรัพย์สุ่ม (3)	-0.00411 (-1.537)	0.91048*** (15.870)	0.63568*** (5.156)	0.30590*** (3.356)	-0.10597* (-1.848)	0.8949	60	

ผลการทดสอบตามตารางที่ 4 สะท้อนว่า เมื่อคำนึงถึงปัจจัยความเสี่ยงแล้ว ประสิทธิภาพการลงทุนที่วัดโดยผลตอบแทนส่วนเกิน (ค่า α) จากแบบจำลองสี่ปัจจัย ซึ่งปรับความคลาดเคลื่อนของ Standard Error ด้วยวิธี Newey-West Standard Error Correction พบว่าไม่ได้มีความแตกต่างกันในเชิงสถิติ การทดสอบต่อจากนี้เป็นการทดสอบเพื่อวัดว่าประสิทธิภาพการลงทุนของแต่ละกลุ่มนี้จะมีผลเป็นเช่นเดิมหรือไม่ เมื่อทดสอบในสถานการณ์การลงทุนสามแบบ คือ ช่วงตลาดหลักทรัพย์ชบเซา ตลาดหลักทรัพย์เติบโต และตลาดหลักทรัพย์ทรงตัว ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบดังกล่าว

ตารางที่ 5 ประสิทธิภาพการลงทุนของกลุ่มหลักทรัพย์ในสถานการณ์ต่างๆ

สถานการณ์	กลุ่มหลักทรัพย์	Four-Factors Pricing Model					
		α	β	s	h	w	N
ตลาดหลักทรัพย์ ชบเซา	คุณค่า	-0.07388*** (-4.241)	-0.15394 (-0.498)	1.24614* (1.892)	0.54581 (0.494)	1.65390 (1.038)	12
	เติบโต	-0.08047** (-3.042)	-0.07017 (-0.203)	1.82760** (2.457)	0.72185 (0.590)	2.22527 (1.198)	12
	สุ่ม	-0.01371 (-1.046)	0.95417*** (18.066)	0.73908 (1.544)	0.42016 (1.227)	0.23805 (0.632)	12
ตลาดหลักทรัพย์ เติบโต	คุณค่า	0.01052* (1.768)	0.67691*** (3.330)	0.87328* (1.820)	0.79990*** (4.435)	-0.20746 (-1.390)	24
	เติบโต	-0.00547 (-1.163)	0.77739*** (6.211)	0.18419 (0.676)	-0.00737 (-0.048)	-0.10054 (-1.127)	24
	สุ่ม	-0.00077 (-0.168)	0.64378*** (4.625)	0.3066 (1.103)	0.4702*** (3.944)	-0.16701 (-1.669)	24
ตลาดหลักทรัพย์ ทรงตัว	คุณค่า	0.00787 (0.918)	0.95544*** (9.600)	0.70273* (1.685)	1.59224*** (6.553)	-0.71385*** (-3.150)	24
	เติบโต	0.00972* (1.747)	0.62483*** (10.056)	-0.03568 (-0.239)	-0.03743 (-0.547)	0.14977** (2.098)	24
	สุ่ม	0.00299 (0.741)	0.84456*** (12.504)	0.53195*** (3.609)	0.46089** (2.620)	-0.08499 (-0.621)	24

ผลการทดสอบในสมการที่ 5 แสดงว่า มีเพียงหลักทรัพย์เติบโตเท่านั้นที่มีประสิทธิภาพสูงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% โดยพบว่า ค่าอัลฟาจากตัวแบบ 4 ปัจจัย มีค่าเท่ากับ 0.00972 ในช่วงของตลาดทรงตัวและค่า t-stat เท่ากับ 2.12 ซึ่งแสดงว่า ค่าอัลฟานั้นต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์สุ่มนั้น ไม่มีความแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ในสถานการณ์ของตลาดแบบเติบโตและตลาดตกต่ำนั้น ไม่พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์แบบใดจะมีประสิทธิภาพการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ

ผลการทดสอบสามารถสรุปได้ว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนั้นไม่ได้เกิดขึ้นทุกช่วงเวลา การมีประสิทธิภาพของบางกลุ่มหลักทรัพย์เกิดขึ้นในบางช่วงบางสถานการณ์เท่านั้น การยึดถือว่าหุ้นคุณค่าเป็นสิ่งที่เหมาะสมในการลงทุนทุกสถานการณ์จึงไม่ควรเป็นกลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสม นอกจากนั้นผลการทดสอบยังสื่อให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยเป็นหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ อย่างน้อยคือเป็นหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำตามความหมายของตลาดประสิทธิภาพ

