



การลงทุนแบบเน้นคุณค่า : ขอบเขตความรู้การลงทุนในอุตสาหกรรม
สินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการของไทย

Value Investing: Circle of Competence in the Consumer Product
and Service Industries in Thailand

อนุสรณ์ บุญปัฐ¹ และสัมพันธ์ เนตยานันท์^{2*}

^{1,2} คณะบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยนเรศวร

Anusorn Bunpu¹ and Sampan Nettayanun^{2*}

^{1,2} Faculty of Business, Economics and Communication, Naresuan University

(Received: July 24, 2019; Revised: January 09, 2020; Accepted: January 23, 2020)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาการลงทุนแบบเน้นคุณค่า เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการลงทุนแบบเติบโต จากการศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีผลตอบแทนที่น้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือน กรกฎาคม 2551 ถึง มิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี พบว่าทั้งสองอุตสาหกรรมมีผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนเน้นคุณค่าและพอร์ตการลงทุนแบบเติบโต มีผลตอบแทนที่ดีกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แต่เมื่อเปรียบเทียบระหว่างผลตอบแทนการลงทุนเน้นคุณค่ากับการลงทุนแบบเติบโต โดยใช้อัตราส่วน P/BV ในการจัดอันดับ พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนแบบเติบโต แต่ถ้าใช้อัตราส่วน P/E ในการจัดอันดับ พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนที่น้อยกว่าการลงทุนแบบเติบโต โดยการลงทุนแบบเติบโตมีผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนเน้นคุณค่าในอุตสาหกรรมบริการ ในส่วนอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคไม่มีความแตกต่างกัน แต่เมื่อวัดผลโดย Sharpe ratio พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนแบบเติบโต เมื่อทำการเปรียบเทียบระหว่างพอร์ตโฟลิโอของทั้งสองอุตสาหกรรมที่สร้างขึ้นพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่มีค่าต่ำ ได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการจัดอันดับวิธีอื่น ๆ เมื่อนำแบบจำลอง CAPM และ แบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French มาวิเคราะห์เพื่ออธิบายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนพบว่าไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นกับปัจจัยทางความเสี่ยงของแบบจำลองได้

คำสำคัญ: 1) อัตราผลตอบแทน 2) การลงทุนเน้นคุณค่า 3) แบบจำลอง CAPM 4) แบบจำลองสามปัจจัย

Abstract

This research studied value investing by comparing value investing strategy with returns of Stock Exchange of Thailand and growth investing strategy. According to the data in consumer product and service industries started from July, 2008 to June, 2018, it shows that value and growth strategies in both industries outperform the market. Nevertheless, after comparing between returns of value investing and growth investing by using price-to-book ratio, it found value outperforms growth strategy. However, constructing a portfolio using price-to-earning ratio, growth portfolio outperform value portfolio in the service Industries. However, there is no differences between two portfolios in the consumer product industry. When, using Sharpe's ratio, the result showed that the value investing has higher ratio than the growth investing. Overall, a portfolio that is low in PB outperforms other portfolio with other measures. CAPM and the Fama and French 3-factor model cannot fully explain the portfolios.

Keywords: 1) Circle of Competence 2) Value Investing 3) CAPM 4) Fama and French 3-Factor Model

¹ นิสิตปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ (M.B.A. Student, Department of Business Administration)

^{2*} ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำหลักสูตรบริหารธุรกิจ (Assistant Professor, Department of Business Administration)



บทนำ (Introduction)

VI หรือ “Value Investing” เป็นการลงทุนโดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental) คือการนำเอาข้อมูลตัวเลขหรืองบการเงินที่เกิดขึ้นจริงในอดีต นำมาวิเคราะห์เพื่อหาความสามารถในการทำกำไรของราคาหุ้นที่จะทำการซื้อขายว่าในอนาคตจะมีแนวโน้มของราคาไปทิศทางไหน ขณะที่ราคาลงทุน ณ วันที่ตัดสินใจ เพราะข้อมูลจริงทำให้การตัดสินใจได้ดีกว่าการคาดการณ์ในอนาคตที่ไม่มีข้อมูลที่วัดได้อย่างแน่นอน และการวิเคราะห์ข้อมูลในอดีตยังสามารถดูแนวโน้มการดำเนินงานในอนาคตได้ดี เพื่อที่จะนำผลการวิเคราะห์มาตั้งราคาหลักทรัพย์ในการซื้อขายที่เหมาะสม ซึ่งแนวคิด VI เป็นแนวคิดของ Benjamin Graham ผู้ที่ได้ชื่อว่าเป็น “บิดาแห่งการลงทุนที่เน้นคุณค่า” ได้ให้คำแนะนำในการคัดเลือกลงทุน โดยการลงทุนจะต้องมีการเปรียบเทียบประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลในงบการเงินในอดีต โดยการลงทุนไม่จำเป็นต้องรู้เรื่องทุกอย่างในอุตสาหกรรม แต่นักลงทุนควรใช้ข้อมูลที่เราควรรู้มาใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน และได้มีนักลงทุนที่มีชื่อเสียงนำแนวคิดในการลงทุนนี้มาใช้และประสบความสำเร็จ อย่าง Warren Buffett ได้อัตราการเติบโตผลตอบแทนของพอร์ตเฉลี่ยต่อปีแบบทบต้น 29.54% ขณะที่ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีของดัชนีตลาดดาวโจนส์อยู่ที่ 7.38% ในระหว่างปี ค.ศ. 1957-1969 และ Charlie Munger ได้อัตราการเติบโตผลตอบแทนของพอร์ตเฉลี่ยต่อปีแบบทบต้น 19.82% ขณะที่ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีของดัชนีตลาดดาวโจนส์อยู่ที่ 4.94% ในระหว่างปี ค.ศ. 1962-1975

