

บทที่ 1

บทนำ

1.1 หลักการและเหตุผล

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการลงทุนอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้ที่มีเงินออมและต้องการผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าและหลากหลายกว่า แต่ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนต้องคำนึงถึงความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยต่างๆ เช่น ปัจจัยการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ปัจจัยการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ ทั้งในระดับประเทศ และระดับโลก โดยการเปลี่ยนแปลงเหล่านี้มีผลทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความผันผวนมากขึ้น โดยความเสี่ยงที่เกิดขึ้นแบ่งออกเป็น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เมื่อเกิดขึ้นแล้วส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งหมด เป็นความเสี่ยงที่อยู่เหนือการควบคุมของกิจการ ส่วนความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเนื่องจากการดำเนินงานของธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งเท่านั้น ซึ่งสามารถจัดได้โดยการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ให้หลากหลายขึ้น (ขวัณฤทัย วชิรพันธุ์สถิต, 2550: 3) การบริหารกลุ่มหลักทรัพย์จึงมีความสำคัญอย่างมากเพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน โดยการจัดกลุ่มหลักทรัพย์มักจะเลือกจัดกลุ่มตามความพึงพอใจส่วนตัว หรือการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยทางเทคนิค ส่วนการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามแนวคิดปัจจัยพื้นฐานยังไม่มีการใช้กันแพร่หลายนัก (ภัททิรา ยอดคำลือ, 2550: 1)

ในการตัดสินใจลงทุนใดๆ นั้น ผู้ลงทุนต้องพิจารณาเปรียบเทียบผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ ควบคู่ไปกับระดับของความเสี่ยงที่ตนยอมรับได้เสมอ โดยต้องเลือกการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ภายใต้ความเสี่ยงระดับหนึ่ง หรือการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ภายใต้อัตราผลตอบแทนระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ยิ่งโอกาสที่ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนมีความไม่แน่นอน หรือ ความเสี่ยงมากขึ้นเท่าใด ก็จะทำให้เราต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่มากขึ้นเท่านั้น ดังนั้น การทำความเข้าใจแนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทน และความเสี่ยงจึงเป็นประเด็นที่ต้องให้ความสำคัญเป็นอันดับแรกในเรื่องของการลงทุน

Sharpe (1964), Lintner (1965) และ Mossin (1966) ได้พัฒนาทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน และความเสี่ยงของหลักทรัพย์ โดยความเสี่ยงของทฤษฎีนี้จะพิจารณาความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนของตลาด (Market Risk) เพียงอย่างเดียว แบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ทุนนั้นเป็นการบ่งบอกถึงอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุน หรืออัตราผลตอบแทนยุติธรรม (Fair Price) ซึ่งตามทฤษฎีแล้วควรมีผลตอบแทนส่วนเกินของการลงทุนเป็นศูนย์

Jensen (1967) ได้เสนอมาตรวัดวัดผลและประสิทธิภาพการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์โดยประยุกต์จากแบบจำลอง CAPM โดยเป็นมาตรวัดที่อาศัยแนวความคิดการวัดผลโดยเปรียบเทียบอัตราความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ได้ตามทฤษฎี CAPM เรียกว่าค่าอัลฟา (α) ของกลุ่มหลักทรัพย์ ซึ่งตามทฤษฎี CAPM แล้วค่าอัลฟาควรมีค่าเป็นศูนย์ หากค่าอัลฟาแตกต่างจากศูนย์มากแสดงว่าการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นมีปัจจัยอื่นนอกจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ การทดสอบประสิทธิภาพหลักทรัพย์ด้วยค่าอัลฟานี้ยังใช้กับการลงทุนที่เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าอัลฟาเป็นบวกแสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์สูงกว่าผลตอบแทนตามปกติที่ได้รับตามทฤษฎี ส่วนกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าอัลฟาเป็นลบแสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ต่ำกว่าผลตอบแทนตามปกติที่ได้รับตามทฤษฎี (Jensen, 1967: 389)

Fama and French (1993) ได้เสนอแนวคิดใหม่ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ ว่าควรมีปัจจัยความเสี่ยงสามปัจจัย คือ ปัจจัยตลาดตามแบบจำลอง CAPM ปัจจัยขนาด (Size) และปัจจัยอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book to Market ratio: BE/ME ratio) ทั้งนี้แนวคิดของแบบจำลองดังกล่าวมาจากข้อเท็จจริงที่พบว่าหลักทรัพย์ขนาดเล็กและหลักทรัพย์กลุ่มคุณค่ามีผลตอบแทนสูง (ภททิรา ยอดคำลือ, 2550: 5)

Carhart (1997) ได้ประยุกต์ตัวแบบสามปัจจัยของ Fama และ French ในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุน ที่ประกอบไปด้วยสัมประสิทธิ์ค่าเบต้าในแบบจำลอง CAPM หรือปัจจัยความเสี่ยงของตลาด ปัจจัยขนาดของกิจการ ปัจจัยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และได้เพิ่มปัจจัยผลกระทบแรงเหวี่ยง (Momentum Effect) หรือปัจจัยจากผลตอบแทนในอดีต เป็นแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย (Four-factor Pricing Model) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่แตกต่างกันของแต่ละกลุ่ม และได้พบว่าแบบจำลองราคาสี่ปัจจัยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ได้มากกว่าแบบจำลอง CAPM จึงนับว่าเป็นแบบจำลองที่มีประสิทธิภาพสูง (Carhart, 1997: 60-61)

วิธีการลงทุนที่ทำให้เกิดประสิทธิภาพสูงมีหลายวิธี เช่น วิธีการลงทุนตามปัจจัยพื้นฐานหรือการลงทุนด้วยปัจจัยทางเทคนิค ในการค้นหาหลักทรัพย์ประสิทธิภาพสูงตามวิธีการของปัจจัยพื้นฐานสามารถคัดเลือกจากเครื่องมือและเครื่องชี้วัดต่างๆ ที่มีอยู่มากมายหลายชนิด โดยเครื่องมือที่รู้จักและใช้กันมากที่สุดคือการใช้ข้อมูลอัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price-Earnings Ratio : P/E Ratio) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผู้ลงทุนยินดีจะลงทุนจ่ายเงินซื้อหลักทรัพย์นั้นเป็นกี่เท่าของทุกๆ 1 บาทของกำไรสุทธิของบริษัท ซึ่งการซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำหรือมี P/E Ratio ต่ำ น่าจะมีโอกาสกำไรมากกว่าซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาสูง แต่ในความเป็นจริงแล้วอาจไม่ใช่ทุกครั้งที่จะได้ผล บางครั้ง

การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio สูงกลับมีผลกำไรดีกว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มี P/E Ratio ต่ำ เนื่องจากหุ้นแต่ละตัวมีลักษณะไม่เหมือนกัน จึงได้มีการนำอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (Growth Rate of Earnings per Share) เข้ามาร่วมในการค้นหาหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง ซึ่งอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นเป็นตัวสะท้อนการดำเนินงานของบริษัท โดยหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของกำไรมักจะมี P/E Ratio สูง เนื่องจากนักลงทุนมักจะสนใจที่จะจ่ายเงินเพิ่มสำหรับหุ้นที่คาดว่าจะเติบโตอย่างรวดเร็ว (หม่อเว่น กบข. 2545. [ระบบออนไลน์])

ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาจึงสนใจการคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไร มาวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ดังกล่าวตามวิธีแบบจำลองราคาสี่ปัจจัย เพื่อทดสอบถึงประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์และปัจจัยต่างๆมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์อย่างไร เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการเลือกลงทุนที่เหมาะสมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคตต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงการใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัยเพื่อทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จัดตามอัตราเจริญเติบโตของกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองราคาสี่ปัจจัย

2. สามารถนำข้อมูลไปใช้ในประโยชน์ในการวิเคราะห์การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และอาจใช้เป็นบรรทัดฐานของอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำในการตัดสินใจลงทุน

1.4 นิยามศัพท์

แบบจำลองราคาสี่ปัจจัย (Four-factor Pricing Model) หมายถึง แบบจำลองที่ Carhart (1997) ได้พัฒนาขึ้นจากแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ที่ได้เพิ่มปัจจัยความเสี่ยงทางด้านขนาดของกิจการ (Size) ความเสี่ยงทางด้านมูลค่า (Value) และความเสี่ยงทางด้านผลตอบแทนในอดีต (Momentum) จากเดิมที่มีเพียงความเสี่ยงทางด้านตลาดเท่านั้น

หลักทรัพย์ (Security) หมายถึง หุ้นสามัญ (Common Stock) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio Performance) หมายถึง การประเมินอัตราผลตอบแทนรายเดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ที่ปรับค่าความเสี่ยงด้วยตัวแบบ 4 ปัจจัยของ Carhart (1997) แล้ว

กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) หมายถึง ความสัมพันธ์ของจำนวนกำไรสุทธิที่จะแบ่งสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นเพื่อได้ผลตอบแทนต่อหุ้น ซึ่งเมื่อลงทุนในหุ้นจะได้ผลตอบแทนเป็นที่น่าพอใจหรือไม่ เมื่อนำจำนวนหุ้นโดยเฉลี่ยไปหารกำไรสุทธิจะได้กำไรต่อหุ้น (การประยุกต์ใช้เครื่องมือและเทคนิควิเคราะห์งบการเงิน, 2548: ออนไลน์)

อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (Growth Rate of Earnings per Share) หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นโดยวัดในรูปของร้อยละ

อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price-Earnings Ratio) หมายถึง การเปรียบเทียบราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัท เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่า ผู้ลงทุนยินดีจะลงทุนจ่ายเงินซื้อหุ้นนั้นเป็นกี่เท่าของทุกๆ 1 บาทของกำไรสุทธิของบริษัท