



กลยุทธ์การซื้อขายหุ้นตามเซียน

โดย

นายภูมิ วนเศรษฐ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กลยุทธ์การซื้อขายหุ้นตามเซียน

โดย

นายภูมิ วนเศรษฐ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



FOLLOWING CELEBRITY INVESTOR'S PORTFOLIO STRATEGY

BY

Mr.POOM VANNASERT



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายภูมิ วนเศรษฐ

เรื่อง

กลยุทธ์การซื้อขายหุ้นตามเขียน

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

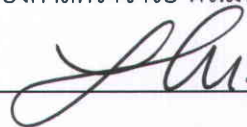
เมื่อ วันที่..... 13 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



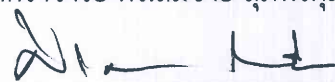
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	กลยุทธ์การซื้อขายหุ้นตามเซียน
ชื่อผู้เขียน	นายภูมิ วนเศรษฐ์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

หลังจากดัชนี SET index พุ่งจากจุดต่ำสุด 383.7 จุดในปี 2008 ในปีในช่วงหลายปี หลังจากนั้นได้เป็นรอบขาขึ้นครั้งใหญ่ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้มีนักลงทุนหน้าใหม่เข้ามาในตลาดอย่างต่อเนื่อง โดยหลายคนไม่ได้มีความเชี่ยวชาญการลงทุนมากนัก ทั้งนี้มีนักลงทุนเหล่านี้จำนวนไม่น้อยมีความคิดที่จะซื้อขายตามเซียนหุ้น โดยอาศัยช่องว่างในการเปิดเผยข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ของเซียนหุ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้กลยุทธ์ดังกล่าวมีจุดอ่อนที่สำคัญคือความล่าช้าของข้อมูลที่นักลงทุนทั่วไปได้รับทำให้ซื้อหลักทรัพย์ได้ช้าผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับก็น้อยลงไป บวกกับกลยุทธ์นี้ส่งผลให้การตัดสินใจขายหลักทรัพย์ได้ช้ากว่าเซียนหุ้นทำให้ต้องเจอกับแรงเทขาย จึงเกิดการซื้อและขายช้ากว่าเซียนหุ้น ทำให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนที่ซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยวิธีดังกล่าวได้รับผลตอบแทนที่น้อยลง อย่างไรก็ตามจากกลยุทธ์ดังกล่าวในการซื้อขายหลักทรัพย์สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดในระยะยาวได้พอสมควรทีเดียว

Independent Study Title	FOLLOWING CELEBRITY INVESTOR'S PORTFOLIO STRATEGY
Author	Mr.Poom Vannasert
Degree	Master of Science
Major Field/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

After experienced bottoming SET index at 383.7 point in 2008, following that year, investors have enjoyed the greatest bull of SET in decades. So many immature investors, without investment skill, have been into the market. Most of the them used following skillful and well-known investor tactic to generate excess return. Anyway, This tactic can lead to the dissatisfied investing result because the weakness of this method is that data always come up pretty late and also the heavily selling force from the major shareholder who have always able to sell stock before investor who follow this tactic . We finally found that this method is quite useful to immature investor. It can generate excess return over the market return in the long run.

กิตติกรรมประกาศ

ขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้า
อิสระที่ได้ทุ่มเท เอาใจใส่ และให้คำแนะนำต่อผู้เขียนตลอดระยะเวลาที่ทำงานศึกษาชิ้นงานฉบับนี้ของ
ข้าพเจ้า

ขอขอบคุณคณาจารย์ เจ้าหน้าที่ และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกท่านในหลักสูตรควบตรี-โท
ทางการบัญชีและบริหารธุรกิจ(IBMP)คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ที่อบรม ให้ความรู้ และความช่วยเหลือ ติดต่อและสานงานตลอดระยะเวลาศึกษา

ขอบคุณครอบครัว ผู้มีพระคุณ และเพื่อนทุกคนที่ให้ความสนใจสนับสนุนเสมอมา

สุดท้ายนี้ผู้เขียนขอขอบพระคุณท่านผู้อ่านที่ให้ความสนใจการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ หวัง
เป็นอย่างยิ่งว่าการค้นคว้าอิสระนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้อ่าน ให้เห็นประโยชน์ของกลยุทธ์การซื้อขาย
หลักทรัพย์ตามข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เปิดเผยต่อสาธารณะ

นายภูมิ วนเศรษฐ์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ขอบเขตการวิจัย	2
1.4 ผลที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย	3
บทที่ 2	
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 Value Investing	4

2.1.2 คุณสมบัติของเขียนหุ่น	5
2.1.3 ระเบียบข้อบังคับในการเปิดเผยข้อมูล	6
2.1.4 ผลกระทบของมาตรการเปิดเผยข้อมูลต่อนักลงทุนรายใหญ่	7
2.1.5 การเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในเชิงจิตวิทยา	7
ทบทวนวรรณกรรม	8
2.2.1 กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ตามเขียนหุ่นในต่างประเทศ	8
บทที่ 3	
ระเบียบการวิจัย	11
3.1 แหล่งข้อมูลในการวิจัย	11
3.2 ระเบียบวิจัยและแบบจำลอง	12
3.3 สมมติฐานการวิจัย	13
บทที่ 4	
ผลการวิจัยและอภิปรายผล	14
4.1 ผลตอบแทนพอร์ตจำลองกับผลตอบแทน SET TRI index	14
4.2 ผลตอบแทนทบต้นพอร์ตของ ดร.นิเวศน์ และผลตอบแทนทบต้น SET TRI index	15
4.3 ผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงของพอร์ต	16
4.4 ข้อสังเกตจากการคัดเลือกหลักทรัพย์จากพอร์ต ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร	19

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	22
5.1 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	22
รายการอ้างอิง	23
ประวัติผู้เขียน	25



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 ตารางผลตอบแทนรายปีของพอร์ตจำลองกับ ผลตอบแทน SET TRI index ในแต่ละปี	14
4.2 ผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส ความผันผวน และผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงของพอร์ตจำลอง	16
4.3 ตารางผลตอบแทนส่วนต่างกำไรพอร์ต ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรการ	21



สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
4.1 ผลตอบแทนทบต้นของพอร์ตจำลอง กับ ผลตอบแทน SET TRI index ในแต่ละปี	15
4.2 เปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสในแต่ละปีของพอร์ตจำลองเทียบกับ SET TRI index	17
4.3 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานพอร์ตจำลองเทียบกับ SET TRI index	17
4.4 อัตราส่วน Sharpe Ratioพอร์ตจำลองเทียบกับ SET TRI index	18

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาการลงทุนได้เป็นที่นิยมในหมู่คนทั่วไปมากยิ่งขึ้นกว่าสมัยก่อนมาก โดยเฉพาะการลงทุนแนว "Value Investing" ซึ่งเน้นการซื้อขายหุ้นที่เน้นพื้นฐานของกิจการ ดังจะสังเกตได้ว่าหุ้นที่มีพื้นฐานดีที่ราคาปรับตัวขึ้นสูงขึ้นอย่างรวดเร็วทำให้นักลงทุนที่มีฝีมือหรือที่ในวงการเรียกกันว่า "เซียนหุ้น" สามารถสร้างฐานะกันได้อย่างรวดเร็ว จึงทำให้คนอีกจำนวนมากหันหน้าเข้าหาตลาดหุ้นด้วยความหวังว่าจะสามารถสร้างเนื้อสร้างตัวจนเป็นเศรษฐีได้ตาม Value Investor ท่านอื่นๆ แต่ปัญหาก็คือการค้นหาหุ้นพื้นฐาน, การเข้าใจพื้นฐานกิจการอย่างลึกซึ้ง หรือการทำ Valuation ได้ถูกต้องนั้นไม่ได้ทำกันง่ายอย่างที่ใครหลายคนคิด เพราะต้องอาศัยการอ่านคิด วิเคราะห์ ผึกฝน รวมถึงต้องผ่านช่วงยากลำบากกันมาก่อนทุกคน และพบว่านักลงทุนหลายท่านไม่สามารถผ่านช่วงยากลำบากไปได้ก็เลิกความฝันที่จะเป็น "เซียน" เสียกลางคัน เหมือนดังที่โบราณว่า "ถ้าท้อก็เป็นถ่าน ถ้าผ่านก็เป็นเพชร" แต่นักลงทุนหน้าใหม่ที่เพิ่งเข้าตลาดกลับหัวใสคิดอยากจะเป็นเพชรทางลัด โดยแทนที่จะศึกษาหาข้อมูลด้วยตนเอง นักลงทุนจำนวนมากเหล่านี้จึงหันมา ดูนักลงทุนชั้นเซียนว่าเขากำลังซื้อขายอะไร โดยอาศัยช่องว่างการรายงานสถานการณ์ถือครองหุ้นของรายใหญ่ที่ต้องรายงาน กลต. เมื่อถือหุ้นเกิน 0.50% ในหุ้นตัวใดตัวหนึ่ง แล้วซื้อขายตามเซียนหุ้นท่านนั้นๆ หรือที่ในต่างประเทศเรียกกลยุทธ์การซื้อขายแบบนี้ว่าเป็น copycat trading strategy หรือเรียกอีกอย่างได้ว่าการทำ mimicking portfolio ซึ่งหลายกรณีก็สามารถทำกำไรได้อย่างเป็นกอบเป็นกำ แต่บางกรณีก็ขาดทุนย่อยยับจนต้อง "ล้ม" ความฝันที่ว่ากลายเป็นเซียนหุ้นลงไปอย่างน่าเสียดาย ซึ่งในต่างประเทศมีการทำวิจัยกันอย่างมากมายถึงกลยุทธ์ดังกล่าวแต่ในประเทศไทยกลับไม่พบงานวิจัยด้านนี้ งานวิจัยชิ้นนี้จึงมุ่งเน้นศึกษากลยุทธ์ดังกล่าวว่าจะสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้หรือไม่ โดยจะทำการวิจัยโดยการจำลองพอร์ตของ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร ซึ่งถือเป็นเซียนหุ้นที่มีชื่อเสียง และถือเป็นปรมาจารย์มือหนึ่งด้าน Value Investing โดยท่านได้พิสูจน์ให้เห็นจากพอร์ตลงทุนของท่านเองเติบโตจากเงินระดับสิบล้านเมื่อสิบกว่าปีก่อน จนกลายเป็นพอร์ตระดับสองถึงสามพันล้านในปัจจุบัน (2015) มีผลตอบแทนชนะตลาดหลายๆปีติดต่อกัน และมีแนวโน้มที่จะสร้างผลตอบแทนในระดับเหนือตลาดในอนาคตต่อไปได้ ด้วยความสามารถและผลตอบแทนในการลงทุนดังที่กล่าวมาแล้วนี้ทำให้มีนักลงทุนจำนวนมากติดตามแนวคิดการลงทุน รวมถึงพอร์ตโฟลิโอของท่านอย่างใกล้ชิด แม้ว่านักลงทุนท่านอื่นจะมีความสามารถไม่ด้อยไปกว่ากัน

