บทที่ 1
บทนำ

1.1 หลักการและเหตุผล

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยต่างๆ เช่นปัจจัยการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ปัจจัยการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ ทั้งในระดับประเทศ และระดับโลก โดยการเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ มีผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความผันผวนมากขึ้น การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์จึงมีความสำคัญอย่างมากเพื่อที่จะให้ได้ผลตอบแทนที่สูง ทั้งนี้การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน โดยการจัดกลุ่มหลักทรัพย์มักจะเลือกจัดกลุ่มตามความพึงพอใจส่วนตัว หรือการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยทางเทคนิค ส่วนการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยพื้นฐานยังไม่มีการใช้แพร่หลายนัก

ในส่วนของการประเมินประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์จะประเมินจากผลต่างของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังซึ่งคำนวณผลตอบแทนตามทฤษฎี โดย Sharpe, Lintner and Mossin (1964) ได้พัฒนาแนวคิดในการลงทุนตามทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์ โดยความเสี่ยงของทฤษฎีนี้จะถือเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนของตลาด (Market Risk) เพียงอย่างเดียว ถึงแม้ว่าแบบจำลอง CAPM จะได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในเวลาต่อมา แต่แบบจำลอง CAPM ก็ได้รับการวิพากษ์วิจารณ์ว่าการที่กำหนดให้ผู้ลงทุนพิจารณาถึงความเสี่ยงจากตลาด (Market Risk) เท่านั้นไม่เหมาะสม เนื่องจากผู้ลงทุนต้องเผชิญกับความเสี่ยงอื่นๆ ด้วย

Fama และ French (1992) ได้ศึกษาผลของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยพบว่าปัจจัยเกี่ยวกับขนาดของกิจการ (Size of Firm) ที่ว่า ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะได้เปรียบทั้งในด้านเทคนิค ในด้านการจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ ความสามารถสูง ได้เปรียบในด้านสภาพการแข่งขันในตลาด ในขณะที่ธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีความเสียเปรียบมากกว่า จึงมีความเสี่ยงมากกว่า ทำให้นักลงทุนมีความคาดหวังในผลตอบแทนในหลักทรัพย์ของกิจการขนาดเล็กสูงกว่าหลักทรัพย์ของกิจการขนาดใหญ่ เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องเผชิญ อีกสมมุติฐานของ Fama และ French ที่พบว่ามีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์คือปัจจัยมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market Value of Equity Ratio: BE/ME Ratio) ถ้ามูลค่าตลาดมากกว่ามูลค่าตามบัญชี แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมองเห็นอนาคตที่ดี ศักยภาพในการดำเนินงาน และสถานภาพทางการเงินที่ดีของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งอาจสื่อได้ถึงการคาดการณ์ความเสี่ยงที่น้อย นักลงทุนจึง

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

คาดหวังอัตราผลตอบแทนที่ต่ำ ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีค่ามาก แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนคาดการณ์ถึงอนาคตที่ไม่ดีของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งสื่อให้เห็นความเสี่ยงที่มีมาก นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนที่สูงเพื่อให้สอดคล้องกับความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ ทั้งนี้จากแนวความคิดของ Fama และ French จึงได้นำมาใช้ในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะ โดยจะแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยของขนาดกิจการ และปัจจัยของมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (ภัททิรา ยอดคำลือ, 2550: 5-6)

Fama and French (1993) ได้เสนอแนวคิดแบบจำลองราคาสามปัจจัย ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือกลุ่มหลักทรัพย์ ว่าควรมีปัจจัยความเสี่ยง 3 ปัจจัย คือปัจจัยตลาด (Market Risk) ปัจจัยขนาด (Size) และปัจจัยอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BE/ME Ratio) โดยแบบจำลองราคาสามปัจจัยของ Fama and French สามารถอธิบายความผันผวนของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีกว่าแบบจำลอง CAPM แต่ก็ยังมีปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่แบบจำลองราคาสามปัจจัยไม่ได้กล่าวถึง และก็มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ตามการศึกษาของ Jegadeesh and Titman (1993) พบว่าปัจจัยของผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีต (Momentum Effect) ก็มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนไม่ดีในอดีต กลับมีแนวโน้มที่จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงในช่วงถัดไป ในขณะเดียวกันกุล่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนดีในอดีต กลับให้ผลตอบแทนที่แย่ในช่วงเวลาถัดไป ทั้งนี้ Carhart (1997) ได้นำเสนอตัวแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย โดยจะอ้างอิงตัวแบบจำลองราคาสามปัจจัยของ Fama และ French และเพิ่มปัจจัยของผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์ในอดีต

สำหรับการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยการศึกษาครั้งนี้จะใช้ตัวแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยตลาดตาม ปัจจัยขนาด (Size) ปัจจัยอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BE/ME Ratio) และปัจจัยผลตอบแทนหลักทรัพย์ในอดีต (Momentum) ประเมินอัตราผลตอบแทนคาดหวัง

ในประเทศไทยได้มีการนำแบบจำลองของ CAPM และแบบจำลองราคาสามปัจจัยของ Fama และ French มาทดสอบความสามารถในการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่าแบบจำลองราคาสามปัจจัยของ Fama และ French สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญที่ดีกว่าแบบจำลอง CAPM (ณัฐพงศ์ รู้ซื่อ, 2547) สำหรับการศึกษาแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยมีการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยพบว่าสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้จึงจะใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เหมาะสมกับการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะอย่างไร และตัวแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยมีผลต่อการคาดการณ์ของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างไร เพื่อเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการใช้เป็นเกณฑ์การเลือกลงทุนที่เหมาะสมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคตต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์จัดตามลักษณะเฉพาะของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ประโยชน์ที่ได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงกลยุทธ์การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามลักษณะเฉพาะ ว่ากลยุทธ์แบบใด จะให้ผลตอบแทนได้สูงที่สุด ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนักลงทุน และผู้บริหารกองทุน สามารถนำไปใช้ในการคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงที่สุด

2. สามารถนำข้อมูลไปใช้ในประโยชน์ในการวิเคราะห์การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสามารถเข้าใจปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ตามแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

3. สามารถทดสอบแบบจำลองสี่ปัจจัยว่าสามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้อย่างไร และผู้บริหารทางด้านการเงินของกิจการสามารถนำแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยไปใช้ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนของกิจการ เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในโครงการต่างๆได้

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

1.4 นิยามศัพท์

หลักทรัพย์ (Security) หมายถึง หุ้นสามัญ (Common Stock) ซึ่งเป็นตราสารที่แสดงความเป็นเจ้าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสามารถซื้อขายได้

อัตราผลตอบแทน หมายถึง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์โดยวัดในรูปของร้อยละการเปลี่ยนแปลงราคาในช่วงเวลา 1 เดือน

การจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะเฉพาะ หมายถึง การจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากลักษณะของหลักทรัพย์ ซึ่งจะจัดกลุ่มของหลักทรัพย์ ตามอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market Value of Equity Ratio) และขนาดกิจการ (Firm Size)

การทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ หมายถึง การประเมินอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ โดยจะเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ที่ปรับค่าความเสี่ยงด้วยตัวแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยของ Carhart แล้ว

แบบจำลองราคาสี่ปัจจัย (Four-factor Pricing Model) หมายถึง แบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ที่ประกอบด้วยปัจจัย 4 อย่าง คือปัจจัยความเสี่ยงทางด้านตลาด ปัจจัยความเสี่ยงทางด้านขนาดของกิจการ ปัจจัยความเสี่ยงทางด้านมูลค่า และปัจจัยความเสี่ยงผลตอบแทนในอดีต

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved