

บทที่ 2

แนวความคิด ทฤษฎี และวรรณกรรม

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

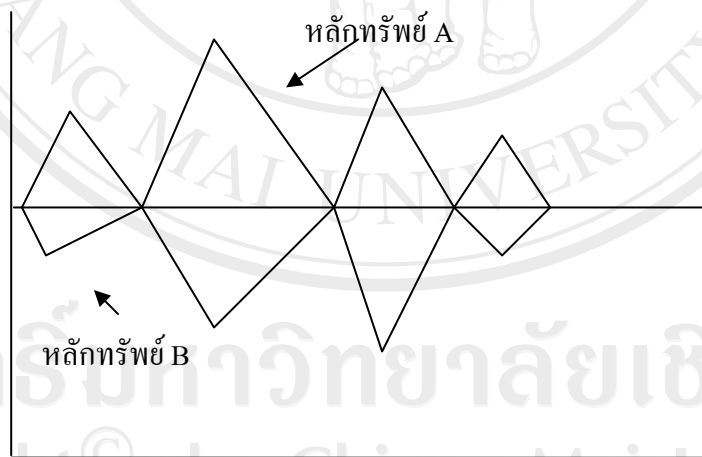
ทฤษฎีการลงทุนเบื้องต้น

ทฤษฎีการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์สามารถแบ่งออกเป็น

1) ทฤษฎีการบริหารพอร์ตโฟลิโอสมัยใหม่ (Modern Portfolio Theory: MPT) กล่าวไว้ว่า นักลงทุนทุกรายเป็นผู้มีเหตุผล (Rational) และเลือกลงทุนภายในกรอบความเสี่ยงที่ตนได้กำหนดไว้ล่วงหน้า โดยกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลาย ๆ ประเภทที่มีความสัมพันธ์ (Correlation) ของอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจะไม่เบี่ยงเบนไปจากผลตอบแทนที่คาดหวังไว้

รูปที่ 2.1 การลงทุนเบื้องต้น

ผลตอบแทนที่คาดหวัง



ยกตัวอย่างเช่น หากลงทุนในหลักทรัพย์ A และหลักทรัพย์ B ซึ่งอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งสองมีความสัมพันธ์เกือบจะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างสมบูรณ์ เมื่อมีเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งมากระทบหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่ง จนทำให้ผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงไป ผลตอบรวมของพอร์ตการลงทุนไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก อีกทั้งยังช่วยลดความรุนแรงของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นด้วย

2) ทฤษฎีการคิดราคาสินทรัพย์ (Asset Pricing Theory) เน้นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ อัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนยอมรับได้ โดยพิจารณาคัดเลือก หลักทรัพย์จากอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่นักลงทุนจะได้รับ (Risk premium) เมื่อเทียบกับอัตรา ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงในการลงทุน เช่นการฝากเงินหรือการลงทุนในตั๋วเงินคลัง สำหรับจุดมุ่งหมายของการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ในทฤษฎีนี้ก็เพื่อขจัดความเสี่ยง เฉพาะตัว (Unsystematic risk) ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์

ทฤษฎีนี้ยังสามารถแบ่งออกเป็น

2.1) ทฤษฎีการคิดราคาสินทรัพย์ต้นทุน (Capital Asset Pricing Theory-CAPM) เป็นทฤษฎีการลงทุนที่มีข้อสมมติฐานว่า

- อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ใด ๆ ไม่ความต่ำกว่าอัตรา ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ๆ
- การกระจายการลงทุนในจำนวนหลักทรัพย์ที่มากพอจะช่วยขจัดความเสี่ยง เฉพาะตัวของหลักทรัพย์นั้น ๆ ได้ แต่ยังคงมีความเสี่ยงที่เป็นระบบอยู่ ซึ่งส่งผลกระทบต่อ หลักทรัพย์ทุกตัว และไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

