

การลงทุนและผลตอบแทนการลงทุน แบบ Value Investing ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Investments and Investment Performances of an Value Investing in the Stock Exchange of Thailand

นิเวศน์ เหมวชิรวารากร*

Niwes Hemvachiravarakorn

บทคัดย่อ

กลยุทธ์การลงทุนแบบ Value Investing ในประเทศไทยมีจุดเริ่มต้นในสภาวะทางเศรษฐกิจและตลาดหุ้นที่คล้ายคลึงกับการก่อเกิดของแนวความคิด Value Investing ในสหรัฐ นั่นคือเริ่มในช่วงเวลาหลังการเกิดภาวะวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่และดัชนีตลาดหุ้นตกต่ำลงอย่างมาก ซึ่งทำให้เกิดจำนวนนักลงทุนที่ขาดความเชื่อศรัทธาต่อพื้นฐานของกิจการ หรือที่เรียกกันเป็นต้น Value การศึกษาผลตอบแทนการลงทุนของหุ้น Value ยุดต้นของไทยโดยใช้เงื่อนไขการเลือกหุ้นที่จะถือลงทุนใน 1 ปี ที่มีค่าของราคาหุ้น/กำไรต่อหุ้น ไม่เกิน 10 เท่า ราคาหุ้น/มูลค่าหุ้นทางบัญชี ไม่เกิน 1 เท่า และเป็นผลต่อหุ้น/ราคาหุ้น ไม่ต่ำกว่า 3% โดยจัดหุ้นที่เข้าเงื่อนไขดังกล่าวเป็นพอร์ตโฟลิโอและจัดหุ้นใหม่ทุกปีในช่วงปี 2543-2548 แสดงให้เห็นว่า กลยุทธ์การลงทุนนี้ให้ผลตอบแทนทบต้นเฉลี่ยถึงปีละ 40.11% ในขณะที่ตลาดหุ้นให้ผลตอบแทนเพียงประมาณ 14.82% หรือ Value Stock ให้ผลตอบแทนสูงกว่าถึงปีละ 25.29% ในเวลา 4 ปี ในขณะที่ความเสี่ยงต่ำกว่าด้วย

* ผู้เชี่ยวชาญวิชาการ คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

Abstract

Value investing concept in Thailand got its start in an economic and stock market condition similar to that of the origination of value investment concept in the U.S. that was the period right after a great economic crisis and a stock market crash which resulted in a lot of undervalued or so-called value stocks. This study of an early performance of value stocks in Thailand used 3 criteria in picking stocks, namely, price/earning ratio not over 10, price/book value not over 1, and dividend/price not less than 3% to be invested for 1 year by forming a portfolio of all the said stocks and rebalancing every year during the year 2000-2003. The results show that this strategy give a geometric average return of 40.11% per annum against the market return of approximately 14.82% or value stocks beat the market by 25.29% annually for 4 years while the risk is also lower.

การลงทุนแบบ Value Investment น่าจะเริ่มก่อตัวขึ้นหลังจากภาวะวิกฤติตลาดหุ้นนิวยอร์กในปี 1929 - 1932 ซึ่งดัชนีตลาดตกลงมาถึง 89%¹ ก่อนที่ตลาดหุ้นจะเกิดวิกฤตินั้น การซื้อขายหุ้นของนักลงทุนไม่ได้อิงหลักวิชาการ แต่อาศัยข้อมูลข่าวสาร ข่าวลือ การใช้ข้อมูลภายในหรือแม้แต่การปั่นหุ้น ความเฟื่องฟูของภาวะเศรษฐกิจและองค์ประกอบที่เอื้ออำนวยทำให้การซื้อขายหุ้นคึกคัก และทำให้ดัชนีหุ้นปรับตัวขึ้นไปสูงกว่าที่ควรจะเป็นมากในปี 1929 แต่เมื่อเกิดวิกฤติตลาดหุ้นตกต่ำลงอย่างรุนแรงและทำให้เศรษฐกิจตกต่ำลงไปด้วย ดัชนีหุ้นก็ตกต่ำลงมากเกินความเป็นจริงมากในปี 1932 หุ้นจำนวนมากมีสินทรัพย์สุทธิสูงกว่ามูลค่าตลาดของหุ้นซึ่งในทางทฤษฎีหมายความว่ากิจการจะมีค่ามากขึ้นถ้าเลิกกิจการและคืนเงินให้แก่ผู้ถือหุ้น

ผู้ที่บุกเบิกความคิดเรื่องของการวิเคราะห์หลักทรัพย์และถือว่าเป็นบิดาของ Value Investment ก็คือ เบน เกรแฮม (Ben Graham) และกำเนิดของ Value Investment ที่เป็นทางการน่าจะเริ่มจากการตีพิมพ์หนังสือชื่อ Security Analysis² ซึ่งเขียนโดย เบน เกรแฮม (Ben Graham) และ David Dodd ในปี 1934 หลักการของ Value Investment ถูกย้าให้สมบูรณ์อีกครั้งด้วยหนังสือ Classic ของเบน เกรแฮม อีกเล่มหนึ่งคือ The Intelligent Investor³ ซึ่งตีพิมพ์ในปี 1949

แนวความคิดของ Value Investment เป็นที่ยอมรับกันแพร่หลายในสหรัฐอเมริกา ส่วนหนึ่งมาจากความสำเร็จของนักลงทุนที่ประยุกต์ใช้แนวความคิดนี้ในการลงทุนโดยเฉพาะ วอเรน บัฟเฟตต์ (Warren Buffet) นักลงทุนเอกของโลก หลักการของ Value Investment คือการเน้นวิเคราะห์หามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ (Intrinsic Value) และซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่านั้นมาก โดยมีความเชื่อว่าเป็นที่ต่ำสุดแล้วราคาของหลักทรัพย์จะต้องปรับตัวขึ้นไปที่มูลค่าที่แท้จริงซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดี

หลักการสำคัญ ๆ ที่ เบน เกรแฮม ใช้ก็คือประการแรก การคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงนั้นไม่สามารถที่จะทำได้ถูกต้องร้อยเปอร์เซ็นต์ ดังนั้นนักลงทุนจำเป็นที่จะต้องลงทุนในหุ้นที่มีราคาต่ำกว่า Intrinsic Value มาก หรือมี Margin of Safety สูง เพื่อที่ว่าหากมีอะไรผิดพลาดก็ยังมีส่วนต่างของราคาหรือรองรับอยู่

ประการที่สอง การลงทุนจะต้องกระจายการถือหลักทรัพย์ (Diversify) เพื่อลดความเสี่ยงเฉพาะที่อาจจะเกิดจากการถือหลักทรัพย์น้อยตัว (Specific Risk) ประการที่สามก็คือ การลงทุนนั้นจะต้องพิจารณาในแง่ของตัวกิจการและมูลค่าที่แท้จริงของมัน และอย่าหวั่นไหวกับความผันผวนของราคาหุ้นในตลาดซึ่งอาจจะทำให้นักลงทุนซื้อหรือขายหุ้นผิดเวลา

ในการคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงของกิจการนั้นอาจจะเป็นเพราะช่วงที่หนังสือ Security Analysis ออกขายนั้นตลาดหุ้นอยู่ในช่วงตกต่ำที่ทำให้หุ้นจำนวนมากมีราคาต่ำกว่าทรัพย์สินสุทธิของกิจการ เบน เกรแฮม จึงเน้นไปที่การดูทรัพย์สินสุทธิ เพราะเขาคิดว่าทรัพย์สินสุทธิจะเป็นมูลค่าต่ำสุดที่ราคาหุ้นจะลงไปได้ ดังนั้นเขาจึงเน้นให้เลือกลงทุนในหุ้นที่มีราคาไม่เกิน 2 ใน 3 ของ Net Net Asset Value (สินทรัพย์หมุนเวียน-หนี้สินทั้งหมด) ของบริษัท ซึ่งเป็นวิธีการเลือกหุ้นที่อนุรักษ์นิยมมาก แต่ก็สามารถหาหุ้นที่มีคุณสมบัติดังกล่าวได้ไม่ยากนักในภาวะของตลาดหุ้นในช่วงหลังวิกฤตของสหรัฐ