Benjamin Graham ได้เขียนหนังสือแนะนำในการลงทุนโดยวิธีการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยใช้ราคาหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับข้อมูลในงบการเงิน 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 และยังวัดว่านักลงทุนซื้อหุ้นถูกหรือแพงในการเปรียบเทียบ

มูลค่าทางบัญชี ได้มีผู้ที่สนใจนำอัตราส่วน 2 วิธีข้างต้นไปทำการศึกษาจัดอันดับหลักทรัพย์ และสามารถสรุปได้ว่าการแบ่งการลงทุนออกเป็น 2 การลงทุน คือ การลงทุนแบบเติบโตและการลงทุนเน้นคุณค่า การลงทุนแบบเติบโตวัดจากอัตราส่วน P/BV และอัตราส่วน P/E ที่สูง ส่วนการลงทุนเน้นคุณค่าวัดจากอัตราส่วน P/BV และอัตราส่วน P/E ที่ต่ำ ในการศึกษาพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการลงทุนเน้นคุณค่ามีประสิทธิภาพดีกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการลงทุนแบบเติบโต (Basu, 1977, pp. 680-681; Fama and French, 1992, pp. 449-453; 1993, pp. 12-16; 1995, pp. 153-155; 1998, pp. 1997-1998; 2006, pp. 2182-2183; 2012, pp. 470-471; Asness, Moskowitz and Pedersen, 2013, pp. 975-981; Asness, et al., 2015 pp. 49-50; Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994, pp. 1574-1577)

และในประเทศไทยได้นำแนวคิดการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโตมาทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งตลาด โดยไม่สนใจว่าหลักทรัพย์จะอยู่ในอุตสาหกรรมไหน พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนดีกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และการลงทุนแบบเติบโต (Sareewiwatthana, 2011, pp. 10-12 ; Lonkani, Pansriwong and Konkham, 2017, p. 69) แต่งานวิจัยในประเทศไทยนั้น ยังเป็นการศึกษาโดยการจัดลำดับหุ้นเน้นคุณค่าทั้งตลาด แต่ในปัจจุบันมีการศึกษาการลงทุนแบบเน้นคุณค่าได้มีแนวคิดในการลงทุนในหุ้นที่เราเข้าใจเฉพาะอุตสาหกรรมบางตัว (circle of competence) เช่น การศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมประกันภัย ที่ทำการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต เพื่อมาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนกับตลาดหลักทรัพย์ พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีประสิทธิภาพดีกว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการลงทุนแบบเติบโตและผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (Nettayanun, 2017, pp. 30-32)

ทำให้การศึกษานี้มีความสนใจในการศึกษาการลงทุนเน้นคุณค่าเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งจะเป็นการตอบโจทย์การลงทุนโดย



เน้นการลงทุนเฉพาะในสิ่งที่นักลงทุนสนใจ โดยในการวิจัยนี้เน้นการลงทุนในขอบข่ายความรู้ (circle of competence) ของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมบริการของไทย ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนของดัชนีที่น้อยที่สุดและมาก

ที่สุดตามลำดับ เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับว่าพอร์ตโฟลิโอจากการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต ว่าอุตสาหกรรมไหนควรสร้างพอร์ตโฟลิโอแบบไหนถึงจะได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด

ตาราง 1 แสดงอัตราผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพ์แห่งประเทศไทย โดยแยกดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรม

ลำดับ	หมวดอุตสาหกรรม	ปิด ณ วันที่ 30 ธ.ค. 2551	ปิด ณ วันที่ 28 ธ.ค. 2561	%
	SET	449.96	1,563.88	247.56
1	AGRO	88.08	376.57	327.53
2	CONSUMP	69.85	108.37	55.15
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	SERVICE	66.52	485.94	630.52
8	TECH	61.45	149.74	143.68

ที่มา: คำนวณจาก www.setsmart.com คำนวณโดยใช้อัตราผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพ์และกลุ่มอุตสาหกรรม

จากการเปรียบเทียบในตาราง 1 พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่น้อยที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพ์ คือ อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) และอุตสาหกรรมที่ได้ผลตอบแทนมากที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพ์ คือ อุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)

ทำให้การศึกษาในครั้งนี้จะสร้างพอร์ตโฟลิโอในการลงทุนที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีอัตราผลตอบแทนน้อยที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพ์และอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพ์ และใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้น

วัตถุประสงค์ในงานวิจัย (Objective)

1. เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเน้นคุณค่าและพอร์ตโฟลิโอเติบโต ที่สร้างจากอัตราส่วนทางการเงินในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพ์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเน้นคุณค่าและพอร์ตโฟลิโอเติบโตที่สร้างจากอัตราส่วนทางการเงินในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ

3. เพื่ออธิบายความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอโดยใช้องค์ประกอบทางความเสี่ยง จากแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) และแบบจำลอง Fama French 3-Factor



Model ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและ
อุตสาหกรรมบริการ

ขอบเขตของงานวิจัย (Scope of Study)

การศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย (SETSMART) ของหลักทรัพย์ที่
ถูกคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่ม SET โดยแบ่งกลุ่ม
อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) และ
อุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)

ในการตัดสินใจในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน
นั้น ที่เป็น P/E ratio และ P/BV ratio ใช้ข้อมูลใน
อดีตเพื่อมาตัดสินใจในอนาคต ทำให้ต้องเก็บข้อมูล
t-1 เพื่อมาสร้างพอร์ตโฟลิโอในปีที่ t โดยใช้ข้อมูลราย
เดือนของงบการเงิน ณ สิ้นปีมาใช้ ในช่วง พ.ศ. 2550
ถึง พ.ศ. 2559 และอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และหลักทรัพย์ เก็บข้อมูลในช่วง
เดือน กรกฎาคม 2551 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2561
เป็นระยะเวลา 10 ปี

การทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

Benjamin Graham ได้เสนอการวัดมูลค่า
ราคาตลาดกับมูลค่าเพื่อนำมาเปรียบเทียบวิเคราะห์
ข้อมูลผลตอบแทนหลักทรัพย์ ประกอบไปด้วย P/E
ratio ที่ต่ำ และ P/BV ratio ที่ต่ำ ซึ่งเป็นการหา
ขอบเขตของความปลอดภัยในการลงทุน หมายความว่า
ว่าราคาจะอยู่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

Fama and French (1992, pp. 449-453;
1993, pp. 12-16; 1995, pp. 153-155; 1998, pp.
1997-1998; 2006, pp. 2182-2183; 2012, pp.
470-471) ทำการศึกษาแนวคิดการลงทุนเน้นคุณค่า
ทำการจัดอันดับหุ้นใหม่ทุกเดือนกรกฎาคมของทุกปี
พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่า P/BV ratio
และ P/E ratio มีแนวโน้มที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ใน
สหรัฐอเมริกาและการลงทุนแบบเติบโต และการ
ลงทุนเน้นคุณค่า P/BV ratio ที่ต่ำ มีอัตราผลตอบแทน
มากกว่า P/E ratio ที่ต่ำ Lakonishok, Shleifer and
Vishny (1994, pp. 1574-1577) ที่ทำการศึกษาแบบ
เดียวกันโดยแบ่งเป็น 10 กลุ่มในตลาดสหรัฐอเมริกา
ก็พบว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนดีกว่า
การลงทุนแบบเติบโตและดัชนีตลาด Fama and
French (1998, pp. 1997-1998) ทำการศึกษาดตลาด

หลักทรัพย์ในประเทศอื่นทั้งหมด 13 ประเทศ คือ
สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น อังกฤษ ฝรั่งเศส เยอรมัน อิตาลี
เนเธอร์แลนด์ เบลเยียม สวิสเซอร์แลนด์ สวีเดน
ออสเตรเลีย ฮังการี และสิงคโปร์ พบว่าพอร์ตโฟลิโอ
ในทุก ๆ ประเทศที่สร้างจากการลงทุนเน้นคุณค่ามี
อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดและการลงทุนแบบ
เติบโต ของอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ
P/E ratio ส่วน Basu (1977, pp. 680-681) ที่ศึกษา
ในตลาดสหรัฐอเมริกา ในการสร้างพอร์ตโฟลิโอจาก
P/E ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจากการลงทุนเน้น
คุณค่ามีผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดและการลงทุนแบบ
เติบโต

ในประเทศไทยได้นำแนวคิดการลงทุนเน้น
คุณค่ามาศึกษาอย่าง Sareewiwatthana (2011, pp.
10-12) หรือ ดร.ไพบุลย์ เสรีวัฒนา ทำการศึกษาจัด
อันดับเพื่อสร้างพอร์ตโฟลิโอในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย โดยใช้แนวคิดเดียวกับ (Fama and
French, 1992, pp. 449-453; 1998, pp. 1997-
1998; Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994,
pp. 1574-1577) สร้างพอร์ตโฟลิโอจากการจัดอันดับ
จาก P/BV ratio ที่ต่ำ, P/E ratio ที่ต่ำ และ dividend
yield ที่สูง การศึกษาพบว่าผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอที่
จัดอันดับจากหุ้นคุณค่ามากกว่าผลตอบแทนของดัชนี
ของตลาด อย่างมีนัยสำคัญ อย่าง Lonkani, Pansriwong
and Konkham (2017, p. 69) ที่ทำการศึกษาเหมือนกับ
(Fama and French, 1992, pp. 449-453; 1998, pp.
1997-1998; Sareewiwatthana, 2011, pp. 10-12)
ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์โดยไม่ได้สนใจในกลุ่ม
อุตสาหกรรมไหนสนใจทั้งตลาด ได้สร้างพอร์ตโฟลิโอ
จากการจัดอันดับจาก P/BV ratio, P/E ratio และ
dividend yield จะปรับพอร์ตโฟลิโอทุก ๆ สิ้นเดือน
มิถุนายนของทุกปี พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่าไม่ได้มี
ประสิทธิภาพเหนือกว่าการลงทุนแบบเติบโต

มีงานวิจัยที่เลือกหุ้นในการสร้างพอร์ตโฟลิโอ
แล้วค่อยนำพอร์ตโฟลิโอที่สร้างมาวิเคราะห์อธิบาย
ความเสี่ยงกับผลตอบแทนอย่าง Nettayanun (2017,
pp. 30-32) การสร้างพอร์ตโฟลิโอจัดอันดับสูงสุดและ
ต่ำสุดจาก P/E ratio, P/BV ratio และ CAPE โดย
เลือกหุ้นที่ได้รับการจัดอันดับมา สูงสุด 25% แรก
และต่ำสุด 25% แรก โดยจะปรับพอร์ตโฟลิโอทุก ๆ
ต้นเดือนกรกฎาคมของทุกปี ในกลุ่มอุตสาหกรรม



ประกันภัยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า P/E ratio, P/BV ratio และ CAPE ต่ำ มีผลตอบแทนมากกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์และ P/E ratio, P/BV ratio และ CAPE ที่สูง เมื่อใช้แบบจำลองของ CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัย Fama-French ไม่สามารถอธิบายพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับได้ทั้งหมด ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

แต่งานวิจัยของ Fama and French (1992, pp. 449-453; 1993, pp. 12-16) ได้นำแบบจำลองของ CAPM และพบว่ามีปัจจัยความเสี่ยงจากขนาดและความเสี่ยงจากมูลค่า สามารถอธิบายความเสี่ยงกับผลตอบแทนหลักทรัพย์เพิ่มมาจากความเสี่ยงที่ถูกชดเชยในตลาดหลักทรัพย์ของ NYSE, AMEX และ NASDAQ ในตลาดสหรัฐอเมริกา Fama and French (1998, pp. 1997-1998; 2006, pp. 2182-2183) พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่ามีประสิทธิภาพมากกว่าตลาดและการลงทุนแบบเติบโต แต่เมื่อใช้แบบจำลอง CAPM ไม่สามารถอธิบายความเสี่ยงจากมูลค่าได้ ถึงอย่างไรก็ตามในการเพิ่มปัจจัยความเสี่ยงขนาดและความเสี่ยงมูลค่าทำให้ผลตอบแทนดีกว่าการใช้ปัจจัยความเสี่ยงชดเชยแค่อย่างเดียว แต่การศึกษาของ Asness, Moskowitz and Pedersen (2013, pp. 975-981) ได้อธิบายว่าความเสี่ยงจากมูลค่าอยู่ในสินทรัพย์อีกหลายประเภทในการทำการศึกษานี้ไม่ได้แค่มี 3 ปัจจัยนี้เท่านั้น ซึ่งในการศึกษา Fama and French (2012, pp. 470-471) พบว่าได้เพิ่มปัจจัยความเสี่ยงเพิ่มเป็นปัจจัยที่ 4 แต่ 4 ปัจจัย กับ 3 ปัจจัย มีค่าเท่ากัน ทำให้การศึกษาในครั้งนี้ Fama and French Three Factor Model โดยในการวิจัยนี้เน้นการลงทุนในขอบข่ายความรู้ (circle of competence) ของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการของไทย ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนของดัชนีที่น้อยที่สุดและมากที่สุดตามลำดับ เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับพอร์ตโฟลิโอจากการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต ว่าอุตสาหกรรมไหนควรสร้างพอร์ตโฟลิโอแบบไหนถึงจะได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด

วิธีดำเนินการ (Methods)

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ ได้แก่ หุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ จากฐานข้อมูล SETSMART

กลุ่มตัวอย่าง สร้างพอร์ตโฟลิโอจากการจัดอันดับ โดยใช้อัตราทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบหุ้นเติบโตจะเลือกหุ้น 25% สูงสุดแล้วต่ำที่สุดในอุตสาหกรรมนั้น ๆ Rebalance ทุก ๆ วันที่ 1 กรกฎาคมของทุกปี

เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย

1) ใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative analysis) โดยการใช้อัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio คัดเลือกหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ เพื่อจัดอันดับการให้คะแนนหลักทรัพย์ นำมาจำลองพอร์ตโฟลิโออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนมาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของตลาดหลักทรัพย์

2) นำมาทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Excess Return Model) เพื่อหาค่า Beta โดยพิสูจน์ CAPM และ Fama and French Three-Factors Model อธิบายอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุน โดยใช้เครื่องมือการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

1) รวบรวมรายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ SET ตั้งแต่ พ.ศ.2551 ถึง พ.ศ. 2560 เป็นระยะเวลา 10 ปี

2) อัตราส่วน P/E ratio และ P/BV ratio โดยในการเลือกหุ้นนั้นตามปกติจะใช้ข้อมูลในอดีต ทำให้หุ้นที่ได้จัดอันดับจากอัตราทางการเงินจะใช้ t-1 เพื่อมาเป็นตัวจัดอันดับหุ้นในเวลา t ตั้งแต่ พ.ศ.2550 ถึง พ.ศ. 2559 เป็นระยะเวลา 10 ปี



3) ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายเดือนทุกสิ้นเดือน ตั้งแต่เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2561

ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

สมการเพื่อทดสอบ CAPM แสดง ดังนี้

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

สมการเพื่อทดสอบ Fama and French Three Factor Model แสดง ดังนี้

$R_i(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t

$R_f(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ณ เวลา t

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

$R_m(t)$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของตลาดหลักทรัพย์ ณ เวลา t

$SMB(t)$ คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยขนาด ณ เวลา t

4) ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของตัวเงินอายุ 1 เดือน เป็นรายเดือนทุกเดือน ตั้งแต่เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือน มิถุนายน พ.ศ. 2561 จากธนาคารแห่งประเทศไทย

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

สมการ Sharpe ratio แสดง ดังนี้

Sharpe ratio

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

$HML(t)$ คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากปัจจัยมูลค่า ณ เวลา t

b_i, s_i, h_i คือ ความเสี่ยงจากปัจจัยตลาด ปัจจัยขนาด ปัจจัยมูลค่าของพอร์ตโฟลิโอ ณ เวลา t

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

ผลการศึกษา (Results)

การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้น ดังนี้

ตาราง 2 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio กับตลาดหลักทรัพย์และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

	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
Sharpe ratio (per month)	0.313	0.109	0.058	0.051
B to SET	0.57	-	-	0.47
B to CONSUMP Industry	0.97	-	-	0.74
Cumulative return of 1 Baht	8.61	2.08	1.46	1.42

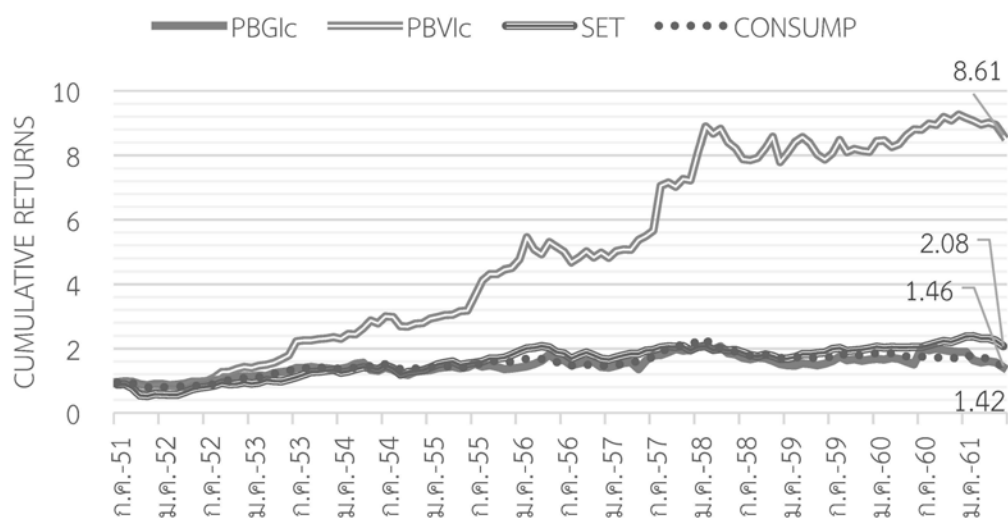


ตาราง 3 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/E ratio กับตลาดหลักทรัพย์และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

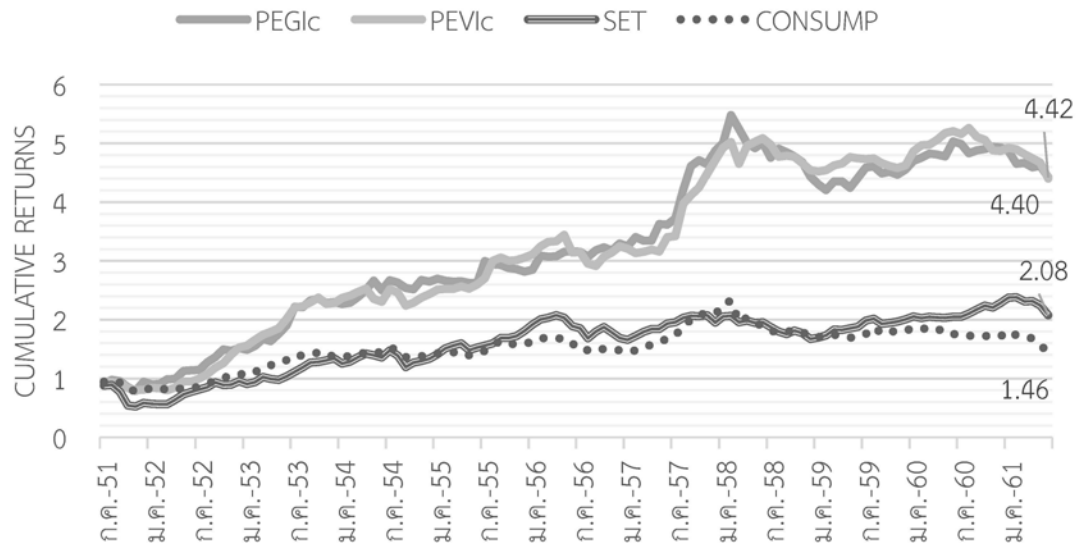
	P/E (Value)	SET	CONSUMP Industry	P/E (Growth)
Min (Per month) (%)	-9.13	-30.18	-15.39	-11.07
Max (Per month) (%)	16.05	13.98	10.71	19.69
Arithmetic average (per month) (%)	1.33	0.78	0.40	1.36
Geometric average (per year) (%)	15.97	7.58	3.87	16.03
Volatility (per month) (%)	4.33	5.68	4.06	4.95
Sharpe ratio (per month)	0.270	0.109	0.058	0.242
B to SET	0.43	-	-	0.45
B to CONSUMP Industry	0.73	-	-	0.81
Cumulative return of 1 Baht	4.40	2.08	1.46	4.42

ตาราง 2 พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต มีผลตอบแทนเฉลี่ย 1.97%, 0.78% และ 0.40% ตามลำดับ และมีผลตอบแทนแบบสะสม 24.03%, 7.58% และ 3.58% ตามลำดับ เมื่อเปรียบเทียบ Sharpe Ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต ผลตอบแทน 0.313, 0.109 และ 0.051 ตามลำดับ และตารางที่ 3

พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ แต่ไม่แตกต่างจากพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต มีผลตอบแทนเฉลี่ย 1.33%, 0.78% และ 1.36% ตามลำดับ และมีผลตอบแทนแบบสะสม 15.97%, 7.58% และ 16.03% ตามลำดับ เมื่อทำการเปรียบเทียบ Sharpe Ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโตและตลาดหลักทรัพย์ ผลตอบแทน 0.270, 0.109 และ 0.242 ตามลำดับ



ภาพ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/BV ratio เปรียบเทียบดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค



ภาพ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่สร้างจาก P/E ratio เปรียบเทียบดัชนีตลาดหลักทรัพย์และดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

ภาพ 1 และ 2 จากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจากการจัดอันดับจาก P/BV ratio และ P/E ratio ในช่วงกรกฎาคม 2551 ถึง มิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี สรุปได้ว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่ต่ำได้อัตราผลตอบแทนสะสมมากกว่าพอร์ตโฟลิโออื่น ๆ

โดยพอร์ตที่ได้ผลตอบแทนสะสมที่น้อยที่สุดคือ พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่สูง แสดงให้เห็นว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ที่ต่ำ (การลงทุนเน้นคุณค่า) เป็นตัวบ่งชี้ที่ดีที่สุดในการตัดสินใจลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

ตาราง 4 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

	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
Sharpe ratio (per month)	0.224	0.109	0.227	0.173
B to SET	0.91	-		0.80
B to SERVICE Industry	0.87	-		0.87
Cumulative return of 1 Baht	8.11	2.08	4.63	3.21

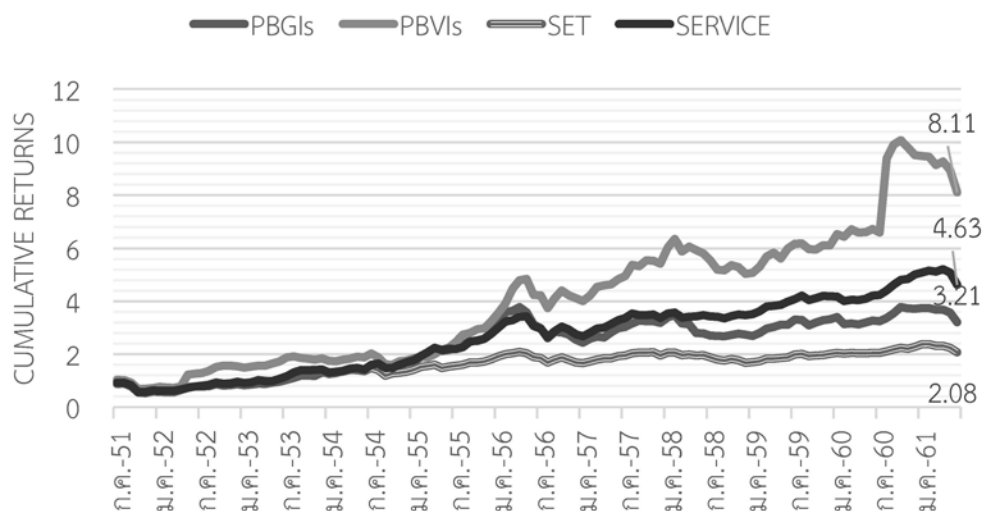


ตาราง 5 แสดงการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/E ratio กับตลาดหลักทรัพย์และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

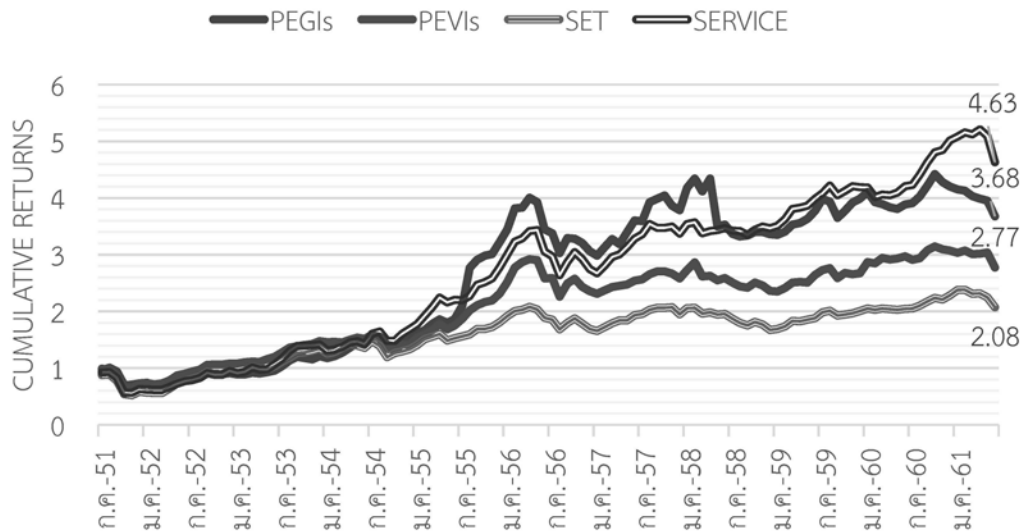
	P/E (Value)	SET	SERVICE Industry	P/E (Growth)
Min (Per month) (%)	-23.78	-30.18	-31.76	-25.92
Max (Per month) (%)	11.61	13.98	12.87	31.84
Arithmetic average (per month) (%)	0.98	0.78	1.46	1.28
Geometric average (per year) (%)	10.74	7.58	16.56	13.91
Volatility (per month) (%)	5.00	5.68	5.69	6.21
Sharpe ratio (per month)	0.164	0.109	0.227	0.181
B to SET	0.74	-		0.75
B to SERVICE Industry	0.74	-		0.80
Cumulative return of 1 Baht	2.77	2.08	4.63	3.68

ตาราง 4 พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต มีผลตอบแทนเฉลี่ย 2.08%, 0.78% และ 1.14% ตามลำดับ และมีผลตอบแทนแบบสะสม 23.29%, 7.58% และ 12.38% ตามลำดับ เมื่อเปรียบเทียบ Sharpe Ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต ผลตอบแทน 0.224, 0.109 และ 0.173 ตามลำดับ และตาราง 5

พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ แต่น้อยกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต มีผลตอบแทนเฉลี่ย 0.98%, 0.78% และ 1.28% ตามลำดับ และ มีผลตอบแทนแบบสะสม 10.74%, 7.58% และ 13.91% ตามลำดับ ทำการเปรียบเทียบ Sharpe Ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ แต่น้อยกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเติบโต ผลตอบแทน 0.164, 0.109 และ 0.181 ตามลำดับ



ภาพ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/BV ratio เปรียบเทียบดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ



ภาพ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนสะสม (cumulative returns) ของพอร์ตโฟลิโอในอุตสาหกรรมบริการที่สร้างจาก P/E ratio เปรียบเทียบดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