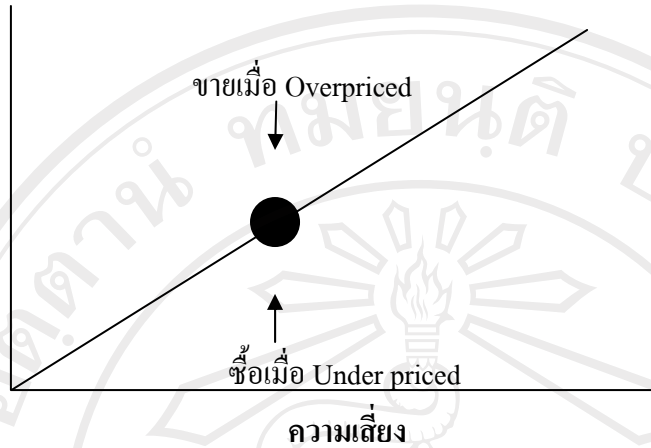
2.2) ทฤษฎีการทำกำไรจากราคาที่ผิดปกติ (Arbitrage Pricing Theory) มีข้อ สมมติฐานว่าในบางช่วงเวลา ราคาตลาดหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งอาจมีมูลค่ามากกว่า หรือต่ำ กว่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งเรียกภาวะที่เกิดขึ้นว่า “ราคาผิดปกติ” (Mispricing) โดย อาจมีสาเหตุมาจากที่ราคาตลาดหลักทรัพย์นั้นยังไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบัน ทั้งนี้การลงทุนใน ตลาดจะเป็นผู้กำหนดราคาสมดุลของหลักทรัพย์โดยการ

- ขาย หลักทรัพย์ที่มีมูลค่า เกิน กว่าที่ควรจะเป็น (Overpriced)
- ซื้อ หลักทรัพย์ที่มีมูลค่า ต่ำ เกินกว่าที่ควรจะเป็น (Under priced)

จนในที่สุด การซื้อขายข้างต้น จะทำให้ราคาผิดปกติของหลักทรัพย์ทั้งหลายวิ่ง กลับเข้าสู่ภาวะราคาสมดุล

รูปที่ 2.2 การทำกำไรจากราคาที่ผิดปกติ

ผลตอบแทนที่คาดหวัง



2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ธีระ เศรษฐเสถียร (2539) ได้ศึกษาเรื่อง การตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อยในจังหวัดเชียงใหม่ ผลการศึกษาพบว่าสถานภาพของนักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่มีสัดส่วนเพศชายสูงกว่าเพศหญิงร้อยละ 60.5 และ ร้อยละ 39.5 ตามลำดับ ซึ่งถือว่าเป็นเพศชายกล้าตัดสินใจลงทุนมากกว่า นักลงทุนส่วนใหญ่อายุระหว่าง 26 ถึง 45 ปี ซึ่งเป็นวัยกลางคนมีฐานะการเงินพร้อมที่จะลงทุนในตลาดที่มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนส่วนใหญ่มีระดับการศึกษาตั้งแต่ปริญญาตรีขึ้นไปถึงร้อยละ 84.1 แสดงว่านักลงทุนนั้นจะต้องเข้ามาถึงกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น เหตุผลรองลงไปคือผลตอบแทนเช่นเงินปันผลที่มากกว่าดอกเบี้ยเงินฝากธนาคาร และปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนคือภาวะเศรษฐกิจ ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน การเมือง และปัจจัยทางด้าน Technical ตามลำดับ กลุ่มอุตสาหกรรมที่นักลงทุนนิยมลงทุน ได้แก่ กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร กลุ่มสื่อสาร กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ของมูลค่าการลงทุนเท่ากับร้อยละ 49.25 9.75 9.5 และ 9.33 ตามลำดับ

พิงพิศ แก้วเพชร (2539) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ โดยการออกแบบสอบถามจำนวน 172 ราย ผลการศึกษาพบว่าเป็นชายหญิงเท่า ๆ กัน อายุอยู่ในช่วง 20-40 ปี ส่วนใหญ่มีอาชีพพนักงานบริษัทและธุรกิจส่วนตัว มีรายได้ไม่ต่ำกว่า 20,000 บาทต่อเดือน ระดับการศึกษา

ปริญญาตรีขึ้นไปโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเข้าไปแก่งกำไรในรูปแบบของส่วนต่างราคามากกว่าซื้อเพื่อการลงทุนระยะยาว และเพื่อต้องการได้รับเงินปันผล ซึ่งปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเลือกลงทุนมี 2 ปัจจัย

1. ปัจจัยพื้นฐาน ประกอบไปด้วย การวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจและตลาดหุ้น การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์ในงานบริษัท นักลงทุนในจังหวัดเชียงใหม่ให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศและภาวะตลาดหุ้นมากที่สุด รองลงมาคือ การวิเคราะห์ภาคอุตสาหกรรมที่จะได้รับผลกระทบตามนโยบายและมาตรการต่าง ๆ ของรัฐบาล จากนั้นพิจารณารายบริษัททั้งเชิงคุณภาพในแง่ความสามารถของผู้บริหารและเชิงปริมาณ โดยดูที่กำไรต่อหุ้น (Earning per Share: EPS) ราคาซื้อขายต่อกำไรต่อหุ้น (Price Earning Ratio : P/E Ratio) และความสามารถในการทำกำไร

2. ปัจจัยทางด้านเทคนิค เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในอดีต ซึ่งถูกนำเสนอในรูปแบบของกราฟหรือภาพโดยมีทฤษฎีที่นำมาใช้อ้างอิงหลายทฤษฎี โดยปัจจัยทางเทคนิคมาวิเคราะห์แนวโน้มความเป็นไปได้ของราคาหลักทรัพย์เพื่อทำการตัดสินใจว่าจะซื้อขายหลักทรัพย์ ณ ราคาใด โดยทฤษฎีที่นิยมมากที่สุดคือ ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่ายและค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบเอ็กซ์โปเนนเชียล

3. จากปัจจัยทั้งสองแล้ว ปัจจัยอื่น ๆ ที่นำมาพิจารณา คือ ข้อมูลข่าวสารหนังสือพิมพ์ วารสาร สื่อโทรทัศน์ วิทยุ และข้อมูลหรือคำแนะนำจากเจ้าหน้าที่ตลาดของหลักทรัพย์

สุธีรา ตั้งตระกูล (2540) ได้ศึกษาถึงความสามารถในการคาดคะเนของการวิเคราะห์ทางเทคนิค และทางเศรษฐศาสตร์ของการเคลื่อนไหวของหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารและเงินลงทุนหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้เครื่องมือทางเทคนิคทั้งหมด 17 ประเภท ทดสอบกับราคาหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม ตั้งแต่วันที่ 29 เมษายน 2535 - 15 สิงหาคม 2539 รวมทั้งหมด 1,570 วัน และยังได้คำนวณหาค่าดัชนีฤดูกาลของราคาหลักทรัพย์ด้วย จากผลการศึกษาพบว่า เครื่องมือทางเทคนิคที่สามารถคาดคะเนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม โดยเรียงตามความสามารถในการทำกำไรได้ดังนี้ การทำกำไรจากหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคาร อันดับที่ 1 ได้แก่ Simple Moving Average (SMA) และ Relative Strength Index (RSI) ซึ่งในการใช้เครื่องมือทั้ง 2 อันนี้ร่วมกันทำให้สามารถทำกำไรมากที่สุดให้กับหลักทรัพย์ทั้งหมด 68.75 % ของกลุ่มธนาคาร โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีถึง 79.78 % อันดับที่ 3 ได้แก่ O-MAC-M ซึ่งมี Moving Average โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 57.18 % อันดับที่ 4 ได้แก่ MACD ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 22.23 % การทำกำไรจากหลักทรัพย์ในกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ อันดับที่ 1 ได้แก่ การใช้ SMA และ RSI ร่วมกัน โดยสามารถทำกำไรได้มากที่สุดให้กับหลักทรัพย์

