

บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและทฤษฎี

2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี : มธ.(2541) ได้ทำการวิจัยเรื่องการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และได้ทำการศึกษาถึงพฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มผู้ทำการวิจัยได้ทำการออกแบบสอบถามเพื่อหาข้อเท็จจริงกับนักลงทุนธรรมดา โดยนำเสนอการวิจัยออกเป็น 2 ประเด็นหลักๆ

1. ข้อมูลพื้นฐานทางด้านเศรษฐกิจ - สังคมของนักลงทุน
2. พฤติกรรมการลงทุนของผู้ลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการนำเสนอประเด็นทั้ง 2 ประเด็นสรุปได้ว่า

- มูลเหตุจูงใจที่ทำให้ผู้ลงทุนเข้ามาลงทุนในตลาด มีความคาดหวังที่จะได้รับ CAPITAL GAIN จากการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นสำคัญ โดยใช้เหตุผลพื้นฐานการดำเนินงานของกิจการเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนของตน

- การถือหลักทรัพย์ของนักลงทุนในขณะใดขณะหนึ่ง ส่วนใหญ่จะถือหลักทรัพย์ตั้งแต่ 2 หลักทรัพย์ขึ้นไป และสนใจลงทุนในหลักทรัพย์มีราคาอยู่ระหว่าง 100 – 500 บาท ถึง 85%

- ลักษณะการถือหลักทรัพย์ของนักลงทุน ส่วนใหญ่จะถือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง (วัดจากค่าเบต้า) อยู่ในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงใน PORTFOLIO ของผู้ตอบแบบสอบถาม

นักลงทุนร้อยละ 63% ถือหลักทรัพย์ไม่นานเกิน 1 เดือน และหากนับรวมถึงนักลงทุนที่ถือหลักทรัพย์ไว้ต่ำกว่า 2 เดือนเข้าไปด้วยจะมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 85.6% ของนักลงทุนทั้งหมด

ธนกิจ กิจวานิช (2538) ได้ศึกษาพฤติกรรมการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างจังหวัด โดยศึกษาเฉพาะกรณีการลงทุนในจังหวัดสระบุรี ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ ลักษณะการลงทุน และความสัมพันธ์ของปัจจัยส่วนบุคคลกับการถือครองหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า

- นักลงทุนส่วนใหญ่เป็นเพศชาย มีอายุอยู่ในช่วง 21 – 30 ปี และเป็นเจ้าของกิจการ
- นักลงทุนจะมีหลักทรัพย์ไว้ในครอบครอง 3 – 4 หลักทรัพย์มากที่สุดหรือคิดเป็นร้อยละ 47 ของนักลงทุนทั้งหมด

- แหล่งที่มาของเงินทุนส่วนใหญ่มาจากเงินออมของตัวเอง
- ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์นักลงทุนใช้หลักของปัจจัยพื้นฐานในการพิจารณาซื้อหรือขาย โดยให้ความสนใจกับอัตราดอกเบี้ย ภาษี และเงินปันผลเป็นสำคัญ

ธีระ เศรษฐเสถียร (2539) ได้ศึกษาเรื่อง การตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของนักลงทุนรายย่อยในจังหวัดเชียงใหม่ ในเนื้อหาได้กล่าวถึงวัตถุประสงค์หลักของการศึกษารั้งนี้ คือ (1) เพื่อที่จะศึกษาปัจจัยที่เป็นมูลเหตุที่ทำให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ (2) เพื่อที่จะประเมินผลการดำเนินงานของนักลงทุนรายย่อย การศึกษานี้ใช้ข้อมูลมาจากการสัมภาษณ์นักลงทุนรายย่อย 152 รายจากการสุ่มตัวอย่างจากนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ และผลการศึกษาพบว่านักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่เข้ามาลงทุนเพื่อต้องการกำไรจากการซื้อขาย ส่วนการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนจะต้องอาศัยตัวแปรหลัก 4 ตัวแปร คือ ภาวะเศรษฐกิจ, ผลประกอบการของบริษัท, สถานการณ์ทางการเมือง และการวิเคราะห์ทางเทคนิค และผู้ที่มีระดับการศึกษาสูง มีแนวโน้มที่ใช้ข้อมูลมากกว่าผู้ที่มีระดับการศึกษาค่ำกว่า

นิพนาท เจริญเลิศ (2532) ได้ทำการศึกษาเรื่องปัจจัยกำหนดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และแนวทาง โดยได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ ซึ่งได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในเดือนปัจจุบัน และนำมาคำนวณเพื่อคาดการณ์หาระดับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นในเดือนข้างหน้าถัดไป ซึ่งสูตรในการคำนวณดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น ดังนี้

$$PESET_T = P_{t-1} (1 + g)$$

โดยที่ $PESET_T$ = ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น

P_{t-1} = ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในเดือนที่ผ่านมา

g = อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในเดือนที่ผ่านมา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2520 - ธันวาคม 2530 โดยแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง คือ ตั้งแต่ กรกฎาคม 2520 ถึง ธันวาคม 2530 และเปรียบเทียบระหว่าง กรกฎาคม 2520 ถึง กรกฎาคม 2522 กับมกราคม 2529 ถึง ธันวาคม 2530