5. สรุปผลการวิจัย

บทความนี้มุ่งที่จะทดสอบความมีประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์หรือพอร์ตโฟลิโอที่ได้รับความนิยมในการลงทุนมากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสองกลุ่มคือ กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มักมีความเชื่อว่าหุ้นคุณค่าหรือ Value Stock เป็นหุ้นที่มีผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นกลุ่มอื่นๆ

หุ้นคุณค่าที่ใช้ทดสอบในการวิจัยเป็นหุ้นคุณค่าตามนิยามของนักลงทุนในทางปฏิบัติซึ่งอธิบายความหมายว่าหุ้นคุณค่าเป็นหุ้นที่มีราคาต่ำเมื่อเทียบกับมูลค่า (มูลค่าที่สามารถใช้ เช่น กำไรต่อหุ้นหรือมูลค่าตามราคาบัญชี ฯลฯ) การวิจัยเก็บข้อมูลจากหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2551 – 2555 นำมาแบ่งกลุ่มโดยใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) น้อยกว่า 15 เท่า และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV Ratio) น้อยกว่า 1.5 เท่า และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) ที่เหมาะสมในการลงทุนควรมีตั้งแต่ 5% ขึ้นไปตามนิยามของ Fama และ French (1992) และ Graham (2009) อีกกลุ่มหนึ่งที่ได้จัดสร้างขึ้นในการวิจัยนี้คือกลุ่มหุ้นที่เลือกมาโดยการสุ่มอย่างง่ายเพื่อใช้เป็นบรรทัดฐานการประเมินของทั้งสองกลุ่ม

การประเมินประสิทธิภาพการลงทุนของทั้งสามกลุ่มทำโดยใช้วิธีการเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ควรได้รับตามตัวแบบผลตอบแทนสี่ปัจจัย ตัวแบบผลตอบแทนสี่ปัจจัยอธิบายว่าผลตอบแทนที่ควรได้รับนั้นอธิบายได้จากส่วนชดเชยความเสี่ยง 4 ประเภทคือ ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากตลาด จากขนาด จากคุณค่าและจากแรงเหวี่ยง

การทดสอบเปรียบเทียบการลงทุนของทั้งสามกลุ่มในสภาวะตลาดที่แตกต่างกันโดยใช้วิธีสมการถดถอยของ Newey-West Standard Error Correction ผลการประเมินประสิทธิภาพพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์เติบโตและกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่านั้นไม่ได้มีผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มหุ้นที่เลือกมาแบบสุ่มเมื่อได้แยกระยะเวลาการทดสอบเป็นระยะย่อย 3 ระยะ ตามภาวะตลาดคือ ระยะเติบโต ระยะถดถอย และระยะทรงตัว พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่ามีผลตอบแทนสูงกว่ากลุ่มอื่นอย่างมีนัยสำคัญที่ 10% ในช่วงเวลาที่ตลาดเติบโตเท่านั้นและพบต่อไปว่ากลุ่มหลักทรัพย์เติบโตเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในช่วงของตลาดทรงตัว

ข้อค้นพบดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าหุ้นคุณค่าที่นักลงทุนนิยมลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจมีประสิทธิภาพเหนือกว่าหุ้นกลุ่มอื่นบ้างแต่เป็นเฉพาะในบางสถานการณ์ของการลงทุนเท่านั้น (สถานการณ์ตลาดเติบโต) การลงทุนในหุ้นคุณค่าจึงไม่สามารถเป็นหุ้นที่มีประสิทธิภาพสูงกว่าหุ้นอื่นๆ หรืออาจกล่าวได้ว่าประสิทธิภาพของหุ้นคุณค่าที่พบนั้นเกิดขึ้นในบางสภาวะตลาดเท่านั้น ดังนั้นการลงทุนในหุ้นคุณค่าจึงต้องพิจารณาเงื่อนไขของสภาวะตลาดด้วย

ถึงแม้ว่างานวิจัยในบางประเทศจะพบว่าหุ้นคุณค่าสามารถให้ผลตอบแทนเหนือกว่าหุ้นกลุ่มอื่นได้ด้วยเหตุผลว่าหุ้นคุณค่ามีความเสี่ยงที่ต้องการผลตอบแทนชดเชยเรียกว่า Value Premium ผลของการวิจัยนี้ได้สนับสนุนข้อสรุปว่าส่วนชดเชยความเสี่ยงที่พบและได้รับผลตอบแทนชดเชยนั้นไม่ได้มีความเสถียรและเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพการณ์ของตลาด ส่วนสาเหตุที่ทำให้หุ้นคุณค่าในประเทศไทยไม่สามารถให้ผลตอบแทนเหนือกว่าหุ้นกลุ่มอื่นในบางสถานการณ์ได้นั้นเป็นประเด็นที่ต้องศึกษาต่อไป

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556, 19 กุมภาพันธ์). *ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์*. สืบค้นเมื่อ 19 กุมภาพันธ์ 2556, จาก <http://marketdata.set.or.th/mkt/marketsummary.do>
- ธัชวัสส์ วิพุทธิกุล. (2553). การศึกษาผลตอบแทนจากการจัดกลุ่มการลงทุน ซึ่งจัดแบ่งตามขนาดอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น. (การค้นคว้าแบบอิสระมหาบัณฑิตบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีมหานคร).
- ศุภวัฒน์ คำเสาร์. (2554). การพัฒนาเครื่องมือต้นแบบเพื่อจำแนกและวิเคราะห์กลุ่มของหุ้นสามัญตามลักษณะมูลค่าและขนาดกิจการ. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- อภิญา บุขราตระกูล. (2554). การศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยใช้แนวทางการลงทุนแบบเน้นคุณค่า และแนวทางการลงทุนแบบเน้นการเติบโต. วารสารบริหารธุรกิจนิด้า. 2554(9).
- อลิษา มกราพันธุ์ (2554). การศึกษาผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และหลักทรัพย์เติบโตในตลาดหุ้นไทย พ.ศ. 2543-2553. (การศึกษาค้นคว้าอิสระพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).

Reference

- 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), 663-82.
- Butsaratrakun, A. (2011). The return on investment in The Stock Exchange of Thailand value and growth investing approach. *NIDA Business Journal*. 2011(9). (in Thai).
- Capaul, C., Rowley I., & Sharpe, W.F. (1993). International Value and Growth Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 27-36.

- Carhart, M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Chan, L. & Lakonishok, J. (2004). Value and growth investing: Review and update. *Financial Analysts Journal*, 60, 71-86.
- DeBondt, W. F. M., & Thaler, R. (1987). Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *The Journal of Finance*, 42(3), 557-581.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Return on stock and Bond. *The Journal of Financial Economics*, 33, 427-465.
- Faugere, C. & Shawky H. A. (2005). A Valuation Formula for High Technology Firms that are in the Early Stage of their Lifecycle. *Advances in Financial Planning and Forecasting*, 1, 101-130.
- Graham, B. (2009). *The Intelligent Investor (Revised Edition)*. New York.
- Greenblatt, J. (2006). *The little book that beats the market*, John Wiley & Sons, Hoboken.
- Henriksson, D., & Merton, C. R. (1981). On market timing and investment performance II: statistical procedures for evaluating forecasting skills. *Journal of Business*, 54, 513-533.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for market efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65-91.
- Jensen, M. C. (1967). The Performance of Mutual Fund in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23, 389-416.
- Khamsao, S. (2011). Development of prototype tool for classifying and analyzing common stocks based on value characteristics and firm size. (Independent Study, Chiang Mai University). (in Thai).
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, 49, 1541-1578.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Asset and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budget. *The review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.

- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- MokraPhan, A. (2011). Value and Growth stocks Thailand 2000 - 2010. (Independent Study, Thammasat University). (in Thai).
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrical*, 34(4), 768-783.
- Mun, W. F., Kait, C. L., & Ong, D. (2008). Investigation the Risk Argument for the Value Premium: A Stochastic Dominance Approach. *The ICAFI Journal of Applied Finance*, 8(2), 1-21.
- Newey, W. & West, K. (1987). A Simple, Positive Semi-definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, 55(3), 703-08.
- Penman, S. H. (1996). The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth (Digest Summary). *Journal of Accounting Research*, 34(2), 235-59.
- Penman, S., & Reggiani, F. (2013). Returns to buying earnings and book value: Accounting for growth and risk. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1021-1049.
- Plyakha, Y., Uppal, R., & Vilkov, G. (2014). Equal or Value Weighting? Implications for Asset-Pricing Tests (Working Paper). Retrieved from EDHEC Business School Research website:<http://faculty-research.edhec.com/research/edhec-publications/2014/equal-or-value-weighting-implications-for-asset-pricing-tests-200489.kjsp>
- 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. *The Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Sharpe, W. F. (1990). Investment 4th ed. *New Jersey: Prentice-Hall International Inc.*, 720-726.
- The Stock Exchange of Thailand. (2013). SET Index Series. Retrieved February 19, 2013, From <http://marketdata.set.or.th/mkt/marketsummary.do>. (in Thai).
- Wiphutthikun, T. (2010). The return of the market price-earnings ratio. And the ratio of market value to book value per share. (Independent Study, Mahanakorn University of Technology). (in Thai).
- Yen J. Y., Sun Q., & Yan, Y. (2004). Value versus growth stocks in Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(1), 19-34.