



การลงทุนแบบเน้นคุณค่าในประเทศไทย ประเด็นของจำนวนหุ้นและระยะเวลาการถือครองที่เหมาะสม Value Investment in Thailand: Optimal Number of Stocks and Holding Period

รศ.ดร.ไพบุณย์ เสรีวิวัฒนา* **

Paiboon Sareewiwatthana, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาการลงทุนแบบเน้นคุณค่าในประเทศไทยโดยมุ่งไปในประเด็นของจำนวนหุ้นและระยะเวลาที่ถือครองที่เหมาะสม ซึ่งที่ผ่านมา การศึกษาถึงผลสำเร็จของการลงทุนแบบเน้นคุณค่านี้มีจำนวนไม่น้อย ทั้งในต่างประเทศและประเทศไทย แต่การศึกษาถึงระยะเวลาการถือครองและจำนวนหุ้นยังมีไม่มากนัก งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ครอบคลุมระยะเวลาปี ค.ศ. 2002-2012 ทำการคัดเลือกหุ้นเพื่อการลงทุนด้วยตัวเลขราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ทุกต้นเดือนมีนาคมของปี ค.ศ. 2002-2008 พบว่าจำนวนหุ้นที่จะให้ผลตอบแทนสูงสุดอยู่ที่ 10-20 หุ้น และระยะเวลาการลงทุนควรมากกว่า 1 เดือน โดยระยะเวลาที่ดีที่สุดคือ 12-24 เดือน

Abstract

This research studies the concept of value investment in Thailand with regards to the optimal number of stocks and the length of time to hold. In the past, a number of researches have provided conclusions that value investing can yield superior returns over the average market, both locally in Thailand and internationally. However, there are few researches that suggest the optimal number of stocks and holding period. So far, there have been no such studies in Thailand. Employing data from the Securities Exchange of Thailand and the Market for Alternation Investment, this study selects stocks for investment using low P/E as a screening tool. The empirical evidences show that during 2002-2012 the optimal number of stocks to invest should be 10-20 stocks. Furthermore, the optimal holding period should be longer than one month. While the highest returns can be obtained from 12-24 months holding periods.

* รองศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

** ผู้เขียนขอขอบคุณคุณคุณจิรันต์ วิชาวัฒนา ที่ช่วยเหลือในการเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการวิเคราะห์ผลที่ใช้ในการศึกษา



1. บทนำ

การลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investment) หรือเรียกกันว่า VI (วีไอ) นั้น เป็นแนวทางการลงทุนที่เน้นการคัดเลือกหุ้น ด้วยการศึกษาค้นคว้าข้อมูลเกี่ยวกับกิจการและประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นที่จะลงทุน ทำการเปรียบเทียบมูลค่าที่ประเมินได้ หรือเรียกว่า มูลค่าที่ควรจะเป็น (Intrinsic value) กับราคาหุ้นในปัจจุบัน หากพบว่าราคาต่ำกว่ามูลค่าอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเรียกว่ามีส่วนเพื่อความปลอดภัย (Margin of Safety) ก็จะตัดสินใจลงทุน และถือไว้จนกว่าราคาหุ้นจะสะท้อนมูลค่าที่ควรจะเป็น จึงขายทำกำไร

ผู้ริเริ่มแนวทางของการลงทุนแบบเน้นคุณค่าคือ Benjamin Graham และต่อมาผู้ที่นำไปใช้อย่างได้ผลและเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางในโลกการลงทุนยุคปัจจุบันในระดับนานาชาติคือ Warren Buffett ซึ่งบริหารจัดการการลงทุนด้วยวิธีการลงทุนแบบเน้นคุณค่าและสร้างผลตอบแทนที่มีสูงกว่าเกณฑ์เฉลี่ยตามปกติ ซึ่งเป็นเหตุผลและหลักฐานอย่างหนึ่งของการแสดงว่าตลาดทุนอาจจะไม่ได้มีประสิทธิภาพ (หมายเหตุ Efficient Market) และส่งผลต่อเนื่องถึงทฤษฎีการลงทุนอีกหลายแนวคิดที่พัฒนาอยู่บนพื้นฐานของ Efficient Market เช่น ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model หรือที่รู้จักและนำผลลัพธ์มาใช้กันอย่างกว้างขวางในรูปของตัววัดความเสี่ยงที่ไม่สามารถกระจายให้ลดลงได้ ที่เรียกว่า Beta

วิธีการคัดเลือกหุ้นเพื่อการลงทุนตามแนวความคิดของการลงทุนแบบเน้นคุณค่าที่ใช้กันโดยทั่วไปนั้น จะคัดเลือกหุ้นด้วยการพิจารณาปัจจัยพื้นฐานของกิจการที่ทำการวิเคราะห์ อาทิเช่น ตัวเลขทางการเงินต่างๆ ที่เกิดขึ้นแล้ว เช่น

- อัตราส่วนของราคาหารด้วยกำไรต่อหุ้น (Price/Earnings Ratio-P/E)
- อัตราส่วนของราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price/Book Value-P/B)
- อัตราส่วนของกำไรต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Return on Equity-ROE)
- อัตราส่วนของผลตอบแทนในรูปเงินปันผลต่อราคา (Dividend Yield)
- และอัตราส่วนทางการเงินอีกหลายอย่าง มีการนำเอาตัววัดความเสี่ยง และอัตราการเติบโต

มาประกอบการวิเคราะห์

นอกจากนั้น มีการปรับเปลี่ยนวิธีการเพื่อเสริมการคัดเลือกให้สามารถส่งผลได้ดีขึ้นอีกหลายๆ วิธี ทั้งการประยุกต์เพื่อใช้ตัวเลขทางการเงินหลายตัวสร้างเป็นสูตรสำเร็จเพื่อใช้คัดเลือกหุ้น อาทิเช่น สูตรมหัศจรรย์ของ Greenblatt (Greenblatt's Magic Formula) ที่ใช้วิธีเรียงลำดับจากการคัดเลือกหุ้นด้วยผลรวมตัวเลขทางการเงิน 2 ตัว และเลือกหุ้นที่ให้คะแนนดีที่สุด หรือสูตรสำเร็จของ Piotroski ซึ่งรวมเอาอัตราส่วนทางการเงินหลายๆ ตัว สร้างเป็นสูตรสำเร็จในการคัดกรองหุ้น นอกจากนี้ ยังมีวิธีการรวมเอาอัตราการเติบโตของกำไรเข้าไปในสูตรของการคัดเลือกหุ้น เช่น การคำนวณหากำไรต่อหุ้นหารด้วยอัตราการเติบโต (Price-Earnings/Growth-PEG) หรืออีกหลายๆ รูปแบบ

แนวคิดและกลยุทธ์ในการเลือกหุ้นตามแนววีไอ นั้น ได้มีการศึกษาและทดสอบในรูปแบบของการทดลองย้อนหลังด้วยข้อมูลจริง (Empirical Tests) ในประเทศต่างๆ ทั่วโลก รวมทั้งประเทศไทย และส่วนใหญ่พบว่าแนวทางการลงทุนแบบวีไอ สามารถสร้างผลตอบแทนหลังการปรับความเสี่ยงได้สูงกว่าตลาดหุ้นโดยรวม

และทำได้อย่างสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม การศึกษาส่วนใหญ่จะดำเนินการด้วยการคัดเลือกหุ้น และสร้างเป็นพอร์ตโฟลิโอของหุ้น 20-30 หุ้น ซึ่งเชื่อกันว่าจำนวนหุ้นนี้ เมื่อถือรวมกัน จะสามารถทำให้พอร์ตโฟลิโอของการลงทุนมีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) น้อยที่สุด และใช้ระยะเวลาถือครองหุ้นมีกำหนด 1 ปี โดยเริ่มคัดเลือกหุ้นและลงทุนตอนต้นปีและขายตอนปลายปี แล้วพิจารณาว่าผลตอบแทนดีหรือแย่กว่าตลาดโดยรวม แต่ทั้งนี้ยังมีการศึกษาน้อยมากที่จะศึกษาเพิ่มเติมว่า การคัดเลือกหุ้นเพื่อการลงทุนนั้น จำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอควรมีจำนวนเท่าไร และระยะเวลาในการถือครองควรจะเป็นกี่ปี โดยเฉพาะอย่างยิ่งการในประเทศไทย

การศึกษานี้จะทำการทดสอบแนวทางการลงทุนแบบเน้นคุณค่าในประเทศไทย ว่าหากใช้วิธีการเลือกหุ้นในแนวทางวีไอ ด้วยการคัดเลือกหุ้นด้วยอัตราส่วน P/E ซึ่งได้มีการทดสอบแล้วว่าคัดเลือกหุ้นเพื่อการลงทุนได้ดีที่สุดสำหรับตลาดหุ้นในประเทศไทย (หมายเหตุ 1.) และสร้างเป็นพอร์ตโฟลิโอแล้ว จำนวนหุ้นเท่าไรที่ควรเลือกเข้ามาลงทุน และควรมีการถือครองหุ้นนานเท่าไร จึงจะให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุด

การศึกษานี้แบ่งส่วนต่างๆ ออกเป็น 5 ส่วน ส่วนที่ 1 คือบทนำ ส่วนที่ 2 คือการทบทวนวรรณกรรมผลงานทางวิชาการที่มีการศึกษาถึงการลงทุนเน้นคุณค่าและทฤษฎีแนวคิดต่างๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งในต่างประเทศและประเทศไทย ส่วนที่ 3 จะนำเสนอถึงที่มาของข้อมูลและวิธีการวิจัยที่ใช้ในการศึกษานี้ ตามมาด้วยส่วนที่ 4 ซึ่งเป็นผลของการศึกษาและการอธิบายผล และในส่วนสุดท้ายส่วนที่ 5 จะเป็นการนำเสนอผลสรุป ความหมายและการประยุกต์ใช้ผลจากการศึกษา รวมทั้งอภิปรายถึงข้อจำกัดต่างๆ ที่มีในการศึกษานี้



2. ทบทวนวรรณกรรม

การวิจัยทางวิชาการในการลงทุนจำนวนมากแสดงให้เห็นว่า การลงทุนแบบเน้นคุณค่าสามารถใช้คัดเลือกหุ้นเพื่อการลงทุนและให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนปกติหลังปรับความเสี่ยง รวมทั้งหุ้นในแนววิโอ ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นเดบิต งานวิจัยยุคแรกๆ เริ่มโดย Graham [1] แสดงให้เห็นว่า การเลือกหุ้นด้วยวิธีการที่กำหนดไว้หลายๆ วิธี จะสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติได้ Basu (1977) [2] แสดงให้เห็นว่าหุ้นที่มีอัตรา P/E ต่ำในตลาดหุ้นนิวยอร์ก ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า หุ้นที่มี P/E สูงอย่างมีนัยสำคัญหลังปรับความเสี่ยง Plaistowe and Knight (1987) [3] แสดงหลักฐานจากการศึกษาว่า P/B สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการเลือกหุ้นแบบวิโอ และหุ้นที่มี P/B ต่ำจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นที่ P/B สูงระหว่างปี 1073-1980 ในตลาดหลักทรัพย์โจฮันเนสเบิร์ก Fama and French [4] ทำการศึกษาด้วยการใช้วิธีการเลือกหุ้นหลายวิธีตามแนวทางวิโอและพบว่า ในเกือบทุกประเทศที่ทำการศึกษา หุ้นแนววิโอให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นเดบิตภายใต้การปรับระดับความเสี่ยงแล้ว Piotroski [5] ศึกษาการเลือกหุ้นจากดัชนีที่นำข้อมูลจากงบการเงินเพื่อใช้เลือกหุ้นลงทุน พบว่ามีอัตราส่วนทางการเงิน 9 ตัวที่รวมเป็นดัชนีแล้ว จะสามารถเลือกหุ้นและให้ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราเฉลี่ย Chan, Hamao and Lakonishok. [6] พบว่า Book to Market, Earnings to Price, and Cash Flow to Price ratios ในตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีโอกาสสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่า Greenblatt [7] ทำการศึกษาและพบว่า วิธีการคัดเลือกหุ้นที่ปรับจากการใช้อัตราผลตอบแทนต่อเงินทุน (Return on Capital) และอัตราส่วนของกำไรต่อมูลค่ากิจการ (EBIT to Enterprise Value) จะสามารถให้ผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ย

สำหรับการวิจัยถึงระยะเวลาการถือครองหุ้นที่น่าจะให้ผลตอบแทนสูงสุดนั้น Constantinides [8] พบความสัมพันธ์ในทางเดียวกันระหว่าง Transaction costs กับระยะเวลาการถือครองหุ้น Rousseau and P. van Rensburg [9] ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวิธีการเลือกหุ้นกับระยะเวลาการถือครองในตลาดหุ้นโจฮันเนสเบิร์ก ระหว่างปี 1982-1998 และสรุปได้ว่า การลงทุนในระยะเวลาที่ยาวจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า O'Shaughnessy [10] ได้ทดสอบกลยุทธ์ของการลงทุนแบบเน้นคุณค่าเทียบกับการลงทุนในหุ้นเดบิตระหว่างปี 1965-2003 ในสหรัฐอเมริกา พบว่าโดยเฉลี่ยแล้ว การถือครองหุ้นด้วยระยะเวลา 12 เดือน ให้ผลตอบแทนสูงสุด ส่วน Alles and Haria [11] เปรียบเทียบการถือครองหุ้น 1 3 5 10 และ 15 ปี ในตลาดหุ้นออสเตรเลีย พบว่า ระยะเวลาการถือครอง 1 ปีให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด Marsonoand and Sinaga [12] ทำการศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้น 15 หุ้น ที่สภาพคล่องสูงสุดในประเทศอินโดนีเซีย โดยการถือครอง 1 4 และ 12 สัปดาห์ และพบว่าผลตอบแทนจะเพิ่มมากขึ้นเมื่อระยะเวลาการถือครองเพิ่มขึ้น ขณะที่ Bennyhoff (2009) [13] ใช้ข้อมูลของหุ้นในสหรัฐอเมริกาในระหว่างปี 1926-2007 และพบเช่นเดียวกันว่าผลตอบแทนเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้นตามระยะเวลาการถือครองหุ้น และความเสี่ยงที่วัดด้วยความเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ก็ลดลงด้วย อย่างไรก็ตาม Leivo and Pätäri [14] ศึกษาผลกระทบของระยะเวลาในการถือครองในตลาดหุ้นฟินแลนด์ และพบว่าระหว่างปี 1993-2008 การถือครองหุ้น 5 ปี จะให้ผลตอบแทนสูงสุด Choi and Mukherji (2010) [15] ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของหุ้นในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1926-2007 โดยทำการ



แบ่งระยะเวลาการถือครองหุ้นออกเป็น 3 ช่วงคือ ระยะสั้น (1 ปี) ระยะกลาง (5 ปี) และระยะยาว (10 ปี) และพบว่านักลงทุนต้องยอมรับความเสี่ยงที่มากขึ้นหากต้องการรักษาระดับผลตอบแทนไว้ในระยะยาว ในขณะที่ Anginer [16] พบว่าสำหรับนักลงทุนที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญ Transaction Costs จะส่งผลกระทบต่อระยะเวลาการถือครองหุ้น ซึ่งจะตรงกันข้ามกันสำหรับนักลงทุนที่ไม่มีผู้เชี่ยวชาญ

สำหรับการศึกษาในประเทศไทยนั้น Supattarakul and Jongjaroenkamol [17] พบว่าความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในอนาคตกับอัตราส่วนของราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/B) และอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตกับอัตราส่วนของราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) Sareewiwatthana [18] พบว่าในระหว่างปี 1996-2010 อัตราส่วน 3 ตัวคือ P/E P/B ROE เมื่อใช้ร่วมกันในการเลือกหุ้น จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราเฉลี่ย Manesilasan [19] และ Sareewiwatthana [20] และแสดงให้เห็นว่า ในระหว่างปี 1996-2010 และ 1999-2010 อัตราส่วนของ P/E ทหารด้วยอัตราการเติบโต หรือที่รู้จักกันในนามของ PEG สามารถใช้เลือกหุ้นและให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราเฉลี่ย และ Panyagometh [21] แสดงให้เห็นว่า ทฤษฎีการบริหารพอร์ตโฟลิโอยุคใหม่สามารถใช้ร่วมกับแนวคิดของการลงทุนแบบวีไอ และให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราเฉลี่ย Sareewiwatthana [22] ทำการศึกษาและพบว่าระหว่างปี 2002-2012 การเลือกหุ้นด้วย P/E PEG PERG (PEG ปรับด้วยค่าความเสี่ยง) สามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราเฉลี่ย โดย P/E ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด

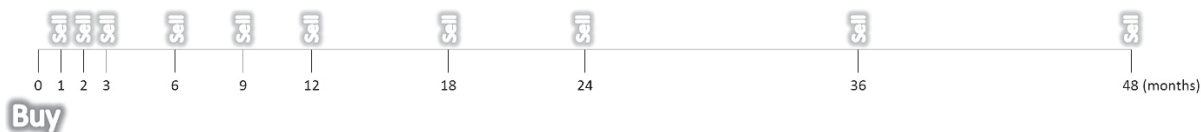
3. วิธีการทำการศึกษาและข้อมูลที่ใช้

เพื่อทำการศึกษาว่า ควรลงทุนแนวทางการลงทุนแบบเน้นคุณค่าหรือวีไอด้วยจำนวนเท่าไรและระยะเวลาในการถือครองหุ้นนานแค่ไหนจึงจะให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากการลงทุนในหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ MAI รวมทั้งข้อมูลผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ในระหว่างปี ค.ศ. 2002-2012 โดยมีวิธีการในการคัดเลือกหุ้นเพื่อการลงทุน ดังนี้

1. เลือกหุ้นเพื่อการลงทุนโดยใช้อัตราส่วนของราคาต่อกำไรต่อหุ้น -P/E ในการคัดเลือกหุ้น (หมายเหตุ 1.) โดย $P/E = \text{ราคาหุ้น} / \text{กำไรต่อหุ้นในปีที่ผ่านมา}$
2. ทำการคัดเลือกหุ้นที่มีตัวเลข P/E ต่ำสุดแต่มากกว่า 0 เรียงลำดับขึ้นไปหาอัตรา P/E ที่สูงขึ้น โดยการใช้ราคาหุ้น ณ วันสิ้นเดือนกุมภาพันธ์ของแต่ละปี ทหารด้วยกำไรต่อหุ้นในปีก่อนหน้านั้น ทั้งนี้เพราะตามระเบียบของบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ทุกบริษัทจดทะเบียนจะต้องส่งงบการเงินสิ้นปีภายในเดือนกุมภาพันธ์ของปีถัดไป ตัวเลขกำไรต่อหุ้น หรือ E ที่คำนวณได้จึงเป็นตัวเลขจากผลการดำเนินงานของปีก่อนหน้านั้น
3. จัดการเลือกหุ้นโดยแบ่งเงินเท่าๆ กัน ทำการศึกษาแยกออกเป็น 6 พอร์ตโฟลิโอ แต่ละกองหรือพอร์ตโฟลิโอจะเลือกลงทุนในหุ้น 1 หุ้น 2 หุ้น 5 หุ้น 10 หุ้น 20 หุ้น 30 หุ้น ตามลำดับ โดยเลือกจากหุ้นที่มี P/E ต่ำสุดเรียงตามลำดับขึ้นไป และแบ่งเงินลงทุนในแต่ละหุ้นจำนวนเท่าๆ กัน



4. ในพอร์ตโฟลิโอแต่ละกอง ให้ซื้อหุ้นในวันต้นเดือนมีนาคมเหมือนกันหมด และกำหนดการขาย โดยมีระยะเวลาถือหุ้นคือ 1 เดือน 2 เดือน 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือน 12 เดือน 18 เดือน 24 เดือน 36 เดือน และ 48 เดือน ตามลำดับ โดยมีรอบการลงทุนทั้งสิ้น 7 รอบ ใน 7 ปีคือ เริ่มลงทุนรอบแรกในเดือนมีนาคม 2002 และรอบที่ 7 รอบสุดท้ายในเดือนมีนาคม 2008



5. จำนวนผลตอบแทนสำหรับแต่ละพอร์ตโฟลิโอ ตามระยะเวลาการถือครอง ตั้งแต่ปี 2002 ถึงปี 2008 โดยพอร์ตโฟลิโอที่ถือครองอายุมากกว่า 12 เดือน จะคำนวณผลตอบแทนต่อเนื่องไปจนถึงปี 2012 โดยผลตอบแทนของแต่ละกองได้จากการหาค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของหุ้น ตามจำนวนที่กำหนดไว้ในแต่ละกอง และปรับให้เป็นผลตอบแทนรายปีด้วยวิธีการปรับ 2 วิธีการคือ

5.1 วิธีที่ 1

สำหรับพอร์ตโฟลิโอที่ถือครองหุ้นน้อยกว่า 12 เดือน จะสมมุติว่าหลังจากการขายหุ้นทั้งหมดในพอร์ตโฟลิโอแล้ว ได้นำเงินที่ได้จากการขายหุ้นลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ดังนั้นในการคำนวณก็จะนำผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นมารวมเข้าไปในระยะเวลาที่เหลือก่อนครบ 12 เดือน และพอร์ตโฟลิโอที่ลงทุนมากกว่า 12 เดือน จะปรับลดตามสัดส่วนให้เหลือเพียงผลตอบแทนสำหรับ 12 เดือน

5.2 วิธีที่ 2

สำหรับพอร์ตโฟลิโอที่ถือครองหุ้นน้อยกว่า 12 เดือน จะสมมุติว่าได้นำเงินที่ได้จากการขายไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ดังนั้นจะนำผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวมมารวมเข้าไปในระยะเวลาที่เหลือก่อนครบ 12 เดือน และพอร์ตโฟลิโอที่ลงทุนมากกว่า 12 เดือน จะปรับลดตามสัดส่วนให้เหลือเพียงผลตอบแทนสำหรับ 12 เดือน

6. เปรียบเทียบผลตอบแทนโดยปรับค่าความเสี่ยงเข้าไป ค่าความเสี่ยงที่ใช้คือค่าของความเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของผลตอบแทนต่อปี และใช้ Sharpe Ratio (หมายเหตุ 2.) เป็นตัวแสดงค่าสูงต่ำเพื่อการเปรียบเทียบของผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง โดยการคำนวณค่า Sharpe Ratio ดังนี้

$$\text{Sharpe Ratio} = (\text{Return}-\text{RF})/\text{SD}$$

โดย

Return คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ได้รับจากการลงทุนจากทั้ง 7 พอร์ตโฟลิโอ

SD คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนใน 7 พอร์ตโฟลิโอนี้ และ

RF คือ ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นในช่วงเวลาของการลงทุน

7. พอร์ตโฟลิโอที่มีจำนวนหุ้นและระยะเวลาการถือครองที่ส่งผลให้ค่า Sharpe Ratio สูงสุด จะนับเป็นพอร์ตโฟลิโอที่ดีที่สุดของการลงทุนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

4. ผลของการศึกษา

4.1 ผลของการศึกษา ผลตอบแทนจากการถือครองหุ้นจาก 1-30 หุ้น และระยะเวลาในการถือครองจาก 1 เดือน ถึง 48 เดือน ปรับผลตอบแทนของแต่ละพอร์ตโฟลิโอให้เป็นผลตอบแทนรายปี ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

ตารางที่ 1 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 1 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	-0.46	2.08	6.43	-0.1082
2 Months	2.72	5.03	13.10	0.1727
3 Months	1.59	3.67	18.91	0.0473
6 Months	2.58	3.97	35.39	0.0338
9 Months	-2.63	-1.94	45.31	-0.1040
12 Months	-5.43	-5.43	48.11	-0.1704
18 Months	13.60	9.07	37.53	0.1677
24 Months	151.15	75.57	202.47	0.3596
36 Months	105.65	35.22	93.02	0.3488
48 Months	69.09	17.27	59.12	0.2453



ตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 2 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	1.87	4.41	14.67	0.1119
2 Months	7.20	9.51	26.84	0.2512
3 Months	7.32	9.40	33.85	0.1957
6 Months	11.90	13.29	46.68	0.2253
9 Months	1.94	2.64	52.77	-0.0026
12 Months	-2.37	-2.37	45.86	-0.1122
18 Months	12.21	8.14	37.95	0.1415
24 Months	93.13	46.56	122.92	0.3563
36 Months	78.30	26.10	54.83	0.4255
48 Months	60.44	15.11	35.82	0.3445

ตารางที่ 3 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 5 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	-0.26	2.28	15.8	-0.031
2 Months	3.23	5.54	25.10	0.1102
3 Months	10.21	12.29	42.61	0.2235
6 Months	14.34	15.73	59.61	0.2174
9 Months	24.72	25.42	86.41	0.2621
12 Months	30.81	30.81	97.70	0.2870
18 Months	39.64	26.43	77.69	0.3045
24 Months	97.96	48.98	118.04	0.3915
36 Months	85.19	28.40	69.39	0.3693
48 Months	87.68	21.92	50.35	0.3803

ตารางที่ 4 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 10 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	0.37	2.91	12.65	0.0108
2 Months	7.00	9.31	21.88	0.2987
3 Months	13.34	15.42	36.77	0.3441
6 Months	23.49	24.88	58.06	0.3807
9 Months	42.16	42.86	114.25	0.3508
12 Months	55.98	55.98	143.89	0.3698
18 Months	72.02	48.01	100.80	0.4488
24 Months	155.40	77.70	161.94	0.4627
36 Months	135.89	45.30	98.85	0.4302
48 Months	122.31	30.58	58.37	0.4764

ตารางที่ 5 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 20 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	1.46	4.01	11.49	0.1074
2 Months	6.23	8.54	16.59	0.3475
3 Months	10.49	12.57	27.28	0.3590
6 Months	20.66	22.04	53.04	0.3633
9 Months	37.58	38.27	100.05	0.3548
12 Months	44.49	44.49	116.52	0.3581
18 Months	54.21	36.14	78.58	0.4246
24 Months	100.78	50.39	104.35	0.4564
36 Months	90.52	30.17	59.43	0.4611
48 Months	87.14	21.79	36.47	0.5213



ตารางที่ 6 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 30 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	1.00	3.54	9.01	0.0853
2 Months	4.78	7.09	14.47	0.2983
3 Months	7.95	10.03	22.98	0.3157
6 Months	18.30	19.69	45.46	0.3722
9 Months	32.42	33.12	83.10	0.3651
12 Months	37.19	37.19	92.13	0.3736
18 Months	46.58	31.05	66.36	0.4262
24 Months	78.63	39.31	84.32	0.4334
36 Months	73.92	24.64	50.95	0.4292
48 Months	81.59	20.40	34.02	0.5181

จากตารางที่ 1-6 สำหรับพอร์ตโฟลิโอที่ถือครองหุ้นเป็นเวลา 1 เดือน ถึง 48 เดือน ปรับให้เป็นผลตอบแทนรายปี ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ได้ผลการศึกษาดังนี้

- พอร์ตโฟลิโอที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดคือ กองที่ลงทุนใน 10 หุ้น และถือครองนาน 24 เดือน โดยได้ผลตอบแทน 77.70% ต่อปี

- พอร์ตโฟลิโอที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดหลังปรับค่าความเสี่ยงด้วยความเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) คือ กองที่ลงทุนใน 20 หุ้น และถือครองนาน 48 เดือน โดยมีค่า Sharpe Ratio เท่ากับ 0.52513 และให้ผลตอบแทน 21.78% ต่อปี อย่างไรก็ตามพอร์ตโฟลิโอที่ลงทุน 10 หุ้น และถือครองนาน 24 เดือน ซึ่งมีค่า Sharpe Ratio 0.4627 ให้ผลตอบแทนที่ 77.70% ต่อปี และพอร์ตโฟลิโอที่ลงทุน 10 หุ้น และถือครองนาน 12 เดือน ซึ่งมีค่า Sharpe Ratio 0.3698 ให้ผลตอบแทนที่ 55.98% ต่อปี อาจจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่า แม้ว่าอาจจะมีความเสี่ยงที่สูงกว่าบ้าง

- ทุกพอร์ตโฟลิโอมีแนวโน้มของผลตอบแทนที่สูงขึ้น เมื่อถือครองนานขึ้น จนถึง 24 เดือน และมีแนวโน้มที่ลดลงหลังจากนั้นในทุกพอร์ตโฟลิโอ การถือครองหุ้นไว้ในระยะสั้นเพียง 1 เดือน จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าการถือครองนานขึ้น

- ในภาพรวม ค่า Sharpe Ratio และผลตอบแทนต่อปี ของพอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 10-30 หุ้น จะดีกว่าของพอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 1-5 หุ้น

- ในภาพรวม การกระจายหุ้นให้มากกว่า 20 หุ้น ในพอร์ตโฟลิโอ จะไม่ให้ผลตอบแทนที่ดีขึ้น และอาจจะทำให้ผลตอบแทนลดลงเสียด้วยซ้ำ ในขณะที่พอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 10 หุ้น น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดหลังปรับด้วยค่าความเสี่ยง

- ค่า Sharpe Ratio ของพอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 10 หุ้น และพอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 20 หุ้น มีตัวเลขที่ใกล้เคียงกันเมื่อถือครองหุ้นตั้งแต่ 2 เดือนขึ้นไปถึง 24 เดือน

โดยสรุปแล้ว หากต้องเลือกตัดสินใจลงทุน การศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า หากคัดเลือกหุ้นด้วยอัตรา P/E ที่มีค่าต่ำแต่มากกว่า 0 และปรับอัตราผลตอบแทนให้เป็นอัตราผลตอบแทนต่อปีด้วยผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นแล้ว ในระหว่างปี 2002-2008 พอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 20 หุ้น และถือครองไว้นาน 24 เดือน น่าจะเป็นทางเลือกที่ดีที่สุด และการถือครองหุ้นคัดเลือกด้วยวิธีการนี้ควรถือครองให้มากกว่า 1 เดือน

4.2 ผลของการศึกษา ผลตอบแทนจากการถือครองหุ้นจาก 1-30 หุ้น และระยะเวลาในการถือครองจาก 1 เดือนถึง 48 เดือน ปรับผลตอบแทนของแต่ละพอร์ตโฟลิโอให้เป็นผลตอบแทนรายปี ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวมในระยะเวลาเดียวกัน

ตารางที่ 7 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 1 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	-0.46	10.54	41.20	0.1885
2 Months	2.72	11.22	43.75	0.1932
3 Months	1.59	7.66	48.63	0.1005
6 Months	2.58	6.56	53.55	0.0708
9 Months	-2.63	2.72	47.43	-0.0012
12 Months	-5.43	-5.43	48.11	-0.1704
18 Months	13.60	1.75	50.5	-0.0202
24 Months	151.15	133.87	380.03	0.3450
36 Months	105.65	76.77	258.24	0.2866
48 Months	69.09	26.41	216.77	0.1090



ตารางที่ 8 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 2 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	1.87	12.88	37.59	0.2688
2 Months	7.20	15.70	43.43	0.2977
3 Months	7.32	13.39	51.74	0.2052
6 Months	11.90	15.88	58.35	0.2247
9 Months	1.94	7.29	52.68	0.0858
12 Months	-2.37	-2.37	45.86	-0.1122
18 Months	12.21	0.36	53.65	-0.0449
24 Months	93.13	75.85	222.69	0.3282
36 Months	78.30	49.42	147.87	0.3155
48 Months	60.44	17.76	134.95	0.1111

ตารางที่ 9 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 5 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	-0.26	10.74	34.09	0.2338
2 Months	3.23	11.73	40.17	0.2229
3 Months	10.21	16.28	53.02	0.2548
6 Months	14.34	18.32	71.56	0.2173
9 Months	24.72	30.07	87.56	0.3118
12 Months	30.81	30.81	97.70	0.2870
18 Months	39.64	27.80	108.94	0.2297
24 Months	97.96	80.68	212.32	0.3669
36 Months	85.19	56.31	187.67	0.2853
48 Months	87.68	45.00	183.43	0.2300

ตารางที่ 10 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 10 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	0.37	11.37	36.3	0.2369
2 Months	7.00	15.49	37.25	0.3416
3 Months	13.34	19.41	48.42	0.3437
6 Months	23.49	27.47	72.15	0.3423
9 Months	42.16	47.51	116.06	0.3855
12 Months	55.98	55.98	143.89	0.3698
18 Months	72.02	60.17	147.53	0.3891
24 Months	155.40	138.12	299.78	0.4515
36 Months	135.89	107.02	273.86	0.3806
48 Months	122.31	79.63	218.74	0.3514

ตารางที่ 11 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 20 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	1.46	12.47	37.31	0.2598
2 Months	6.23	14.73	37.46	0.3192
3 Months	10.49	16.56	44.70	0.3084
6 Months	20.66	24.64	67.44	0.3242
9 Months	37.58	42.93	101.79	0.3945
12 Months	44.49	44.49	116.52	0.3581
18 Months	54.21	42.36	115.62	0.3424
24 Months	100.78	83.50	187.14	0.4314
36 Months	90.52	61.65	158.33	0.3719
48 Months	87.14	44.46	135.01	0.3088



ตารางที่ 12 แสดงผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น 30 ตัว ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

Holding Period	Holding Return (%)	Annual Return (%)	SD (%)	Sharpe Ratio
1 Month	1.00	12.00	37.31	0.2474
2 Months	4.78	13.28	37.37	0.2811
3 Months	7.95	14.02	42.18	0.2666
6 Months	18.30	22.28	60.4	0.3231
9 Months	32.42	37.77	84.42	0.4146
12 Months	37.19	37.19	92.13	0.3736
18 Months	46.58	34.73	95.90	0.3333
24 Months	78.63	61.35	146.37	0.4002
36 Months	73.92	45.04	130.50	0.3239
48 Months	81.59	38.91	121.03	0.2986

จากตารางที่ 7-12 สำหรับพอร์ตโฟลิโอที่ถือครองหุ้นเป็นเวลา 1 เดือน ถึง 24 เดือน ปรับผลตอบแทนของแต่ละพอร์ตโฟลิโอให้เป็นผลตอบแทนรายปี ด้วยการปรับด้วยอัตราผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์โดยรวมระยะเวลาเดียวกัน การศึกษานี้พบว่า

- พอร์ตโฟลิโอที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดคือ กองที่ลงทุนใน 10 หุ้น และถือครองนาน 24 เดือน โดยได้ผลตอบแทน 107.02 ต่อปี
- พอร์ตโฟลิโอที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดหลังปรับค่าความเสี่ยงด้วยความเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) คือ กองที่ลงทุนใน 10 หุ้น และถือครองนาน 24 เดือน โดยมีค่า Sharpe Ratio เท่ากับ .4515 และได้ผลตอบแทน 107.02 ต่อปี ซึ่งเป็นกองเดียวกับ 1.
- พอร์ตโฟลิโอที่ถือครองหุ้นตั้งแต่ 5 หุ้นขึ้นไป มีแนวโน้มของผลตอบแทนที่สูงขึ้น เมื่อถือครองนานขึ้น จนถึง 24 เดือน และมีแนวโน้มที่ลดลงหลังจากนั้น
- พอร์ตโฟลิโอที่ถือครองหุ้นตั้งแต่ 5 หุ้นขึ้นไป การถือครองหุ้นไว้ในระยะสั้น เพียง 1 เดือน จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าการถือครองนานขึ้น

- ในภาพรวม ค่า Sharpe Ratio และผลตอบแทนต่อปีของพอร์ตโฟลิโอ ที่มีหุ้น 5-30 หุ้น จะดีกว่าของพอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 1-2 หุ้น
- ในภาพรวมแล้ว การกระจายหุ้นให้มากกว่า 10 หุ้นในพอร์ตโฟลิโอ จะไม่ให้ผลตอบแทนที่ดีขึ้น และอาจจะทำให้ผลตอบแทนลดลงเสียด้วยซ้ำ ในขณะที่พอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 10 หุ้น น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดเมื่อปรับด้วยความเสี่ยง
- ค่า Sharpe Ratio ของพอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 10 หุ้น และพอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 20 หุ้น มีตัวเลขที่ใกล้เคียงกันเมื่อถือครองหุ้นในทุกระยะเวลาของการถือครอง

โดยสรุปแล้ว หากต้องเลือกตัดสินใจลงทุน การศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า หากคัดเลือกหุ้นด้วยอัตรา P/E ที่มีค่าต่ำแต่มากกว่า 0 และปรับอัตราผลตอบแทนให้เป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมแล้ว ในระหว่างปี 2002-2008 พอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 10 หุ้น และถือครองไว้นาน 24 เดือน น่าจะเป็นทางเลือกที่ดีที่สุด และการถือครองหุ้นคัดเลือกด้วยวิธีการนี้ควรถือครองให้มากกว่า 1 เดือน เพราะจากผลการศึกษาชี้ชัดว่า ราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงทันที จะมีช่วงเวลาที่ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับเข้าหามูลค่าซึ่งเป็นช่วงเวลาที่น่าจะมากกว่า 1 เดือน

ตารางที่ 13 และ 14 แสดงถึงผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอจากการเลือกหุ้นด้วยวิธี P/E โดยมีจำนวนหุ้นและระยะเวลาการถือครองตามที่วิจัยในการศึกษานี้ ผลจากการวิจัยแสดงให้เห็นว่า พอร์ตโฟลิโอที่ลงทุนในหุ้น 5 หุ้นขึ้นไป จะมีผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดในทุกระยะเวลาของการถือครอง ในขณะที่พอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 1 หุ้น และ 2 หุ้น ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งสรุปได้อย่างชัดเจนว่า นักลงทุนแบบเน้นคุณค่าควรถือครองหุ้นอย่างต่ำ 5 หุ้นขึ้นไป



ตารางที่ 13 แสดงการเปรียบเทียบผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอกับผลตอบแทนของตลาดในระยะเวลาเดียวกันจากการถือครองหุ้น 1 ตัว 2 ตัว และ 5 ตัว

Holding Period	1 Stock		2 Stocks		5 Stocks	
	Holding Return (%)	Market Return (%)	Holding Return (%)	Market Return (%)	Holding Return (%)	Market Return (%)
1 Month	-0.46	-13.64	1.87	-13.64	-0.26	-13.64
2 Months	2.72	0.55	7.2	0.55	3.23	0.55
3 Months	1.59	2.98	7.32	2.98	10.21	2.98
6 Months	2.58	5.07	11.9	5.07	14.34	5.07
9 Months	-2.63	3.70	1.94	3.70	24.72	3.70
12 Months	-5.43	9.05	-2.37	9.05	30.81	9.05
18 Months	13.6	20.9	12.21	20.9	39.64	20.9
24 Months	151.15	26.34	93.13	26.34	97.96	26.34
36 Months	105.65	37.93	78.3	37.93	85.19	37.93
48 Months	69.09	51.73	60.44	51.73	87.68	51.73



ตารางที่ 14 แสดงการเปรียบเทียบผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอกับผลตอบแทนของตลาดในระยะเวลาเดียวกันจากการถือครองหุ้น 10 ตัว 20 ตัว และ 30 ตัว

Holding Period	10 Stocks		20 Stocks		30 Stocks	
	Holding Return (%)	Market Return (%)	Holding Return (%)	Market Return (%)	Holding Return (%)	Market Return (%)
1 Month	0.37	-13.64	1.46	-13.64	1.00	-13.64
2 Months	7.00	0.55	6.23	0.55	4.78	0.55
3 Months	13.34	2.98	10.49	2.98	7.95	2.98
6 Months	23.49	5.07	20.66	5.07	18.3	5.07
9 Months	42.16	3.70	37.58	3.70	32.42	3.70
12 Months	55.98	9.05	44.49	9.05	37.19	9.05
18 Months	72.02	20.9	54.21	20.9	46.58	20.9
24 Months	155.4	26.34	100.78	26.34	78.63	26.34
36 Months	135.89	37.93	90.52	37.93	73.92	37.93
48 Months	122.31	51.73	87.14	51.73	81.59	51.73



5. บทสรุปและประโยชน์ที่ได้รับ

การลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investment) เป็นแนวทางการลงทุนที่เน้นการคัดเลือกหุ้น ด้วยการศึกษาค้นคว้าข้อมูลเกี่ยวกับกิจการและประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็นของหุ้นเพื่อทำการเลือกลงทุน ผลการศึกษาในอดีตพบว่าสามารถนำไปใช้และสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดโดยรวม การศึกษานี้ได้ทำเพื่อหาคำตอบเพิ่มเติมว่า หากใช้การลงทุนแบบเน้นคุณค่าในตลาดหุ้นไทยแล้ว นักลงทุนควรเลือกลงทุนในหุ้นจำนวนกี่หุ้นและควรถือครองหุ้นเป็นระยะเวลาอันยาวนานแค่ไหน

ด้วยการใช้ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ และผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ในช่วงเวลา 2002-2012 การศึกษานี้ได้คัดเลือกหุ้นด้วยอัตราส่วน P/E และสร้างเป็นพอร์ตโฟลิโอที่ถือครองหุ้นจำนวน 1-30 หุ้น ถือครองหุ้นเป็นเวลา 1-48 เดือน พบว่าโดยสรุปแล้ว การคัดเลือกหุ้นด้วยอัตรา P/E ที่มีค่าต่ำแต่มากกว่า 0 และปรับอัตราผลตอบแทนให้เป็นอัตราผลตอบแทนต่อปีด้วยผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นแล้ว ในการเริ่มลงทุนทุกต้นเดือนมีนาคมระหว่างปี 2002-2008 พอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 20 หุ้น และถือครองไว้นาน 24 เดือน ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด และการถือครองหุ้นคัดเลือกด้วยวิธีการนี้ควรถือครองให้มากกว่า 1 เดือน และหากใช้การปรับอัตราผลตอบแทนให้เป็นผลตอบแทนต่อปีโดยใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์โดยรวมเป็นตัวปรับแล้ว พอร์ตโฟลิโอที่มีหุ้น 10 หุ้น และถือครองไว้นาน 24 เดือน ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุด และการถือครองหุ้นคัดเลือกด้วยวิธีการนี้ควรถือครองให้มากกว่า 1 เดือน นอกจากนี้ยังสรุปได้จากการศึกษาว่า นักลงทุนควรถือหุ้นให้นานกว่า 1 เดือน โดยมีระยะเวลาที่น่าจะให้ผลตอบแทนสูงที่สุดระหว่าง 12 ถึง 24 เดือน ซึ่งแสดงให้เห็นชัดว่า ราคาหุ้นไม่ได้มีการสะท้อนมูลค่าที่ควรจะเป็นในทันที รวมทั้งแสดงว่าในช่วง 2002-2008 ราคาหุ้นจะใช้เวลาในการสะท้อนข้อมูลมากกว่า 1 เดือนอย่างเห็นได้ชัด ในขณะที่เดียวกันควรถือหุ้นให้มากกว่า 1 หุ้น โดยผลการศึกษาแสดงว่าการถือครองหุ้น 5 หุ้นขึ้นไป จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาดโดยรวม โดยจำนวนหุ้นที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดคือ 10-20 หุ้น นอกจากนั้นยังแสดงให้เห็นเช่นเดียวกับการศึกษาแนวทางลงทุนแบบเน้นคุณค่าในประเทศไทยอื่นๆ ว่า นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลทำการวิเคราะห์และคัดเลือกหุ้นซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์

ผลการศึกษาช่วยยืนยันว่า ตลาดหุ้นในประเทศไทยอาจจะถือได้ว่าไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Market) นักลงทุนสามารถทำการเลือกหุ้นตามเกณฑ์ที่กำหนด และสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนตามปกติได้ (Abnormal Return) และผลการศึกษาที่แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนข้อมูลด้านผลการดำเนินงานในทันที แต่ใช้เวลาระยะหนึ่งซึ่งทำให้สามารถนำผลการวิเคราะห์มาสร้างผลกำไรที่สูงกว่าปกติได้ และหากตลาดหุ้นไทยอยู่ในลักษณะของ Inefficiency แล้วก็จะส่งผลให้ทฤษฎีการเงินที่ใช้กันอยู่และมีสมมุติฐานของตลาดหุ้นที่มีประสิทธิภาพ เช่น ทฤษฎี CAPM และแนวคิดของตัววัดความเสี่ยง BETA อาจจะไม่สามารถนำมาใช้ได้ หรือมีข้อจำกัดในการใช้อย่างมาก

อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้มีข้อจำกัดหลายประการ ประกอบด้วย 1. ช่วงเวลาของการทดสอบทำในช่วงสั้นๆ คือ 2002-2008 และวัดผลต่อเนื่องถึง 2012 เนื่องจากข้อจำกัดของระบบข้อมูล โดยเฉพาะข้อมูล

ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล นอกจากนั้นแล้ว ข้อจำกัดของข้อมูลนี้ทำให้ไม่สามารถแบ่งช่วงระยะเวลา ออกตามเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจ หรือสังคมและการเมือง ที่อาจจะมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนที่ไม่เหมือนกัน และผลของการศึกษานี้ เพียงสรุปได้สำหรับเฉพาะช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเท่านั้น 2. ไม่ได้มีการศึกษาและ ทดสอบเพื่ออธิบายถึงเหตุและผลที่แนวทางการลงทุนแบบเน้นคุณค่าให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดโดยรวม 3. การศึกษานี้เลือกใช้เฉพาะอัตรา P/E เป็นตัวคัดเลือกหุ้น ซึ่งหากมีการใช้เทคนิคอื่นในการเลือกหุ้น อาทิเช่น ราคาต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนกำไรต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโต หรือวิธีการอื่นๆ ก็อาจจะให้ผล ของการศึกษาแตกต่างกันออกไปได้ ดังนั้น จึงเสนอแนะว่า ควรมีการทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยขยายช่วงเวลา ในการทดสอบให้ครอบคลุมมากขึ้น มีการแบ่งช่วงเวลาออกตามเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น เช่น ช่วงเวลาเศรษฐกิจดี กับเศรษฐกิจไม่ดี ช่วงเวลาก่อนวิกฤตกับหลังวิกฤต ทดลองใช้วิธีการคัดเลือกหุ้นแบบอื่นๆ หรือมีการนำเอา ปัจจัยอื่นๆ เช่น ความเชื่อมั่นของนักลงทุน เข้ามาร่วมพิจารณาในการศึกษาด้วย

หมายเหตุ

1. Sareewiwatthana, P. Common Financial Ratios and Value Investing in Thailand. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2013, 2, pp. 69-85.

ซึ่งพบว่า ใน 5 วิธีการคัดเลือกหุ้นด้วยอัตราส่วนทางการเงินในประเทศไทย การใช้อัตรา P/E จะให้ ผลดีที่สุด

และ

Sareewiwatthana, P. PE Growth and Risk: Evidences from Value Investing in Thailand *Technology and Investment*, 2014, 5, pp. 116-124

ซึ่งพบว่า การใช้อัตรา P/E จะให้ผลดีกว่าการใช้ PEG หรือ PERG

2. W.F. Sharpe, "Mutual fund performance," *Journal of Business*, 39(1), 1966, pp. 119-138.



เอกสารอ้างอิง

- [1] B. Graham, B and D. Dodd, “Security Analysis,” Whittlesey House, New York, 1934.
- [2] S. Basu, “Investment performance of common stocks in relation to their Price-Earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis,” *Journal of Finance*, 32(3), 1977, pp. 663-682.
- [3] Plaistowe, T. and Knight, R.F. “Premium to Book Value May Be a Contrary Indicator’, *Investment Analysts Journal*,” 21, 1986, pp. 35–39.
- [4] E.F. Fama and K.R. French, “Value versus growth: the international evidence,” *Journal of Finance*, 53(6), 1998, pp. 1975-1999.
- [5] J. Piotroski, “Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers,” *Journal of Accounting Research*, 38, supplement, 2000, pp. 1-41.
- [6] L.K. Chan and J. Lakonishok, “Value and growth investing: review and update,” *Financial Analysts Journal*, 60(1), 2004, pp. 71-86.
- [7] J. Greenblatt, “The little book that beats the market,” John Wiley & Sons, Hoboken, 2006.
- [8] Constantinides, G. M. “Capital market equilibrium with transaction costs”, *J. Polit. Econ.* 94, 1986, pp. 842–862.
- [9] R. Rousseau and P. van Rensburg, ”Time and The Payoff to Value Investing,” *Journal of Asset Management*, Vol. 4, 2004, pp. 318–325.
- [10] J. P. O’Shaughnessy, “What works on Wall Street,” McGraw – Hill, USA, 2005, pp. 324.
- [11] L. Alles and B. Haria, “The Value of Time Diversification in the Markowitz Optimal Portfolio Decision with Australian and International Asset Classes,” *School of Economics and Finance, Curtin University of Technology*, 2005.
- [12] A. D. Marsono and J. EV. Sinaga, “Analysis of Investment Holding-period, Return and Risk” *ABFI Institute Perbanas*, 2006.
- [13] Bennyhoff, D, “Time diversification and horizon-based asset allocations,” *Journal of Investing*, vol. 18, 2009, pp. 45–52.
- [14] T. Leivo and E. Pätäri, “The Impact of Holding Period Length on Value Portfolio Performance in the Finnish Stock Markets,” *Journal of Money, Investment and Banking*, Vol. 8, 2009, pp. 71-86.
- [15] Choi, P. and Mukherji, S. 2010, “Optimal portfolios for different holding periods”, *Journal of Business and Economics Research*, vol. 8, pp. 1–6.



- [16] Anginer, D., "Liquidity clienteles: transaction costs and investment decisions of individual investors," Policy Research Working Paper Series 5318, The World Bank, 2010.
- [17] S. Supattarakul and P. Jongjaroenkamol, "The Determinants of Price-to-Book Value (P/B) and Price-to-Earnings (P/E) Ratios Based on the Residual Income Model," *Thammasat Business Journal*, Vol. 125, 2010, pp. 7-31.
- [18] P. Sareewiwatthana, "Value Investing in Thailand: The Test of Basic Screening Rules," *International Review of Business Research Papers*, Vol. 7, No. 4, 2011, pp. 1-13.
- [19] N. Maneesilasan, "GARP Investing in Thailand," Working Paper, National Institute of Development Administration, Bangkok, 2011.
- [20] P. Sareewiwatthana, "Value Investing in Thailand: Evidence from the use of PEG," *Technology and Investment*, 3(2), May 2012, pp. 113-120.
- [21] K. Panyagometh, "Weight and stock selections for equity portfolio management: Evidence from the Stock Exchange of Thailand," *Business and Management Review*, 2(7), September 2012, pp. 20-27.
- [22] P. Sareewiwatthana, "Common Financial Ratios and Value Investing in Thailand. Journal of Finance and Investment Analysis", *Journal of Finance and Investment Analysis*, Vol. 2, No.3, 2013, pp. 69-85