Value หรือมูลค่ากิจการในความคิดของ เบน เกรแฮม ยังรวมถึงกำไรต่อหุ้นของกิจการเมื่อเปรียบเทียบกับราคาหุ้น เขามองว่าค่า PE หรือราคาหุ้นเมื่อเทียบกับกำไรต่อหุ้นนั้นไม่ควรจะสูงเกินไป เฉพาะอย่างยิ่งก็คือราคาหุ้นที่ถูกและน่าเลือกลงทุนควรมีค่า PE ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหรือค่า PE เฉลี่ยในอดีตของตนเองและไม่ว่าในกรณีใดเขาจะไม่สนใจลงทุนหากค่า PE สูงถึงจุดหนึ่งซึ่งเขาถือว่าเป็นเพดานที่ราคาหุ้นจะขึ้นไปไม่ได้ ในขณะที่เขามองว่ามูลค่าทรัพย์สินสุทธิของบริษัทคือพื้นที่ราคาหุ้นไม่ควรตกต่ำไปกว่านั้น

บั้นผลเป็น Value ของกิจการที่ เบน เกรแฮม เห็นว่าเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่จะดูแลผู้ถือหุ้นที่สำคัญที่สุด โดยจะต้องจ่ายปันผลในระดับที่เหมาะสมเมื่อเทียบกับกำไรของบริษัทและมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ แต่เขาไม่ได้สนับสนุนการจ่ายปันผลในอัตราที่สูง เมื่อเทียบกับกำไร เพราะนั่นอาจจะทำให้การเจริญเติบโตของกิจการถดถอยลงถ้ากิจการมีความจำเป็นต้องใช้เงินในการขยายงาน

สิ่งที่ เบน เกรแฮม ไม่ได้ให้ความสนใจนักก็คือการหามูลค่าที่แท้จริงจากการพิจารณาประเด็นที่เป็นเรื่องของคุณภาพของกิจการหรือผู้บริหาร (Qualitative Analysis) เพราะเขาถือว่าเป็นเรื่องยากที่จะวิเคราะห์ และเขาคิดว่าประเด็นเรื่องคุณภาพ

น่าจะสะท้อนออกมาเป็นตัวเลขของผลการดำเนินงาน สถานะการเงินและอื่น ๆ ที่วัดได้เป็นตัวเลข นอกจากนั้นเขายังไม่สนใจที่จะประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทด้วย เพราะเขาเห็นว่ามีความไม่แน่นอนสูง เขาเชื่อในผลการดำเนินงานที่ผ่านมาย้อนหลังไปหลาย ๆ ปีและหาค่าเฉลี่ยซึ่งจะมีความมั่นคงและแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริงได้ดีกว่า

กลยุทธ์การลงทุนแบบ Value Investing ได้รับการทดสอบมากมายในตลาดหุ้นสหรัฐและผลชี้ว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่าโดยอิงจากการซื้อหุ้นที่มีค่าของราคาเมื่อเทียบกับสินทรัพย์สุทธิทางบัญชี (PB Ratio) ต่ำ หรือหุ้นที่มีราคาเทียบกับกำไรต่อหุ้น (PE Ratio) ต่ำ และหุ้นที่มีค่าปันผลเมื่อเทียบกับราคาหุ้น (Dividend Yield) สูง มักจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์⁵

ในประเทศไทย การลงทุนแบบ Value Investment น่าจะเริ่มหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจและตลาดหุ้นในปี 2540 ซึ่งมีการลดค่าเงินบาทและดัชนีตลาดหุ้นตกต่ำติดต่อกันมาหลายปีโดยที่ดัชนีหุ้นสูงสุดเกิดในปี 2536 และต่ำสุดในปี 2541 ซึ่งเป็นการตกลงมาประมาณ 89% และทำให้ดัชนีหุ้นที่เคยขึ้นไปสูงเกินปัจจัยพื้นฐานเนื่องจากการเก็งกำไรและภาวะเศรษฐกิจการเงินที่เอื้ออำนวยในช่วงก่อนปี 2536 แต่หลังจากปี 2541 หุ้นกลับมีราคาที่ต่ำเกินกว่าความเป็นจริงโดยมีค่า PE ของตลาดประมาณ 5 - 7 เท่า และค่า PB ประมาณหนึ่งเท่า หุ้นจำนวนมากซื้อขายกันในราคาต่ำกว่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัท

ในปี 2542 หนังสือเรื่อง "ตีแตก"⁶ ของผู้เขียนซึ่งเป็นหนังสือเล่มแรก ๆ ในประเทศไทยที่เสนอการลงทุนในแบบ Value Investing ในตลาดหุ้นไทยได้ถูกตีพิมพ์ขึ้นและก่อให้เกิดความสนใจในการลงทุนแบบเน้นคุณค่าขึ้นในหมู่นักลงทุนโดยเฉพาะที่ประสบกับความเสียหายจากการลงทุนในหุ้นเก็งกำไรในช่วงวิกฤต และนักลงทุนรายใหม่ ๆ ที่เริ่มเข้าสู่ตลาด ผลการลงทุนของนักลงทุนที่เน้นแนว Value Investment คงจะน่าพอใจหรือความคิดในการลงทุน "แนวใหม่" ที่มีเหตุผลและเป็นหลักวิชาที่เรียนรู้ได้ทำให้จำนวนนักลงทุนที่สนใจมีมากขึ้นและขยายตัวขึ้นพร้อม ๆ กับภาวะตลาดที่เริ่มฟื้นตัวซึ่งทำให้เกิดความคึกคักในตลาดหุ้น เหล่านี้ทำให้แนวความคิดของ Value Investment ขยายตัวกว้างขวางออกไป คอลัมน์รายสัปดาห์ในหนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ "โลกในมุมมองของ Value Investor" ของผู้เขียนเริ่มปรากฏขึ้นในปี

2543 และได้รับความนิยม เช่นเดียวกับหนังสือแนว Value เช่น “กลยุทธ์หุ้นผ่านทองคำ” ของ เทพ รุ่งชนาภิรมย์⁷ ในด้านของ Website ก็มี Web การลงทุน เช่น Thavalueinvestor.com ซึ่งเน้นการลงทุนแบบ Value Investment เป็นหลัก

เพื่อที่จะพิสูจน์ว่าการลงทุนแบบ Value Investing นั้นสามารถที่จะเอาชนะตลาดได้โดยเฉพาะในช่วงที่ภาวะตลาดหุ้นตกต่ำ การศึกษานี้ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ Value Investing ในรูปแบบของ เบน เกรแฮม ช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่สิ้นปี 2542 ถึงสิ้นปี 2546 เป็นเวลา 4 ปี การเลือกช่วงเวลานี้ก็เพื่อให้สอดคล้องกับการเผยแพร่การลงทุนแบบ Value Investing ในประเทศไทยที่เริ่มขึ้นอย่างจริงจังหลังจากการออกจำหน่ายของหนังสือ “ตีแตก” ในปี 2542

วิธีการเลือกหุ้นเพื่อจัดเป็นพอร์ตโฟลิโอหุ้น Value Stock ใช้เงื่อนไข 3 ข้อประกอบกัน โดยดูจากข้อมูลเมื่อสิ้นปีในแต่ละปีคือ เลือกหุ้นที่มี PB Ratio⁸ ไม่เกิน 1 เท่าซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่อนุรักษ์นิยม นั่นคือราคาหุ้นไม่เกินกว่า Net Assets Value เงื่อนไขข้อที่สองคือ PE Ratio¹⁰ ไม่เกิน 10 เท่า ซึ่งเท่ากับผลกำไรต่อเงินลงทุน (EP Ratio) ที่อัตรา 10% ต่อปีเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ 1% ต่อปีในปัจจุบันและไม่เกิน 5% ในช่วง 4 - 5 ปีที่ผ่านมา และเงื่อนไขข้อที่สามก็คือ Dividend Yield¹¹ หรือผลตอบแทนจากปันผลไม่ต่ำกว่า 3% ต่อปีซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของตลาดและสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคาร หากหุ้นตัวใดเข้าข่ายดังกล่าวทั้ง 3 ข้อซึ่งถือว่าเป็นหุ้น Value Stock ก็จะถูกเลือกซื้อเข้าอยู่ในพอร์ตโฟลิโอและถือลงทุนไปเป็นเวลา 1 ปี เมื่อครบหนึ่งปีก็จะขายหุ้นทั้งหมดและเลือกหุ้นใหม่ที่เข้าข่ายดังกล่าวและถือไปจนครบ 1 ปี เช่นเดียวกัน โดยการเลือกดังกล่าวหุ้นบางตัวเข้าข่ายที่เป็นหุ้น Value ทั้ง 4 ปี ซึ่งจะถูกลูกเลือกเข้าในพอร์ตโฟลิโอทุกปี บางตัวก็เข้าข่ายบางปีและบางตัวก็ไม่เข้าข่ายเลย ดังนั้นจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอในแต่ละปีจะแตกต่างกันไป แต่จำนวนเงินลงทุนในหุ้นแต่ละตัวกำหนดให้เท่ากัน

ผลของการศึกษาพบว่าหุ้นที่ถูกเลือกเข้าพอร์ตในวันสิ้นปี 2542 มีจำนวน 47 บริษัท ปี 2543 มี 74 บริษัท ปี 2544 มี 74 บริษัทเช่นเดียวกัน และปี 2545 เท่ากับ 59 บริษัท ข้อสังเกตที่น่าสนใจก็คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีหุ้นถูกเลือกเข้ามาอยู่ในพอร์ตอย่างน้อย 1 ปี ที่มีจำนวนมากมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมที่อาจเรียกว่าเป็นกลุ่ม Sunset Industry หรือกลุ่มที่โตช้าและไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุนมอง

จากสภาพคล่องของการซื้อขายที่ค่อนข้างต่ำ ตัวอย่างเช่น กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร ซึ่งมีหุ้นที่ถูกเลือกอย่างน้อย 1 ปี จำนวน 13 บริษัท หุ้นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ถูกเลือกจำนวน 9 บริษัท หุ้นประกันภัยและประกันชีวิตถูกเลือก 14 บริษัท และ หุ้นในกลุ่มสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่มซึ่งถูกเลือกมากที่สุดถึง 17 บริษัท ในขณะที่หุ้นหลัก ๆ อย่างน้อย 3 กลุ่มไม่ถูกเลือกเลยคือ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ซึ่งส่วนหนึ่งอาจจะเนื่องจากกิจการไม่ได้จ่ายปันผลหลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจซึ่งทำให้มีขาดทุนสะสมจำนวนมาก หุ้นกลุ่มสื่อสารและบันเทิงและสินค้านานการซึ่งอาจจะเป็นเพราะราคาหุ้นที่ค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าทางบัญชีหรือกำไรต่อหุ้น¹²

ตารางสรุปผลตอบแทนการลงทุนแบบ Value Investing เทียบกับผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์

ปีที่ลงทุน	จำนวนหุ้นในพอร์ต Value	ผลตอบแทนของพอร์ต Value (%)	ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (%)	ผลต่างระหว่างผลตอบแทนของพอร์ต Value กับตลาด(%)
2543	47	23.91	-42.34	66.25
2544	74	43.81	14.98	28.83
2545	74	32.57	20.02	12.55
2546	59	63.13	118.40	-55.27
	เฉลี่ย 4 ปี	40.86	27.77	13.09
	เฉลี่ยแบบทบต้น 4 ปี	40.11	14.82	25.29
เงิน 1 ล้านบาทในวันสิ้นปี 42 จะกลายเป็นเงินในวันสิ้นปี 46 เท่ากับ (บาท)		3,853,670	1,737,814	2,115,856
ความแตกต่างของผลตอบแทนการลงทุนสูงสุดกับต่ำสุด (%)		39.22	160.74	

ผลตอบแทนการลงทุนในปี 2543 ของพอร์ตของ Value Stock เท่ากับประมาณ 23.91% เทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่ประมาณ -42.34% หรือผลตอบแทนของพอร์ต เทือกกว่าถึง 66.25% ปี 2544 ผลตอบแทนของ Value Stock เท่ากับ 43.81% เทียบกับตลาดที่ 14.98% หรือเหนือกว่าตลาด 28.83% ปี 2545 พอร์ต Value Stock ให้ผลตอบแทน 32.57% ตลาดให้ผลตอบแทน 20.02% หรือ Value Stock เหนือกว่า 12.55% และปีสุดท้ายคือปี 2546 พอร์ต Value Stock ให้ผลตอบแทน 63.13% แต่ตลาดหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทน 118.4% ซึ่งทำให้ตลาดหลักทรัพย์ชนะ 55.27% โดยเฉลี่ยในช่วง 4 ปี ผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอของหุ้น Value Stock ให้ผลตอบแทนเหนือตลาดปีละประมาณ 13.09%

ถ้าสมมติให้เริ่มการลงทุนในสิ้นปี 2542 และลงทุนทบต้นในเงินทั้งหมดที่ได้ในแต่ละปี เมื่อถึงสิ้นปี 2546 เงิน 1 ล้านบาทที่ลงในพอร์ตโฟลิโอของหุ้น Value Stock จะกลายเป็นเงิน 3,853,670 บาท หรือเฉลี่ยให้ผลตอบแทนทบต้นปีละ 40.11% ในขณะที่การลงทุนในตลาดหุ้นเงิน 1 ล้านบาทจะกลายเป็นเงินเพียง 1,737,814.00 บาท หรือให้ผลตอบแทนทบต้นเฉลี่ยปีละเพียง 14.82% หรือต่ำกว่าถึงปีละ 25.29% มองในด้านของความเสี่ยง การลงทุนในหุ้น Value Stock มีความเสี่ยงต่ำกว่าความเสี่ยงของผลตอบแทนของตลาดคือในช่วง 4 ปี ไม่มีขาดทุนเลยและผลตอบแทนก็แตกต่างกันน้อยกว่าคือผลตอบแทนต่ำสุดเท่ากับ 23.91% และผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 63.13% หรือต่างกัน 39.22% ในขณะที่ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีการขาดทุนถึง 42.34% ในปี 2543 และกำไรสูงสุดถึง 118.4% ในปี 2546 ความแตกต่างของผลตอบแทนสูงถึง 160.74%

ข้อจำกัดของการลงทุนในหุ้น Value Stock ก็คือ หุ้นจำนวนมากมีสภาพคล่องค่อนข้างต่ำและมีขนาดเล็ก ซึ่งทำให้การซื้อขายหุ้นในเวลาที่กำหนดอาจทำไม่ได้ หรือหากทำได้ก็อาจทำให้ราคาเปลี่ยนแปลงไปจากราคาปิดที่ปรากฏอยู่ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ได้จากการศึกษา ซึ่งอาจทำให้ผลสรุปเปลี่ยนแปลงไป

เพื่อที่จะให้เห็นภาพของการลงทุนแบบ Value Investment ชัดเจนขึ้น ก็ควรจะมีการศึกษาเกี่ยวกับสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น Value Stock และกำหนดเงื่อนไขการลงทุนเพิ่มเติม นั่นคือ นอกจากเงื่อนไขต่าง ๆ ดังกล่าวแล้ว

ควรกำหนดว่าหุ้นจะต้องมีสภาพคล่องในระดับที่เพียงพอต่อการคัดเลือกเข้ามาในพอร์ตโฟลิโอ ซึ่งจะช่วยให้กลยุทธ์การลงทุนมีความเป็นไปได้สูงในทางปฏิบัติอย่างแท้จริง

ข้อสรุปของการศึกษานี้ก็คือ การลงทุน แบบ Value Investment ในตลาดหุ้นไทยมีจุดเริ่มในช่วงเวลาที่คล้ายคลึงกับจุดเริ่มของการลงทุนแบบ Value Investment ในสหรัฐคือเริ่มหลังจากเกิดภาวะวิกฤติรุนแรงในตลาดหุ้นที่ทำให้หุ้นซึ่งก่อนเกิดวิกฤติมีราคาแพงเกินพื้นฐานมากตกต่ำลงมาจนหุ้นมีราคาต่ำกว่าพื้นฐานมหาศาล ซึ่งทำให้เกิดโอกาสในการลงทุนที่จะทำให้อาจได้ผลตอบแทนที่ดีโดยการเลือกหุ้นที่มีราคาต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าที่แท้จริงหรือ Intrinsic Value ซึ่งอาจวัดได้จากค่า PB, PE และ Dividend Yield โดยการกำหนดเงื่อนไขการลงทุนในหุ้นที่มีค่า PB ไม่เกิน 1 เท่า PE ไม่เกิน 10 เท่า และ Dividend Yield ไม่ต่ำกว่า 3% ซึ่งเป็นเงื่อนไขที่อนุรักษ์นิยมในการเลือกหุ้นที่มีราคาต่ำกว่าพื้นฐาน และเลือกหุ้นเข้าในพอร์ตโฟลิโอด้วยเม็ดเงินเท่า ๆ กันสำหรับหุ้นแต่ละตัว การลงทุนในช่วง 4 ปี ตั้งแต่ปี 2543 - 2546 ให้ผลตอบแทนทบต้นถึงปีละ 40.11% โดยเฉลี่ย ในขณะที่ผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนเพียงปีละ 14.82% โดยที่ความเสี่ยงในการลงทุนแบบ Value Investing ต่ำกว่าด้วย และด้วยเหตุผลดังกล่าวผู้เขียนเชื่อว่าการลงทุนแบบ Value Investing ในตลาดหุ้นไทยน่าจะเป็นที่นิยมมากขึ้น และจะกลายเป็นรูปแบบการลงทุนหลักต่อไปในอนาคตอย่างที่เกิดขึ้นในตลาดสหรัฐ อย่างไรก็ตามคงจะต้องอาศัยเวลาที่ยาวนานเนื่องจากหุ้นที่เป็น Value Stock ส่วนมากยังเป็นหุ้นที่มีขนาดเล็กและสภาพคล่องในการซื้อขายต่ำซึ่งเป็นข้อจำกัดของนักลงทุนหลาย ๆ กลุ่มในการที่จะเข้ามาลงทุน

เชิงอรรถ

¹John Rothchild, **the Bear Book** John Wiley & Son, Newyork, 1998 หน้า 2.

²Benjamin Graham and David L. Dodd, **Security Analysis** Mcgraw-Hill. 1934

³Benjamin Graham, **Intelligent Investor**, 4th ed. Harper & Row, 1973

⁴Robert G. Hagstrom, Jr., **the Warren Buffett Way** John Wiley & Son, 1994

⁵Jeremy J. Siegel, **Stock for the Long Run** Richard D. Irwin, 1994 หน้า 87-94

⁶นิเวศน์ เหมวชิรวรากร, **ตีแตก** ซีเอ็ดดูเคชั่น จำกัด มหาชน, 2542

⁷เทพ รุ่งธนาภิรมย์, **กลยุทธ์หุ้นผ่านทองคำ** ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546

⁸ข้อมูลจากสรุปข้อเสนหตคบริษหตทะเลเบียงน 2546 แฟมิลีโนฮาว จำกัด, นิวส์อินเตอร์เน็ตพับลิซซิง จำกัด, 2547 และจาก **Thailand Company Handbook** the Brooker Group Public Company Limited, 2004

⁹PB Ratio = ราคาปิดของหุ้น/มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นในระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี

¹⁰PB Ratio = ราคาปิดของหุ้น/กำไรสุทธิต่อหุ้นในระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี

¹¹Dividend Yield = เงินปันผลต่อหุ้นในระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี/ราคาปิดของหุ้น

¹²รายละเอียดหุ้นที่ถูกเลือกลงทุนในพอร์ตโฟลิโอ หากต้องการขอได้จากผู้เขียน