

บทที่ 2

แนวคิดทางทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์

ในบทนี้แบ่งออกเป็นสองส่วน ส่วนที่ 1 กล่าวถึงแนวคิดทางทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และส่วนที่ 2 กล่าวถึงวรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้ โดยแนวคิดทางทฤษฎีเริ่มจากทฤษฎีการลงทุน ความรู้เกี่ยวกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย ทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ ตามลำดับ

ทฤษฎีการลงทุน

การลงทุน (investment) หมายถึง การกักเงินไว้จำนวนหนึ่ง ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคตซึ่งจะชดเชยให้แก่ผู้กักเงิน โดยกระแสเงินสดรับนี้ควรคุ้มกับอัตราเงินเฟ้อ และคุ้มกับความไม่แน่นอนที่จะเกิดแก่เงินสดรับในอนาคต (จิรพันธ์ สังข์แก้ว, 2544: น. 7)

การลงทุนหรือการออมเพื่อให้เกิดผลออกงอกเงยในอนาคตสามารถทำได้หลายรูปแบบ อาทิ การที่ผู้บริโภคซื้อบ้านและที่ดิน การลงทุนในหลักทรัพย์ หรือการซื้อสินค้าคงทนถาวร เช่น เครื่องใช้ไฟฟ้า ของตกแต่งบ้าน ภาพเขียน โดยนักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ใด มีแนวคิดหลักแตกต่างกันไปขึ้นกับผลตอบแทน ระดับความเสี่ยง และระยะเวลาการลงทุน แต่นักลงทุนมีจุดมุ่งหมายในการลงทุนที่เหมือนกันคือ การต้องการได้รับผลตอบแทนในอัตราสูงสุดจากการลงทุนที่ตนเลือก ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง (maximized return at assumed risk) ทั้งนี้ อยู่ภายใต้ข้อสมมติที่ว่า ผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยง (risk averse) นั่นคือ หากการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการผลตอบแทนสูง เพื่อชดเชยความเสี่ยง หากการลงทุนใดมีความเสี่ยงน้อยแม้อัตราผลตอบแทนไม่มากนัก ผู้ลงทุนก็ยอมรับได้ ผลตอบแทนและความเสี่ยงจึงมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

ในทุกครั้งที่มีการลงทุนย่อมมีความเสี่ยงจากปัจจัยต่าง ๆ อยู่เสมอ การหลีกเลี่ยงหรือลดอัตราความเสี่ยงสามารถทำได้ด้วยการศึกษาหาข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจ การลงทุนในกองทุนรวมนั้นเป็นวิธีหนึ่งที่สามารถลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้ เนื่องจากผู้บริการกองทุนรวมเป็นผู้ที่มีความรู้ในเรื่องหลักการลงทุนและการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน ถึงกระนั้นผู้ลงทุนก็จะต้อง

เลือกกองทุนรวมที่มีการบริหารอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งทำยที่สุดแล้วก็จะก่อให้เกิดการพัฒนาตลาด
ทุนและเศรษฐกิจแก่ประเทศอย่างยั่งยืนและมีเสถียรภาพ

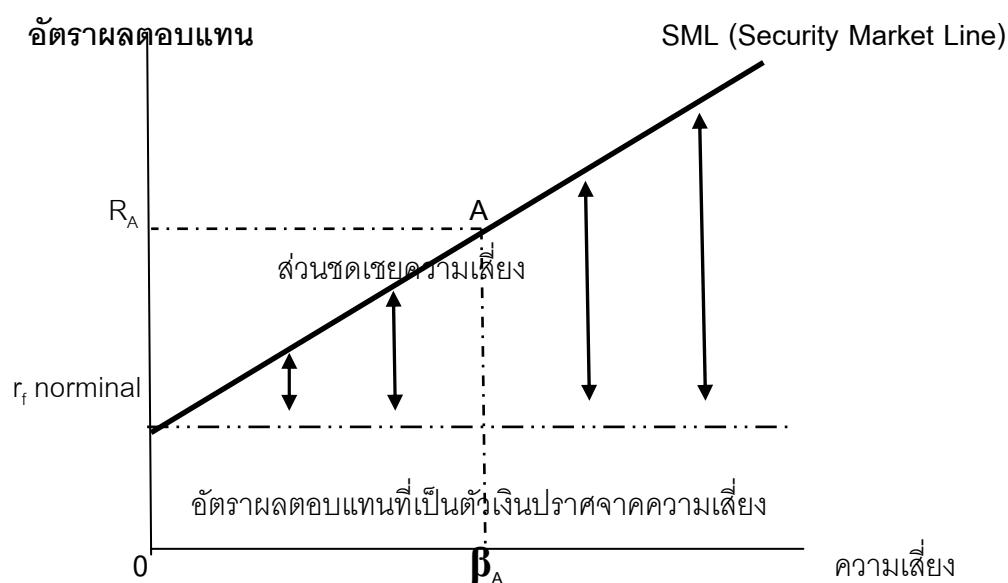
1. อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ หมายถึง ระดับอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำจากการลงทุน
ในหลักทรัพย์แต่ละชนิดที่ผู้ลงทุนยอมแลกกับการชะลอการใช้จ่ายเงินหรือบริโภคในวันนี้ออกไป
เพื่อบริโภคในวันหน้า (จิรรัตน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 170-177)

ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการประกอบด้วย

- 1) อัตราผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินที่ปราศจากความเสี่ยง (nominal risk free rate: r_f^{nominal})
- 2) ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium: RP)

ภาพที่ 2.1
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน
ในตราสารการเงินรูปแบบต่างๆ



ที่มา: จิรรัตน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 176

ส่วนชดเชยภาวะเงินเฟ้อ คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเพื่อชดเชยกับการสูญเสียมูลค่าของเงินลงทุน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ

ส่วนชดเชยความเสี่ยง คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเพิ่มเติมเพื่อชดเชยกับความเสี่ยง หรือความไม่แน่นอนของผลตอบแทนจากการลงทุน

ปัจจัยที่กำหนดส่วนชดเชยความเสี่ยงประกอบด้วย

- 1) ความเสี่ยงด้านธุรกิจ (business risk)
- 2) ความเสี่ยงด้านการเงิน (financial risk)
- 3) ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (liquidity risk)

การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (จิรตัน สังข์แก้ว, 2544: น.174)

$$E(R) = [(1 + r_f^{\text{real}})(1 + IP)(1 + RP)] - 1$$

หรือ $E(R) = r_f^{\text{real}} + IP + RP$

โดยที่

$$E(R) = \text{อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ}$$

$$r_f^{\text{real}} = \text{อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงที่ปราศจากความเสี่ยง}$$

$$IP = \text{ส่วนชดเชยเงินเฟ้อที่คาดหวัง}$$

$$RP = \text{ส่วนชดเชยความเสี่ยง}$$

2. ความเสี่ยงของการลงทุน (investment risk)

ในการตัดสินใจลงทุนนั้น นักลงทุนไม่ควรพิจารณาเพียงแค่ผลตอบแทนเท่านั้น แต่ต้องดูความเสี่ยงควบคู่กันไปด้วย ถ้าของสองอย่างให้โอกาสของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเท่า ๆ กัน นักลงทุนจะเลือกอันที่เสี่ยงน้อยกว่า ถ้าของสองอย่างมีความเสี่ยงที่เท่า ๆ กัน นักลงทุนเลือกที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า ซึ่งถือเป็นหัวใจของการตัดสินใจลงทุนตามทฤษฎี Modern Portfolio Theory (MPT) และนำมาสู่ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM)

ความเสี่ยง คือ การที่อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับจริง (actual return) นั้นแตกต่างไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (expected return) โดยที่ความเสี่ยง (risk) หรือความไม่แน่นอน (uncertainty) นั้นจะเกิดขึ้นได้เมื่อสภาพที่ไม่อาจรู้ได้แน่นอนว่าจะเกิดอะไรขึ้น โอกาสที่ผลตอบแทนที่ได้รับจริงต่ำกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังไว้ อันเนื่องมาจากสาเหตุต่าง ๆ (จิรตัน สังข์แก้ว, 2544: น. 9)

ผู้ลงทุนพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยงหรือลดความเสี่ยงให้เหลือน้อยที่สุด (risk averse) หมายความว่า หากการลงทุนมีความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญมากขึ้น ผู้ลงทุนย่อมต้องการอัตรา

ผลตอบแทนที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยง ซึ่งแต่ละบุคคลยอมรับความเสี่ยงในระดับที่แตกต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับความชอบ ทศนคติ และแรงจูงใจของผู้ลงทุนนั้น ๆ ว่ามากน้อยเพียงใดซึ่งในการเลือกลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่ดี หากผู้ลงทุนพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการลงทุนโดยพิจารณาเฉพาะแล้วจะทำให้เกิดความผิดพลาดจากการลงทุนได้

ความเสี่ยงรวม (total risk) หาได้จากค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งประเภทของความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์จำแนกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ คือ (จิรวัฒน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 185-187)

1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงของตลาด (systematic risk หรือ market risk) คือ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมภายนอกของธุรกิจซึ่งไม่สามารถควบคุมได้และมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดทั้งหมด เมื่อเกิดขึ้นแล้วทำให้ราคาหลักทรัพย์โดยทั่วไปเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันสามารถแบ่งได้เป็น

