

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบัน มีการลงทุนหลากหลายประเภท แต่ละประเภทให้ผลตอบแทนแตกต่างกันไป ประเภทของการลงทุนที่มีความเสี่ยงน้อย เช่น การลงทุนด้วยการซื้อพันธบัตรรัฐบาล ได้ผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย ซึ่งมักจะมีอัตราที่ไม่สูงมากนักเมื่อเทียบกับการลงทุนอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงสูงกว่า ตามแนวคิดการลงทุนทั่วไปที่การลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงให้ผลตอบแทนที่สูง ในขณะที่การลงทุนความเสี่ยงต่ำจะได้ผลตอบแทนน้อย ดังนั้นการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นทางเลือกหนึ่งของผู้ต้องการลงทุนในหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในปี พ.ศ. 2552 มีจำนวนหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 448 หลักทรัพย์ แต่ละหลักทรัพย์มีความเสี่ยงและผลตอบแทนที่แตกต่างกัน เพื่อให้ นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ เปรียบเทียบ และติดตามผลการดำเนินงานของหุ้นได้ดี และเหมาะสม ตลาดหลักทรัพย์จึงได้จัดแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็นกลุ่ม ๆ ตามประเภทอุตสาหกรรม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

นอกจากการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามประเภทอุตสาหกรรมแล้ว แนวคิดการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมมาก คือการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะ (เช่น ตามขนาด หรือตามมูลค่า) แนวคิดดังกล่าวเป็นผลมาจากการศึกษาของ Fama และ French (1992, 1996) ได้ค้นพบวิธีการจัดกลุ่มตามลักษณะ โดยวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์เป็น หุ้นมูลค่า (value stock) และหุ้นเติบโต (growth stock) โดย หุ้นมูลค่าเป็นหลักทรัพย์ที่มูลค่าของสินทรัพย์สูงกว่าราคาตลาดหรือมีราคาถูกเมื่อเทียบกับพื้นฐานหุ้น ส่วนหุ้นเติบโตซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการเติบโต และมีอัตราผลตอบแทนสูงเมื่อเทียบกับตลาด

ตามวิธีการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตามลักษณะของ Fama และ French (1992, 1996, 1998) เป็นการจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยการเรียงลำดับจากมากไปน้อยตามอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชี/มูลค่าตลาด (book/market ratio) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น/ราคาหุ้น (earning/price ratio) อัตราส่วน

กระแสเงินสดต่อหุ้น/ราคาหุ้น (cash flow/price ratio) โดยหุ้นมูลค่าจะมีอัตราส่วนดังกล่าวสูง และหุ้นเติบโตจะมีอัตราส่วนดังกล่าวต่ำ

การศึกษาจัดกลุ่มหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ พบว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นมูลค่ามีค่าสูงขึ้น และผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นเติบโตมีค่าต่ำลง ทำให้เกิดแนวคิดทฤษฎีการลงทุนว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ควรมีผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงของคุณค่า (value premium) และจากการค้นพบในหลายประเทศ พบว่าผลตอบแทนหุ้นขนาดเล็กมีค่าสูง ทำให้ได้ข้อสรุปว่าผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เสนอขายน่าจะมีผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงจากขนาด (size premium) การค้นพบผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงทั้งสอง ถือว่าเป็นประเด็นสำคัญ และแนวคิดนี้ได้แย้งกับแนวความคิดของ Sharp (1964) และ Lintner (1965) (อ้างอิงใน Fama และ French 1998) ที่คิดว่าผลตอบแทนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความเสี่ยง ตามทฤษฎีแบบจำลองการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (capital asset pricing model (CAPM)) ซึ่งผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะชดเชยให้กับความเสี่ยงเพียงประการเดียว คือ ส่วนที่เกิดจากการชดเชยความเสี่ยงของตลาด (market risk premium)

ที่ผ่านมา Ding และคณะ (2005) ซึ่งได้มีการทดสอบถึงผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงของคุณค่า และขนาด ระหว่างปี 1965 ถึง 1997 ไม่พบปรากฏการณ์นี้ในประเทศไทย แต่พบผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงจากคุณค่าในประเทศฮ่องกง ญี่ปุ่น มาเลเซีย สิงคโปร์ ได้ทุกวัน เช่นเดียวกับที่พบในสหรัฐอเมริกา และประเทศอื่น ๆ

แต่อย่างไรก็ตาม ผลสรุปที่ได้ไม่ชัดเจน ทำให้การวิเคราะห์ผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ ยังคงอ้างอิงทฤษฎี CAPM อยู่ และเป็นไปได้ว่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มของหุ้นมูลค่า จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโตสอดคล้องกับ การศึกษาของ Fama และ French (1992, 1996, 1998); Yen และคณะ (2004); Ding และคณะ (2005) ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงได้สนใจศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนของหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโตสำหรับตลาดหลักทรัพย์ของไทย โดยใช้วิธีการศึกษาเดียวกัน

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นมูลค่า และกลุ่มหุ้นเติบโตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

สามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ ประเมิน เพื่อตัดสินใจลงทุนในกลุ่มหุ้นมูลค่า และกลุ่มหุ้นเติบโตที่จัดเรียงลำดับด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และเรียงลำดับด้วยอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเปรียบเทียบค่าเบต้าของหุ้นทั้งสองกลุ่ม และผลตอบแทนของหุ้นทั้งสองกลุ่ม จากการเรียงลำดับด้วยอัตราส่วนทั้งสอง หากหุ้นกลุ่มใดมีความเสี่ยงน้อยกว่า ก็จะนำลงทุนมากกว่า และหากหุ้นกลุ่มใดให้ผลตอบแทนที่มากกว่าก็นำลงทุนมากกว่า

1.4 สมมุติฐานการศึกษา

การค้นคว้าแบบอิสระครั้งเป็นการทดสอบแนวคิดที่ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีปรากฏการณ์ของผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยงจากคุณค่าหรือไม่ โดยอาศัยการเปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างกลุ่มหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโต จากจัดกลุ่มหุ้นด้วยจำนวนที่เท่ากันในแต่ละปี เปรียบเทียบตลอดระยะเวลาศึกษา

การศึกษานี้มีสมมุติฐานว่า ผลตอบแทนเฉลี่ยระหว่างกลุ่มหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโตมีความแตกต่างกัน และค่าเบต้าระหว่างกลุ่มหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโตมีความแตกต่างกัน

โดยอาศัยหลักการศึกษากลุ่มหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโตของ Fama และ French, (1996 และ 1998) ที่ศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอเมริกา ญี่ปุ่น และประเทศอื่น ๆ โดยนำหุ้นร้อยละ 30 สูงสุด และต่ำสุดหลังจากเรียงลำดับด้วยอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาดมาจัดกลุ่มจัดเป็นหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโต โดยอาศัยหลักการการศึกษาของ Yen และคณะ (2004) ศึกษาในประเทศสิงคโปร์ จัดกลุ่มจัดเป็นหุ้นมูลค่า และหุ้นเติบโตด้วยหุ้นร้อยละ 25 แต่กลับอัตราส่วนกัน และหลักแนวคิดการศึกษาหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโตของ Fama และ French, (1992) ซึ่งศึกษาในหลายประเทศ จัดกลุ่มหุ้นด้วยร้อยละ 10