แต่หากจะเปรียบเทียบความรู้ ความสามารถ ประสบการณ์ และการยอมรับจากสังคมนักลงทุนด้วยกัน แล้วนั้นก็ยังสามารถห่างกันด้วยประการทั้งปวง ผู้วิจัยจึงได้ใช้พอร์ตของ ดร.นิเวศน์ เป็นแก่นในการจำลองกลยุทธ์ “การซื้อขายหุ้นตามเซียน” นั้นเอง

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษากลยุทธ์การซื้อขายตามเซียนหุ้นที่กำลังได้รับความนิยมอย่างสูงในหมู่นักลงทุนชาวไทย ว่าสามารถเอาชนะตลาดได้หรือไม่ ผู้ทำวิจัยคาดว่าผลลัพธ์ของงานวิจัยชิ้นนี้จะให้ผลลัพธ์จากการทำวิจัยที่ดูเหมือนจะไม่ซับซ้อนอะไรนี้ จะสามารถสร้างความแตกต่างและสร้างคุณประโยชน์ให้แก่ นักลงทุนไทยที่มีความต้องการจะสร้างพอร์ตและทำผลตอบแทนเหนือตลาดอย่างสม่ำเสมอ และไม่ว่าผลลัพธ์ของงานวิจัยจะออกมาว่า การซื้อขายตามนักลงทุนชั้นเซียนนั้นสามารถหรือไม่สามารถสร้างผลตอบแทนชนะตลาดได้ในระยะยาวหรือไม่ก็ตาม คำแนะนำจากผลลัพธ์การวิจัยก็จะมีประโยชน์ต่อนักลงทุนทั้งหลายที่ “เคย” หรือ “กำลัง” จะเลียนแบบการเลือกหุ้นตามเซียนหุ้นอย่างแน่นอน

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาผลตอบแทนของพอร์ตของเซียนหุ้นอย่าง ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร (ขยายความในบทที่ 3) ระหว่างปี 2002 - 2015 รวมระยะเวลาลงทุนทั้งสิ้น 14 ปี ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาที่ผ่านทั้งช่วงรุ่งเรืองและตกต่ำ รวมถึงได้ผ่านวิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่อย่าง subprime crisis ในช่วงปี 2008-2009 ทั้งนี้จะศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น และจะไม่รวมการลงทุน asset class อื่นใดนอกเหนือจากการลงทุนในหุ้น โดยเก็บข้อมูลจาก SETSMART

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย

เพื่อให้นักลงทุนในประเทศที่กำลังซื้อขายตามเซียนหุ้นและคนที่กำลังคิดจะเข้ามาซื้อขายตามเซียนหุ้นได้ทราบว่าในระยะยาวแล้วจะสามารถเอาชนะตลาดได้หรือไม่ เนื่องจากในอดีตที่ผ่านมาเรามีข้อมูลไม่ชัดเจนในเรื่องดังกล่าว ทั้งๆ ที่มีการใช้กลยุทธ์การซื้อขายเช่นนี้อย่างกว้างขวาง หากผลที่ได้บอกว่าการซื้อขายดังกล่าวเป็นกลยุทธ์ที่ดีก็จะช่วยนักลงทุนที่เพิ่งเข้าสู่ตลาดให้สามารถสร้างผลตอบแทนที่น่าพึงพอใจได้ระดับหนึ่ง หากผลที่ได้เป็นตรงกันข้ามคือกลยุทธ์ดังกล่าวไม่สามารถนำมาใช้ได้ก็อาจจะแนะนำให้นักลงทุนหลายๆท่านที่กำลังซื้อขายหุ้นตามเซียนหุ้นซึ่งคาดว่าจะมีอยู่จำนวนมากในขณะนี้ให้เลิกเสียแล้วหันมาทำการบ้าน ทำการค้นหาหุ้นคุณค่าด้วยตนเองจะดีกว่า ทั้งนี้ งานวิจัยชิ้นนี้ได้เน้นการคัดเลือกหุ้นและการ ให้นำหน้าการลงทุนหุ้น ตาม portfolio ของ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร ซึ่งถือเป็นปรมาจารย์ด้าน Value Investor ในประเทศไทย และเป็นคนแรกๆ ที่นำแนวทางการลงทุนเน้นคุณค่ามาเผยแพร่ในประเทศไทย ซึ่งท่านเองได้เป็นนักลงทุนด้วยตัวท่านเอง และประสบความสำเร็จอย่างสูงและมีคนติดตามผลงานของท่านมากมายไม่ว่าทั้งเป็นบทความ หนังสือเกี่ยวกับการลงทุน รวมถึงพอร์ตของท่านที่มีนักลงทุนจับตามองเคลื่อนไหวอยู่ตลอดเวลา เมื่อมีการเคลื่อนไหว มักสร้างเสียง "เชียร์" ให้กับหุ้นตัวที่ท่านซื้อได้ไม่น้อย

1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีลำดับขั้นตอนในการนำเสนอต่อไปนี้ บทที่ 2 กล่าวถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการทบทวนวรรณกรรม บทที่ 3 กล่าวถึงข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยและวิธีการดำเนินงานวิจัย บทที่ 4 อธิบายผลการศึกษา และบทที่ 5 เป็นการสรุปผลวิจัยข้อจำกัดของงานวิจัย และข้อเสนอแนะของงานวิจัยในอนาคต

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนข้างต้นจะให้รายละเอียดทั่วไปเกี่ยวกับแนวคิดการนำทฤษฎีการลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investing) มาใช้ทั้งในต่างประเทศและในประเทศไทย รวมถึงแนวความคิดและนิยามที่มีต่อเขียนลงทุน กฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูล และจิตวิทยาของการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่

2.1.1 Value Investing

เกรแฮมและดอดจ์วิว ดีพิมพ์ “Security Analysis” ตำราการลงทุนแนวพื้นฐาน หรือ Value Investing การเล่มแรกของโลกในปี 1934 และได้รับการยอมรับว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือผลตอบแทนเฉลี่ยในระยะยาวของตลาดได้ โดยการลงทุนแบบเน้นคุณค่านี้มีสาระสำคัญอยู่ที่การซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีราคาถูกเมื่อเทียบกับมูลค่าที่แท้จริง ซึ่งนักลงทุนสามารถหาได้โดยการใช้การทำการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ อัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ซึ่งก็มีงานวิจัยหลายชิ้นที่วิจัยทฤษฎีการลงทุน แบบเน้นคุณค่า ยกตัวอย่างเช่น Basu(1977) ได้พบว่าหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นหรือ P/E ratio ต่ำๆ จะมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นที่มี P/E สูง Oppenheimer(1984) ได้ทำการวิจัยโดยการสร้างพอร์ตโฟลิโอที่มาจากเกณฑ์จากอัตราส่วนทางการเงินของเกรแฮมพบว่าสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้จริง Fama French (1998) ค้นพบว่าวิธีการลงทุนหุ้นที่มีลักษณะเป็นหุ้นคุณค่าสามารถสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยเหนือหุ้นเติบโตที่มีระดับความเสี่ยงใกล้เคียงกัน นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Piotroski (2000) พบว่าการเลือกหุ้นคุณค่าจากอัตราส่วนทางการเงินในงบการเงินย้อนหลังนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือค่าเฉลี่ยตลาดได้เช่นเดียวกัน ทั้งหมดนี้เป็นหนึ่งในงานวิจัยชิ้นสำคัญที่บ่งบอกว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่าสามารถใช้ได้จริงและสามารถนำไปประยุกต์ได้ในหลากหลายประเทศ

อย่างไรก็ดีพบว่าในประเทศไทยนั้นมีคนทำวิจัยเกี่ยวกับการนำ Value Investing มาใช้บ้าง อย่างงานวิจัยของ ไพบูลย์ เสรีวิวัฒนา (2013) ได้ทำการนำหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) ของหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นไทยในช่วงปี 2000-2012 โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินอย่าง P/E, P/BV, ROE, ROA, DY มาสร้างเป็นพอร์ตโฟลิโอ และพบว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนทางการเงินดีที่สุด จะสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินตลาดได้ นอกจากนี้งานวิจัยของ สมชาย สุภัทรกุล และประสาร จงเจริญกุล (2010) ได้ศึกษาปัจจัยที่กำหนดให้อัตราส่วนทางการเงินของแต่ละ

บริษัทไม่เท่ากัน โดยเน้นการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้กันอย่างแพร่หลายอย่างโดยเฉพาะ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์อย่างอัตราส่วน P/E และ P/BV ซึ่งก็พบว่าปัจจัยที่กำหนดอัตราส่วนทางการเงิน P/E ratio นั้นขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตของผลกำไรในอนาคต (Future Earning Growth- FEG) ปัจจัยพื้นฐานที่ส่งผลต่อระดับสูงต่ำของ P/B Ratio ของบริษัทคือระดับของอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในอนาคต (Future Return on Equity หรือ FROE) ของบริษัท ดังนั้นหากนักลงทุนท่านใดสามารถมองเห็นพื้นฐานกิจการที่เป็นตัวขับเคลื่อนปัจจัยดังกล่าวก็สามารถนำมาโมเดลดังกล่าวมาค้นหาหุ้นที่ยังต่ำกว่ามูลค่าได้ ไพบูลย์ เสรีวิวัฒนา (2012) ได้ทำการวิจัยและพบว่าอัตราส่วนทางการเงิน PEG ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่นำค่า P/E มาต่อยอดอีกทีหนึ่งด้วยปัจจัยในการเรื่องการเติบโต ซึ่งพบว่าการนำอัตราส่วนนี้มาใช้เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ ในช่วงปี 1999-2010 สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้เช่นเดียวกัน จากงานวิจัยข้างต้นจะสามารถอนุมานได้ว่าทฤษฎีการลงทุนแบบ Value Investing สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้ และนำมาประยุกต์ใช้กับตลาดหุ้นไทยได้

2.1.2 คุณสมบัติเซียนหุ้น

ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร ให้ความเห็นในประเด็นนี้ว่า คนที่เป็นเซียนหุ้น มักจะมีลักษณะ หลายประการที่คล้ายคลึงกัน ¹ เซียนหุ้นมักมีความสามารถในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ รู้จุดอ่อน จุดแข็ง การแข่งขันทำกำไรของบริษัท รวมถึงสามารถมองภาพได้ว่าอนาคตของบริษัทเป็นอย่างไร มีความเสี่ยงตรงไหนบ้าง ซึ่งเซียนหุ้นแต่ละคนนั้นมักแน่วแน่ในแนวทางของตนเอง ไม่เปลี่ยนแปลงไปเปลี่ยนมา ซึ่งโดยส่วนมากแล้วจะใช้แนวทางใดแนวทางหนึ่งตลอดชั่วชีวิตการลงทุนของนักลงทุนท่านนั้น รวมถึงยึดกับสิ่งที่ตัวเองรู้ดีที่สุด และไม่ทำอะไรนอกเหนือจากขอบเขตความรู้ของตนเอง นอกจากนี้ยังมีแนวทางการลงทุนที่เข้าใจง่ายไม่ซับซ้อน อย่างวอเรน บัฟเฟตต์เองสามารถประเมินมูลค่าหุ้นได้โดยไม่ต้องมีคอมพิวเตอร์ หรือแม้กระทั่งเครื่องคิดเลข และเมื่อลงทุนก็จะจดจ่อกับสิ่งที่ทำอย่างมาก โดยจะใช้เวลาส่วนมากอยู่กับการคิดและการอ่าน มีวินัยการลงทุนสูง สามารถควบคุมอารมณ์ได้ดี เป็นคนกล้าเสี่ยงอย่างมีเหตุมีผล หากคนอื่นกำลังอยู่ในเหตุการณ์ที่ตื่นตระหนกนักลงทุนเหล่านี้สามารถอยู่นิ่งได้โดยไม่หวั่นไหวกับเหตุการณ์ที่มากระทบง่ายๆ นอกจากนี้ความรู้เรื่องการลงทุน แล้วเซียนหุ้นยังมีความรู้เรื่อง สังคม การเมือง รวมถึงเรื่องวิทยาศาสตร์ซึ่งความรู้เหล่านี้ช่วยประกอบภาพในการลงทุนให้นักลงทุนเซียนเหล่านี้ทำให้มีมุมมองที่เฉียบคม ทันสมัยและทันต่อเหตุการณ์

นอกจากคุณสมบัติดังกล่าวแล้วผู้วิจัยยังเพิ่มเกณฑ์ขึ้นมาอีกบางประการเพื่อให้ นิยามคำว่าเซียนหุ้นให้ผู้อ่านงานวิจัยเกิดความเข้าใจในเชิงรูปธรรมเพิ่มมากยิ่งขึ้น ได้แก่

¹ 29 มีค. 2554 คอลัมน์โลกในมุมมองของ Value Investor หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ โดย ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร

ประการที่ 1 ต้องเป็นผู้ที่ลงทุนในตลาดหุ้นเกินระยะเวลา 10 ปี และผ่านวิกฤตเศรษฐกิจมาแล้วอย่างน้อยหนึ่งครั้ง

ประการที่ 2 ต้องสร้างผลตอบแทนรวมปีนผลเฉลี่ยมากกว่าเท่ากับร้อยละ 20 ต่อปี ขณะอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรวมปีนผลในระยะเวลาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ร้อยละ 15 ต่อปี

ประการที่ 3 ต้องมีเงินลงทุนเกินกว่า 1,000 ล้านบาท ในปี พ.ศ.ปัจจุบัน (พ.ศ.2558)

ประการที่ 4 เป็นที่รู้จักโดยทั่วไปของสาธารณชนในกลุ่มนักลงทุนด้วยตนเอง ²

ซึ่งจากคุณสมบัติดังกล่าวผู้วิจัยพบว่าคนที่เหมาะสมที่สุดที่จะเป็นตัวแทนเขียนลงทุนคือ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรากรรณ์ ซึ่งท่านได้เริ่มลงทุนด้วยเงิน 10 ล้านบาทในปี 2540 และเงินจำนวนนั้นได้งอกเงินขึ้นถึง 2,700 ล้านบาท ณ วันที่ 7 ธ.ค.2558 หรือ 34% ทบต้นเป็นระยะเวลากว่า 19 ปี ผ่านวิกฤตมาแล้ว 2 ครั้ง ทั้งวิกฤต 40 และวิกฤต subprime ปี 51 นอกจากนี้ท่านยังเป็นนักลงทุนขวัญใจของชาว Value Investors และเป็นที่รู้จักของนักลงทุนทั่วไป เนื่องจากท่านเขียนคอลัมน์ลงทุนลงหนังสือพิมพ์เป็นประจำ ให้สัมภาษณ์ รวมถึงให้ความรู้แก่นักลงทุนเมื่อมีโอกาสตามเวทีต่างๆ อย่างสม่ำเสมอตลอดหลายปีที่ผ่านมา

2.1.3 ระเบียบข้อบังคับในการเปิดเผยข้อมูล

ในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้มีบทบัญญัติที่ 13F Securities Exchange Act ขึ้นในปี 1934ซึ่งมีเนื้อหาใจความว่านักลงทุนสถาบัน ผู้จัดการกองทุนรวมถึงผู้จัดการกองทุน Hedge Fund ที่มีเงินลงทุนเกิน 100 ล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐขึ้นไป ซึ่งต้องเปิดเผยสถานะการถือครองหลักทรัพย์ที่ลงทุนภายใน 45 วันหลังปิดไตรมาสความกังวลกันว่ามาตรการ 13F disclosure ของ SEC นี้จะส่งผลกระทบต่อกลยุทธ์การลงทุนของผู้จัดการกองทุน โดยมีนักลงทุนจำนวนมากใช้เครื่องมือนี้ในการหาผลประโยชน์โดยแทบไม่ต้องออกแรงวิเคราะห์เสาะหาหุ้นในการลงทุนแต่อย่างใด เพียงแค่ซื้อขายตามเขียนหุ้นเท่านั้นก็ได้ผลตอบแทนที่น่าพึงพอใจ ปัญหานี้เรียกกันว่า "free ride" ซึ่งผู้จัดการกองทุนหลายหลายได้แสดงความกังวลรวมถึงร้องเรียนไปยัง Securities Exchange Commission (SEC)³ ให้มีการผ่อนปรนมาตรการดังกล่าว ในปี 2006 Phil Goldstein ผู้จัดการกองทุนในนิวยอร์กถึงกับฟ้องร้อง SEC สำหรับมาตรการที่ออกมาตรการดังกล่าวเสมือนการลดทอนความสามารถในการแข่งขัน ซึ่งเป็นเรื่องที่ขัดต่อหลักการโดยทั่วไปของโลกการค้าเสรี อย่างไรก็ตามก็มีการโต้แย้งว่าการที่ต้องให้ผู้จัดการกองทุนเปิดเผยข้อมูลนั้นถูกต้องแล้ว เพื่อความโปร่งใสของอุตสาหกรรม

² มีการออกสื่อ ให้สัมภาษณ์ อย่างน้อย 15 ครั้งภายในปี 2006-2015 และมีความถี่ในการออกสื่ออย่างน้อย 1 ครั้งต่อปี

³ มีรายงานปรากฏว่ามีกองทุนรวมใช้ Hedge Fund 13F disclosure นี้เปิดกองทุน copy-cat ขึ้นมา 2 กองทุนในปี 2012 ได้แก่ กองทุน Global X Funds' Top Guru Holdings Index ETF และ Alpha Clone's Alternative Alpha ETF

การเงินโดยรวม ส่วนในไทยนั้น ในประเทศกต. กำหนดให้ผู้ถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 0.5 ของจำนวนหุ้นบริษัททั้งหมดขึ้นไปต้องทำเรื่องไปยัง กต. เช่นเดียวกัน หากผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินร้อยละ 0.5 และไม่รายงาน กต. ในระยะเวลาที่กำหนดจะต้องระวางโทษตามกฎหมาย ข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ดังกล่าวจะถูกเผยแพร่สู่สาธารณชนด้วย โดยทั่วไปจะเห็นการเพิ่มหรือลดสถานะการถือครองหลักทรัพย์โดยเขียนหุ้นได้ผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ได้แก่ www.setsmart.com , www.settrade.com และ www.set.or.th ดังนั้น งานวิจัยชิ้นนี้จะถือว่าวันแรกที่มีการอัปเดตข้อมูลเป็นวันปรับสถานะและ ราคาซื้อและราคาขายหลักทรัพย์ในพอร์ตที่จำลองขึ้นมา หากมีการเปลี่ยนสถานะซื้อขายอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะกล่าวโดยละเอียดในบทระเบียบวิธีการวิจัย

2.1.4 ผลกระทบของการมาตรการเปิดเผยข้อมูลต่อเขียนหุ้น

Kurz and Motolesse (2000) พบว่าสิ่งที่แยกนักลงทุนที่มีทักษะดี (skilled investor) กับนักลงทุนที่ไม่มีทักษะหรือทักษะไม่ดี (unskilled investor) นั้นมาจากความสามารถในการใช้ข้อมูล ความสามารถในการแปลความหมายข้อมูลที่แตกต่างกัน ซึ่งทำให้นักลงทุนเหล่านั้นสามารถหาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้เร็วกว่านักลงทุนท่านอื่น ทำให้นักลงทุนที่มีทักษะนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ หรือ Abnormal Return ได้ ดังนั้นการที่หน่วยงานออกมาตรการให้มีการเปิดเผยข้อมูลสถานะการถือครองหลักทรัพย์ สู่สาธารณชนเพราะต้องการให้นักลงทุนนั้นใช้ข้อมูลเหล่านี้เพื่อเร่งให้ราคาหุ้นเข้าสู่จุดดุลยภาพได้เร็วยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม ก็จะทำให้เกิดปัญหาว่าการที่ต้องเปิดเผยข้อมูลสถานะการถือครองหลักทรัพย์บ่อยๆ นั้นมาตรการดังกล่าวจะไปทำให้ผลตอบแทนของนักลงทุนที่มีทักษะลดต่ำลงได้ เพราะมีนักลงทุนคนอื่นเข้ามาร่วมซื้อด้วยทำให้นักลงทุนที่มีทักษะเหล่านั้นมีต้นทุนที่สูงขึ้น ดังนั้นแล้วการเปิดเผยข้อมูลสำหรับเขียนหุ้นถือว่าเป็นดาบสองคม มีทั้งด้านดีและด้านที่ไม่ดี ซึ่งเป็นเรื่องที่สถาบันที่มีอำนาจในการออกมาตรการต่างๆ เหล่านี้ต้องคิดให้รอบคอบก่อนนำมาตราการไปใช้

2.1.5 การเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในเชิงจิตวิทยา

ฉันทา เลหาศิริวงศ์ อดีตกรรมการผู้จัดการใหญ่ IBM ประเทศไทยเคยกล่าวไว้ในบทความการลงทุนของท่านว่าบางครั้งนักลงทุนบางคนพยายามซื้อหุ้นให้เกินจำนวนร้อยละ 0.5 ของจำนวนหุ้นทั้งบริษัท โดยใช้เงินลงทุนจำนวนมาก เพียงเพราะให้ตัวเองได้มีชื่อติดในรายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น การมีชื่อเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แม้โดยปกติแล้วจะส่งผลทางจิตวิทยาทำให้เขียนหุ้นท่านนั้นรู้สึกภาคภูมิใจ แต่ทั้งนี้ราคาหุ้นนั้นขึ้นอยู่กับผลประกอบการของตัวธุรกิจ ซึ่งสะท้อนมาจากรูปแบบการทำธุรกิจ ความสามารถในการแข่งขันและความสามารถในการ

บริหารจัดการของบริษัท แต่จะไม่มีความสัมพันธ์ใดๆ กับรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ นอกเหนือจากการซื้อหุ้นตามเขียนหุ้นแล้วยังมีการซื้อขายหุ้นตามผู้บริหารที่เปิดเผยข้อมูลใน รายงาน 59-2 ซึ่งผู้บริหารต้องรายงานให้ กสท. ทราบเมื่อมีการทำรายการซื้อขายของผู้บริหารบริษัทภายในระยะเวลาที่กำหนด อย่างไรก็ตามเมื่อมีการทำรายการซื้อขายของผู้บริหารดังกล่าวมักจะทำให้นักลงทุนเกิดความสนใจหรือตื่นตระหนกได้ในบางครั้ง เพราะนักลงทุนมักคิดว่าบุคคลเหล่านี้มีข้อมูลที่เหนือกว่าตนเอง แต่ในข้อเท็จจริงทั่วไปแล้วมักไม่ค่อยมีความสัมพันธ์ต่อราคาหุ้นมากนัก ดังนั้นนักลงทุนต้องแยกแยะให้ออกว่าคนที่ถือหุ้นใหญ่ท่านไหนเป็นของจริงและท่านไหนเป็นของปลอม มิฉะนั้นการลงทุนตามเขียนนอกจากจะไม่ได้ผลแล้วยังจะสร้างความเสียหายให้แก่เงินลงทุนของผู้ลงทุนเอง

2.2 การทบทวนวรรณกรรม

2.2.1 กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ตามเขียนหุ้นในต่างประเทศ

Brown and Schwarz (2010) พบว่าคนที่มีข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ของกองทุนป้องกันความเสี่ยง (Hedge Fund) มาใช้ประโยชน์ในการเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ตามนักลงทุนเหล่านี้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ตามผู้จัดการกองทุน Hedge Fund (copycat trading strategy) โดยไม่ได้ทำการประเมินมูลค่าหุ้นหรือค้นหาการลงทุนด้วยตนเอง ตามที่ SEC ประเทศสหรัฐอเมริกาให้มีการเปิดเผยข้อมูลการถือสถานะในหลักทรัพย์ภายใน 45 วันหลังสิ้นสุดไตรมาส พบว่ากลยุทธ์การซื้อขายดังกล่าวนี้สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินเหนือตลาดได้ในระยะสั้นๆ ซึ่งเหมาะกับพวกนักค้าหรือ Trader แต่ไม่เหมาะสำหรับนักลงทุนระยะยาว (long-term investor) เนื่องจากกลยุทธ์ดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนได้เพียงน้อยนิด แต่งานวิจัยดังกล่าวให้ผลขัดแย้งกับ Martin และ Puthenpurackal (2008) ที่ศึกษากลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ตามกองทุน Berkshire Hathaway ของ Warren Buffett ซึ่งพบว่าหากนักลงทุนมือใหม่ (unskilled investor) ลอกเลียนแบบโดยเลือกซื้อหุ้นตาม Warren Buffett 1 เดือนหลังจากมีการประกาศสถานะการถือครองหลักทรัพย์ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน นักลงทุนจะสามารถสร้างผลตอบแทน 10.75 % เหนือ S&P500 index ซึ่งเป็นผลตอบแทนเทียบความเสี่ยง (risk adjusted return) สูงกว่าตลาดด้วย ขัดกับ Brown and Schwarz (2010) ที่ว่ากลยุทธ์การซื้อตามผู้จัดการกองทุนนั้นไม่สามารถสร้างผลตอบแทนระยะยาวได้ ทั้งนี้ข้อสันนิษฐานว่าผู้จัดการกองทุน Hedge Fund ส่วนใหญ่ อาจไม่ได้มีสถานะ ซื้อและถือ⁴ เหมือน Warren Buffett เพียงอย่างเดียว แต่มีการใช้กลยุทธ์อื่นประกอบด้วย ทำให้ผลที่ได้จากการวิจัยนั้นมีผลลัพธ์ตรงกันข้าม ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวให้ได้ผลใกล้เคียงกับ JIN-MO KIM and

⁴ Warren Buffet มีสถานะเกือบทั้งหมดเป็นการซื้อและถือ (buy and hold strategy) เพื่อการลงทุนระยะยาว

XIN ZHANG (2013) ซึ่งพบว่า การซื้อขายหุ้นตามกองทุน Hedge Fund สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้นอกจากนั้นยังพบว่าแม้แต่ Mutual Fund ก็ยังเลียนแบบหุ้นกองทุน Hedge Fund โดยพบการเพิ่มขึ้นของสถานะการถือครองหลักทรัพย์นั้นๆ ของ Mutual Fund วันเดียวกับที่มีการประกาศการถือครองหลักทรัพย์โดย Hedge Fund แสดงให้เห็นว่ากลยุทธ์ดังกล่าวนั้นแพร่หลายในต่างประเทศ ซึ่งสำหรับประเทศไทยกลยุทธ์เหล่านี้ก็มีคนจำนวนมากนำมาใช้ แต่ไม่ได้ใช้ข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ของกองทุนรวม แต่ใช้กับข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ของนักลงทุนรายบุคคลเป็นส่วนมากหรือที่ขอเรียกกันว่าเซียนหุ้น ทั้งนี้ไม่มีหลักฐานปรากฏว่าเหตุใดถึงเป็นเช่นนั้น ซึ่งเป็นประเด็นที่ผู้วิจัยท่านอื่นน่าจะนำไปศึกษาต่อได้

Peter Lynch อดีตผู้จัดการกองทุนพิเคิลตี้ที่สร้างผลตอบแทนที่ดีที่สุดในอุตสาหกรรมต่อเนื่องยาวนานกว่า 13 ปี ให้ความเห็นต่อกฎการซื้อขายหลักทรัพย์ตามเซียนหุ้น (copy-cat trading strategy) ว่าการซื้อขายหุ้นตามนักลงทุนรายอื่นนั้น โดยเฉพาะนักลงทุนที่มีความสามารถและมีผลตอบแทนเฉลี่ยเหนือตลาดในอดีต (track record) เป็นระยะเวลาอันสั้น ดูผิวเผินเหมือนจะไม่มีปัญหาแต่อย่างไรแต่หากแท้จริงแล้วมีจุดด้อยด้วยการหลายประการ

ประการแรก การซื้อตามหลังนักลงทุนชั้นเซียนที่มี portfolio การลงทุนขนาดใหญ่ ซึ่งหากซื้อปริมาณมากๆ แล้ว นักลงทุนรายย่อยไปซื้อตามทำให้ได้ต้นทุนที่สูงกว่า ซึ่งทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนน้อยลง

ประการที่สอง การขายหุ้นตามนักลงทุนชั้นเซียน จะทำให้ขายได้ในราคาต่ำ เนื่องจากหากเซียนหุ้นเหล่านี้ขายย่อมส่งผลกระทบต่อเชิงลบจ่อหุ้นตัวนั้นๆ ไม่มากก็น้อย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของนักลงทุนอย่างแน่นอน

ประการที่สาม การซื้อหุ้นหรือขายหุ้นตามนักลงทุนท่านอื่นนั้น ผู้ลงทุนไม่มีทางรู้ระยะเวลาที่แท้จริงว่าซื้อจริง หรือขายจริง คือเมื่อไหร่ ดังนั้นแล้วข้อมูลที่ได้อาจมีความคลาดเคลื่อนจากธุรกรรมที่เซียนหุ้นได้ทำจริงเสมอๆ แต่จะมากหรือน้อยอย่างไร ไม่อาจทราบได้ ดังนั้นแล้วการซื้อหรือขายตาม อาจทำให้เราพลาดโอกาสที่จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในราคาที่ดี ในเวลาที่เหมาะสมซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของเราได้

ประการที่สี่ เราไม่ทราบว่าเหตุผลของการซื้อหรือขายของนักลงทุนชั้นเซียนนั้นคืออะไร บางครั้งแล้วพื้นฐานหลักทรัพย์เปลี่ยนเนื่องจากมีข่าวกระทบซึ่งเซียนหุ้นอาจตัดสินใจขายอย่างรวดเร็ว ขณะที่คนที่ซื้อตามไม่ทราบก็อาจทำให้ขายช้า ขายไม่ทัน ทำให้เสียประโยชน์ได้ หรือบางครั้งนักลงทุนชั้นเซียนขายเพียงเพื่อตามการเงินสดไปทำธุรกรรมอย่างอื่น ไม่ได้แปลว่าหุ้นนั้นๆ มันไม่ดีแล้ว หากนักลงทุนรายย่อยขายตาม อาจเสียโอกาสการลงทุนที่ดีไปได้ ซึ่งจริงๆ แล้วผู้ลงทุนสามารถมีข้อมูลที่ดีกว่าผู้จัดการกองทุนเองได้เนื่องจากการทำงานในอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่งมายาวนาน จึงทำให้รู้

ข้อมูลเชิงลึกมากกว่าผู้จัดการกองทุนในบางเรื่อง หากเราทำการศึกษาโดยละเอียดก็จะใช้ข้อมูลดังกล่าวลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ทั้ง 4 ประการนี้คือ ข้อเสียเปรียบของนักลงทุนรายย่อยที่ไปซื้อหรือขายหุ้นตามเขียนหุ้น อย่างไรก็ตามก็ไม่มีการศึกษาอย่างแน่ชัดว่าตกลง การซื้อ ขายหุ้นตามเขียนหุ้น นั้นจะเอาชนะผลตอบแทนของตลาดในระยะยาวได้หรือไม่ ซึ่งรายงานชิ้นดังกล่าวจะทำการตรวจสอบผลดังกล่าวแล้วดูว่ากลยุทธ์การลงทุนเช่นนี้นั้นให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดหรือไม่ โดยใช้กลยุทธ์การเลือกหุ้นตาม ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร ผู้บุกเบิกกลยุทธ์การลงทุนแบบ Value Investment ในประเทศ



บทที่ 3 วิธีการวิจัย

ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร ถือเป็นผู้บุกเบิกการลงทุนแบบเน้นคุณค่าคนแรกของประเทศไทย โดยนอกจากเผยแพร่ความรู้ทางด้านวิชาการแล้วท่านยังเป็นนักปฏิบัติโดยนำความรู้เหล่านั้นมาใช้ลงทุนด้วยเงินทุนของตัวเองอีกด้วย ซึ่งจากสถิติในอดีตพบว่าผลตอบแทนการลงทุนตามปรัชญาการลงทุนแบบเน้นคุณค่าของท่านนั้นสร้างผลตอบแทนได้อย่างงดงาม ทำให้มีผู้ติดตามแนวคิดการลงทุน ทักษะที่ท่านมีต่อตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลาต่างๆ รวมถึงมีคนจำนวนมากติดตามความเคลื่อนไหวของพอร์ตโฟลิโอของท่านอย่างใกล้ชิด ผู้วิจัยเองต้องการศึกษากลยุทธ์การลงทุนโดยการซื้อและขายตามเซียนหุ้น โดยมีเงื่อนไขว่าต้องมีเงินลงทุนเกินกว่าหนึ่งพันล้านบาท ลงทุนมาแล้วไม่ต่ำกว่าสิบปี มีผลตอบแทนทบต้นเกินกว่า 20% ต่อปี ซึ่งผู้วิจัยคิดว่านักลงทุนที่เหมาะสมที่สุดกับคุณสมบัติดังกล่าวข้างต้นในช่วงเวลานี้ที่ถือเป็นตัวแทนนักลงทุนที่มีชื่อเสียงและมีความสามารถเห็นคงจะไม่มีใครคนใดเหมาะสมไปกว่า ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากรแล้ว

3.1 แหล่งข้อมูลในการวิจัย

เก็บรายชื่อหุ้นที่ดร.นิเวศน์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผลตอบแทนราคาหุ้นและเงินปันผลแต่ละตัวในแต่ละปีจากฐานข้อมูลเว็บ Setsmart ตั้งแต่ปี 2002-2015 ซึ่งมีการอัปเดตรายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่และผลตอบแทนที่มีข้อมูลครอบคลุมมากที่สุด เนื่องจากเป็นหน่วยงานภายใต้การกำกับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้เนื่องจากพอร์ตของ ดร.นิเวศน์ จะรวมถึงพอร์ต ของ นางเพาพิลาส เหมวชิรวรากรและ นางสาวพิสชา เหมวชิรวรากร ซึ่งเป็นภรรยาและบุตรสาวด้วย เนื่องจาก ดร.นิเวศน์ เป็นผู้บริหารจัดการการลงทุนด้วยตนเองทั้งหมด 100% โดยใช้ผลตอบแทน SET TRI index⁵ ตั้งแต่ปี 2002-2015 เป็นตัวแทน นำมาคิดผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอเพื่อวัดจำนวนหุ้นที่เหมาะสมในการทำ copy-cat trading strategy

⁵ ดัชนีผลตอบแทนรวม (SET TRI) คือ การคำนวณผลตอบแทนทุกประเภทของการลงทุนในหลักทรัพย์ให้สะท้อนออกมาในค่าดัชนี ทั้งผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Capital gain/loss) สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Rights) ซึ่งเป็นสิทธิที่ให้แกผู้ถือหุ้นเดิมในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งมักจะทำให้สิทธิซื้อในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด ณ ขณะนั้น และเงินปันผล (Dividends) ซึ่งเป็นส่วนแบ่งของกำไรที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น โดยมีสมมติฐานเพิ่มเติมว่าเงินปันผลที่ได้รับนี้จะถูกนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ด้วย (Reinvest) เพื่อให้สอดคล้องความเป็นจริงที่ว่า ดร.นิเวศน์ ลงทุนในหุ้น 100% ของสินทรัพย์รวมตลอดเวลา เมื่อมีปันผลก็จะนำมาลงทุนต่อตลอดระยะเวลาการลงทุน

3.2 ระเบียบวิธีการวิจัยและแบบจำลอง

ผู้วิจัยทำการอัปเดตสถานการณ์ถือครองหลักทรัพย์ของ ดร.นิเวศน์ ทุกๆ สิ้นไตรมาส หากมีชื่อ ดร.นิเวศน์อยู่ในหลักทรัพย์ใดก็จะขึ้นสถานะหลักทรัพย์นั้นๆ ในพอร์ตการลงทุน ในไตรมาสถัดไปทันที(เนื่องจากซื้อเมื่อสิ้นไตรมาสก่อนหน้า)และราคาซื้อของหลักทรัพย์ทุกตัวจะเป็นราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์นั้นในวันซื้อขายสุดท้ายก่อนขึ้นไตรมาสใหม่ และขายหลักทรัพย์นั้นเมื่อไม่มีรายชื่อ ดร.นิเวศน์ ปรากฏในรายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทนั้นๆ แล้ว โดยราคาขายนี้เป็นราคาขายเมื่อสิ้นวันทำการสุดท้ายของสิ้นไตรมาสที่ไม่มีรายชื่อในสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หากไม่มีการขายหลักทรัพย์ออกจะถือว่าหลักทรัพย์นั้นยังอยู่ในพอร์ตการลงทุนดังกล่าวต่อไปเรื่อยๆ

นอกจากนี้เราจะมีการวัด Standard Deviation และ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินเทียบความเสี่ยง (Risk Adjusted Return)โดยใช้ Sharpe Ratio ทั้งนี้งานวิจัยชิ้นนี้ไม่ได้มีต้องการที่จะต้องการวิจัยผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงให้เป็นประเด็นสำคัญในงานวิจัย แต่ทำเพื่อเป็นข้อมูลเพิ่มเติมให้แก่นักลงทุนบางท่านให้เป็นข้อมูลพิจารณาเพิ่มเติมก่อนการตัดสินใจลงทุนซึ่งในอนาคตอาจมีงานวิจัยเกี่ยวกับหัวข้อดังกล่าวตามมาได้

ผู้วิจัยจะทำการจำลองพอร์ต(copycat หรือเรียกว่า mimicking portfolio)โดยการ “ซื้อ” หลักทรัพย์ตาม ดร.นิเวศน์ ณ วันที่ปรากฏชื่อในทะเบียนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และ “ขาย” เมื่อไม่ปรากฏชื่อ ดร.นิเวศน์ในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และ ทุกวันทำการแรกของปี ผู้วิจัยจะมีการ rollover หุ้นที่ลงทุนใหม่ แต่จะใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์นั้นๆ ณ วันที่ทำการสุดท้ายของปีก่อนหน้า เพื่อที่จะสอดคล้องกับทฤษฎีการลงทุนแบบ Value Investment ที่มีระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ค่อนข้างยาวนานเมื่อเทียบกับการลงทุนรูปแบบอื่น ดังนั้นหากมีการถือหุ้นข้ามปี ราคาใหม่ที่ทำการ rollover ณ วันที่แรกของวันทำการในปีใหม่ที่ควรใช้ก็จะเป็น

3.3 สมมติฐานในการวิจัย

เนื่องจากเราต้องการศึกษาว่าการเลือกหุ้นลงทุนตามพอร์ต ดร.นิเวศน์ นั้นสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้หรือไม่เราจึงได้สมมติฐานการวิจัยดังนี้

ให้ $NVreturn$ แทนผลตอบแทนการลงทุนของพอร์ตจำลองหลักทรัพย์ ดร.นิเวศน์

ให้ $MKTreturn$ แทนผลตอบแทนของดัชนีหลักทรัพย์ SET TRI index

$H_0 : NVreturn - MKTreturn < 0$

$H_1 : NVreturn - MKTreturn > 0$

ดังนั้นเพื่อพิสูจน์ผลตอบแทนส่วนเกินตลาดจะต้องปฏิเสธสมมติฐานหลัก (Reject H_0) เพื่อที่จะสรุปว่ากลยุทธ์การซื้อขายหุ้นตามเซียนหุ้น ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร นั้นสามารถสร้างผลตอบแทนที่เหนือตลาดได้

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 ผลตอบแทนพอร์ตจำลอง กับ ผลตอบแทน SET TRI index

จากการจำลองพอร์ตลงทุนซื้อ-ขายในหลักทรัพย์ตามรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร ที่ปรากฏใน setsmart จำนวน 14 ปี ปีละ 4 ไตรมาส รวมทั้งหมดเป็นจำนวน 64 ไตรมาส รวมหลักทรัพย์ทั้งหมด 26 หลักทรัพย์ เพื่อดูว่า กลยุทธ์การซื้อขายข้างต้นสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้หรือไม่ ซึ่งได้ผลดังต่อไปนี้

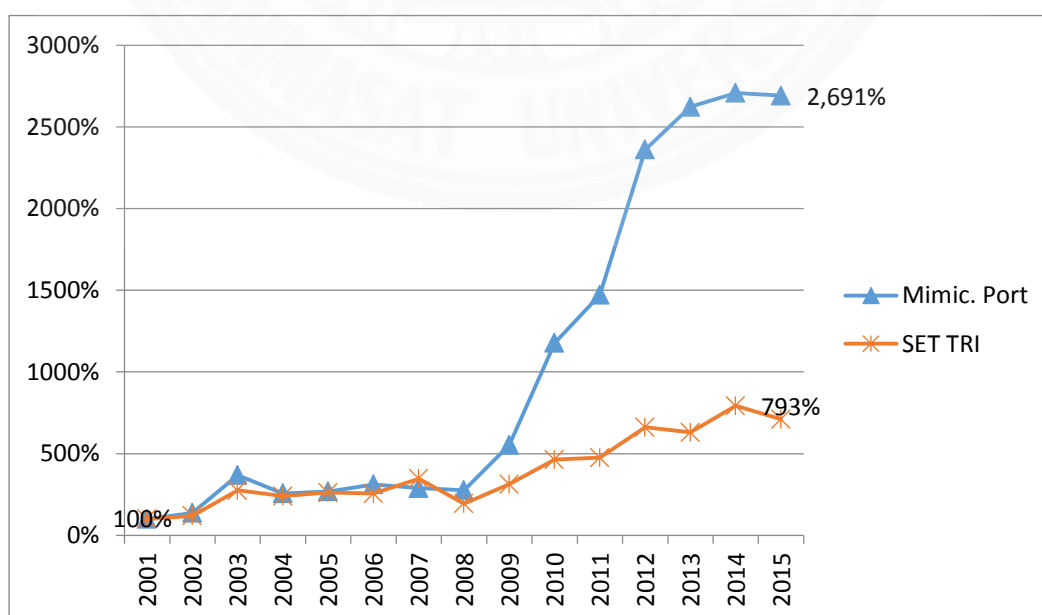
ตารางที่ 4.1 ตารางผลตอบแทนรายปีของพอร์ตจำลอง กับ ผลตอบแทน SET TRI index ในแต่ละปี

	Mimic. Port	SET TRI	Difference
2002	37.30%	20.27%	17.03%
2003	168.40%	129.54%	38.86%
2004	-30.18%	-12.77%	-17.41%
2005	4.45%	8.56%	-4.11%
2006	16.14%	-1.99%	18.13%
2007	-7.24%	35.47%	-42.71%
2008	-4.54%	-44.11%	39.57%
2009	100.17%	61.06%	39.10%
2010	112.94%	48.26%	64.67%
2011	24.93%	2.71%	22.21%
2012	60.45%	39.06%	21.39%
2013	11.03%	-4.69%	15.72%
2014	3.25%	25.69%	-22.43%
2015	-0.61%	-10.37%	9.75%
Average Compound Rate	26.51%	15.03%	11.47%

จากการศึกษาพบว่ากลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ตาม ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร (Mimicking Portfolio) โดยซื้อเมื่อมีการอัปเดตสถานะการถือครองผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทุกสิ้นไตรมาส และขายหลักทรัพย์เมื่อไม่ปรากฏรายชื่อ ดร.นิเวศน์ในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยมีการให้น้ำหนักการลงทุนหลักทรัพย์แต่ละตัวเท่าพอร์ตโพลีโอของ ดร.นิเวศน์เมื่อสิ้นแต่ละไตรมาส โดยการเก็บข้อมูลการซื้อขายของ ดร.นิเวศน์ ตั้งแต่ปี 2002 -2015 เป็นจำนวนทั้งสิ้น 14 ปี ประกอบด้วยหลักทรัพย์ 26 หลักทรัพย์ จากการศึกษพบว่ากลยุทธ์ดังกล่าวนี้สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้เป็นระยะเวลา 10 ปีจากจำนวนการทดสอบข้อมูลทั้งสิ้น 14 โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึง 26.51% ต่อปี ซึ่งสูงกว่า SET TRI index ที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 15.03%ต่อปี ซึ่งต่างกันโดยเฉลี่ย 11.48% ดังนั้น นักลงทุนสามารถนำกลยุทธ์นี้ไปซื้อขายหลักทรัพย์ตาม ดร.นิเวศน์ได้

4.2 ผลตอบแทนทบต้นของพอร์ตจำลองกับผลตอบแทนทบต้นของ SET TRI index

หากผู้ลงทุนนำเงินไปลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ตามการอัปเดตรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร เป็น จำนวน 100 บาทเมื่อปลายปี 2001 และลงทุนโดยใช้กลยุทธ์เช่นนี้ มาเรื่อยๆ ทุกๆ ปีโดยไม่หยุดการลงทุนและนำเงินปันผลมาลงทุนในหลักทรัพย์ต่อ (reinvestment) จนกระทั่งปี 2015 นักลงทุนจะได้ผลตอบแทนทบต้นและมีเงินลงทุนทั้งสิ้น 2,690.77 บาท ซึ่งสามารถเท่าทวีเงินต้นได้ถึง 26.9 เท่าตัว ซึ่งสามารถเอาชนะตลาดได้และมีผลตอบแทนส่วนเกินตลาดพอสมควร



ภาพที่ 4.1 ผลตอบแทนทบต้นของพอร์ตจำลอง กับ ผลตอบแทน SET TRI index ในแต่ละปี

4.3 ผลตอบแทนเปรียบเทียบความเสี่ยง

ตารางที่ 4.2 ผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาส ความผันผวนและผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงของพอร์ต