1.1) ความเสี่ยงเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ (market risk) คือ ความเสี่ยงอันเกิดจากการสูญเสียในเงินลงทุน ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและสินทรัพย์ต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์ เพราะราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่ตลอดเวลา โอกาสสูญเสียหรือขาดทุนเนื่องจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีมาก ความเสี่ยงทางการตลาดเป็นเรื่องเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ไม่เกี่ยวกับการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าความสามารถในการทำกำไร (earning power) ของกิจการไม่เปลี่ยนแปลง แต่ราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงนั้นขึ้นอยู่กับการอุปสงค์ (demand) และอุปทาน (supply) ของหลักทรัพย์ประเภทนั้น ๆ ในตลาดซึ่งอยู่เหนือการควบคุมของบริษัท สาเหตุเหล่านี้ ได้แก่ สงคราม การตายของผู้บริหารประเทศ ปีที่มีการเลือกตั้งผู้บริหารประเทศ นโยบายการเมือง การเก็งกำไรที่เกิดขึ้นในตลาดหุ้นและการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นนี้จะเกิดจากการคาดคะเนของผู้ลงทุนที่มีต่อความก้าวหน้าของบริษัทนั้น

1.2) ความเสี่ยงในอัตราดอกเบี้ย (interest rate risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงในด้านผลตอบแทน อันสืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยทั่วไปในตลาด อัตราดอกเบี้ยในตลาดระยะยาวมักมีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยมีผลทำให้หลักทรัพย์ต่าง ๆ กระทบการะเทือนในลักษณะเดียวกัน เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดทั่ว ๆ ไปปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ลดต่ำลง เพราะนักลงทุนจะทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงระหว่างการฝากเงินไว้กับสถาบันการเงินกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถ้านักลงทุนเห็นว่าผลตอบแทนจากดอกเบี้ยสูง

กว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์จะขายหลักทรัพย์ที่ตนถือครองอยู่ออกมา มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดต่ำลง

1.3) ความเสี่ยงในอำนาจซื้อหรือภาวะเงินเฟ้อ (purchasing power risk or inflation risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปสูงขึ้นซึ่งมีผลทำให้มูลค่าของเงินลดลง จึงทำให้อำนาจการซื้อลดต่ำลงไปด้วย เพราะจำนวนเงินที่ได้รับเท่าเดิมแต่ค่าของเงินลดลง หรือที่เรียกว่าภาวะเงินเฟ้อซึ่งนักลงทุนหรือสถาบันการเงินจะถูกกระทบกระเทือนเกี่ยวกับอำนาจซื้ออย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินฝากประเภทออมทรัพย์ (saving account) พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ การประกันชีวิต (life insurance) และหลักทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ซึ่งได้รับดอกเบี้ยในอัตราคงที่ ดังนั้น ความเสี่ยงประเภทนี้ไม่ได้ทำให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเปลี่ยนแปลง แต่มีผลทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง

2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงเฉพาะของบริษัท (unsystematic risk หรือ firm specific risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเฉพาะกิจการหนึ่งหรืออุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง ซึ่งเมื่อเกิดเหตุการณ์นี้แล้วจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจนั้น โดยจะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อื่นในตลาด ความเสี่ยงที่ถูกจัดอยู่ในความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ได้แก่ ความเสี่ยงทางธุรกิจ (business risk) โดยประกอบด้วยความเสี่ยงต่าง ๆ ดังนี้

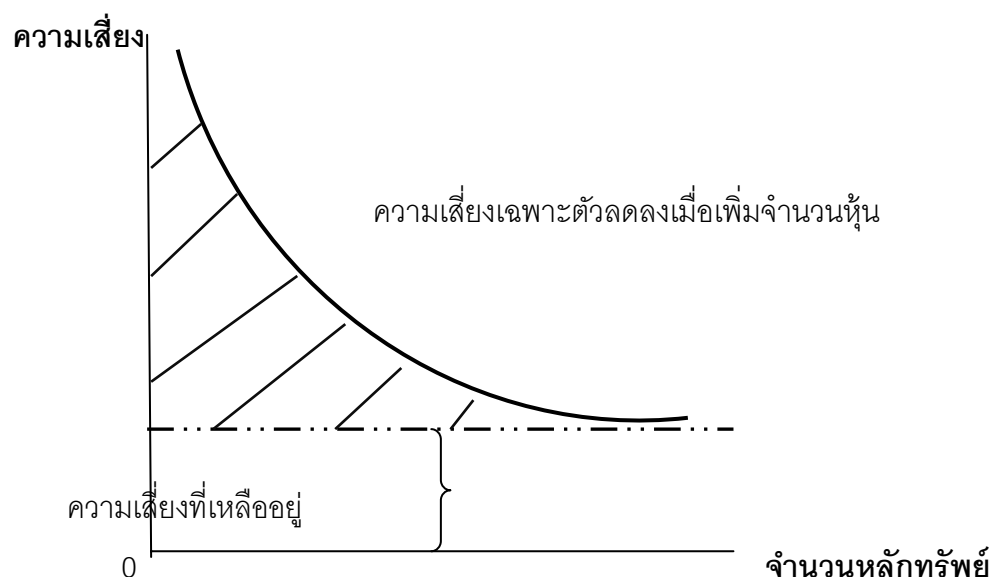
2.1) ความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk) หมายถึง โอกาสที่ผู้ลงทุนจะเสียรายได้และเงินลงทุนหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีเงินชำระหนี้ อาจทำให้บริษัทถึงกับล้มละลาย

2.2) ความเสี่ยงทางการบริหาร (management risk) เป็นความเสี่ยงอันเกิดจากการบริหารงานของผู้บริหาร เช่น ความผิดพลาดของผู้บริหาร และการธุรกิจของผู้บริหาร

2.3) ความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม (industry risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นมาจากแรงผลักดันบางอย่างที่ทำให้ผลตอบแทนของธุรกิจทุกแห่งในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกันหรือบางอุตสาหกรรมถูกกระทบกระเทือน

ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนี้สามารถลดได้ด้วยการกระจายการลงทุนในหุ้นหลาย ๆ ตัว ทำให้มีชื่อเรียกความเสี่ยงประเภทนี้อีกชื่อหนึ่งว่า ความเสี่ยงที่ลดได้ด้วยการกระจายการลงทุน (diversifiable risk) โดยมีการกระจายเงินลงทุนเข้าไปในหุ้นหลาย ๆ ตัว ความเสี่ยงเฉพาะที่มีอยู่ในหุ้นแต่ละตัวจะมีผลน้อยลงเพราะถูกหักกลบกันไป

ภาพที่ 2.2
ผลการกระจายการลงทุนที่มีต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์



ที่มา: จิรต์น์ สังข์แก้ว, 2544: น. 187

การกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิดทำให้ความเสี่ยงเฉพาะตัว (ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ) และความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งหากกลุ่มหลักทรัพย์มีการกระจายความเสี่ยงเป็นอย่างดีจะเหลือเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ทุก ๆ หลักทรัพย์ต้องเผชิญ

ในการวัดความเสี่ยง มีมาตรวัดความเสี่ยงที่นิยมใช้มีดังนี้ (จิรต์น์ สังข์แก้ว, 2544: น. 180-181)

- 1) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD หรือ σ)
- 2) ความแปรปรวน (variance : σ^2)
- 3) ค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวน (Coefficient of Variation : CV)

σ , σ^2 และ CV ใช้วัดการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง หากค่า σ , σ^2 และ CV สูง ความเสี่ยงจากการลงทุนจะสูงตามไปด้วย โดย CV ใช้วัดการกระจายเมื่อขนาดของการลงทุน หรืออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของการลงทุนที่นำมาเปรียบเทียบกันแตกต่างกันมาก

การวัดความเสี่ยงจากผลตอบแทนที่คาดหวัง (จิรต์น์ สังข์แก้ว, 2544: น. 180)

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (expected return: $E(R)$):

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n P_i R_i$$

ความแปรปรวน (variance: σ^2):

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n P_i [R_i - E(R_i)]^2$$

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: σ):

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i [R_i - E(R_i)]^2}$$

โดยที่

σ^2 = ความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

σ = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

$E(R_i)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

R_i = อัตราผลตอบแทนที่เป็นไปได้ตามเหตุการณ์ที่ i

P_i = โอกาสความน่าจะเป็นที่จะเกิดเหตุการณ์ที่ i จำนวนเหตุการณ์ n เหตุการณ์

ค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวน (Coefficient of Variation: CV) (จิรต์น์ สังข์แก้ว, 2544: น. 184)

$$CV = \frac{\sigma}{E(R_i)}$$

ค่าสัมประสิทธิ์ความแปรปรวนเท่ากับความเสี่ยงต่อผลตอบแทน 1 หน่วย เพราะฉะนั้น ถ้ามีค่า ยิ่งมาก ความเสี่ยงก็ยิ่งมาก

การวัดค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (beta coefficient: b) คือ ตัววัดความไวของบริษัทที่มีต่อความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) โดยค่าเบต้าของตลาดจะมีค่าเท่ากับ 1.0 ดังนั้น หากหลักทรัพย์มีค่าเบต้ามากกว่า 1 หมายความว่า หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด (จิรตัน สังข์แก้ว, 2544: น. 188-189)

ตารางที่ 2.1 ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าและกลยุทธ์การลงทุน

ค่า b ของ หลักทรัพย์	ความหมาย	กลยุทธ์การลงทุน
$b > 1.0$	- ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีค่าสูงกว่าค่าความเสี่ยงตลาด - หลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด	- เหมาะสำหรับการลงทุนในช่วงตลาดขาขึ้น (bull market) จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาด - เหมาะสมกับผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดและสามารถรับความเสี่ยงที่จะขาดทุนจากราคาหลักทรัพย์ที่ปรับตัวมากกว่าตลาดในช่วงตลาดขาลง (bear market) ได้
$b < 1.0$	- ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีค่าต่ำกว่าค่าความเสี่ยงตลาด - หลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของตลาด	- เหมาะสมกับผู้ลงทุนในช่วงตลาดขาลง (bear market) เนื่องจากจะช่วยรักษาลงทุนของผู้ลงทุนให้ปรับตัวลงน้อยกว่าตลาด - เหมาะสมกับผู้ลงทุนที่รับความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ลงทุนได้น้อย

ที่มา: จิรตัน สังข์แก้ว, 2544: น. 253-255

Characteristic Line: CL คือ เส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของตลาด ค่าความชันของเส้น CL คือ ค่าเบต้า (β) ซึ่งแสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดเปลี่ยนแปลงไป โดยที่ค่าเบต้าเป็นตัววัดความเสี่ยงโดยเปรียบเทียบกับความเสี่ยง สามารถเขียนในรูปของสมการได้ดังนี้ (จิรตัน สังข์แก้ว, 2544: น. 188-191)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลา t

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลา t

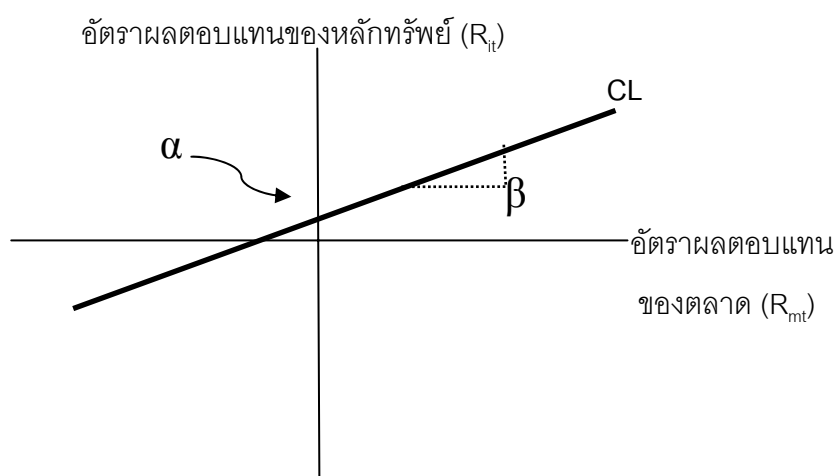
α_i = ค่าคงที่หรือค่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของตลาด

β_i = ค่าความชันของเส้นถดถอย

ε_{it} = ค่าส่วนผิดพลาดหรือค่าที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยสมการถดถอย

ภาพที่ 2.3

เส้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาด



ที่มา: จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 190

จากรูป สมมติให้ $e = 0$ และอัตราผลตอบแทนของตลาด $R_{mt} = 0$: อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะเท่ากับ α คือจุดที่เส้น CL ตัดแกน Y โดยเมื่อค่า β มีค่าแตกต่างกัน (ความชันของเส้น CL มีแนวเอียงต่างกัน) จะมีผลให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มหรือลดในอัตราที่แตกต่างกัน

ความรู้เกี่ยวกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

กองทุนรวมที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (property fund) ถือเป็นเครื่องมือในการระดมเงินออมรูปแบบหนึ่งของผู้ประกอบการในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยเป็นการระดมเงินทุนจากนักลงทุนเพื่อนำเงินไปลงทุนระยะยาวในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ หรือลงทุนในหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ตามที่กฎหมายกำหนด โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้แบ่งประเภทของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund Public Offering: PR) หรือ กอง 1 คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อนำเงินที่ได้ไปซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์ และเพื่อจัดหาผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว โดยกองทุนนี้จะทำการจำหน่ายให้กับนักลงทุนรายย่อย และไม่มีเงื่อนไขว่าต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน

2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงินและจำหน่ายหน่วยลงทุนแก่นักลงทุนสถาบัน หรือ กอง 2 (Property Fund for Resolving Financial Institution Problems: PR2) โดยนำเงินที่ได้ไปซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์ หรือลงทุนในสิทธิเรียกร้องที่เกิดจากการประกอบธุรกิจของสถาบันการเงินที่มีอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกัน

3. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิเรียกร้องหรือกอง 4 (Property and Loan Fund: PR 4) โดยนำเงินที่ได้ไปซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์หรือลงทุนในสิทธิเรียกร้องหรือลงทุนในทรัพย์สินอื่นเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงิน โดยสิทธิเรียกร้องดังกล่าวไม่จำเป็นต้องมีอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักประกัน

โดยกอง 2 และกอง 4 นั้นเป็นกองทุนรวมแบบพิเศษที่ทางสำนักงาน ก.ล.ต.ได้จัดตั้งขึ้นมาจำหน่ายให้กับนักลงทุนสถาบันเพื่อแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเท่านั้น โดยมีการกำหนดระยะเวลาในการยื่นขอจัดตั้งและระดมทุนเพื่อเป็นการกระตุ้นให้นักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนต่างชาติรีบเข้ามาลงทุน และเมื่อครบกำหนดเวลาที่ไม่อนุญาตให้มีการจัดตั้งขึ้นอีก

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ยังสามารถแบ่งประเภทตามสิทธิในอสังหาริมทรัพย์ได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ freehold คือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ไปซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเป็นเจ้าของ

2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ leasehold คือกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ไปซื้อสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์มาเป็นเจ้าของ เมื่อสิทธิการเช่าของกองทุนนั้นหมดอายุแล้ว กองทุนจะต้องคืนอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวกลับคืนไปให้กับเจ้าของและไม่สามารถหาประโยชน์บนอสังหาริมทรัพย์นั้นได้อีก

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กอง 1 เป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่เปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนเข้าสู่ตลาดอสังหาริมทรัพย์ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า และยังมีความคล่องตัวมากกว่าการลงทุนซื้อขายอสังหาริมทรัพย์จริงๆ ซึ่งลักษณะของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทนี้จะมีลักษณะที่คล้ายกับ Real Estate Investment Trust (REIT) ในต่างประเทศ แต่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยยังอยู่ในช่วงของการเริ่มต้นเท่านั้น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เกิดขึ้นในปี 2546 โดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม (บลจ.) จะระดมเงินจากนักลงทุนไปลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีศักยภาพสูง เช่น อาคารสำนักงานย่านใจกลางเมือง โรงแรม ห้างสรรพสินค้า อพาร์ทเมนต์ หรือหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ตามที่กฎหมายกำหนด โดยมีรายได้ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มาจากค่าเช่า ดอกเบี้ย และกำไรจากการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ และปัจจุบันบลจ. ต่างๆ ที่จัดตั้งกองทุนดังกล่าวนี้เริ่มนำเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เหมือนหุ้นตัวหนึ่งเพื่อเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อขาย และเพิ่มโอกาสให้กับผู้ลงทุนที่พลาดโอกาสการลงทุนในช่วงที่ระดมเงินครั้งแรกหรือในช่วงการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) แต่ยังคงมีความสนใจลงทุนในกองทุนดังกล่าว สามารถซื้อขายหน่วยลงทุนได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งราคาซื้อขายกันอาจเป็นราคาที่สูงกว่า (premium) หรือต่ำกว่า (discount) มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ก็ได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

กองทุนอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ปัจจุบันมีทั้งหมด 25 กองทุน โดยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) รวมกว่า 86,000 ล้านบาท (ณ ก.ค. 2552) โดยตลาดหลักทรัพย์ได้ทำการแยกกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ออกจากหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Development: PROP) ในวันที่ 30 มีนาคม 2552 นี้ ซึ่งทำให้นักลงทุนสามารถเห็นภาพรวมของกองทุนดังกล่าว รวมถึงการวิเคราะห์ การเปรียบเทียบ ตลอดจนถึงการหาข้อมูลได้สะดวกและง่ายมากยิ่งขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

การจัดการกองทุนรวม

- 1) นำเงินลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยหลายๆ คนมารวมกันให้เป็นเงินลงทุนก้อนใหญ่ และจดทะเบียนเงินก้อนนั้นเป็นกองทุนรวม
- 2) มีนโยบายการลงทุนที่หลากหลายให้ผู้ลงทุนสามารถเลือกลงทุนตามความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ และผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ
- 3) มีผู้จัดการกองทุนเมื่อนำเงินไปลงทุนตามนโยบายการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่อกเสีย
- 4) เมื่อการดำเนินการของกองทุนรวมมีกำไรจากการลงทุนก็สามารถนำมาแบ่งเฉลี่ยคืนให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นคราว ๆ ไป

ข้อดีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

- 1) ทำให้สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ได้โดยไม่ติดปัญหาเรื่องของเงินทุน
- 2) มีสภาพคล่องในการซื้อขายที่สูงกว่าการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทั่วไปที่นักลงทุนไปลงทุนเองโดยตรง

กองทุนรวมจึงถือเป็นเครื่องมือการลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อยที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดทุน แต่อาจมีอุปสรรคบางอย่าง อาทิ มีทุนทรัพย์น้อย ไม่มีความรู้ความเชี่ยวชาญในการลงทุน หรือไม่มีเวลาเพียงพอที่จะติดตามการลงทุนได้อย่างใกล้ชิดด้วยตนเอง ผู้ลงทุนก็อาจใช้กองทุนรวมเป็นทางเลือกหนึ่งเพื่อผลตอบแทนในระดับหนึ่งซึ่งยอมรับได้เช่นกัน โดยข้อได้เปรียบของการลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ต่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทั่วไปเห็นได้ชัดดังที่สรุปในตารางที่ 2.2

ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์มีอยู่ 2 รูปแบบ คือ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

- 1) เงินปันผลจ่ายของกองทุนซึ่งมาจากกำไรที่กองทุนทำได้จากตัวอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนไปลงทุน โดยกองทุนอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มีนโยบายปันผลที่ร้อยละ 90-100 ของกำไรที่ทำได้ในแต่ละงวด โดยจากบทวิเคราะห์ของ บล. กิมเอ็ง (ส.ค. 2552) ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ปัจจุบันอยู่ในช่วงร้อยละ 7-12

- 2) กำไรจากส่วนเกินทุน (capital gain) จะได้จากการซื้อกองทุนจากในตลาดหลักทรัพย์ในราคาถูก แล้วนำมาขายกลับไปในตลาดหลักทรัพย์ในราคาที่แพงขึ้น โดยจะเกิดขึ้นได้จากการที่มีความต้องการกองทุนดังกล่าวจากนักลงทุนคนอื่น ทำให้นักลงทุนคนดังกล่าวยอมเสนอซื้อในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อมา

โดยที่รายได้และผลตอบแทนของกอง 1 ขึ้นอยู่กับอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนเป็นสำคัญ ข้อกำหนดในการลงทุนของกอง 1 จึงค่อนข้างเข้มงวดเพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุนของผู้ลงทุน ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

- 1) อสังหาริมทรัพย์ต้องตั้งอยู่ในประเทศไทย
- 2) มีการศึกษาความเป็นไปได้ในการลงทุน
- 3) ต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้ว หรือถ้ายังสร้างไม่เสร็จต้องก่อสร้างไปแล้วไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าโครงสร้างอาคาร
- 4) ต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของ NAV
- 5) การซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์จะต้องอิงราคาประเมิน

6) มีข้อกำหนดอื่นๆ เพื่อคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน เช่น ต้องไม่ซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่มีข้อพิพาท ต้องจัดให้มีการประกันวินาศภัย เป็นต้น

ตารางที่ 2.2

การเปรียบเทียบระหว่างการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยตรง และการลงทุนผ่านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ปัจจัยที่ใช้พิจารณา	การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	การลงทุนผ่านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
ลักษณะการลงทุน	- เป็นการลงทุนในที่ดินหรือสิ่งปลูกสร้าง เช่น บ้าน คอนโดมิเนียม หอพัก อาคารพาณิชย์ หรือโรงงานอุตสาหกรรมโดยตรง - เป็นการลงทุนเพื่อหวังกำไรจากส่วนต่างของราคาที่สูงขึ้นของอสังหาริมทรัพย์หรือเป็นการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อรับผลตอบแทนเป็นค่าเช่า	ได้จากการขายหน่วยลงทุนที่ไปซื้อหรือเช่าอสังหาริมทรัพย์ มีการมุ่งเน้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสม่ำเสมอในรูปค่าเช่า โดยไม่ได้มุ่งเน้นกำไรจากส่วนต่างของราคาที่สูงขึ้นของอสังหาริมทรัพย์
จำนวนเงินที่ใช้ในการลงทุน	ต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมหาศาลเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	ผู้ลงทุนไม่ต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมหาศาลก็สามารถลงทุนได้ เป็นการเปิดโอกาสให้นักลงทุนรายย่อยที่ต้องการจะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์
สภาพคล่องในการลงทุน	มีสภาพคล่องในการลงทุนต่ำ เนื่องจากการซื้อขายต้องใช้เงินเป็นจำนวนมหาศาล ทำให้มีการซื้อขาย โอน เปลี่ยนมือกันน้อย	ผู้ลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สามารถซื้อขายโอน เปลี่ยนมือหน่วยลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (ในกรณีเป็นหน่วยลงทุนของกอง 1)
ผลตอบแทน	ส่วนต่างของราคาอสังหาริมทรัพย์ (capital gain) ที่เพิ่มสูงขึ้นและค่าเช่า	เงินปันผลและส่วนต่างของราคาหน่วยลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น (capital gain)

นอกจากนี้ กำไรหรือผลตอบแทนของกอง 1 ยังขึ้นอยู่กับสถานะธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และสถานะเศรษฐกิจโดยทั่วไป ดังนั้น มูลค่าหน่วยลงทุนอาจจะลดลงหากมูลค่าทรัพย์สินของกอง 1 ลดลงตลอดจน กอง 1 อาจไม่จ่ายเงินปันผลหากกอง 1 มีผลขาดทุนจากการดำเนินงาน

ในส่วนของบริษัทจัดการลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปค่าธรรมเนียมจากการจัดการลงทุน ซึ่งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะบริหารงานโดยผู้บริหารการลงทุนที่เป็นมืออาชีพ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แต่ละกองทุนก็คือ กลุ่มหลักทรัพย์ (portfolio) ที่บริหารงานโดยผู้บริหารการลงทุนมืออาชีพ โดยผู้ลงทุนในหน่วยลงทุนคาดหวังว่า ผลการดำเนินงานของกองทุนอสังหาริมทรัพย์โดยรวมควรดีกว่าผลการดำเนินงานของการลงทุนทั่วไป

ลักษณะของกองทุนรวมที่พึงประสงค์มีลักษณะดังนี้ (จิรรัตน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 702)

- 1) เป็นกองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ย ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง
- 2) เป็นกองทุนรวมที่มีการกระจายการลงทุนอย่างเหมาะสม
- 3) เป็นกองทุนที่มีผู้จัดการที่มีความสามารถในการวิเคราะห์และพยากรณ์ทิศทางของตลาดหลักทรัพย์ และปรับเปลี่ยนกลุ่มหลักทรัพย์ไปตามสภาพตลาด

อัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม

ในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ผลตอบแทนที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงาน เป็นผลตอบแทนของกองทุนที่คำนวณจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิต่อหนึ่งช่วงเวลาและปรับด้วยเงินปันผลจ่าย แล้วจึงนำอัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้มาหาค่าเฉลี่ย (จิรรัตน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 704)

$$RET_t = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1}) + D_t * 100}{NAV_{t-1}}$$

โดยที่

R_{pt} เป็นอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม ณ เวลาที่ t

NAV_t เป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ t

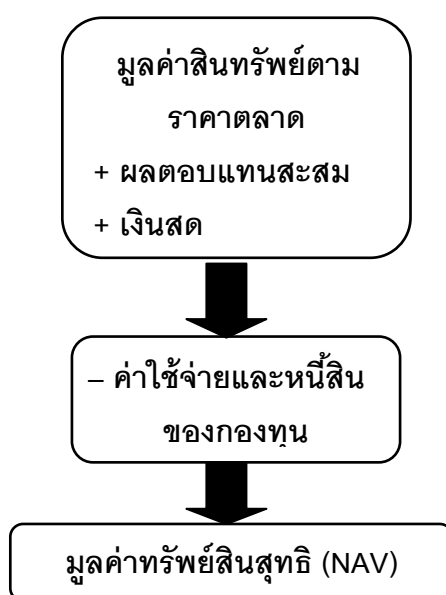
NAV_{t-1} เป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวม ณ เวลาที่ $t-1$

D_t เป็นเงินปันผลจ่ายในเวลา t

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value หรือราคา NAV) หมายถึง ทรัพย์สินทั้งหมดของกองทุนรวม ตลอดจนผลประโยชน์ต่าง ๆ ที่กองทุนรวมได้รับจากการลงทุน ณ เวลาขณะใดขณะหนึ่งหักออกด้วยค่าใช้จ่าย และหนี้สินของกองทุนรวมนั้น ซึ่งโดยปกติแล้วจะทำการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนตามราคาตลาด (mark to market) ในแต่ละวัน เพื่อให้สะท้อนถึงมูลค่าที่เป็นจริงตามสภาพ

ตลาดที่ได้เปลี่ยนแปลงไป สำหรับกรณีที่ทรัพย์สินนั้นไม่มีการซื้อขายเกิดขึ้นในวันที่ทำการคำนวณ ให้ใช้ราคายุติธรรม หรือราคาเสนอซื้อครั้งสุดท้ายในการคำนวณแทน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

ภาพที่ 2.4
การคำนวณราคามูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV)



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552

ทั้งนี้ ทาง บลจ. จะเป็นผู้ทำการคิดคำนวณราคา NAV ขึ้นมา และเปิดเผยให้นักลงทุน ตลอดจนประชาชนทั่วไปได้รับทราบอย่างเป็นประจำและสม่ำเสมอ ในกรณีของกองทุนปิดก็จะประกาศให้นักลงทุนทราบทุกวันทำการสุดท้ายของสัปดาห์ สำหรับกรณีของกองทุนเปิดจะประกาศให้ทราบทุกวันทำการที่มีการซื้อขายหน่วยลงทุน โดยทำการประกาศ ณ ที่ทำการของบริษัทตัวแทนจำหน่าย และในหน้าหนังสือพิมพ์ธุรกิจอย่างน้อยหนึ่งฉบับ อย่างไรก็ตาม ราคาที่ประกาศให้ทราบนั้นจะแสดงอยู่ในรูปของมูลค่าต่อหน่วยลงทุน โดยนำเอาราคา NAV มาหารด้วยจำนวนหน่วยลงทุนที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด ซึ่งมูลค่าต่อหน่วยลงทุนนี้อาจสูงขึ้นหรือลดลงก็ได้ ถ้าหากมูลค่าต่อหน่วยลงทุนลดลงน้อยกว่าราคาที่ได้ลงทุนเมื่อเริ่มแรก นักลงทุนก็จะอยู่ในฐานะขาดทุน แต่ในทางกลับกัน หากมูลค่าต่อหน่วยลงทุนสูงขึ้นมากกว่าราคาที่ได้ลงทุนเมื่อเริ่มแรก นักลงทุนจะอยู่ในฐานะกำไร

นอกจากนี้ มูลค่าต่อหน่วยลงทุนที่ถูกประกาศให้ทราบนั้นเป็นมูลค่าที่คำนวณได้จากราคาตลาดของทรัพย์สินในวันก่อนหน้าวันที่ประกาศนั้นหนึ่งวันเสมอ ยกตัวอย่างเช่น มูลค่าหน่วยลงทุนที่ประกาศในวันที่ 3 มีนาคม พ.ศ. 2552 เป็นราคาที่คำนวณได้ของวันที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2552 ดังนั้น