ผลการศึกษาโดยใช้สมการถดถอย (multiple regression) แบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares : OLS) ปรากฏว่าในช่วงระยะเวลายาวคือ ระหว่างเดือน กรกฎาคม 2520 ถึง

เดือน ธันวาคม 2530 การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิจะทำให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากที่สุด ส่วนการกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราส่วนให้สินเชื่อต่อเงินฝาก ไม่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนช่วงเดือนกรกฎาคม 2520 ถึง กรกฎาคม 2522 การทดสอบความสัมพันธ์ปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะ เป็นรายได้ประชาชาติ และอัตรากู้ยืมระหว่างธนาคารเท่านั้นที่มีความสำคัญอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนใน ช่วง มกราคม 2529 ถึง ธันวาคม 2530 มีเพียงดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะ เป็นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

เนื่องจากการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวข้างต้น ได้วิธีการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นตรง (multiple linear regression) ปรากฏว่ายังมีตัวแปรอิสระบางตัวที่มีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญกับ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาด หลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอีกครั้งหนึ่งด้วยวิธี stepwise multiple regression เพื่อศึกษาว่าตัวแปรใดมี ความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาปรากฏว่าในช่วงเดือนกรกฎาคม 2520 ถึง เดือนธันวาคม 2520 ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตรากู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตรา ดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิ และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ นิพนธ์ยังได้ทำการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบระดับการมีอิทธิพลของตัวแปรอิสระทั้ง 2 ช่วงเวลา ซึ่งได้แก่ ช่วงเดือน กรกฎาคม 2520 ถึง กรกฎาคม 2522 และช่วงเดือน มกราคม 2529 ถึง ธันวาคม 2530 ผล ปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระเพียง 2 คือ รายได้ประชาชาติ และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นอย่างมีนัยสำคัญเหมือนกันทั้ง 2 ช่วงเวลา

ประดิษฐ์ ชมดี (2536) ได้ศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนไทยในตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้ศึกษาได้ศึกษา เฉพาะนักลงทุนที่ทำการซื้อ - ขายหลักทรัพย์อยู่ที่บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ศรีมิตร จำกัด (มหาชน) ใน ช่วงเดือนธันวาคม 2535 -เดือนมกราคม 2536 ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แยกนักลงทุนออกเป็น 2 กลุ่ม คือ นักลงทุนในเขตกรุงเทพฯ และนักลงทุนในเขตต่างจังหวัด จากการศึกษาพบว่านักลงทุนในต่างจังหวัด และกรุงเทพฯชอบซื้อ - ขายหลักทรัพย์ในลักษณะของการเก็งกำไร และให้ความสำคัญกับปัจจัยทาง ด้านการเมืองมากที่สุด และพบว่านักลงทุนในต่างจังหวัดมีพฤติกรรมการซื้อขายโดยคำนึงถึงปัจจัยทาง ด้านการเมืองและเศรษฐกิจมากกว่านักลงทุนในเขตกรุงเทพฯ

พรณี อิศระพงษ์ไพศาล (2532) ได้ศึกษาเรื่อง ปัจจัยกำหนดการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และแนว ทาง การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ โดยได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นทิสโก้ (Tisco Tndex) กับราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวสูง 5 หลักทรัพย์ ได้แก่ หลักทรัพย์ของธนาคาร กรุงเทพจำกัด บริษัทปูนซีเมนต์ไทยจำกัด บริษัทเสริมสุขจำกัด บริษัทเบอร์ลี่ ยุคเกอร์จำกัด และบริษัท

อุตสาหกรรมทำเครื่องแก้วไทยจำกัด โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้น ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือนตั้งแต่พฤษภาคม 2518 ถึง เมษายน 2519 ผลการศึกษาปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นทิสโก้มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีค่า $R^2 = 0.60$ และกลุ่มธุรกิจการค้ำมีค่า $R^2 = 0.89$

นอกจากนี้ พรรณี ยังได้คำนวณหาค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ของหลักทรัพย์ทั้ง 5 หลักทรัพย์ โดยอาศัยการคำนวณจาก Singel Index Model ผลการศึกษาพบว่า หุ้นบริษัทปูนซีเมนต์ หุ้นบริษัทเบอร์ลี่ ยุคเกอร์ และ หุ้นบริษัทอุตสาหกรรมเครื่องแก้วไทย มีค่า beta coefficient น้อยกว่า 1 จัดเป็นหุ้นประเภท aggressive stock

วรทิพย์ อากาหี (2533) ทำการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจประเภทต่างๆ ในสภาพตลาดหลักทรัพย์ที่มีความเคลื่อนไหวแตกต่างกันโดยศึกษาได้แบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา คือปี 2522 – 2524 เป็นช่วงตลาดซบเซา และช่วงปี 2528 – 2531 เป็นช่วงตลาดคึกคัก โดยวิเคราะห์ในรูปแบบสมการถดถอยพหุคูณ และวิธีการใช้กำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา ผลการศึกษาสรุปได้ว่าช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์ซบเซานั้น อัตราเงินปันผลเฉลี่ยต่อหุ้นที่มีอิทธิพลต่อธุรกิจทุกประเภท ซึ่งแสดงถึงการลงทุนจะเป็นไปในลักษณะการลงทุนที่แท้จริง และอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศระหว่างเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกากับเงินเยนญี่ปุ่น 100 เยน ในภาวะซบเซาจะมีอิทธิพลต่อธุรกิจไม่ก่กลุ่ม ขณะที่ตลาดคึกคักอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราดังกล่าวจะมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ทุกประเภทซึ่งแสดงให้เห็นว่าเม็ดเงินลงทุนต่างประเทศเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นจำนวนมาก แต่ในภาวะตลาดคึกคักนั้นปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ได้มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาอย่างชัดเจน

สุนทรี กัลชาญพิเศษ (2539) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้แบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) โดยใช้แบบจำลอง Arbitrage Pricing Theory (APT) ไปใช้ในการศึกษาปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ค่าชดเชยความเสี่ยงอันเนื่องมาจากปัจจัยดังกล่าว และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ เพื่อนำไปใช้ในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในตลาด ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งปัจจัยดังกล่าวมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา 2 แบบจำลองคือ Factor Loading Model (FLM) และ Macroeconomic Variable Model (MVM) ส่วนตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ อัตราผลตอบแทนของตลาดอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราเงินเฟ้อ และดัชนีการลงทุน ภาคเอกชน ส่วนการประมาณค่าความเสี่ยงของปัจจัยแบบ FLM พบว่ามี 9 ปัจจัยที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยที่ความเสี่ยงของปัจจัยทั้ง 9 ปัจจัยนี้มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทน

แทนของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาร้อยละ 68 ส่วนผลการประมาณค่าแบบ MVM พบว่าผลตอบแทนของตลาดมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทุกตัวที่ใช้ในการศึกษาอย่างเห็นได้ชัด ส่วนปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ ที่เหลือมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเพียงไม่กี่หลักทรัพย์เท่านั้น ผลจากการนำอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ สรุปได้ว่าแต่ละแบบจำลองต่างมีข้อดี – ข้อด้อยที่แตกต่างกัน คือแบบจำลอง FLM มีความแม่นยำในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์สูงกว่าแบบจำลอง MVM แต่เนื่องจากแบบจำลอง FLM ไม่สามารถระบุปัจจัยที่ใช้ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นแบบจำลองนี้จึงไม่สามารถแนะนำกลยุทธ์ในการลงทุนให้แก่นักลงทุนได้ ส่วนแบบจำลอง MVM ถึงแม้จะมีความแม่นยำในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ต่ำกว่าแบบจำลอง FLM แต่แบบจำลอง MVM นี้ก็มีประสิทธิภาพมากกว่าในแง่ของการวางกลยุทธ์ในการลงทุน เนื่องจากสามารถระบุได้ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคตัวใดที่มีอิทธิพลต่อความเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นนักลงทุนจึงสามารถปรับกลยุทธ์ในการลงทุนตามสถานะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงได้

หลักการลงทุนในหลักทรัพย์ (2539) : เอกสารการอบรมบุคคลทั่วไป รุ่นที่ 1/2539 โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในเนื้อหาได้กล่าวถึงการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) กล่าวถึงการวิเคราะห์ภาวะแวดล้อมทั้งภายนอกและภายในประเทศที่มีผลต่อการดำเนินการของธุรกิจ เช่น ภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม การเงิน การเมือง ทั้งจากภายในและต่างประเทศที่มีผลกระทบต่อการลงทุน เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญ ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม ภาวะเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย การคลังภาครัฐ และอื่นๆ โดยสังเขป และการวิเคราะห์ถึงตัวกิจการหรือบริษัทที่ประกอบธุรกิจอุตสาหกรรมทั้งในเชิงคุณภาพ และปริมาณ (Qualitative & Quantitative) เช่น การวิเคราะห์งบการเงิน การบริหารงาน การจัดการ การตลาด การดำเนินงาน หรือนโยบายการจ่ายเงินปันผล การเพิ่มทุน เป็นต้น รวมทั้งแนวคิดของความเสี่ยง และผลตอบแทนจากการลงทุน การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ การคาดการณ์ในการลงทุน

ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ สิ่งที่น่าสนใจคือปันผลที่จะจ่ายในอนาคต และราคาของหลักทรัพย์นั้นในอนาคต ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น คือ เศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และบริษัท

1. เศรษฐกิจ (Economic) จะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นน้อยที่สุด แต่ในทางอ้อมเศรษฐกิจมีผลต่อหุ้นทั้งหมดในตลาด และหุ้นทั้งหมดในตลาดนี้ก็จะจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัท

2. อุตสาหกรรม (Industry) จะมีผลกระทบรองลงมา ซึ่งจะมีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นรองลงมาจากผลกระทบจากบริษัท อย่างไรก็ตามผลกระทบทางอุตสาหกรรมจะได้รับอิทธิพลจากการเจริญเติบโตของอุตสาหกรรม และวัฏจักรของอุตสาหกรรมในแต่ละอุตสาหกรรม

3. บริษัท (Company) จะมีผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นรุนแรงสูงสุด หรือมีผลกระทบมากที่สุด โดยมีการวิเคราะห์ถึงแนวโน้มของผลประกอบการของบริษัทที่มีการเจริญเติบโตอย่างไร และระดับราคาที่เหมาะสมนั้นควรเป็นราคาใด โดยสามารถหาแนวทางการวิเคราะห์ในเชิงปริมาณ และเชิงคุณภาพของบริษัท

การประเมินมูลค่าหุ้น (Equity Valuation) เป็นการประเมินเพื่อหามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (Intrinsic Value) จะมีค่าน้อยเท่าไร โดยมีการวิเคราะห์หรือประเมินมูลค่าแบ่งออกเป็น 2 วิธี คือ

1. ทฤษฎีมูลค่าสินทรัพย์ (Asset Value Approach) เป็นการนำสินทรัพย์มาคำนวณเพื่อหามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท

2. ทฤษฎีกำไรและเงินปันผล (Earnings and Dividend Approach) เป็นการทำการกำไรและเงินปันผลมาคำนวณมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทหลักการบริหาร Portfolio จะต้องรู้ตัวผู้ลงทุนมีลักษณะอย่างไร มีข้อจำกัดอะไรบ้าง เป้าหมายของการลงทุนเป็นอย่างไร ต้องการกระจายความเสี่ยง เพื่อลด Unsystematic Risk ต้องกำหนดผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ จัดทำ Port สำหรับการลงทุน ประเมินผลและทบทวนเรื่องการลงทุน

นโยบายการลงทุน (Investment Policy) เป็นการกำหนดแนวทางการลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด โดยมีปัจจัยประกอบด้วย

1. ผลตอบแทนการลงทุน (Return Expectation) แบ่งออกเป็น

$$1.1 \text{ Total Return} = \frac{\text{Income return} + \text{Capital}}{\text{เงินลงทุน}}$$

$$1.2 \text{ Net Return} = \frac{\text{Total return} - \text{ค่าใช้จ่าย} - \text{ต้นทุนซื้อขาย} - \text{Tax}}{\text{เงินลงทุน}}$$

$$1.3 \text{ Real Return} = \text{Net Return} - \text{Inflation Rate}$$

2. ความเสี่ยงที่รับได้ (Risk) แบ่งออกเป็น

2.1 ความเสี่ยงที่ควบคุมไม่ได้ (Systematic Risk) โดยแบ่งเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากนโยบายของรัฐบาล อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย อำนาจการซื้อ คือความเสี่ยงของตลาด

2.2 ความเสี่ยงที่ควบคุมได้ (Unsystematic Risk) โดยแบ่งเป็นทางด้านบริษัท และทางด้านอุตสาหกรรม $CAFM = RF + B (R_m - RF)$

3. ประเภทของนักลงทุน แบ่งออกเป็น

3.1 พวกชอบเสี่ยง (Adventure) เป็นพวกที่ตัดสินใจรวดเร็ว ความมั่นคงสูง และต้องการได้รับข้อมูลมาก เพื่อกำหนดในการตัดสินใจการลงทุน

3.2 พวกแห่ตาม (Celebrity) ตัดสินรวดเร็ว แต่จะคอยกังวลในการตัดสินใจลงทุนอ่อนไหวง่าย อาศัยข้อมูลรายวันเป็นเครื่องมือในการตัดสินใจการลงทุน ส่วนใหญ่จะอยู่ในห้องค้า

3.3 พวกตัดสินใจเอง (Individualist) มีความมั่นใจสูง และอาศัยข้อมูลในการตัดสินใจ มีจำนวนลงทุนที่แน่นอน ส่วนใหญ่มักจะเป็นพวกสถาบัน

3.4 พวกระวังตัว (Guardian) เป็นนักลงทุนที่ระวังตัวมาก มีความกังวลสูง มักชอบได้รับผลตอบแทนที่แน่นอน เหมาะสำหรับการลงทุนประเภทฝากเงิน