ภาพ 3 และ 4 จากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนสะสมของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจากการจัดอันดับจาก P/BV ratio และ P/E ratio ในช่วงกรกฎาคม 2551 ถึง มิถุนายน 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี สรุปได้ว่า พอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่ต่ำได้อัตราผลตอบแทนสะสมมากกว่าพอร์ตโฟลิโออื่น ๆ โดยพอร์ตโฟลิโอที่ได้อัตราผลตอบแทนสะสมที่น้อยที่สุดคือพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจาก P/BV ที่สูง แสดงให้เห็นว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นจาก P/BV ที่ต่ำ (การลงทุนเน้นคุณค่า) เป็นตัวบ่งชี้ที่ดีที่สุดในการตัดสินใจลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

สมมติฐานที่ 1 พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเปรียบเทียบว่าพอร์ตโฟลิโอที่สร้างจะมีผลตอบแทนที่ดีกว่าภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ที่ ผลการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio และ P/E ratio ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสังเกตจากผลตอบแทนเฉลี่ยและค่า Sharpe Ratio ที่พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV ratio และ P/E ratio ที่ต่ำ มีผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2 พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนมากกว่าการลงทุนแบบเดบิต ผลการศึกษาในอดีตการลงทุนทั้ง 2 แบบ มีผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ แต่เพื่อการเปรียบเทียบเพื่อหาว่าการลงทุนแบบไหนที่จะได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด ผลการวิเคราะห์ข้อมูล จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยและค่า Sharpe Ratio ของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับโดยอัตราส่วนทางการเงิน P/BV ratio ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเดบิต แต่ส่วน P/E ratio มีอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเดบิตมากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่า ในอุตสาหกรรมบริการ แต่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค เมื่อเปรียบเทียบ Sharpe Ratio พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่า มีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเดบิต

จากการตั้งข้อสมมติฐานทั้ง 2 ข้อ พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ และพอร์ตโฟลิโอการลงทุนแบบเดบิตแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรเพื่อให้ได้มากกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่ทำได้ และเป็นวิธีในการตัดสินใจในการลงทุนเพื่อการสร้างพอร์ตโฟลิโอที่ได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด



ตาราง 6 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
P/E (Growth)	0.92** [2.357]	0.45*** [6.58]	0.2682	43.25	1.379e-09	120	2551-2561

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

ตาราง 7 แสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ 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 []

ตาราง 8 ตารางแสดงผลการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแบบจำลอง 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
P/E (Growth)	0.65 [1.58]	0.75*** [10.36]	0.4764	107.40	2.2e-16	120	2551-2561

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



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-12	120	2551-2561
	[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 []

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) พบว่าแบบประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) ตารางที่ 6 กับ 8 และแบบจำลอง 3 ปัจจัยของ Fama and French ตารางที่ 7 กับ 9 ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับได้ทั้งหมด ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมบริการ เนื่องจากค่า α มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าค่า α แตกต่างจากศูนย์ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตลาดกับผลตอบแทนได้ แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงปัจจัยของตลาดไม่ได้มีผลต่อเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ อาจจะอธิบายความสัมพันธ์ด้วยปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องนอกจากความเสี่ยง

สมมติฐานที่ 3 แบบจำลอง CAPM และแบบ 3 ปัจจัย Fama and French สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างกับความเสี่ยง พบว่า CAPM และ 3 ปัจจัยของ Fama and French ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างจากการจัดอันดับได้ทั้งหมด เนื่องจากพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างอาจจะไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรของแบบจำลอง แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรอื่นที่มีความสัมพันธ์กว่า ที่มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ถูกสร้างขึ้น

สรุปและอภิปรายผล (Conclusion and Discussion)

จากการศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือน มิถุนายน 2551 ถึง กรกฎาคม 2561 เป็นระยะเวลา 10 ปี สามารถสรุปได้ว่าทั้งสองอุตสาหกรรมมีผลตอบแทนของการลงทุนเน้นคุณค่า ที่มีผลตอบแทนที่มากกว่าของตลาดหลักทรัพย์ สอดคล้องกับงานวิจัย (Fama and French, 1998, pp. 1997-1998; Sareewiwatthana, 2011, pp. 10-12; Nettayanun, 2017, pp. 30-32) แสดงให้เห็นว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่า ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีผลตอบแทนที่น้อยที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ ที่ผ่านมา และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีผลตอบแทนที่มากที่สุดกว่าตลาดหลักทรัพย์ โดยการสร้างพอร์ตโฟลิโอแบบนี้มีผลตอบแทนที่ดีกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์สำหรับทั้งสองอุตสาหกรรม

เมื่อทำการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนการลงทุนเน้นคุณค่าและการลงทุนแบบเติบโต พบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจากอัตราส่วน P/BV พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าการลงทุนแบบเติบโตในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ สอดคล้องกับงานวิจัย (Fama and French, 1992, pp. 449-453; 1998, pp.



1997-1998; Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994, pp. 1574-1577; Nettayanun, 2017, pp. 30-32) แต่พอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจาก P/E ratio มีแค่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคเท่านั้น ที่มีพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีผลตอบแทนที่มากกว่าการลงทุนแบบเติบโต โดยการเปรียบเทียบของ Sharpe ratio แต่เมื่อทำการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยการลงทุนเน้นคุณค่ากับการลงทุนแบบเติบโตไม่แตกต่างกันมาก สอดคล้องกับงานวิจัย (Lonkani, Pansriwong and Konkham, 2017, p. 69) ส่วนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนที่น้อยกว่าการลงทุนแบบเติบโต ชัดแย้งกับงานวิจัย (Basu, 1977, pp. 680-681; Fama and French, 1992, pp. 449-453; 1998, pp. 1997-1998; Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994, pp. 1574-1577; Nettayanun, 2017, pp. 30-32) เนื่องจากการผันผวนของกำไรขาดทุนที่มีการเปลี่ยนแปลงทุกปี ทำให้การในการเลือกหลักทรัพย์ไม่คงที่มีการเปลี่ยนตามช่วงเวลาสถานการณ์การดำเนินงานธุรกิจของหลักทรัพย์ ซึ่งเมื่อวัดมูลค่าที่แท้จริงแล้วมีผลตอบแทนที่ดีกว่า กำไรของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงทำให้มีผลต่อนักลงทุนมีการตัดสินใจในการลงทุนเปลี่ยนแปลงไปด้วย และผลการศึกษาในการสร้างพอร์ตโฟลิโอทั้ง 2 แบบการลงทุน มีผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหลักทรัพย์

เมื่อทำการเปรียบเทียบพอร์ตโฟลิโอที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV และ P/E พบว่าพอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าที่ถูกจัดอันดับจาก P/BV เป็นพอร์ตโฟลิโอที่ได้อัตราผลตอบแทนมากที่สุดกว่าพอร์ตโฟลิโออื่น ๆ ทำให้บ่งบอกได้ว่าการตัดสินใจในการเลือกลงทุนหลักทรัพย์ควรใช้อัตราส่วนทางการเงิน P/BV ที่ต่ำ เป็นเครื่องมือในการวัดความสามารถในการดำเนินงานในอนาคตได้ดี แทนการใช้ P/E ที่นักลงทุนส่วนมากสนใจ แต่กำไรกับราคาของหลักทรัพย์ที่ไม่ได้บอกการวัดมูลค่าความสามารถที่แท้จริง

ผลการทดสอบแบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัย ของ Fama and French สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับความเสี่ยงของปัจจัยได้แค่บางพอร์ตโฟลิโอเท่านั้น โดยไม่ได้สามารถอธิบายได้ทั้งหมด ว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของ

ปัจจัยความเสี่ยงต่าง ๆ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ (Fama and French, 2006, pp. 2182-2183; Nettayanun, 2017, pp. 30-32) แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงปัจจัยความเสี่ยงในแบบจำลอง ไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ อาจจะอธิบายความสัมพันธ์ได้ด้วยปัจจัยอื่นที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้น อาจรวมถึงสถานะตลาดหรือเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่เป็นปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงผลตอบแทน

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

การใช้สมการถดถอย (Regression Analysis) ได้ใช้ SMB และ HML จากข้อมูลหุ้นของโลก ซึ่งผลการทดสอบพบว่าไม่ได้ตอบโจทย์การอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับความเสี่ยงได้ชัดเจน น่าจะมีการสร้างปัจจัยโดยใช้ข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจจะทำให้การหาความสัมพันธ์เพิ่มขึ้นก็เป็นไปได้

ในช่วงระยะเวลาในการดำเนินการเก็บข้อมูลควรทำการเก็บข้อมูลย้อนหลังเพิ่ม เพื่อนำมาเปรียบเทียบช่วงเวลาที่แตกต่างกันของเหตุการณ์หรือช่วงสถานะของตลาด เพื่อแบ่งแยกออกเป็น 3 ช่วง โดยแบ่งช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเหตุการณ์ และหลังเหตุการณ์เพื่อมาวิเคราะห์ว่าแบบการลงทุนเน้นคุณค่าสามารถให้ผลตอบแทนในช่วงแต่ละช่วงเป็นอย่างไร เพื่อวัดประสิทธิภาพของการลงทุนที่ใช้เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน

ข้อเสนอแนะงานวิจัยต่อเนื่อง

1) ควรทำการศึกษาจัดอันดับพอร์ตโฟลิโอลงไป ในหมวดธุรกิจ เพื่อศึกษาว่าหุ้นคุณค่าเหมาะสมกับหลักทรัพย์ในธุรกิจ

2) การใช้ราคาหุ้นเปรียบเทียบกับมูลค่าต่าง ๆ ในงบการเงิน อย่างเช่น กระแสเงินสด เพื่อดูว่าความสามารถของกระแสเงินสดแต่ละกิจกรรม

3) ควรนำข้อมูลในการศึกษามาร่วมกับการวิเคราะห์เหตุการณ์ต่างๆ หรือสถานการณ์ข้อมูลข่าวสารที่มีผลกระทบกับตลาดหลักทรัพย์นำมาวิเคราะห์ร่วม เพื่อเพิ่มความครอบคลุม ในการตัดสินใจในการลงทุนหลักทรัพย์



บรรณานุกรม (Bibliography)

- Asness, C., Frazzini, A., Israel, R. and Moskowitz, T. (2015). Fact, Fiction, and Value Investing. **The Journal of Portfolio Management**, 42(1), 34-52.
- Asness, C. S., Moskowitz, T. J. and Pedersen, L. H. (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.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. **Journal of Finance**, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. **Journal of Financial Economics**, (33), 3-56.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. **Journal of Finance**, 50(1), 131-155.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1998). Value Versus Growth: The International Evidence. **Journal of Finance**, 53(6), 1975-1999.
- Fama, E. F., and French, K. R. (2006). The Value Premium and the CAPM. **Journal of Finance**, 61(5), 2163-2185.
- Fama, E. F., and French, K. R. (2012). Size, Value, and Momentum in International Stock Returns. **Journal of Financial Economics**, 105(3), 457-472.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. **Journal of Finance**, 49(5), 1541-1578.
- Lonkani, R., Pansriwong, A. and Konkham, K. (2017). Investment Performance of Value Stock in The Stock Exchange of Thailand, **Chulalongkorn Business Review**, 39(151), 49-72.
- Nettayanun, S. (2017). Value Investing: Circle of Competence in The Thai Insurance Industry, **Asia-Pacific Journal of Risk and Insurance**, 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.