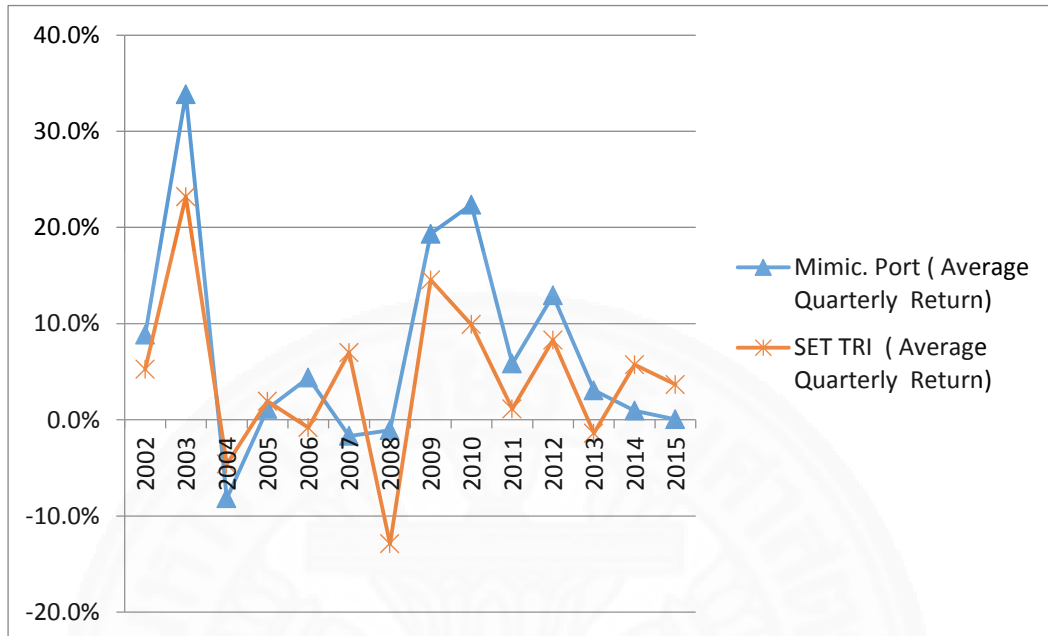
จำลอง

Average Quarterly Return

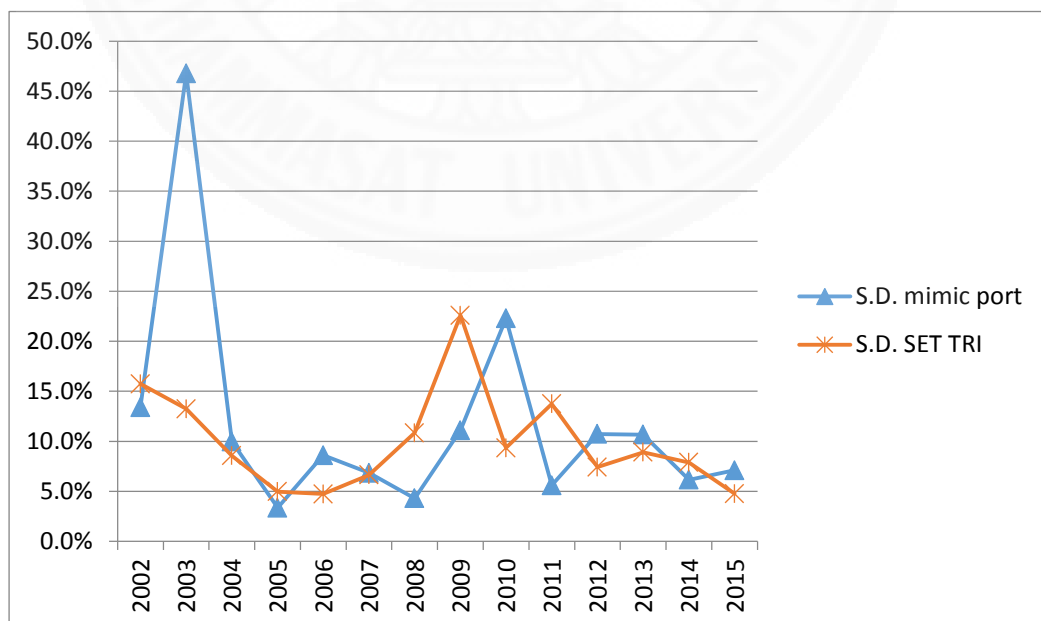
	Mimic. Port	S.D.	Sharpe Ratio ⁶	SET TRI	S.D.	Sharpe Ratio	Difference ⁷
2002	8.84%	13.40%	0.47	5.24%	15.74%	0.17	3.59%
2003	33.85%	46.76%	0.67	23.19%	13.25%	1.56	10.65%
2004	-8.18%	9.97%	-1.07	-4.61%	8.56%	-0.83	-3.56%
2005	1.14%	3.35%	-0.41	1.93%	4.97%	-0.12	-0.80%
2006	4.37%	8.60%	0.22	-0.83%	4.73%	-0.71	5.19%
2007	-1.68%	6.84%	-0.61	6.98%	6.63%	0.67	-8.66%
2008	-1.09%	4.30%	-0.84	-12.90%	10.84%	-1.42	11.81%
2009	19.34%	11.10%	1.52	14.54%	22.59%	0.53	4.80%
2010	22.37%	22.29%	0.89	9.90%	9.35%	0.79	12.47%
2011	5.83%	5.60%	0.59	1.13%	13.74%	-0.10	4.69%
2012	12.93%	10.74%	0.97	8.29%	7.42%	0.78	4.64%
2013	3.06%	10.66%	0.05	-1.40%	8.90%	-0.44	4.45%
2014	0.94%	6.16%	-0.25	5.72%	7.89%	0.41	-4.78%
2015	0.04%	7.11%	-0.35	3.66%	4.77%	0.24	-3.61%

⁶ Rf วันที่ใช้ Government Bond Yield 10ปี วันที่ 15/01/2016 = 2.51%

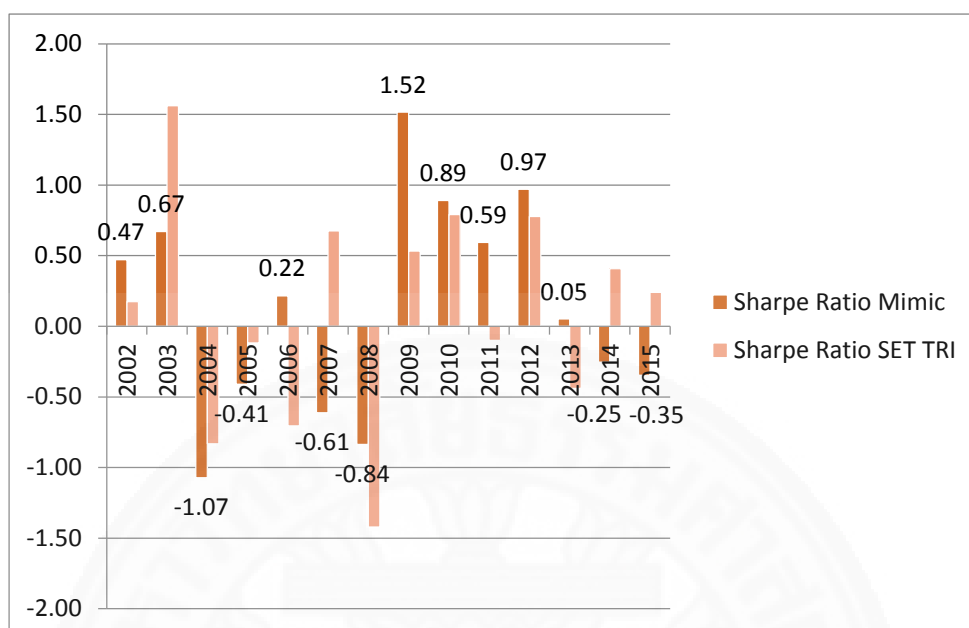
⁷ ความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายไตรมาสของ Mimic. Port กับ SET TRI index



ภาพที่ 4.2 เปรียบเทียบผลตอบแทนเฉลี่ยรายไตรมาสในแต่ละปีของพอร์ตจำลองเทียบกับ SET TRI index



ภาพที่ 4.3 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานพอร์ตจำลองเทียบกับ SET TRI index



ภาพที่ 4.4 อัตราส่วน Sharpe Ratioพอร์ตจำลองเทียบกับ SET TRI index

ผลตอบแทนการลงทุนเมื่อเทียบความเสี่ยง Sharpe Ratio สูงกว่า SET TRI index อยู่ทั้งสิ้น 8 ปีจากข้อมูลทั้งสิ้น 14ปี และมีค่าเฉลี่ย Sharpe Ratio สูงกว่า Sharpe Ratio ของ SET TRI index อยู่ 8 ปี แสดงให้เห็นถึงว่ากลยุทธ์ดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนเมื่อเทียบความเสี่ยงแล้วสูงกว่าตลาด ถึงแม้ว่าพอร์ตโฟลิโอที่มีการจำลองขึ้นมานั้นมีความผันผวนสูงกว่า SET TRI index อยู่ 8 ปีจากการทดสอบ 14 ปี ดังนั้นขอสรุปผลการทดลองนี้ว่ากลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์ตาม ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวารกร โดยซื้อเมื่อมีการอัปเดตสถานะการถือครองผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทุกสิ้นไตรมาส และขายหลักทรัพย์เมื่อไม่ปรากฏรายชื่อ ดร.นิเวศน์ในรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยมีการให้น้ำหนักการลงทุนหลักทรัพย์แต่ละตัวเท่าพอร์ตโฟลิโอของ ดร.นิเวศน์เมื่อสิ้นแต่ละไตรมาส พบว่ากลยุทธ์นี้นั้นนอกจากจะสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดแล้ว ผลตอบแทนเมื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงก็ยิ่งสูงกว่าตลาดอีกด้วย ดังนั้นนักลงทุนสามารถนำกลยุทธ์นี้ไปซื้อขายหลักทรัพย์ตาม ดร.นิเวศน์ได้

4.4 ข้อสังเกตการณ์คัดเลือกหลักทรัพย์จากพอร์ต ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร

นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบข้อเท็จจริงหลายประการเกี่ยวกับการคัดเลือกหลักทรัพย์ในการลงทุนของพอร์ตโฟลิโอ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากรดังต่อไปนี้

1. ดร.นิเวศน์มีระยะเวลาถือหุ้นเฉลี่ยค่อนข้างนาน โดยการวิจัยพบว่าตลอดระยะเวลา 14 ปี (2002-2015) ดร.นิเวศน์จะถือหุ้นเฉลี่ยตัวละ 15 ไตรมาส หรือ 3 ปี 10 เดือน นอกจากนี้จะซื้อหุ้นไม่มาก โดยพบว่า ดร.นิเวศน์ซื้อขายหุ้นจนติดรายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่เพียง 26 ตัวในรอบ 14 ปีที่ผ่านมา หรือเฉลี่ย 1.86 ตัว ต่อปี หรือกล่าวอีกอย่างได้ว่า ดร.ซื้อหุ้นปีละ 1-2 ตัวเท่านั้นในรอบหลายปีที่ผ่านมา สะท้อนให้เห็นถึงปรัชญาแนวทางการลงทุนแบบเน้นคุณค่าที่เน้นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนคุ้มค่าในระยะยาว ไม่เน้นการซื้อขายทำกำไรในระยะสั้น

2. ตลอดระยะเวลา 14 ปี ดร.นิเวศน์ ไม่ลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่ม commodity (เรือเทกอง, เหล็ก, ยางพารา) เลย ยกเว้น BAFS ซึ่งทำธุรกิจผูกขาดในการซื้อขายน้ำมันเชื้อเพลิงกับธุรกิจสายการบิน ทั้งนี้เนื่องจาก ดร.นิเวศน์เน้นการลงทุนแบบเน้นคุณค่า โดยมีปรัชญาการลงทุนในการเข้าเป็นเจ้าของกิจการที่สร้างมูลค่าต่อเนื่อง สม่่าเสมอเป็นเวลานาน ผิดกับหุ้นกลุ่ม commodity ที่มีกำไรผันผวนมากกว่า ดร.นิเวศน์จึงหลีกเลี่ยงการลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าว

3. ช่วงเวลาที่ ดร.นิเวศน์เข้าซื้อนั้นมีค่า price to earnings ratio ของ SET เฉลี่ย 11.77 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย price to earnings ratio SET ระยะยาว (1975-2015) ที่ 12.54 เท่า และหลักทรัพย์ที่ซื้อ ขายตามพอร์ตโฟลิโอของ ดร.นิเวศน์นั้นมี price to earnings ratio เฉลี่ย 10.37 เท่าเท่านั้น ซึ่งต่ำกว่าเฉลี่ยระยะยาวของ SET พอสมควร ดังนั้นแสดงว่า ดร.จะเลือกซื้อหุ้นที่มีค่า price to earnings ratio หรือ p/e ต่ำกว่า set เป็นส่วนใหญ่

4. หุ้นส่วนใหญ่ที่ ดร.นิเวศน์ซื้อนั้นอยู่ใน SET โดยจากสถิติการถือครองหลักทรัพย์ของ ดร.นิเวศน์ พบว่าในระยะเวลา 14 ปีที่ทำการวิจัย มีหลักทรัพย์ทั้งหมด 26 หลักทรัพย์ เป็น SET100 1 ตัว SET50 2 ตัว mai 2 ตัว และที่เหลือ 22 ตัวอยู่ใน SET