63.83 % จากหลักทรัพย์ทั้งหมดในกลุ่มนี้ โดยมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ 469.36 % อันดับที่ 2 ได้แก่ O-MAC-M ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ 84.39 % อันดับที่ 4 ได้แก่ MACD ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 63.59 % การคำนวณค่าดัชนีฤดูกาลโดยมีค่าเฉลี่ยโดยรวมของการซื้อขายหลักทรัพย์เท่ากับ 100 เป็นฐาน พบว่ามี 6 เดือนที่มีการซื้อขายต่ำกว่า ได้แก่ เดือนกุมภาพันธ์ เดือนมีนาคม เดือนเมษายน เดือนพฤษภาคม เดือนกันยายน และเดือนพฤศจิกายน ส่วนเดือนที่เหลืออีก 6 เดือน ได้แก่ เดือนมกราคม เดือนมิถุนายน เดือนกรกฎาคม เดือนสิงหาคม เดือนตุลาคม และเดือนธันวาคม จะมีค่าสูงกว่าค่าฐานทั้งสิ้น

ยุทธนา เรือนสุภา (2543) ได้ทำการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน โดยหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่นำมาศึกษาได้แก่ หลักทรัพย์ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารเอเชีย ธนาคารดีบีเอสไทยธนุ บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ธนาคารกรุงไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารทหารไทย เป็นข้อมูลราคาปิดของราคาหลักทรัพย์รายสัปดาห์ ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2541 ถึง 30 สิงหาคม 2542 รวมทั้งสิ้น 52 สัปดาห์ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ ซึ่งใช้แบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) และการวิเคราะห์การถดถอยในการประมาณค่าความเสี่ยงจากสมการ CAPM โดยใช้ข้อมูลดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนของธนาคารใหญ่ 4 ธนาคารคือ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด ธนาคารกสิกรไทย จำกัด ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด และธนาคารกรุงไทย จำกัด มาหาค่าเฉลี่ยเพื่อเป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และใช้ข้อมูลดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายสัปดาห์มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาด ผลการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดและเมื่อทำการแบ่งกลุ่มธนาคาร กลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดกลางให้ผลตอบแทนสูงกว่า 1 และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ประเภททุน สรุปได้ว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารไทยพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่มีการปรับตัวเร็วและเมื่อนำผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Securities Market Line : SML) โดยวิเคราะห์ว่าหลักทรัพย์ใดมีราคาสูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุน พบว่าหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่ทำการศึกษาอยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด แสดงว่า

หลักทรัพย์กลุ่มธนาคารมีผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงเดียวกัน นั่นคือมีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในอนาคตราคาของหลักทรัพย์กลุ่มนี้จะมีราคาสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงเข้าสู่ระดับเดียวกันของหลักทรัพย์หรือปรับตัวลงมาที่เส้นตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นนักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์นี้ก่อนที่ราคาจะปรับตัวสูงขึ้น

กวิณ มากชนะรุ่ง (2546) ได้วิเคราะห์ถึงประสิทธิภาพของเครื่องมือการวิเคราะห์ทางเทคนิคสำหรับการคาดคะเนราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้เครื่องมือวิเคราะห์ทางเทคนิคทั้งหมด 16 ประเภท ภายในช่วงเวลาวันที่ 4 มกราคม พ.ศ. 2543 ถึงวันที่ 27 ธันวาคม พ.ศ. 2545 โดยใช้หลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาทั้งหมดประกอบด้วย 24 หลักทรัพย์ โดยผลการศึกษจะสามารถแสดงได้ใน 4 รูปแบบ คือ ผลตอบแทนสุทธิได้รับในช่วงเวลาดังกล่าว อัตราผลตอบแทนสุทธิเฉลี่ยต่อครั้งที่ทำการซื้อขาย อัตราผลตอบแทนสุทธิเฉลี่ยต่อปีและมูลค่าคาดหวังจากการลงทุนด้วยเงินทุน 10,000 บาท ต่อครั้งที่ทำการซื้อขาย

ซึ่งผลการศึกษาพบว่า เมื่อเรียงลำดับเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพสูงสุดโดยเฉลี่ยจากผลลัพธ์ที่ให้หลักทรัพย์ทั้งหมด 24 หลักทรัพย์ในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เครื่องมือที่ให้ผลตอบแทนสุทธิเฉลี่ยสูงสุดในช่วงเวลาดังกล่าว ได้แก่ การใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบ Exponential ขนาด 25 วัน เครื่องมือที่ให้อัตราผลตอบแทนสุทธิเฉลี่ยต่อครั้งที่ทำการซื้อขายที่ดีที่สุด ได้แก่ การใช้ดัชนี Commodity Channel ขนาด 10 วัน เครื่องมือที่ให้อัตราผลตอบแทนสุทธิเฉลี่ยต่อปีที่ดีที่สุด ได้แก่ การใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่าย 200 วัน และเครื่องมือที่ให้มูลค่าคาดหวังต่อการลงทุนด้วยเงินลงทุน 10,000 บาท ต่อครั้งที่ทำการซื้อขายที่ดีที่สุด ได้แก่ การใช้เส้นดัชนี Commodity Channel ขนาด 10 วัน

วรพร บุญกล้า (2547) ได้ทำการศึกษาการวิเคราะห์ทางเทคนิคเพื่อพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน โดยใช้ข้อมูลราคาเปิดตลาดรายวันเป็นระยะเวลาทั้งหมด 3 ปีย้อนหลังตั้งแต่วันที่ 3 มกราคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 ธันวาคม 2546 ผลการศึกษาพบว่า เครื่องมือวิเคราะห์ทางเทคนิคที่สามารถให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุดอันดับ 1 ได้แก่ การใช้เส้น CCI อันดับ 2 ได้แก่ การใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบ Exponential ขนาด 25 วัน และอันดับ 3 ได้แก่ การใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบถ่วงน้ำหนักขนาด 75 วัน ส่วนการพิจารณาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อครั้งที่ทำการซื้อขายในช่วงระยะเวลา 3 ปี พบว่า เครื่องมือที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อครั้งที่ทำการซื้อขายสูงสุดอันดับ 1 คือ การใช้เส้น Larry William %R อันดับ 2 ได้แก่ การใช้เส้น CCI และ

อันดับ 3 ได้แก่ การใช้เส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่ายขนาด 75 วัน และจากการศึกษาโดยคุณน้ำหนัก กับจำนวนครั้งในแต่ละเครื่องมือเพื่อหาประสิทธิภาพสูงสุดในการคาดคะเนการเคลื่อนไหวของ ราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานทั้งหมด 11 หลักทรัพย์ โดยผลลัพธ์ที่ออกมา มี 4 รูปแบบ คือ ผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนต่อปี อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อครั้ง และมูลค่าที่คาดหวังที่ลงทุน พบว่า เครื่องมือที่มีประสิทธิภาพที่สุดส่วนใหญ่จะอยู่ในกลุ่มค่าดัชนี CCI การใช้ค่าเคลื่อนที่แบบ ธรรมดา (Simple Moving Average : SMA) และค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่แบบ Exponential (Exponential Moving Average : EMA) แสดงว่าพฤติกรรมหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงานเป็นแบบผันผวน ราคาหุ้น ขึ้นแรงและลงแรง เหมาะสำหรับการลงทุนแบบใช้ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่อย่างง่าย ซึ่งเป็นการลงทุนใน แบบระยะสั้น และมีพฤติกรรมหุ้นเป็นแบบวัฏจักร

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved