

แนวทางการลงทุนในหุ้นคุณค่าและผลตอบแทนในตลาดหุ้นไทย

ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวารกร *

พเนิน อินทระระ **

บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์ของการลงทุนคือการได้มาซึ่งผลตอบแทนสูงสุดภายใต้ความเสี่ยงที่เหมาะสมและเป็นที่ยอมรับได้ของนักลงทุน การลงทุนแบบเน้นคุณค่าหรือ Value Investment เป็นอีกแนวคิดหนึ่งของการลงทุน ซึ่งนักลงทุนแต่ละรายให้คำนิยามที่ต่างกันไป ตามหลักการลงทุนแบบเน้นคุณค่า นักลงทุนจะประเมินมูลค่ากิจการและหุ้นของกิจการด้วยปัจจัยพื้นฐาน เมื่อได้มูลค่าที่เหมาะสมแล้วจึงพิจารณาราคาในตลาดหลักทรัพย์ ประเด็นหลักของการลงทุนแบบเน้นคุณค่า แบ่งได้ 6 ประเด็น คือ *ประเด็นแรก* Value Investor มองการลงทุนในหุ้นคือการลงทุนในธุรกิจ *ประเด็นที่สอง* ต้องหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหุ้นตัวนั้นๆ *ประเด็นที่สาม* Value Investor จะซื้อหรือขายหุ้นเมื่อมีส่วนต่างระหว่างมูลค่าที่แท้จริงกับราคาหุ้นที่ซื้อขายกันในตลาด โดยที่ส่วนต่างดังกล่าวต้องมีจำนวนมากพอ หรือเรียกว่ามี Margin of Safety *ประเด็นที่สี่* Value Investor ต้องมี EQ หรือมีอารมณ์ที่มั่นคง *ประเด็นที่ห้า* ต้องควบคุมความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม *ประเด็นสุดท้าย* คือประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Value Investment เช่น ความสามารถของผู้บริหาร เป็นต้น สำหรับในประเทศไทย การลงทุนแบบ Value Investment เริ่มหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจและตลาดหุ้นในปี 2540 จากการศึกษาเพื่อที่จะพิสูจน์ว่าการลงทุนแบบ Value Investment สามารถเอาชนะตลาดได้ ซึ่งศึกษาดังแต่ปี 2547 ถึงสิ้นปี 2551 เป็นเวลา 5 ปี ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยในช่วง 5 ปีดังกล่าว ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอของหุ้น Value Stock ให้ผลตอบแทนเหนือตลาดปีละประมาณ 34.73%

* ผู้เชี่ยวชาญวิชาการ คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

** บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การเงิน) คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

Value Investment and Returns in Thai Market

ABSTRACT

The main objective of investments is to derive maximum return under an acceptable level of risk. Value investment is a concept that has several definitions. Based on this concept, investors first need to determine the value of a stock from the fundamentals of its business. Then, consider its stock price in the stock exchange.

There are 6 tenets of successful value investment: Firstly, one must consider a stock in the same way as one would consider investing in a business. Secondly, one must find the real or intrinsic value of that stock. Thirdly, only trade a stock when there is a difference between its intrinsic value and its stock price. This difference, which is called the margin of safety, must be significant enough to trade. Fourthly, investors must have stable temperaments (in other words, a high EQ), so that they are not easily swayed or make rash decisions from changing market conditions or social-psychological impacts. Fifthly, they need to control the investment risk to an appropriate level. Lastly, they must consider other factors associated with the investment, such as the capabilities of the business manager.

Value investment in Thailand started after the economic and stock market crisis in 1997. This research (conducted from 2004 to 2008) has shown that the returns of value stock portfolios have beaten the returns of the market at an average of 34.73 percent per annum.

บทนำแนวคิดการลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investment)

วัตถุประสงค์ของการลงทุนคือการได้มาซึ่งผลตอบแทนสูงสุดภายใต้ความเสี่ยงที่เหมาะสมและเป็นที่ยอมรับได้ของนักลงทุน การลงทุนแบบเน้นคุณค่าหรือ Value Investment เป็นอีกแนวคิดหนึ่งของการลงทุน ซึ่งเป็น “ปรัชญา” ที่อาจจะมีพื้นฐานจากแนวความคิดของ เบนจามิน เกรแฮม (Benjamin Graham) ผู้ที่เป็นแม่แบบของการลงทุนแบบเน้นคุณค่ายุคบุกเบิก หลายคนยกย่อง เบนจามิน เกรแฮม ให้เป็น “The Father of Financial Analysis and Value Investing” และ “Dean of Wall Street” แต่หลังจากนั้นก็ยังมีนักคิดและนักปฏิบัติหลายท่านที่ช่วยกันเสนอแนวความคิดเพิ่มเติมหลากหลาย

ตามหลักการลงทุนแบบเน้นคุณค่า นักลงทุนจะประเมินมูลค่ากิจการและหุ้นของกิจการด้วยปัจจัยพื้นฐาน เมื่อได้มูลค่าที่เหมาะสมแล้วจึงพิจารณาราคาในตลาดหลักทรัพย์ หากพบว่าราคาของหลักทรัพย์ทั้งหมดต่ำกว่า ก็จะซื้อหุ้น ทั้งนี้เพราะเชื่อว่าราคาในตลาดจะเปลี่ยนไปสู่มูลค่าที่เหมาะสมในระยะยาว

ประเด็นหลักของการลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investment)

ประเด็นแรก การลงทุนในหุ้นคือการลงทุนในธุรกิจ

Value Investor จะพยายามแยกหุ้นออกเป็นกลุ่ม ๆ เพื่อให้รู้ว่าคุณสมบัติทางธุรกิจของหุ้นนั้นเป็นอย่างไร การแยกแยะนั้นจะช่วยให้ นักลงทุนสามารถวิเคราะห์และคาดการณ์อนาคตของกิจการได้อย่างถูกต้องแม่นยำขึ้น วอเรน บัฟเฟตต์ (Warren Buffett) ได้กล่าวไว้ว่า “เมื่อไหร่ก็ตามที่คุณสามารถเลือกธุรกิจได้ถูกต้องแล้ว คุณก็สามารถปล่อยให้นักอื่นกังวลเกี่ยวกับความเคลื่อนไหวในตลาดหุ้นได้เลย”

การแบ่งกลุ่มของหุ้นที่ค่อนข้างกว้างก็คือแนวที่ วอเรน บัฟเฟตต์ (Warren Buffett) เรียกว่า กลุ่มหุ้น “กันบูห์รี” กับกลุ่มหุ้น “Super Company” โดยที่หุ้นกันบูห์รีก็คือหุ้นของ

กิจการที่ไม่มีความสามารถโดดเด่นในการแข่งขัน ซึ่งทำให้ราคาของหุ้นอาจจะถูกมากจนอาจทำให้หุ้นค่าที่จะซื้อ ในขณะที่หุ้น Super Company นั้นเป็นหุ้นของกิจการที่มีความแข็งแกร่งมากและมี “ความได้เปรียบในการแข่งขันที่ยั่งยืน” ซึ่งทำให้กิจการสามารถทำกำไรดีกว่าปกติได้อย่างต่อเนื่องยาวนาน

Value Investor ชื่อดังอย่าง ปีเตอร์ ลินช์ (Peter Lynch) ได้เสนอการแบ่งกลุ่มกิจการให้ละเอียดขึ้นเพื่อให้สามารถวิเคราะห์กิจการได้แม่นยำขึ้น ปีเตอร์ ลินช์ (Peter Lynch) ได้แบ่งกิจการออกเป็น 6 กลุ่มคือ

กลุ่มแรก คือหุ้นโตช้า ซึ่ง ปีเตอร์ ลินช์ บอกว่าไม่น่าสนใจลงทุน *กลุ่มสอง* คือหุ้นแข็งแกร่ง คือหุ้นของกิจการขนาดใหญ่ที่เข้มแข็ง เป็นหุ้นที่นักลงทุนเรียกว่าเป็นหุ้น “Blue ship” *กลุ่มที่สาม* คือหุ้นโตเร็ว คือหุ้นที่มักจะมียอดกำไรแต่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว เป็นกิจการที่ยังมีความเสี่ยงและอาจจะไม่เข้มแข็งมาก *กลุ่มที่สี่* คือหุ้นวัฏจักร คือกิจการที่มีผลประกอบการขึ้นและลงเป็นรอบ ๆ นักลงทุนที่จะเข้าลงทุนหุ้นกลุ่มนี้ จะต้องเป็นผู้ที่รู้จักอุตสาหกรรม *กลุ่มที่ห้า* คือกลุ่มหุ้นฟื้นตัว คือหุ้นของกิจการที่ประสบปัญหาหนักแต่กำลังฟื้นตัวหรือจะฟื้นตัวได้เนื่องจากเหตุผลบางประการ เช่น บริษัทมีเงินสดมาก *กลุ่มสุดท้าย* หุ้นกลุ่มทรัพย์สินมาก เป็นหุ้นของกิจการที่มีทรัพย์สินมากกว่ามูลค่าหุ้นของบริษัทและทรัพย์สินนั้นมีค่าจริง การลงทุนในหุ้นมีทรัพย์สินมากมักจะมีความปลอดภัยสูง

การแบ่งกลุ่มบริษัทนั้น สำหรับ Value Investment คงไม่มีข้อจำกัด ขึ้นอยู่กับระดับความเข้าใจในธุรกิจมากน้อยแค่ไหน ตัวอย่างที่เป็นข้อถกเถียงมากกว่าเป็นแนวของ Value Investment หรือไม่งั้นก็อยู่ในกรณีของ บิล มิลเลอร์ (Bill Miller) ผู้จัดการกองทุน Legg Mason Value Trust สถิติของผู้จัดการกองทุนรายนี้คือ สามารถเอาชนะดัชนีหุ้น S&P 500 ซึ่งเป็นดัชนีอ้างอิงของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ติดต่อกัน 15 ปีจากปี 1990-2005 และผู้จัดการกองทุนรายนี้ได้ประกาศตัวว่าเป็น Value Investor คนหนึ่ง แต่ลงทุนในหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีในสัดส่วนที่มาก เช่น Microsoft, Google, Amazon, Dell, EBay

เป็นต้น ซึ่งมีค่า PE สูงมากและประสบความสำเร็จอย่างสูง ทั้ง ๆ ที่หุ้นกลุ่มนี้ สำหรับ Value Investor ส่วนใหญ่จะมองว่าเป็นหุ้นในกลุ่มของ Growth Investor ซึ่งไม่คำนึงถึงเรื่องของราคาถูกแพงของหุ้นซึ่งแย้งกับแนวความคิดหลักของ Value Investment ที่เน้นว่าต้องซื้อเฉพาะหุ้นที่มีราคาต่ำกว่าพื้นฐานเสมอ

หัวใจสำคัญของการวิเคราะห์กิจการนั้น นอกจากการที่ต้องพยายามจัดกลุ่มแล้ว การเข้าใจตัวธุรกิจเป็นเงื่อนไขสำคัญมากของการลงทุนแบบ Value Investment และก่อนที่จะลงทุนนั้น นักลงทุนจะต้องสามารถบอกเล่าเรื่องราวสั้นๆ ที่ครอบคลุมหัวใจสำคัญของการดำเนินงานของธุรกิจได้

ประเด็นที่สอง หามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value)

การหามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ (Intrinsic Value) นั้น สำหรับ Value Investment แล้ว มูลค่าดังกล่าวน่าจะเป็นช่วงมากกว่าเป็นตัวเลขที่แน่นอนเพียงตัวเดียว กล่าวคือ Value Investor จะไม่มองว่ามูลค่าที่แท้จริงควรมีค่าที่บาทถึงกี่บาท แต่มักพูดว่าถูกหรือถูกมาก หรือแพงหรือแพงมาก การวัดความถูกความแพงของหุ้นนั้น ข้อมูลที่ Value Investor นิยมใช้มากที่สุดจะรวมถึงค่า PE (Price to EPS) หรือราคาหุ้นเมื่อเทียบกับกำไรของกิจการ ค่า PB (Price to Book Value) หรือราคาหุ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของหุ้น ค่า DP (Dividend to Market Price) หรือปันผลเมื่อเทียบกับราคาหุ้นหรือที่เรียกว่า Dividend Yield และสุดท้ายก็คือมูลค่าตลาดของหุ้นทั้งหมดของกิจการหรือค่า Market Capitalization นอกจากนั้น Value Investor บางคนก็ยังใช้ค่า PEG (PE to Growth) ซึ่งก็คือค่า PE หารด้วยอัตราการเจริญเติบโตของกำไรของบริษัทด้วย

หุ้นที่มีราคาถูกสำหรับ Value Investor ก็คือหุ้นที่มีค่า PE หรือค่า PB ต่ำกว่าค่า PE หรือค่า PB เฉลี่ยของตลาดหรือมีค่า DP สูงกว่าค่า DP เฉลี่ยของตลาด Value Investor ส่วนใหญ่มักจะดูค่า PE เป็นตัวหลักและดูค่า PB และ DP เป็นตัวประกอบ

ประเด็นที่สาม Margin of Safety

การซื้อหุ้นของ Value Investor นั้นเป็นเรื่องที่สำคัญมากกว่าการขายหุ้น สำหรับคนที่ลงทุนในกิจการที่ดีเลิศแบบ Super Company อย่าง วอเรน บัฟเฟตต์ (Warren Buffet) นั้น แนวคิดของนักลงทุนรายนี้คือหากซื้อหุ้นถูกตัวแล้ว ไม่จำเป็นต้องขายหุ้น อย่งไรก็ตาม เวลาที่ซื้อหุ้นของ Value Investor ก็คือเวลาที่ได้พบหุ้นที่มีมูลค่าที่แท้จริงสูงกว่าราคาหุ้นในตลาดมาก ตัวเลขชัดเจนนั้นขึ้นอยู่กับแต่ละคนและแต่ละหุ้น แต่โดยทั่วไปน่าจะไม่น้อยกว่า 20-30% และความแตกต่างนี้เรียกว่า Margin of Safety ซึ่ง Value Investor เชื่อว่าจะเป็นส่วนที่ “เผื่อ” เอาไว้ว่าถ้าเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดหรือมีอะไรผิดพลาด หุ้นที่ซื้อโดยมี Margin of Safety สูงก็ยังคงรักษามูลค่าของหุ้นไว้ได้ กล่าวคือหากราคาหุ้นตกลงไปจากราคาที่ซื้อ นักลงทุนก็สามารถถือยาวและในที่สุดหุ้นก็จะฟื้นตัวกลับมาได้

เวลาขายหุ้นสำหรับ Value Investor นั้น ก็เช่นเดียวกับการซื้อหุ้น คือไม่ได้อิงกับภาวะเศรษฐกิจหรือตลาดหุ้น และโดยทั่วไป การถือหุ้นมักจะเป็นระยะเวลาค่อนข้างยาว เวลาของการขายหุ้นของ Value Investor นั้นไม่ได้กำหนดว่าจะเป็นอย่างเมื่อไรและจะขายเมื่อไหร่หรือขาดทุนเท่าไร แต่โดยทั่วไป Value Investor จะขายในกรณีดังต่อไปนี้

- 1) ตระหนักว่ากิจการหรือหุ้นที่ซื้อมานั้นตนเองวิเคราะห์ผิดพลาดเนื่องจากข้อมูลใหม่ที่รับรู้มา
- 2) พื้นฐานของกิจการเปลี่ยนไปเนื่องมาจากเหตุผลต่าง ๆ ที่ไม่ได้คาดคิดมาก่อน
- 3) ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นเกินมูลค่าพื้นฐาน
- 4) มีหุ้นตัวอื่นที่น่าสนใจและมี Margin Of Safety สูงกว่ามากและนักลงทุนไม่มีเงินสดเหลือ จึงต้องขายหุ้นตัวเดิมเพื่อนำเงินไปซื้อหุ้นตัวใหม่
- 5) ภาวะเศรษฐกิจการเมืองและสิ่งแวดล้อมเปลี่ยนไปมากจนทำลายพื้นฐานของกิจการ

ประเด็นที่สี่ Value Investor ต้องมี Emotion Quotient (EQ) หรือมีอารมณ์ที่มั่นคง

เรื่องของ EQ หรือความสามารถทางอารมณ์เป็นคุณสมบัติที่สำคัญของการเป็น Value Investor ที่ดี ตามแนวความคิดของ Value Investment นั้น EQ น่าจะสำคัญกว่า IQ

หรือความสามารถในการคิดวิเคราะห์ ประเด็นสำคัญของการลงทุนในตลาดหุ้นก็คือ นักลงทุนต้องมีทัศนคติที่ถูกต้อง มีอารมณ์ที่มั่นคง และมีความกล้าที่จะตัดสินใจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งก็คือ ในการลงทุนนั้น นักลงทุนต้องกล้าในยามที่คนส่วนใหญ่ในตลาดกำลังกลัวและต้องกล้าในยามที่นักลงทุนส่วนใหญ่กำลังฮึกเหิม

ประเด็นที่ห้า ควบคุมความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

ตามหลักการของ Value Investment นั้น ประเด็นเรื่องความเสี่ยงของการลงทุน จัดเป็นเรื่องสำคัญมากที่สุดเรื่องหนึ่ง การรักษาดินแดน (Capital Protection) คือภารกิจสำคัญที่สุดมากกว่าผลตอบแทนที่อาจจะมากแต่มีความเสี่ยงว่าจะขาดทุน

ความเสี่ยงสำหรับ Value Investment นั้น ไม่ใช่ความผันผวนของราคาหุ้น แต่เป็นเรื่องที่ราคาหุ้นที่ซื้อไว้จะ “ลดลงอย่างถาวร” กล่าวคือหากลงทุนในหุ้นตัวใดตัวหนึ่งแล้ว ราคาหุ้นลดลงมาในระยะสั้น กรณีนี้ไม่จัดเป็นความเสี่ยงหากนักลงทุนวิเคราะห์แล้วพบว่า มูลค่าพื้นฐานยังสูงเหมือนเดิม ตรงกันข้าม กรณีดังกล่าวเป็นโอกาสในการซื้อหุ้นดังกล่าวเพิ่มขึ้น และความเสี่ยงในการซื้อหุ้นตัวนั้นกลับลดลง ทั้งนี้เนื่องจากมี Margin of Safety มากขึ้น

ในการควบคุมความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมนั้น Value Investor มีวิธีการหลักต่างๆ ดังต่อไปนี้คือ 1. รู้จักธุรกิจที่จะลงทุนเป็นอย่างดี 2. ลงทุนในสิ่งที่มี Margin of Safety สูง 3. หลีกเลี่ยงการเก็งกำไร นั่นคือ อย่าลงทุนในกิจการที่ไม่ได้สร้างเงินให้กับผู้ถือหุ้น 4. มีการกระจายความเสี่ยงของการถือครองทรัพย์สินอย่างเหมาะสม (Diversification)

ประเด็นสุดท้าย ประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวกับ Value Investment

ประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Value Investment ประการแรกคือ ผู้บริหารของกิจการ กล่าวคือ Value Investment เน้นว่าผู้บริหารจะต้องเป็นผู้ที่ซื่อสัตย์สุจริตและมีจรรยาบรรณซึ่งเป็นเรื่องที่สำคัญกว่าฝีมือการบริหารงาน อีกทั้งผู้บริหารต้องเป็นผู้ที่มองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกคนเป็นเรื่องที่สำคัญ

Value Investor ย่อมต้องการให้ผู้บริหารดูแลราคาหุ้นแต่ไม่ใช่เข้าไปซื้อขายหุ้นทำราคาหรือให้ข้อมูลที่ไม่ถูกต้อง ผู้บริหารที่ดีนั้นจะต้องสร้างสิ่งที่มีคุณค่าให้กับบริษัทที่จะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น โดยคำว่าคุณค่านั้น รวมถึงผลประโยชน์ โครงสร้างทางการเงิน และความแข็งแกร่งของตัวกิจการ การจัดสรรกำไรและเงินสดคืนให้กับผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม

ประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Value Investment ประการต่อมาคือ การเข้าใจผิดว่ากำไรดีในปัจจุบันนั้นเป็นเรื่องเดียวกับ “ความสามารถในการทำกำไร” ซึ่งเป็นเรื่องที่ลงทุนและเป็นเรื่องระยะยาวกว่ามาก ดังนั้น เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงความผิดพลาดเหล่านี้ Value Investor จะต้องมองผลประโยชน์ของบริษัทย้อนหลังหลายปีและต้องมองระยะยาวไปข้างหน้าหลายปีเช่นกัน

Value Investment ในประเทศไทย

ในประเทศไทย การลงทุนแบบ Value Investment เริ่มหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจและตลาดหุ้นในปี 2540 ซึ่งมีการลดค่าเงินบาทและดัชนีตลาดหุ้นตกต่ำติดต่อกันมาหลายปี โดยที่ดัชนีหุ้นสูงสุดเกิดในปี 2536 และต่ำสุดในปี 2541 ซึ่งเป็นการตกลงมาประมาณ 89% และทำให้ดัชนีหุ้นเคยขึ้นไปสูงเกินปัจจัยพื้นฐานเนื่องจากการเก็งกำไรและภาวะเศรษฐกิจการเงินที่เอื้ออำนวยในช่วงก่อนปี 2536 แต่หลังจากปี 2541 หุ้นกลับมีราคาที่ต่ำกว่าความเป็นจริง โดยมีค่า PE ของตลาดประมาณ 5-7 เท่า และค่า PB ประมาณ 1 เท่า หุ้นจำนวนมากซื้อขายกันในราคาต่ำกว่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัท

ในปี 2542 หนังสือเรื่อง “ตีแตก” ของผู้เขียนซึ่งเป็นหนังสือเล่มแรกๆ ในประเทศไทยที่เสนอรูปแบบการลงทุนในแบบ Value Investment ในตลาดหุ้นไทยได้ถูกตีพิมพ์ขึ้นและก่อให้เกิดความสนใจในการลงทุนแบบเน้นคุณค่าขึ้นในหมู่นักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนที่ประสบกับความเสียหายจากการลงทุนในหุ้นเก็งกำไรในช่วงก่อนวิกฤต และนักลงทุนรายใหม่ๆ ที่เริ่มเข้าสู่ตลาด ผลตอบแทนจากการลงทุนของนักลงทุนที่เน้นแนว

Value Investment คงจะน่าพอใจ ทำให้จำนวนนักลงทุนที่สนใจมีมากขึ้น ซึ่งมีส่วนทำให้แนวความคิด Value Investment ขยายตัวกว้างออกไป

เพื่อที่จะพิสูจน์ว่าการลงทุนแบบ Value Investment สามารถเอาชนะตลาดได้ การศึกษานี้ใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบ Value Investing ในรูปแบบของ เบน เกรแฮม ซึ่งศึกษาตั้งแต่ปี 2547 ถึงสิ้นปี 2551 เป็นเวลา 5 ปี วิธีการเลือกหุ้นเพื่อจัดเป็นพอร์ตโฟลิโอหุ้น Value Stock ใช้เงื่อนไข 3 ข้อประกอบกัน โดยดูจากข้อมูลเมื่อสิ้นปีในแต่ละปี คือ

- เลือกหุ้นที่มี PB Ratio ไม่เกิน 1 เท่า นั่นคือราคาหุ้นไม่เกิน Net Assets Value
- เลือกหุ้นที่มี PE Ratio ไม่เกิน 10 เท่า ซึ่งเท่ากับผลกำไรต่อเงินลงทุน (EP Ratio) ที่อัตรา 10%
- เลือกหุ้นที่มี Dividend Yield หรืออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 3% ต่อปี ซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของตลาดและสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของเงินฝากธนาคาร

หากหุ้นตัวใดเข้าข่ายทั้ง 3 ข้อ ซึ่งเป็นหุ้น Value Stock ก็จะถูกเลือกเข้าอยู่ในพอร์ตโฟลิโอ และลงทุนไปเป็นเวลา 1 ปี เมื่อครบ 1 ปี ก็จะขายหุ้นทั้งหมดและเลือกหุ้นใหม่ที่เข้าข่ายดังกล่าวและถือไปจนครบ 1 ปี เช่นเดียวกัน โดยการเลือกหุ้นดังกล่าว หุ้นบางตัวที่เป็นหุ้น Value ทั้ง 5 ปี ก็จะถูกเลือกเข้าพอร์ตโฟลิโอทุกปี

ผลของการศึกษาพบว่าหุ้นที่ถูกเลือกเข้าพอร์ตโฟลิโอในวันสิ้นปี 2547 มีจำนวน 90 บริษัท สิ้นปี 2548 มีจำนวน 88 บริษัท สิ้นปี 2549 จำนวน 81 บริษัท สิ้นปี 2550 เท่ากับ 57 บริษัท และสิ้นปี 2551 เท่ากับ 62 บริษัท ซึ่งผลตอบแทนแสดงได้ ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนหุ้นและอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ปี 2547-2551

ปีที่ลงทุน	จำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ	ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ	ผลตอบแทนของตลาด	ผลต่างระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ กับตลาด
2547	90	5.72%	-10.73%	16.45%
2548	88	26.11%	10.20%	15.91%
2549	81	73.56%	-0.51%	74.07%
2550	57	55.80%	29.53%	26.27%
2551	62	-2.12%	-43.10%	40.98%
เฉลี่ย 5 ปี		31.81%	-2.92%	34.73%

เงิน 1,000,000 บาทในวันสิ้นปี 2546 จะกลายเป็นเงินในวันสิ้นปี 2551 เท่ากับเท่าไร

มูลค่าเริ่มต้นเท่ากันคือ	1,000,000	1,000,000
ปี	มูลค่าปลายปี	มูลค่าปลายปี
2547	1,057,215	892,746
2548	1,333,238	983,805
2549	2,313,978	978,804
2550	3,605,140	1,267,854
2551	3,528,604	721,409
ผลตอบแทนเฉลี่ยแบบทบต้น 5 ปี	28.68%	-6.32%
ค่าพิสัยของผลตอบแทน	75.68%	72.63%
ความผันผวนของผลตอบแทน	10.46%	7.27%
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	32.34%	26.96%

ผลตอบแทนการลงทุนในปี 2547 ของพอร์ตของ Value Stock เท่ากับประมาณ 5.72% เทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประมาณ -10.73% หรือผลตอบแทนของ

พอร์ตเหนือกว่า 16.45% ปี 2548 ผลตอบแทนของ Value Stock เท่ากับ 26.11% เทียบกับตลาดที่ 10.20% หรือเหนือกว่าตลาด 15.91% ปี 2549 พอร์ตของ Value Stock ให้ผลตอบแทน 73.56% ตลาดให้ผลตอบแทน -0.51% หรือ Value Stock เหนือกว่า 74.07% ปี 2550 พอร์ตของ Value Stock ให้ผลตอบแทน 55.80% ขณะที่ตลาดให้ผลตอบแทน 29.53% หรือ Value Stock เหนือกว่า 26.27% และปีสุดท้ายคือปี 2551 พอร์ต Value Stock ให้ผลตอบแทน -2.12% แต่ตลาดหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทน -43.10% ซึ่งทำให้พอร์ต Value Stock ให้ผลตอบแทนเหนือตลาด 40.98% โดยเฉลี่ยในช่วง 5 ปี ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอของหุ้น Value Stock ให้ผลตอบแทนเหนือตลาดปีละประมาณ 34.73%

ถ้าสมมติให้เริ่มการลงทุนในสิ้นปี 2546 และลงทุนทบต้นในเงินทั้งหมดที่ได้ในแต่ละปี เมื่อถึงสิ้นปี 2551 เงิน 1 ล้านบาทที่ลงในพอร์ตโฟลิโอของหุ้น Value Stock จะกลายเป็น 3,528,604 บาท หรือเฉลี่ยให้ผลตอบแทนทบต้นปีละ 28.68% ในขณะที่การลงทุนในตลาดหุ้น เงิน 1 ล้านบาทจะกลายเป็น 721,409 บาท หรือเฉลี่ยให้ผลตอบแทนทบต้นปีละ -6.32%

การศึกษาครั้งนี้ให้ผลการศึกษาสอดคล้องกับผลการศึกษาเรื่อง “การลงทุนและผลตอบแทนการลงทุนแบบ Value Investing ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” (นิเวศน์ เหมวชิรวรากร, 2548) ซึ่งศึกษาตั้งแต่สิ้นปี 2542 ถึงสิ้นปี 2546 เป็นเวลา 4 ปี ซึ่งมีวิธีการเลือกหุ้นเพื่อจัดเป็นพอร์ตโฟลิโอหุ้น Value Stock ที่เหมือนกันคือ PB Ratio ไม่เกิน 1 เท่า, PE Ratio ไม่เกิน 10 เท่า และ Dividend Yield ไม่ต่ำกว่า 3% ต่อปี

ผลของการศึกษาในครั้งนั้นพบว่าหุ้นที่ถูกเลือกเข้าพอร์ตโฟลิโอในวันสิ้นปี 2542 มีจำนวน 47 บริษัท สิ้นปี 2543 และสิ้นปี 2544 จำนวน 74 บริษัทเท่ากัน และสิ้นปี 2545 เท่ากับ 59 บริษัท ซึ่งผลตอบแทนแสดงได้ ดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงจำนวนหุ้นและอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ปี 2543-2546

ปีที่ลงทุน	จำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ	ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ	ผลตอบแทนของตลาด	ผลต่างระหว่างผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ 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%	118.4%	-55.27%
เฉลี่ย 4 ปี		40.86%	27.77%	13.09%
เงิน 1 ล้านบาทในวันสิ้นปี 2542 จะกลายเป็นเงินในวันสิ้นปี 2546 เท่ากับ		3,853,670	1,737,814	2,115,856
ความแตกต่างของผลตอบแทนการลงทุนสูงสุดกับต่ำสุด (%)		39.22%	160.74%	
เฉลี่ยแบบทบต้น 4 ปี		40.11%	14.82%	25.29

ผลตอบแทนการลงทุนในปี 2543 ของพอร์ตของ Value Stock เท่ากับประมาณ 23.91% เทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ประมาณ -42.34% หรือผลตอบแทนของพอร์ตเหนือกว่า 66.25% ปี 2544 ผลตอบแทนของ Value Stock เท่ากับ 43.81% เทียบกับตลาดที่ 14.98% หรือเหนือกว่าตลาด 28.83% ปี 2545 พอร์ตของ 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 ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอของหุ้น Value Stock ให้ผลตอบแทนเหนือตลาดปีละประมาณ 13.09%

สรุป

หลักการของ Value Investment คือ การเน้นวิเคราะห์หามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ (Intrinsic Value) และซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่านั้นมาก โดยมีความเชื่อว่าเป็นที่สูงสุดแล้วราคาของหลักทรัพย์จะต้องปรับตัวไปที่มูลค่าที่แท้จริงซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดี แนวความคิดหลักของการลงทุนแบบเน้นคุณค่า สามารถแบ่งได้ 6 ประเด็น คือ *ประเด็นแรก* คือการมองการลงทุนในหุ้นคือการลงทุนในธุรกิจ กล่าวคือ การซื้อหุ้น คือการซื้อธุรกิจ ดังนั้นการวิเคราะห์หุ้นใดๆ ก็คือ การวิเคราะห์ธุรกิจนั้นๆ นั่นเอง *ประเด็นที่สอง* ต้องหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหุ้นตัวนั้นๆ ซึ่งมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น ก็คือมูลค่าของธุรกิจนั่นเอง ประเด็นสำคัญคือ มูลค่าที่แท้จริงคือมูลค่าที่เกิดขึ้นจากการที่ธุรกิจสามารถสร้างกระแสเงินสดให้นักลงทุนได้ ซึ่งไม่ใช่มูลค่าที่ซึ่งมีนักลงทุนรายอื่นมาเสนอซื้อ *ประเด็นที่สาม* Value Investor จะซื้อหรือขายหุ้นเมื่อมีส่วนต่างระหว่างมูลค่าที่แท้จริงกับราคาหุ้นที่ซื้อขายกันในตลาด โดยที่ส่วนต่างดังกล่าวต้องมีจำนวนมากพอ หรือเรียกว่ามี Margin of Safety *ประเด็นที่สี่* Value Investor ต้องมี Emotion Quotient (EQ) หรือมีอารมณ์ที่มั่นคง ไม่ถูกชักนำโดยจิตวิทยาสังคมหรือสภาวะการของตลาดหลักทรัพย์ *ประเด็นที่ห้า* ต้องควบคุมความเสี่ยงให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม *ประเด็นสุดท้าย* ประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Value Investment เช่น ความสามารถของผู้บริหาร เป็นต้น

การลงทุนแบบเน้นคุณค่า หรือ Value Investment เป็นเรื่องของความคิดปรัชญา และการกระทำ คนที่ยึดปรัชญาความคิดนี้ถูกเรียกว่า Value Investor การที่ Value Investment เป็นแนวคิดนั้น แสดงว่าสามารถเปลี่ยนแปลงไปเสมอ ประเด็นสำคัญคือ การที่จะเป็นนักลงทุนเน้นคุณค่า นั้น สิ่งสำคัญที่สุดก็คือ นักลงทุนต้องคิดอย่างมีเหตุผลและเป็นอิสระจาก “อารมณ์ของฝูงชน” อีกทั้งต้องมีความกล้าที่จะลงมือทำ หรือมีใจหนักแน่นพอที่จะอยู่เฉยๆ และนั่นทำให้ Value Investment เป็นทั้งศาสตร์และศิลป์ที่ต้องใช้ทั้งการศึกษาและประสบการณ์ในการลงทุนจริง

บรรณานุกรม

- เทพ รุ่งธนาภิรมย์, **กลยุทธ์หุ้นห้าทงคำ**, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546
- นิเวศน์ เหมวชิรวรากร, **ตีแตก** ซีเอ็ดดูเคชั่น จำกัด มหาชน, 2542
- นิเวศน์ เหมวชิรวรากร “การลงทุนและผลตอบแทนการลงทุนแบบ Value Investing ใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” วารสารพัฒนบริหารศาสตร์ ปีที่ 45 ฉบับพิเศษ 11/2548
- นิเวศน์ เหมวชิรวรากร.2552. **โลกในมุมมองของ Value Investor**.
<http://www.thaivi.com/2009/09/63/>
- BenJamin Graham, **The Intelligent Investor**, 4th ed, Harper & Row, 1973
- Brandes, Charles H..**Value Investing today**, 2th Ed. Mcgraw-Hill,1997
- James Pardoe, **How Buffett Does it 24 simple investing strategies from the world’s greatest value investor**. Mcgraw-Hill,2005
- Janet C. Lowe,**The Man Who Beat The S&p: Investing With Bill Miller**. Wiley, John & Sons, 2002
- Kenneth L. Fisher, **100 minds that made the market**. Wiley, John & Sons, 2007
- Peter Lynch, **Up On Wall Street**. Simon & Schuster Adult Publishing Group,2000