5. หุ้นกลุ่มที่ทำผลตอบแทนให้ ดร.นิเวศน์ มากที่สุด 3 อันดับแรกคือกลุ่ม บริการและเทคโนโลยี ได้แก่ CPALL, HMPRO, JMART เรียงตามลำดับ Capital Gain ที่ได้ 1,526 ล้านบาท 582 ล้านบาท และ 129 ล้านบาทตามลำดับ

6. นอกจากนี้แล้วยังพบว่าจากหลักทรัพย์ทั้งหมด 26 ตัว ในพอร์ตโฟลิโอดังกล่าวขาดทุน 9 ตัวกำไร 17 ตัว หรือคิดเป็น % ที่เลือกลงทุนถูกตัว เป็นเพียง 65% เท่านั้น แต่เนื่องจากให้น้ำหนักการลงทุนในหลักทรัพย์ตัวที่ชนะมาก พอร์ตโฟลิโอดังกล่าวจึงมีอัตราการเติบโตทบต้นที่สูงกว่าดัชนี SET TRI index มาก

7. ดร.นิเวศน์ ลงทุนในหุ้นเต็ม 100% ตลอดระยะเวลาแม้ช่วงตลาดหุ้นอยู่ในสภาวะตลาดตกต่ำก็ตาม ทั้งนี้แทนที่จะขายหลักทรัพย์ออกเพื่อหลีกเลี่ยงการขาดทุนจากราคาหลักทรัพย์ที่ลดต่ำลง ผู้วิจัยกลับพบว่า ดร.นิเวศน์ กลับเข้าลงทุนเพิ่มมากขึ้น ซึ่งการลงทุนในภาวะวิกฤตมักจะซื้อหลักทรัพย์ได้ในราคาต่ำ ทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะยาวสูงขึ้นอีกด้วย อย่าง CPALL ที่ ดร.นิเวศน์ลงทุนตอน แฮมเบอร์เกอร์ crisis ในปี 2008 ก็กลายเป็นหุ้นที่ทำผลตอบแทนสูงสุดในแง่ตัวเงินแก่พอร์ตของ ดร.นิเวศและพอร์ตที่จำลองขึ้นมา



ตารางที่ 4.3 ตารางผลตอบแทนส่วนต่างกำไรพอร์ต ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร

	Stock	Cap Gain	% Cap Gain	กี่ป	p/e ⁸	p/e SET
1	CPALL	1,525,500,000.00	633.64%	7.50	4.97	7.41
2	HMPRO	582,014,653.72	1656.71%	9.00	10.8	7.41
3	JMART	128,940,000.00	1096.43%	4.00	10.2	7.41
4	BAFS	105,450,000.00	258.46%	5.50	10.4	7.41
5	IRC	54,649,600.00	113.97%	12.50	6.65	10.56
6	STANLY	49,532,500.00	236.23%	1.75	9.71	10.79
7	MBK	46,690,000.00	47.01%	4.50	11.43	10.79
8	SSC	34,280,000.00	696.75%	4.75	5.75	11.61
9	IT	30,600,000.00	36.04%	5.75	7.32	11.75
10	AS	16,400,000.00	128.13%	3.00	11.55	10.34
11	SE-ED	15,114,734.90	140.21%	2.25	13.45	9.79
12	AMARIN	3,536,843.70	16.63%	6.25	15.46	9.34
13	TCAP	3,500,000.00	1.39%	2.00	1.95	9.34
14	WG	1,700,000.00	60.71%	3.50	16.29	9.34
15	PR	1,350,000.00	15.43%	1.75	8.1	11.01
16	MATI	418,000.00	53.52%	0.75	n/a	12.94
17	WACOAL	325,745.00	16.53%	1.00	24.45	12.94
18	TMD	-176,000.00	-3.52%	3.25	10.65	14.27
19	CHUO	-236,000.00	-17.03%	0.75	5.65	14.27
20	QH	-720,000.00	-4.96%	0.50	7.35	15.15
21	CMO	-780,000.00	-18.06%	1.75	8.3	15.35
22	SVOA	-2,320,000.00	-20.14%	6.00	8.62	10.95
23	CENTEL	-2,444,000.00	-22.04%	0.75	20.01	14.25
24	METCO	-4,225,200.00	-11.57%	5.25	16.8	18.25
25	KTC	-12,800,000.00	-36.78%	1.00	8.78	17.76
26	EASTW	-13,000,000.00	-10.08%	3.25	4.71	15.56
Win/Loss Ratio			65.38%			
ระยะเวลาเฉลี่ยในการถือครอง				3.78		
Average					10.374	11.768846

⁸ p/e ณ วันที่ซื้อหุ้น เทียบกับ p/e SET index วันที่ซื้อหุ้น

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาพบว่า กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์โดยการจำลองพอร์ตโฟลิโอการลงทุนของ ดร.นิเวศน์ เหมวชิรากร ตามข้อมูลการถือครองหลักทรัพย์ผู้ลงทุนรายใหญ่(ถือครองเกิน 0.5%) ที่ปรากฏใน www.setsmart.com และขายหลักทรัพย์นั้นๆเมื่อไม่ปรากฏในรายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่แล้ว โดยพอร์ตโฟลิโอที่สร้างขึ้นมานี้สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้ กลยุทธ์นี้จะสร้างผลตอบแทนเฉลี่ย 26.51% ซึ่งสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ย SET TRI Index ที่ 15.03% จึงเกิดผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ย ตลาดที่ 11.45 % เนื่องจากผลตอบแทนทบต้นของพอร์ตที่จำลองขึ้นมานี้สามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินตลาด ดังนั้นผู้วิจัยจึงชี้ว่ากลยุทธ์นี้เป็นกลยุทธ์ที่สามารถนำมาใช้ได้จริงในตลาดหุ้น โดยมีข้อจำกัดที่จะต้องลงทุนในตลาดหุ้นตลอดเวลาไม่ว่าสภาวะตลาดจะเป็นเช่นใดผู้ลงทุน ควรลงทุนลงทุนในหลักทรัพย์โดยให้น้ำหนักเท่ากับพอร์ตของ ดร.นิเวศน์ และผู้ลงทุนต้องผลตอบแทนเงินปันผลมาลงทุนซ้ำเพื่อให้เกิดการทบต้นของผลตอบแทนทบต้นไปเรื่อยๆ ดังนั้นแล้วพอร์ตโฟลิโอของผู้ลงทุนก็จะเติบโตได้เร็วทีเดียว

5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ผู้วิจัยท่านอื่นสามารถศึกษานักลงทุนที่ประสบความสำเร็จคนอื่นได้เพิ่มเติม ทั้งนักลงทุนที่ใช้วิธีการลงทุนแบบเน้นคุณค่าหรือนักลงทุนที่ไม่ได้ลงทุนแบบเน้นคุณค่าก็ตาม อย่างไรก็ตาม การทำวิจัยดังกล่าวมักมีข้อจำกัดที่แตกต่างกันไปตามสภาวะแวดล้อมตลาด และกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนบางท่านที่ปรับเปลี่ยนตลอดเวลาการลงทุนของนักลงทุนท่านนั้นๆ ผู้วิจัยจึงควรศึกษาการลงทุนของนักลงทุนท่านนั้นอย่างน้อย 10 ปีย้อนหลัง มิฉะนั้นแล้วผลการวิจัยที่ออกมาอาจได้ข้อสรุปที่ผิดพลาด ทั้งนี้ นักลงทุนที่ประสบความสำเร็จมีจำนวนมากที่สามารถหาข้อมูลได้ไม่ยาก จึงเชื่อว่าหากผู้วิจัยท่านใดสนใจทำ ข้าพเจ้าก็จะขอยินดีและอวยพรให้ประสบความสำเร็จ สร้างงานวิจัยให้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนท่านอื่นในตลาดสืบไป

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

B.Graham ,B and D.Dodd , *Security Analysis* . Whittles House , New York, 1934.
Lynch, Peter,. *One Up On Wall Street*. New York, N.Y., USA: Penguin Books, 1990.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

ดร.นิเวศน์ เหมวชิรวรากร.29 มีค. 2554.คุณสมบัติเขียน.กรุงเทพธุรกิจ. สืบค้นเมื่อวันที่ 7 ธค.2558 ,
จาก <http://www.thaivi.org/คุณสมบัติเขียน>
ฉันทนา เลหาศิริวงศ์.3เมย.2557.หลุมพราง VI (1/2).ประชาชาติธุรกิจ.สืบค้นเมื่อวันที่ 7ธค.
2558 , จากhttp://www.prachachat.net/news_detail.php?newsid=1396510273

การค้นคว้าอิสระ

E.F. Fama and K.R. French, “Value versus growth: the international evidence,” *Journal of Finance*, 53(6), 1998, pp. 1975-1999.
Gerald S. Martin and John Puthenpurackul “Imitation is the Sincerest Form of Flattery: Warren Buffett and Berkshire Hathaway,” *American University Journal*, Washington, 2008.
H. Oppenheimer, “A test of Ben Graham's stock selection criteria,” *Financial Analysts Journal*,40(5),1984, pp. 27-36
JIN-MO KIM and XIN ZHANG, “Hedge Fund Piggyback Investing,” *Rutgers Business School Journal*, New Jersey, 2013
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.

- Kurz and Motolese “Endogenous uncertainty and market volatility,” Department of Economic, Stanford University, Stanford, USA,2000
- P. Sareewiwatthana, “Common Financial Ratios and Value Investing in Thailand,” *Journal of Finance and Investment Analysis*, vol. 2,no.3,2013
- P.Sareewiwatthana, “Value Investing in Thailand: Evidence from the use of PEG,” *Technology and Investment*, 3(2), May 2012,
- 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.
- 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,”*ThammasatBusinessJournal*,Bangkok,2010.
- V.Agarwal, K. Mullally, Y.Tang and B. Yang (2014) , “Mandatory Portfolio Disclosure, Stock Liquidity, and Mutual Fund Performance,”Georgia State University, 2014. S. Brown and C. Schwarz , “The Impact of Mandatory Hedge Fund Portfolio Disclosure,” *Rossier School of Education Journal*, Southern California, 2010.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นายภูมิ วนเศรษฐ

วันเดือนปีเกิด

01 พฤศจิกายน 2535

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2557:บริหารธุรกิจบัณฑิต

(การจัดการแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