4. การจัด Port การลงทุนเป็นการวางกลยุทธ์การลงทุน เพื่อที่จะชนะตลาดเป็นการมองดูอุตสาหกรรม และสร้าง Port โดยเลือกหุ้นสำหรับการลงทุนสามารถแบ่งได้เป็น

4.1 Asset Class จัดการลงทุนโดยดูจากความเสี่ยง และประเภทของการลงทุน เช่น ถ้าต้องการลงทุนด้วยเงินสด และต้องการความเสี่ยงต่ำ ก็จะลงทุนในตราสารรัฐบาล ถ้ายอมรับความเสี่ยงสูงได้ ก็ลงทุนในตราสารเอกชน เป็นต้น

4.2 Asset Allocation เป็นการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนออกไปแต่ละประเภท และดูถึงความเสี่ยงและผลตอบแทน

2.2). ทฤษฎีและแนวคิดในการวิจัย

1. Markowitz model

เป็นเรื่องของการลงทุนกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพผู้ที่เสนอทฤษฎีนี้คือ Harry Markowitz ในปี ค.ศ. 1952 กล่าวถึง ณ ระดับอัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน ผู้ลงทุนสามารถจัดกลุ่มหลัก

ทรัพย์สินลงทุนของคุณ ให้มีความเสี่ยงต่ำที่สุด หรือในทางกลับกัน หากระดับความเสี่ยงเท่ากันก็สามารถจัดให้พอร์ตมีอัตราผลตอบแทนมากที่สุด

2. Arbitrage Pricing theory – APT

เป็นทฤษฎีการนำเสนอโดย Steven Ross ในปี ค.ศ. 1976 เป็นทฤษฎีโดยใช้หลักการสินค้าเหมือนกัน ควรมีราคาเดียวกันในทุกๆ ที่ หมายถึง ต้องให้อัตราผลตอบแทนในการลงทุนที่เท่ากัน ซึ่งจะเป็นเช่นนั้นได้ก็ต่อเมื่อราคาของหุ้นหรือสินทรัพย์ใดๆ ได้สะท้อนผลกระทบจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องทั้งหมด หรือเกือบทั้งหมดที่มีผลกระทบแตกต่างกันไป ปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นน่าจะมีปัจจัยที่คล้ายคลึงกัน เช่น อัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และวงจรธุรกิจ กรณีหุ้นที่มีรายได้หลักจากการส่งออก ปัจจัยที่ควรจะมีอิทธิพลมากที่สุดคือ ภาวะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญ

ทฤษฎี APT เป็นแนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับการชดเชยความเสี่ยงกำไร โดยมองว่าหากตลาดหุ้นที่สมบูรณ์ จะให้ผลตอบแทนเฉพาะผู้รับความเสี่ยงของระบบเท่านั้น ความเสี่ยงนอกเหนือจากระบบจะไม่มีผลตอบแทนให้ เพราะขึ้นอยู่กับความคิดที่ว่า ความเสี่ยงนอกเหนือจากระบบสามารถจัดไปได้ด้วยการกระจายพอร์ตการลงทุน หากพอร์ตลงทุนใดที่มีการรับความเสี่ยงในระบบสูง โอกาสที่จะมีกำไรในระยะยาวย่อมสูงเช่นกัน ทฤษฎี APT จึงเป็นการบริหารความเสี่ยงในระบบการลงทุน ด้วยการกระจายการลงทุนของพอร์ต ที่มีหุ้นจำนวน 40 หรือ 50 ตัว จะสามารถช่วยขจัดความเสี่ยงของการซื้อขายหุ้นได้ โดยไม่ทำความเสียหายให้กับนักลงทุน

3. ทฤษฎีการกระจายการลงทุน (อานวย ลียาพิศกุล : 2521 , 50 – 51) ทฤษฎีนี้ถือคติที่ว่า “Don’t put all of your eggs in one basket” หมายถึง อย่านำเอาไข่ไปใส่ในกระจาดใบเดียวกันหมด เพื่อมันแตกมันจะแตกทั้งกระจาด ความหมายนั้นก็คือ ไม่ควรทุ่มเงินไปในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งหรือธุรกิจประเภทเดียว เพราะมีความเสี่ยงสูง ควรลดความเสี่ยงโดยการกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์หลายประเภทในขณะใดขณะหนึ่ง เนื่องจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยง และยังไม่มีความรู้หรือหลักเกณฑ์ใดๆ ที่สามารถจะให้การรับรองกับผู้ลงทุนได้ว่า การลงทุนของเขาจะไม่ขาดทุนหรือมีแต่กำไรเท่านั้น หรือไม่มีโอกาสขาดทุนเลย ทฤษฎีการกระจายการลงทุนนี้เพียงแต่ให้คำแนะนำหรือพูดถึงความน่าจะเป็น (Probabilities) ในการลงทุนหลักทรัพย์ว่าโอกาสมีกำไรนั้นจะมีมากกว่าถ้าได้มีการกระจายการลงทุนไปในหลักทรัพย์หลายประเภท

4. ทฤษฎีการลงทุนในหลักทรัพย์ (เพชร ชุมทรัพย์ :2540,320-376) เป็นการศึกษาและวิเคราะห์จากข้อมูลต่างๆ ที่จะนำมาใช้ประเมินราคาหลักทรัพย์ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการประเมิน

ราคาหุ้นสามัญของบริษัทต่างๆ ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และตามวิธีนี้มูลค่าของหลักทรัพย์กำหนดจากมูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่บริษัทคาดว่าจะได้รับในอนาคต (กำไร) หรือเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับในอนาคต (เงินสดปันผล) การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยสามารถแยกเป็น วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ วิเคราะห์อุตสาหกรรม วิเคราะห์บริษัท

การวิเคราะห์เศรษฐกิจ เป็นการวิเคราะห์ลักษณะภาวะทางเศรษฐกิจและแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในอนาคต เพื่อกำหนดประเภทหลักทรัพย์ที่จะลงทุน เป็นต้นว่า ลงทุนในหุ้นกู้ หุ้นทุน หรือสินทรัพย์อื่น นอกจากนี้การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจทำให้ผู้ลงทุนสามารถคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะการณ์ทางการเงินของประเทศ และภาวะตลาดหุ้น รวมทั้งการคาดคะเนถึงอัตราดอกเบี้ย ภาวะเงินเฟ้อ ราคาหุ้น ตลาดจนอุตสาหกรรมที่น่าลงทุน กล่าวโดยสรุป ผู้ลงทุนวิเคราะห์ภาวะทางเศรษฐกิจเพื่อ

- พยากรณ์ทิศทางการขยายตัวของเศรษฐกิจ
- เลือกอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะมีส่วนร่วมรับผลประโยชน์อันเกิดจากการขยายตัวของเศรษฐกิจ
- ชี้ให้เห็นถึงบริษัทที่ควรลงทุน

การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรม การเลือกอุตสาหกรรมลงทุน สิ่งที่สำคัญที่สุดจะต้องรู้ว่าอุตสาหกรรมที่จะลงทุนอยู่ในช่วงใดของวงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม ซึ่งแบ่งได้เป็น 3 ช่วงคือ

1. Pioneering stage
2. Expansion stage
3. Stagnation stage

ช่วงการลงทุนที่เหมาะสมคือช่วง Expansion stage จากวงจรขยายตัวหรือวงจรชีวิตของอุตสาหกรรมได้ใช้สัจธรรมอย่างหนึ่งว่า “ไม่มีใครจะอยู่ค้ำฟ้า” เมื่อไปได้ถึงจุดสูงสุดย่อมจะต้องถึงคราวต้องพบกับจุดเสื่อมในช่วงต่อมา การลงทุนจึงต้องมองไปข้างหน้า และจำเป็นต้องมีการพยากรณ์ภาวะอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์บริษัท การวิเคราะห์บริษัทแบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 ลักษณะ คือ วิเคราะห์เชิงคุณภาพ กับวิเคราะห์เชิงปริมาณ เพื่อดูคุณภาพของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน พร้อมกับประเมินความเสี่ยงไปด้วย ซึ่งจะดู

1. โครงสร้างการลงทุนของบริษัทว่าลงทุนอะไรมากเป็นพิเศษบ้าง

2. โครงสร้างทางการเงิน เป็นการดูว่าเงินที่ลงทุนทั้งก้อนนั้น ได้มาจากแหล่งใด และสัดส่วนเป็นอย่างไร เพื่อประเมินความเสี่ยงทั้งทางด้านลงทุนและจัดหาเงินทุน ถ้าไรของบริษัท มากน้อยเพียงใด เทียบกับยอดขายแล้วได้กี่เปอร์เซ็นต์ เป็นการดูโครงสร้างของงบกำไรขาดทุนซึ่งใช้ประโยชน์การตรวจสอบว่า อัตราส่วนกำไรต่อยอดขายที่ได้นั้นเป็นที่พอใจหรือไม่ หากไม่พอใจมีจุดใดบ้างที่เป็นปัญหา ในแง่ของการลงทุนในหุ้น ถือได้ว่าข้อมูลต่อหุ้นให้ภาพที่ชัดเจน และช่วยในการตัดสินใจอย่างมากที่สำคัญได้แก่ราคาตลาดสูงสุด ต่ำสุด มูลค่าตามบัญชี กำไรตามบัญชี โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ราคาหุ้นต่อกำไรตามบัญชี กับราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี มีส่วนเข้ามาช่วยในการตัดสินใจว่า ควรซื้อหรือขายหุ้น

แนวคิดในการตัดสินใจ ผู้ลงทุนควรกำหนดวัตถุประสงค์ไว้ก่อนและพิจารณาเลือกลงทุนให้ตรงกับจุดมุ่งหมายที่วางไว้ทั้งนี้เนื่องจาก การลงทุนแต่ละประเภทย่อมเหมาะสมกับบุคคลแต่ละคน และจุดมุ่งหมายในการลงทุนของผู้ลงทุนแตกต่างกันไประหว่างผู้ลงทุนแต่ละท่าน ผู้ลงทุนบางท่าน ลงทุนเพื่อหวังรายได้ บางท่านหวังกำไรจากการขายหลักทรัพย์ และบางท่านอาจจะต้องการได้ทั้ง 2 อย่าง ดังนั้นผู้ลงทุนแต่ละท่านก็มีวัตถุประสงค์ในการลงทุนของตนเอง (เพชรี ชุมทรัพย์ : 2540)

ปัจจัยที่กำหนดจุดประสงค์ของการลงทุนส่วนบุคคลที่ควรนำมาพิจารณา คือ

1. ปัจจัยส่วนบุคคล
2. ปัจจัยทางการเงิน

ปัจจัยส่วนบุคคล

- อายุของผู้ลงทุน (The age of investor) ผู้ลงทุนที่มีอายุน้อยหรือระหว่าง 25 – 40 ปี มักจะกล้าเสี่ยง และสนใจการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดความงอกเงยแก่เงินทุน แต่ผู้ลงทุนที่มีอายุระหว่าง 40 – 50 ปี อาจสนใจการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากภาวะทางครอบครัวและผู้ลงทุนที่มีอายุมากกว่า 60 ปี ยิ่งพอใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้แน่นอน

- การมีครอบครัวและความรับผิดชอบที่มีต่อครอบครัว (Marital status and family responsibilities) ผู้ลงทุนที่มีครอบครัวแล้วต้องรับผิดชอบต่อความเป็นอยู่ของครอบครัว ต้องให้การศึกษาแก่บุตร ทำให้เขาเกิดความจำเป็นที่จะต้องลงทุนในหลักทรัพย์ที่มั่นคง ให้รายได้แน่นอน ส่วนคนโสดไม่มีภาระผูกพันยอมลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงได้

- สุขภาพของผู้ลงทุน (The health of the investment) ปัญหาเรื่องสุขภาพของผู้ลงทุนมีต่อการกำหนดนโยบายลงทุนของผู้ลงทุน ผู้ลงทุนที่มีสุขภาพไม่สมบูรณ์ย่อมต้องการรายได้ที่แน่นอนเพื่อมาจุนเจือรายจ่ายที่เกิดขึ้น

- ความสมัครใจในการลงทุน (willingness to accept risks of investment) ผู้ลงทุนบางท่านอาจต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ความเสี่ยงในที่นี้มีหลายลักษณะด้วยกัน เช่น ความเสี่ยงในธุรกิจ ความเสี่ยงในตลาด ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย และความเสี่ยงในอำนาจซื้อ เป็นต้น ผู้ลงทุนในลักษณะนี้ได้เตรียมตัวเตรียมใจที่จะเผชิญกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตแล้ว

- ความจำเป็นของผู้ลงทุน (Investor's need) ความจำเป็นของผู้ลงทุนอาจจะแตกต่างกันบางท่านอาจมีความจำเป็นทางการเงิน บางท่านอาจมีความจำเป็นทางด้านความรู้สึกและจิตใจ แน่แน่นอนที่สุดสิ่งสำคัญที่เร่งเร้าให้เกิดการลงทุนก็คือตัวกำไร ซึ่งอาจเก็บสะสมไว้เพื่อใช้ยามชรา เพื่อการศึกษา หรือเพื่อปรับฐานะการครองชีพของตนเองให้ดีขึ้น

ปัจจัยทางการเงิน

ผู้ลงทุนต่างมีจุดมุ่งหมายการลงทุนของตนเองตามความต้องการและภาวะแวดล้อมของผู้ลงทุน ซึ่งพอจะแบ่งจุดมุ่งหมายดังกล่าวในลักษณะต่างๆ ได้ดังนี้

- ความปลอดภัยของเงินลงทุน (Security of principal) ความปลอดภัยของเงินลงทุน นอกจากจะหมายถึงการรักษาเงินลงทุนเริ่มแรกให้คงไว้แล้ว ถ้ามองไกลอีกนิด ยังหมายความรวมถึงการป้องกันความเสี่ยงซึ่งเกิดจากอำนาจซื้อลดลงอันเป็นผลจากภาวะเงินเฟ้ออีกด้วย จากความหมายดังกล่าวการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีเวลากำหนดคืนเงินต้นจำนวนแน่นอน ซึ่งได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ และหุ้นบุริมสิทธิที่มีกำหนดเวลาไถ่ถอนของบริษัทที่มั่นคงก็อยู่ในความหมายนี้ นอกจากนี้การลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีฐานะมั่นคงและกำลังขยายตัวก็อยู่ในความหมายนี้เช่นกัน

- เสถียรภาพของรายได้ (Stability of Income) ผู้ลงทุนมักจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้รายได้สม่ำเสมอ ทั้งนี้เนื่องจากรายได้ที่สม่ำเสมอ เช่น ดอกเบี้ย หรือเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ผู้ลงทุนสามารถทำแผนการใช้เงินทุนได้ว่า เขาจะนำรายได้ที่ได้นี้ไปใช้เพื่อการบริโภคหรือเพื่อลงทุนใหม่ต่อไป นอกจากนี้ดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่ได้รับเป็นประจำย่อมมีค่ามากกว่าดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่เขาสัญญาว่าจะให้ในอนาคตซึ่งยังไม่แน่ว่าจะได้ตามที่เขาสัญญาหรือไม่

- ความงอกเงยของเงินลงทุน (Capital growth) ตามกฎทั่วไปแล้ว ผู้ลงทุนมักจะตั้งจุดมุ่งหมายไว้ว่า พยายามจัดการให้เงินทุนของเขาเพิ่มพูนขึ้น ทั้งนี้ไม่ได้หมายความว่า ความงอกเงยของเงินทุนจะเกิดขึ้นได้จากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่กำลังขยายตัวเท่านั้น การนำรายได้ที่ได้รับไปลงทุน

ใหม่ ก็จะก่อให้เกิดการงอกเงยของเงินทุนได้ดีพอๆ กับการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่กำลังขยายตัว ผู้ลงทุนส่วนมากเพิ่มมูลค่าของเงินทุนเขาโดยการนำดอกเบี๋ยและเงินปันผลที่ได้รับไปลงทุนใหม่ ความงอกเงยของเงินทุนนี้ให้ประโยชน์แก่ผู้ลงทุนในแง่ว่า (1) เพื่อปรับฐานะของผู้ลงทุนในระยะยาวให้ดีขึ้น (2) เพื่อรักษาอำนาจซื้อให้คงไว้ (3) เพื่อให้การจัดการคล่องตัวขึ้น

- ความคล่องตัวในการซื้อขาย (Marketability) หมายถึงหลักทรัพย์ที่สามารถซื้อหรือขายได้ง่ายและรวดเร็ว ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับราคา ขนาดของตลาดหลักทรัพย์ที่หุ้นนั้นจดทะเบียน ขนาดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ จำนวนผู้ถือหุ้น และความสนใจที่ประชาชนทั่วๆ ไปมีต่อหุ้น หุ้นที่มีราคาสูงมักจะขายได้ยากกว่าหุ้นที่มีราคาต่ำกว่า ยกตัวอย่างง่ายๆ หุ้นราคา 500 บาท ย่อมขายได้ยากกว่าหุ้นราคา 50 บาท เป็นต้น

- ความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันที (Liquidity) เมื่อหลักทรัพย์ที่ลงทุนมี Liquidity สูง ความสามารถในการหากำไร (Profitability) ย่อมลดลง หากโอกาสลงทุนที่น่าดึงดูดใจมาถึงเขาจะได้มีเงินพร้อมที่จะลงทุนได้ทันที การจัดการสำหรับเงินทุนส่วนนี้ ผู้ลงทุนอาจแบ่งสรรปันส่วนจากเงินลงทุนเพื่อการนี้โดยเฉพาะ หรืออาจใช้เงินปันผลหรือดอกเบี๋ยที่ได้รับมาเพื่อซื้อหุ้นใหม่ดังกล่าวก็ได้

- การกระจายเงินลงทุน (Diversification) วัตถุประสงค์ก็คือต้องการกระจายความเสี่ยงและการกระจายความเสี่ยงลงทุนในหลักทรัพย์สามารถทำได้ 4 วิธี คือ

1. ลงทุนผสมระหว่างหลักทรัพย์ที่มีหลักประกันในเงินลงทุน และมีรายได้จากการลงทุนแน่นอนกับหลักทรัพย์ที่มีรายได้และราคาเปลี่ยนแปลงขึ้นลงตามภาวะธุรกิจ
2. ลงทุนในหลักทรัพย์หลายๆ อย่างปนกันไป
3. ลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีความแตกต่างทางภูมิศาสตร์ เพื่อลดความเสี่ยงเรื่องน้ำท่วมหรือภัยธรรมชาติ เป็นต้น
4. ลงทุนในหลักทรัพย์ธุรกิจที่มีลักษณะการผลิตที่ต่างกันแบบ Vertical หรือ Horizontal ถ้าเป็นแบบ Vertical หมายถึงการลงทุนในธุรกิจต่างๆ ตั้งแต่วัตถุดิบไปจนถึงสินค้าสำเร็จรูป ถ้าเป็นแบบ Horizontal เป็นการลงทุนในกิจการที่ประกอบธุรกิจในลักษณะเดียวกัน