หากนักลงทุนต้องการซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมนี้ในวันที่ 2 มีนาคมนั้นจะยังคงไม่ทราบราคาที่จะซื้อหรือขายหน่วยลงทุนได้ในวันนั้นทันที แต่ต้องรอไปทราบเอาจากราคาที่ประกาศในวันที่ 3 มีนาคมถัดไปอีกหนึ่งวัน เป็นต้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยดูเฉพาะผลตอบแทนอาจให้ภาพที่ไม่ถูกต้อง เนื่องจากกองทุนที่มีผลตอบแทนสูงกว่าอาจมีการจัดสรรเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่สูงกว่าหรือจัดสรรเงินลงทุนกระจุกตัวในบางหลักทรัพย์ ในทางกลับกัน กองทุนรวมบางกองทุนอาจมีผลตอบแทนที่ต่ำและมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าด้วย ดังนั้น หากความพึงพอใจของผู้ลงทุนอยู่ภายใต้กรอบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง และผู้ลงทุนเป็นผู้หลักหนึ่ความเสี่ยง การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนจะต้องคำนึงถึงความเสี่ยงควบคู่ไปกับอัตราผลตอบแทนด้วย โดยอัตราผลตอบแทนที่นำมาเปรียบเทียบกันควรเป็นอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (risk adjusted return) (จิรตัน สังกัแก้ว, 2544: น. 702)

ในด้านการกระจายการลงทุน กองทุนรวมที่พึงประสงค์ควรมีนโยบายการลงทุนในการกระจายความเสี่ยงอย่างสมบูรณ์จนกระทั่งความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) หดไป โดยผู้ลงทุนจะเผชิญเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) เท่านั้น

จากสมมติฐานที่ว่าผู้ลงทุนเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยงหรือหลักหนึ่ความเสี่ยง ผู้บริหารกองทุนรวมสามารถใช้ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพภายใต้กรอบแนวคิดอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง หรือ Theory of Mean-Variance Efficient Portfolio ในการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวมนั้นๆ ได้ โดยการเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูงที่สุด (efficient portfolio) ซึ่งหมายถึงกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับความเสี่ยงต่ำที่สุด ณ ระดับของอัตราผลตอบแทนหนึ่ง จากนั้นจึงจัดสรรแบ่งปันเงินลงทุนในระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพนี้กับหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (risk-free asset) ตามลักษณะของการกลัวความเสี่ยงของเจ้าของเงินลงทุน ซึ่งในการตัดสินใจลงทุนนั้นจะมีตัวแปร 2 ตัว คือ อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง ดังนั้น การวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจึงใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงเป็นตัววัดผลการดำเนินงาน (จิรตัน สังกัแก้ว, 2544: น. 702-703)

แนวทางการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมโดยใช้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงเป็นมาตรวัดมีอยู่ 4 แนวคิด คือ (จิรตัน สังกัแก้ว, 2544: น. 703-712)

- 1) มาตรวัดตามแบบของ Jensen
- 2) มาตรวัดตามแบบของ Treynor
- 3) มาตรวัดตามแบบของ Sharpe

4) มาตรฐานวัดตามแบบของ Treynor-Black หรือ Appraisal Ratio

มาตรฐานวัดของ Jensen และ มาตรฐานวัดของ Treynor ต่างก็ใช้ค่าเบต้าเป็นค่าความเสี่ยงที่นำมาปรับค่าอัตราผลตอบแทนกลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวม ในส่วนของมาตรฐานวัดของ Sharpe ใช้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเป็นค่าความเสี่ยงที่นำมาปรับค่าอัตราผลตอบแทน

ในสถานการณ์ที่กลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวมนั้นเป็นเพียงกลุ่มหลักทรัพย์เดียวของผู้ลงทุน ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องรับคือ ความเสี่ยงที่เกิดจากกองทุนรวมทั้งหมด ในกรณีนี้ควรใช้มาตรฐานวัดของ Sharpe วัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม เนื่องจากมาตรฐานนี้ใช้ค่าความเสี่ยงรวมของกองทุนรวมเป็นตัวปรับค่าอัตราผลตอบแทน

ในสถานการณ์ที่กลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวมนั้นเป็นส่วนหนึ่งของการลงทุนที่มีการกระจายความเสี่ยงเป็นอย่างดี ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องรับคือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการลงทุนรวมทั้งหมด ซึ่งความเสี่ยงส่วนหนึ่งของกองทุนรวมที่กำลังประเมินผลการดำเนินงานสามารถขจัดไปได้โดยการกระจายการลงทุน ความเสี่ยงของกองทุนรวมที่มีนัยสำคัญต่อการลงทุนก็คือความเสี่ยงในส่วนที่ขจัดไม่ได้จากการกระจายการลงทุน นั่นคือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือ systematic risk ซึ่งใช้ค่าเบต้าเป็นตัวชี้ มาตรฐานวัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมของกองทุนรวมในกรณีนี้คือ มาตรฐานวัดของ Jensen หรือมาตรฐานวัดของ Treynor

ในสถานการณ์ที่กลุ่มหลักทรัพย์หรือกองทุนรวมนั้นเป็น active portfolio และมีกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดเป็นส่วนผสมของการลงทุนด้วย ค่าอัลฟ่า (α) ของกลุ่มหลักทรัพย์แสดงถึงอัตราผลตอบแทนของการลงทุน โดยมีความเสี่ยงส่วนที่ไม่เป็นระบบเป็นต้นทุนของการได้มาซึ่งอัตราผลตอบแทนส่วนเกินปกติหรือค่าอัลฟ่า (α) มาตรฐานวัดผลการดำเนินงานที่เหมาะสมของกองทุนรวมในกรณีนี้คือ appraisal ratio

การคำนวณหาความเสี่ยงของกองทุนรวม

ความเสี่ยงของกองทุนรวมวัดได้โดยค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (σ_p) ของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 704)

$$\sigma_p = \left[\sum_{t=1}^n (R_{pt} - \bar{R}_p)^2 \right]^{1/2}$$

สำหรับความเสี่ยงส่วนที่เป็นระบบ (systematic risk) สามารถใช้ค่าเบต้า (β) ของกองทุนรวมเป็นตัวบ่งชี้ทิศทางและความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมเมื่อเทียบกับความไหวตัวของอัตราผลตอบแทนของตลาดได้ (จิรทัศน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 705)

$$\beta_p = \frac{\sigma_{pm}}{\sigma_p^2}$$

โดยที่

σ_{pm} คือ ค่าความแปรปรวนร่วมของอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนตลาด

σ_p คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนของตลาด

อัตราผลตอบแทนของตลาดและความเสี่ยงของตลาด

ในการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนกับผลการดำเนินงานของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยการหัตราร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นในแต่ละช่วงเวลาทีวิเคราะห์ n งวด หรือวิธีการหาค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของอัตราผลตอบแทนแต่ละช่วงเวลาของทุกหลักทรัพย์ในตลาด โดยใช้สัดส่วนของมูลค่าตลาด (market capitalization) เป็นตัวถ่วงน้ำหนัก แล้วจึงหาค่าเฉลี่ยดังนี้ (จิรทัศน์ สังข์แก้ว, 2544: น. 705)

$$\bar{R}_m = \sum_{t=1}^n \frac{R_{mt}}{n}$$

โดยที่

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดในงวดเวลาที่ t

$\bar{R}_m$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

หลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงได้แก่หลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาลอาจเป็นพันธบัตรรัฐบาล หรือตั๋วเงินคลัง เป็นต้น ในทางทฤษฎีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ปราศจาก

ความเสี่ยงจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่เป็นไปได้ แต่ในความเป็นจริงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงจะผันแปรตลอดเวลา จึงต้องคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงด้วย (จิรตัน สัมภ์แก้ว, 2544: น. 705)

$$\bar{R}_f = \sum_{t=1}^n \frac{R_{ft}}{n}$$

โดยที่

R_{ft} คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงในงวดเวลาที่ t

$\bar{R}_f$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง

มาตรวัดตามตัวแบบ Sharpe (reward to variability ratio)

เป็นการประเมินผลการดำเนินงานของกองทุน โดยเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (risk-adjusted return) กับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงแล้ว ซึ่งความเสี่ยงตามแนวคิดนี้ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน (จิรตัน สัมภ์แก้ว, 2544: น. 708-709)

ในการคำนวณค่ามาตรวัดของ Sharpe คือ $(\bar{R}_p - \bar{R}_f)/\sigma_p$

มีเกณฑ์ตามมาตรวัดเป็น $(\bar{R}_m - \bar{R}_f)/\sigma_m$

โดยที่ ถ้าค่า $(\bar{R}_p - \bar{R}_f)/\sigma_p$ มากกว่า $(\bar{R}_m - \bar{R}_f)/\sigma_m$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมอยู่เหนือเส้น CML (Capital Market Line) นั่นคือ กองทุนรวมมีการดำเนินงานดีกว่าตลาด

แต่ถ้าค่า $(\bar{R}_p - \bar{R}_f)/\sigma_p$ น้อยกว่า $(\bar{R}_m - \bar{R}_f)/\sigma_m$ แสดงว่ากลุ่มหลักทรัพย์กองทุนรวมอยู่ใต้เส้น CML (Capital Market Line) นั่นคือ กองทุนรวมมีผลการดำเนินงานด้อยกว่าตลาด

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่ได้รับความสนใจจากผู้ที่มีเงินออม เพราะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนประเภทอื่นๆ นอกจากนี้ การที่ตลาดหลักทรัพย์มีบริษัทจดทะเบียนที่หลากหลาย ตลาดหลักทรัพย์จึงเหมาะสมอย่างยิ่งสำหรับผู้ที่ต้องการความหลากหลายในการลงทุนทั้งประเภทสินค้าและผลตอบแทนเพราะมีสินค้าหรือตราสารเพื่อการ

ลงทุนหลายประเภทซึ่งออกโดยบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจในหลายประเภทและหลายอุตสาหกรรมให้เลือกลงทุนตามความต้องการก่อนตัดสินใจลงทุนหลักทรัพย์

ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับสภาพเศรษฐกิจซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานเป็นลำดับแรก แล้วจึงพิจารณาสภาพอุตสาหกรรม โดยรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรมมาวิเคราะห์แต่ละส่วนเพื่อนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนในแต่ละอุตสาหกรรม นอกจากนี้ ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์จำเป็นต้องพิจารณานโยบายการเงิน นโยบายการคลังของรัฐบาลและประเทศอื่นๆ ที่ส่งผลต่อการไหลเวียนของเงินทุนในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม

ผู้วิเคราะห์จะต้องพิจารณาถึงวัฏจักรธุรกิจว่าอยู่ในระยะใด วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม และโครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรมนั้นควบคู่กันไป จากนั้นจึงวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัท วิสัยทัศน์ของผู้บริหาร กลยุทธ์ของบริษัท เป็นวิธีการหนึ่งที่ผู้ลงทุนสามารถนำไปใช้ตัดสินใจเลือกลงทุน

นอกจากนี้ จังหวะการเข้าซื้อเป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ในแต่ละปีความผันผวนมาก หากสามารถเข้าไปในลงทุนในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลงมามาก นักลงทุนจะสามารถซื้อหลักทรัพย์ได้ในราคาถูก อย่างไรก็ตาม ประชาชนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ยังขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับหลักการลงทุนและไม่ได้ศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงและนิยมซื้อตามคำบอกเล่า นักลงทุนรายย่อยจึงตกเป็นเครื่องมือของกลุ่มคนกลุ่มหนึ่ง ที่ทำราคาหลักทรัพย์ให้สูงเกินความเป็นจริงอย่างรวดเร็วอย่างผิดสังเกต

การเผยแพร่ความรู้ให้นักลงทุนตลอดจนแจ้งข่าวที่รวดเร็วและถูกต้องมากขึ้นเป็นเครื่องมือช่วยในการตัดสินใจของนักลงทุน เช่น การประกาศจ่ายปันผล การแตกหุ้น การเพิ่มทุน และการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารของธุรกิจ เป็นต้น นอกจากนี้ ผู้ลงทุนยังต้องทราบถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ อาทิเช่น โรคระบาด ความขัดแย้งระหว่างประเทศ การชุมนุมประท้วงทางการเมืองภายในประเทศ ซึ่งข่าวเหล่านี้มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ไทยมีระดับความผันผวนอย่างมาก

ทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ เป็นการวิเคราะห์ที่ประกอบด้วยขั้นตอนการเก็บรวบรวมข้อมูล การศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูล และการตีความผลที่ได้จากการศึกษา เพื่อนำมาพิจารณา กำหนดหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุน (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2552)

วัตถุประสงค์เบื้องต้นของการวิเคราะห์หลักทรัพย์ คือ การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อให้ได้มาซึ่งหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนที่ดีที่สุดที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ณ ความเสี่ยงระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม การกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของ

หลักทรัพย์และการวางรูปแบบของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนให้ดีที่สุดนั้นขึ้นอยู่กับระดับของความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนสามารถยอมรับได้ ซึ่งอาจแตกต่างกันไป ดังนั้นผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์จำเป็นต้องวิเคราะห์ข้อมูล ตรวจสอบ และตัดสินใจให้สอดคล้องกับเป้าหมายการลงทุนที่ผู้ลงทุนตั้งไว้อย่างชัดเจนและสมเหตุสมผล

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นการวิเคราะห์ที่ลำดับการพิจารณาจากสภาพเศรษฐกิจ มาถึงสภาพอุตสาหกรรมตลอดถึงผลการดำเนินงานของบริษัท โดยรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และของบริษัทมาวิเคราะห์แต่ละส่วน เพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

เหตุผลทางทฤษฎีที่ใช้สนับสนุนการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นมีรากฐานแนวความคิดที่ว่า มูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) และราคาตลาดของหลักทรัพย์ (market value) ควรจะอยู่ใกล้เคียงกัน ในทางปฏิบัติ นักวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานจะวิเคราะห์หลักทรัพย์ เพื่อหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ โดยคิดในรูปแบบของมูลค่าปัจจุบัน (present value) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนในอนาคต ทั้งในรูปกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (capital gain) และผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของดอกเบี้ยหรือเงินปันผล (yield) หลังจากนั้นจึงนำมาเปรียบเทียบกับราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ ในตลาด ซึ่งหากมูลค่าที่แท้จริงสูงกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ก็จะตัดสินใจซื้อ ในทำนองกลับกัน หากมูลค่าที่แท้จริงต่ำกว่าราคาตลาดก็จะตัดสินใจขาย (จิรพันธ์ สังข์แก้ว, 2544: น. 13)

ขั้นตอนของการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป (economic analysis)

การวิเคราะห์เศรษฐกิจ เน้นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจที่เป็นมา ตลอดจนแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ซึ่งอาจเกี่ยวข้องสัมพันธ์กับเศรษฐกิจโลก และแนวนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์หรือไม่เพียงใด นอกจากนั้น การวิเคราะห์เศรษฐกิจนี้ยังรวมถึงการวิเคราะห์วัฏจักรธุรกิจและนโยบายทางเศรษฐกิจที่สำคัญของรัฐบาลด้วย เช่น นโยบายการเงิน และนโยบายการคลัง เป็นต้น

2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (industry analysis)

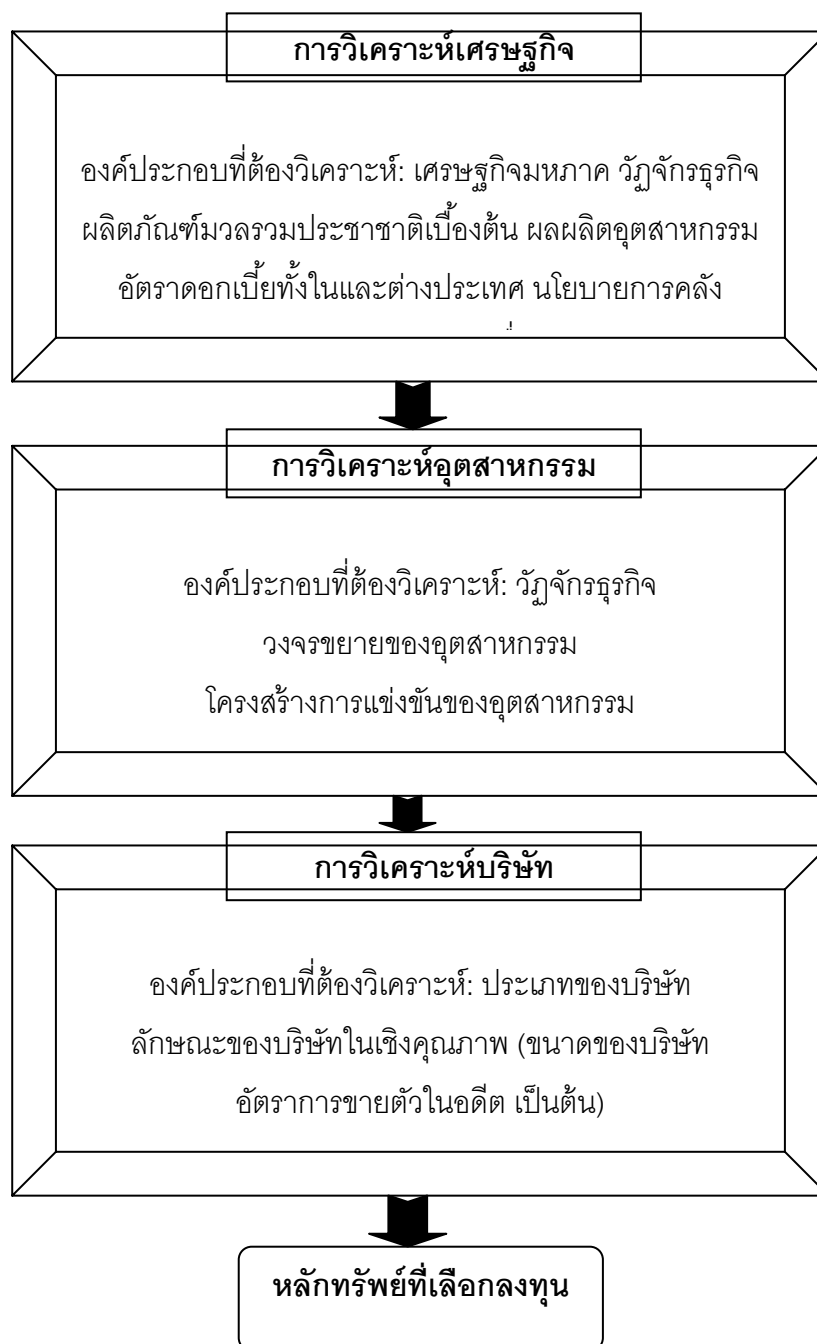
ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรมเน้นการวิเคราะห์วงจรอุตสาหกรรม (industry life cycle) สภาพของการตลาดและการแข่งขัน ตลอดจนอนาคตของอุตสาหกรรม ว่าจะมีแนวโน้มอัตราการเจริญเติบโตอย่างไร ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน เช่น นโยบายของรัฐบาลที่จะให้การสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรค โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของระบบภาษีของรัฐบาล โครงสร้างของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท เป็นต้น

3. การวิเคราะห์บริษัท (company analysis)

การวิเคราะห์บริษัทเป็นขั้นสุดท้ายของการวิเคราะห์ โดยเน้นการวิเคราะห์ประเภทของบริษัท และประเภทของหลักทรัพย์ โดยจะวิเคราะห์ทั้งเชิงคุณภาพ (qualitative analysis) อันประกอบไปด้วย การวิเคราะห์ประสิทธิภาพ การบริหารของผู้บริหาร ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัท โครงการขยายโรงงานของบริษัท เป็นต้น และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) อันได้แก่ การวิเคราะห์จากงบแสดงฐานะการเงินของธุรกิจในอดีตและปัจจุบัน เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นในอนาคตได้ เป็นต้น

ภาพรวมการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานทั้ง 3 ขั้นตอนนี้สามารถสรุปให้เห็นได้ดังภาพที่ 2.5 โดยรายละเอียดการวิเคราะห์ในทั้ง 3 ขั้นตอนนี้จะกล่าวต่อไป

ภาพที่ 2.5
ภาพรวมการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552

1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจ

การวิเคราะห์เศรษฐกิจ เป็นขั้นตอนที่มีความสำคัญต่อการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ หลักทรัพย์บางกลุ่มมีระดับราคาลดลงเมื่อสภาพเศรษฐกิจชะลอตัวและมีระดับราคาสูงขึ้นเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น พฤติกรรมดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า สภาพเศรษฐกิจโดยทั่วไปมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์นั้น

อย่างไรก็ตาม เมื่อสภาพเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป อุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมมิได้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับสภาพเศรษฐกิจหรือด้วยขนาดของการเปลี่ยนแปลงเท่าเทียมกันเสมอไป หลักทรัพย์ในบางอุตสาหกรรมอาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจเพียงเล็กน้อย ขณะที่หลักทรัพย์ในบางอุตสาหกรรมอาจได้รับผลกระทบอย่างมากเมื่อภาวะเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลง

ดังนั้น การวิเคราะห์หลักทรัพย์จึงมีความจำเป็นที่ต้องวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไปเพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ทิศทางการขยายตัวของเศรษฐกิจและกำหนดอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะได้รับผลประโยชน์จากการขยายตัวของเศรษฐกิจ และท้ายที่สุดก็จะสามารถหาทางเลือกเกี่ยวกับบริษัทในอุตสาหกรรมนั้นที่ควรลงทุน

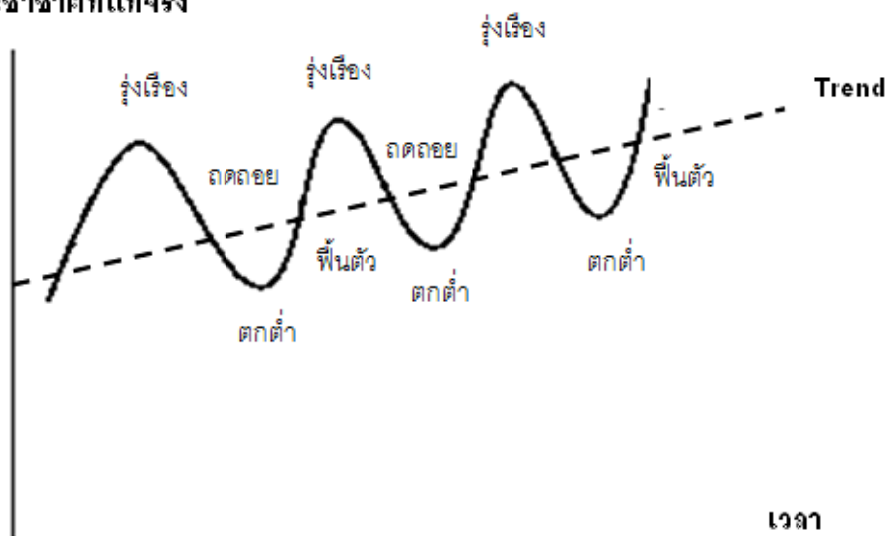
1.1 การพิจารณาภาวะเศรษฐกิจมหภาคและวัฏจักรธุรกิจ

การตรวจสอบและการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจจะสามารถชี้ให้ทราบถึงอุตสาหกรรมที่ได้รับผลประโยชน์จากการขยายตัวของเศรษฐกิจได้ ซึ่งจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทต่อไป นั่นคือ ถ้าแนวโน้มในอนาคตของเศรษฐกิจเป็นไปในด้านลบมักคาดการณ์ว่า หลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีระดับราคาต่ำลง หรือถ้าแนวโน้มเศรษฐกิจเป็นไปในด้านบวก หลักทรัพย์โดยทั่วไปจะมีระดับราคาสูงขึ้น

ในการสังเกตและวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจอาจสามารถพิจารณาได้จากวัฏจักรธุรกิจ (business cycle) ซึ่งเป็นสิ่งบ่งบอกลักษณะเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง (ภาพที่ 2.6)

ภาพที่ 2.6
วัฏจักรธุรกิจ

ผลิตภัณฑ์ประชาชาติที่แท้จริง



ที่มา: Frank K. Reiley and Edgar A. Norton, 1999: p. 416

จากภาพที่ 2.6 สามารถอธิบายวงจรทางเศรษฐกิจได้ดังนี้ (Frank K. Reiley and Edgar A. Norton, 1999: pp. 415-417)

ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมอยู่ในภาวะถดถอยเกิดภาวะเงินฝืดและตึงตัว (deflation and tight money) ทำให้กำไรของธุรกิจต่าง ๆ มีแนวโน้มลดลง การลงทุนในหุ้นให้ผลตอบแทนไม่ดีเท่ากับลงทุนในพันธบัตร ผู้ถือพันธบัตรได้ดอกเบี้ยในอัตราที่กำหนดไว้ในพันธบัตร ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยลดลง ทำให้ราคาพันธบัตรสูงขึ้น

ภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัว (recovery) ภาวะเศรษฐกิจช่วงนี้เริ่มฟื้นตัวภาวะเงินคลายตัวและดอกเบี้ยมีอัตราลดลงไปแล้วจากภาวะถดถอย ทำให้ต้นทุนด้านการเงินต่ำลง ส่งผลให้ธุรกิจมีอัตราการเจริญเติบโตสูงขึ้นการลงทุนในช่วงระยะเวลานี้นักลงทุนจะโยกย้ายเงินจากตลาดพันธบัตรไปสู่ตลาดหุ้น

ภาวะเศรษฐกิจรุ่งเรือง (prosperity) ช่วงนี้เศรษฐกิจมีอัตราการขยายตัวที่สูงมากทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อสูงขึ้น ในช่วงนี้ธนาคารกลางประเทศต่างเริ่มแทรกแซงตลาด ทำให้ดอกเบี้ยสูงขึ้นซึ่งไม่เป็นผลดีต่อตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตร สินทรัพย์ที่ได้รับการตอบแทนสูงจะเป็นสินค้า

โภคภัณฑ์ รวมไปถึงทองคำด้วย เพราะสินค้าเหล่านี้ปรับตัวสูงขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อนักลงทุนจึงโยกออกจากตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตร โดยนำเงินไปลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์

ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ (depression) ช่วงนี้เศรษฐกิจมีอัตราการขยายตัวต่ำที่สุด ผลผลิตมวลรวมประชาชาติที่แท้จริงมีค่าต่ำที่สุด การว่างงานมีสูง และเงินเฟ้อมีค่าในระดับที่ต่ำ บริษัทที่อยู่รอดได้ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจจะมีความแข็งแกร่งมากขึ้น เนื่องจากบริษัทต่าง ๆ จำเป็นต้องปรับตัวโดยการปรับปรุงระบบงานต่าง ๆ ให้มีความเข้มงวดยิ่งขึ้น ประชาชนจะมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากขึ้น ทำให้ผู้ผลิตสินค้าไม่กล้าปรับราคาขึ้น ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อลดน้อยลง เมื่อผู้บริโภคมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากยิ่งขึ้นทำให้เกิดการออมมากขึ้น ส่งผลดีต่อผู้บริโภคในระยะยาว คนทั่วไปมีโอกาสมีบ้านเป็นของตนเองมากขึ้น เพราะในภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำ ราคาอสังหาริมทรัพย์จะลดลง ต้นทุนของผู้ประกอบการก็ถูกลง เช่น ซื้อที่ดินในราคาถูก ราคาเหล็ก ราคาปูน และค่าแรงลดลง เป็นต้น นักลงทุนมีโอกาสในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีในระยะยาวมากขึ้นเพราะภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำ คนส่วนใหญ่มักจะมองโลกในแง่ร้าย และเกิดภาวะตื่นตระหนกในตลาด ส่งผลให้ราคาสินทรัพย์ปรับตัวลดลงมากจนเกินไป ซึ่งจะเป็นโอกาสที่ดีที่นักลงทุนจะสามารถมองหาหุ้นดีราคาถูกและมีอนาคต และลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว

ภาวะเศรษฐกิจจะกำกวมพร้อมกับภาวะเงินเฟ้อ (stagflation) ในช่วงนี้เศรษฐกิจโดยรวมมีอัตราการขยายตัวสูง ธุรกิจต่าง ๆ เริ่มกู้เงินลงทุนสูงขึ้น แต่เมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวขึ้น ต้นทุนทางการเงินของธุรกิจจะปรับตัวขึ้น ในช่วงนี้ผลกำไรบริษัทต่างลดลง ในช่วงอัตราดอกเบี้ยที่เป็นขาขึ้นนี้นักลงทุนจะนำเงินมาฝากธนาคาร

การที่ธุรกิจอยู่ในภาวะรุ่งเรืองหรือตกต่ำนอกจากขึ้นอยู่กับปัจจัยภายในธุรกิจอันได้แก่ ประสิทธิภาพของการบริหารแล้ว ปัจจัยภายนอกซึ่งได้แก่ ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจก็มีส่วนอย่างมาก การเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจหมุนเวียนไปตามวัฏจักรธุรกิจ โดยที่การเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจมีผลต่อการประกอบการของธุรกิจและมีส่วนในการขึ้นราคาสินค้าของธุรกิจ

เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในระยะขยายตัวอำนาจซื้อของประชาชนสูง ระยะเวลาดังกล่าวมีการขยายการลงทุนการผลิตและการขายมีปริมาณเพิ่มขึ้น ในภาวะนี้ธุรกิจมีสภาพคล่องทางการเงินสูง รายได้ของประชากรสูงขึ้น ทำให้ระดับราคาเพิ่มสูงและมีแนวโน้มที่จะเกิดภาวะเงินเฟ้อ

เมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอยหรือตกต่ำภาวะเศรษฐกิจจะมีผลกระทบต่อกิจการแตกต่างกันไปตามประเภทของธุรกิจ เพราะสินค้าหรือบริการของธุรกิจแต่ละประเภทจะปรับตัวเข้ากับวัฏจักรธุรกิจแต่ละวัฏจักรแตกต่างกันไป เช่น ธุรกิจที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคจะอ่อนไหวต่อวงจรระยะสั้น (short-term cycle) ธุรกิจที่ผลิตสินค้าทุนจะขึ้นอยู่กับการเติบโตระยะยาว

(long-term growth trend) และธุรกิจการผลิตขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบจากการตกต่ำทางเศรษฐกิจมาก เพราะขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียนและมีขีดจำกัดทางด้านการกู้ยืม เป็นต้น

1.2 เครื่องชี้วัดภาวะเศรษฐกิจ (economic indicator)

ตัวชี้และเครื่องวัดที่ใช้วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและวัฏจักรธุรกิจมีหลายตัวด้วยกัน อาทิ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเบื้องต้น (Gross National Product-GNP) เป็นตัวชี้ที่ถือว่าวัดความเคลื่อนไหวของเศรษฐกิจอย่างกว้าง ๆ ได้ดีที่สุด นอกจากนั้นก็มีการวัดโดยใช้ผลผลิตอุตสาหกรรม (industrial production) ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว GNP และผลผลิตของอุตสาหกรรมจะมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงในทิศทางเดียวกับวัฏจักรธุรกิจ

นอกจากนั้น ยังจำเป็นต้องพิจารณาข้อมูลทางเศรษฐกิจอื่นๆ อีก ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันและที่คาดว่าจะได้ในอนาคต นโยบายการเงินและนโยบายการคลังรวมทั้งนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ ของรัฐบาล ฯลฯ โดยเครื่องมือชี้วัดภาวะเศรษฐกิจมีดังนี้

1) ภาวะทางการเงิน ความมั่นคงทางการเงินสามารถบ่งชี้ความมั่นคงทางเศรษฐกิจ ถ้าเสถียรภาพทางการเงินมีความมั่นคงมาก นโยบายการเงินและการคลังมีความชัดเจน นักลงทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในประเทศไทยก็มากขึ้น การสร้างงานและการจ้างงานก็เพิ่มขึ้นทำให้เศรษฐกิจในอนาคตดีขึ้นราคาหลักทรัพย์ก็ดีขึ้น

2) อัตราการขยายตัวเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับระดับราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจทำให้ผลประกอบการของบริษัทที่จดทะเบียนดีขึ้นและจูงใจให้นักลงทุนเข้าไปลงทุนในบริษัทจดทะเบียนนั้นมากขึ้น

ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GNP) เป็นเครื่องมือวัดภาวะเศรษฐกิจที่ใช้กันอย่างแพร่หลายที่สุด ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเป็นเครื่องมือวัดมูลค่าของผลผลิตสินค้าและบริการทั้งหมดของประเทศ ไม่ว่าจะเป็นการผลิตนั้นจะเกิดขึ้นในประเทศใด ๆ ก็ตาม ในบางกรณีอาจใช้ตัวเลขผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product-GDP) แทน ซึ่งเป็นการวัดมูลค่าของผลผลิตสินค้าและบริการทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการผลิตในประเทศนั้น ๆ

3) อัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ (domestic interest rate and foreign interest rate) เป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับภาวะเศรษฐกิจโดยตรง โดยส่วนใหญ่อัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับภาวะตลาดหลักทรัพย์และการลงทุน ไม่ทุกหมวดอุตสาหกรรมอุตสาหกรรมที่ได้ผลกระทบคือ อุตสาหกรรมก่อสร้าง และกลุ่มบันเทิง รวมทั้งหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับสินค้าฟุ่มเฟือย เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนใน

ตลาดเงินสูงขึ้นตาม ในขณะที่ความเสี่ยงในการถือเงินสดไว้เพื่อเก็งกำไรมีน้อยกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยยังมีผลกระทบต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนจากต่างประเทศอีกด้วย

อัตราดอกเบี้ยที่ใช้พิจารณาควรเป็นอัตราดอกเบี้ยที่มีการเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลง และสะท้อนสภาพคล่องของตลาดเงินได้ดีพอสมควร อัตราดอกเบี้ยซึ่งกำหนดคงที่เป็นการเฉพาะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ไม่เหมาะสมที่จะนำมาพิจารณาเพื่อการวิเคราะห์เศรษฐกิจ

4) ราคาน้ำมันในตลาดโลก ราคาน้ำมันในตลาดโลกจะส่งผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ แต่จะส่งผลดีในกลุ่มของหุ้นพลังงาน เนื่องจากหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานซึ่งมีขนาดของตลาดใหญ่ที่สุด และมีการกระจุกตัวในกลุ่มนี้อยู่มาก จึงส่งผลให้ราคาน้ำมันมีผลกระทบไปในทิศทางเดียวกันกับราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ราคาน้ำมันยังมีผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ย

5) อัตราการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ ปัญหาของอัตราแลกเปลี่ยนจะมีผลเฉพาะกับอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบจากต่างประเทศและอุตสาหกรรมที่ส่งสินค้าออกไปขายยังต่างประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อดุลบัญชีเดินสะพัด อย่างไรก็ตาม อัตราแลกเปลี่ยนยังมีผลกระทบกับกระแสเงินลงทุนระยะสั้นที่เข้ามาเพื่อเก็งกำไรในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ตลาดตราสารหนี้ และตลาดหุ้น ทำให้เกิดความไม่แน่นอนและมีความผันผวนมากขึ้น

6) ผลผลิตอุตสาหกรรม (industrial production) เป็นดัชนีที่แสดงผลผลิตของอุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรมการผลิตเหมืองแร่ ไฟฟ้า และก๊าซ โดยหน่วยงานทางการเป็นผู้ประกาศตัวเลขผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีนี้มักเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับภาวะเศรษฐกิจและวัฏจักรธุรกิจ

7) รายได้ส่วนบุคคล (personal income) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงรายได้ส่วนบุคคลก่อนหักภาษี ซึ่งสะท้อนอำนาจซื้อของประชากร โดยสามารถอธิบายพฤติกรรมการซื้อของผู้บริโภคในเมื่อรายได้ส่วนบุคคลเปลี่ยนแปลงไป

8) ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) เป็นดัชนีที่แสดงการเปลี่ยนแปลงราคาของสินค้าและบริการในแต่ละช่วงเวลา สามารถใช้เป็นเครื่องมือวัดภาวะเงินเฟ้อ

9) ดัชนีราคาผู้ผลิต (Producer Price Index: PPI) เป็นดัชนีที่แสดงการเปลี่ยนแปลงราคาสินค้าในแต่ละช่วงของการผลิต ตั้งแต่วัตถุดิบไปจนถึงสินค้าสำเร็จรูป ดัชนีราคาผู้ผลิตนี้สามารถใช้เป็นเครื่องมือบ่งบอกถึงภาวะเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นได้

10) ปริมาณการขายปลีก (retail sales) เป็นตัวเลขที่แสดงยอดและการเปลี่ยนแปลงการขายปลีกในระบบเศรษฐกิจในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ตัวเลขปริมาณการขายปลีกนี้มีความสัมพันธ์กับการผลิต

เช่น เมื่อตัวเลขการขายปลีกชะลอตัวลงเป็นระยะเวลานาน อาจส่งผลให้มีการลดการผลิตในช่วงเวลาต่อไป เป็นต้น

11) อัตราเงินเฟ้อ จากความเข้าใจทั่วไป เงินเฟ้อเกิดเมื่อราคาของสินค้าต่าง ๆ มีการปรับตัวสูงขึ้นแต่จริง ๆ แล้วการเกิดภาวะเงินเฟ้อนี้ไม่จำเป็นที่ว่าสินค้าทุกตัวต้องมีราคาสูงขึ้นเหมือนกันหมด อาจเป็นได้ที่สินค้าบางชนิดมีราคาสูงขึ้น แต่อีกบางชนิดมีราคาลดลง แต่สิ่งที่สำคัญนั่นคือ ราคารวมทั้งหมดโดยเฉลี่ยแล้วสูงขึ้น

12) อัตราการว่างงาน (unemployment rate) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงอัตราร้อยละของผู้ว่างงานในระบบเศรษฐกิจเทียบกับกำลังแรงงานรวม ซึ่งจะแสดงให้เห็นสภาพเศรษฐกิจโดยเปรียบเทียบว่าเป็นไปในทิศทางที่กำลังขยายตัวหรือหดตัว

ในบางประเทศซึ่งมีระบบข้อมูลเศรษฐกิจที่ครบถ้วนอาจมีตัวเลขเศรษฐกิจอื่น ๆ เพิ่มเติมที่จะช่วยให้การวิเคราะห์เศรษฐกิจมีความชัดเจนมากขึ้น

การวิเคราะห์เศรษฐกิจทั่วไปเกี่ยวข้องกับการศึกษาปัจจัยหลายอย่างประกอบด้วยวัฏจักรธุรกิจ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง อัตราเงินเฟ้อ การใช้จ่ายของผู้บริโภคและของธุรกิจ ซึ่งการพิจารณาปัจจัยดังกล่าว ผู้วิเคราะห์จะต้องวิเคราะห์องค์ประกอบต่าง ๆ และใช้เป็นแนวทางในการสรุปภาพรวมเศรษฐกิจของประเทศ

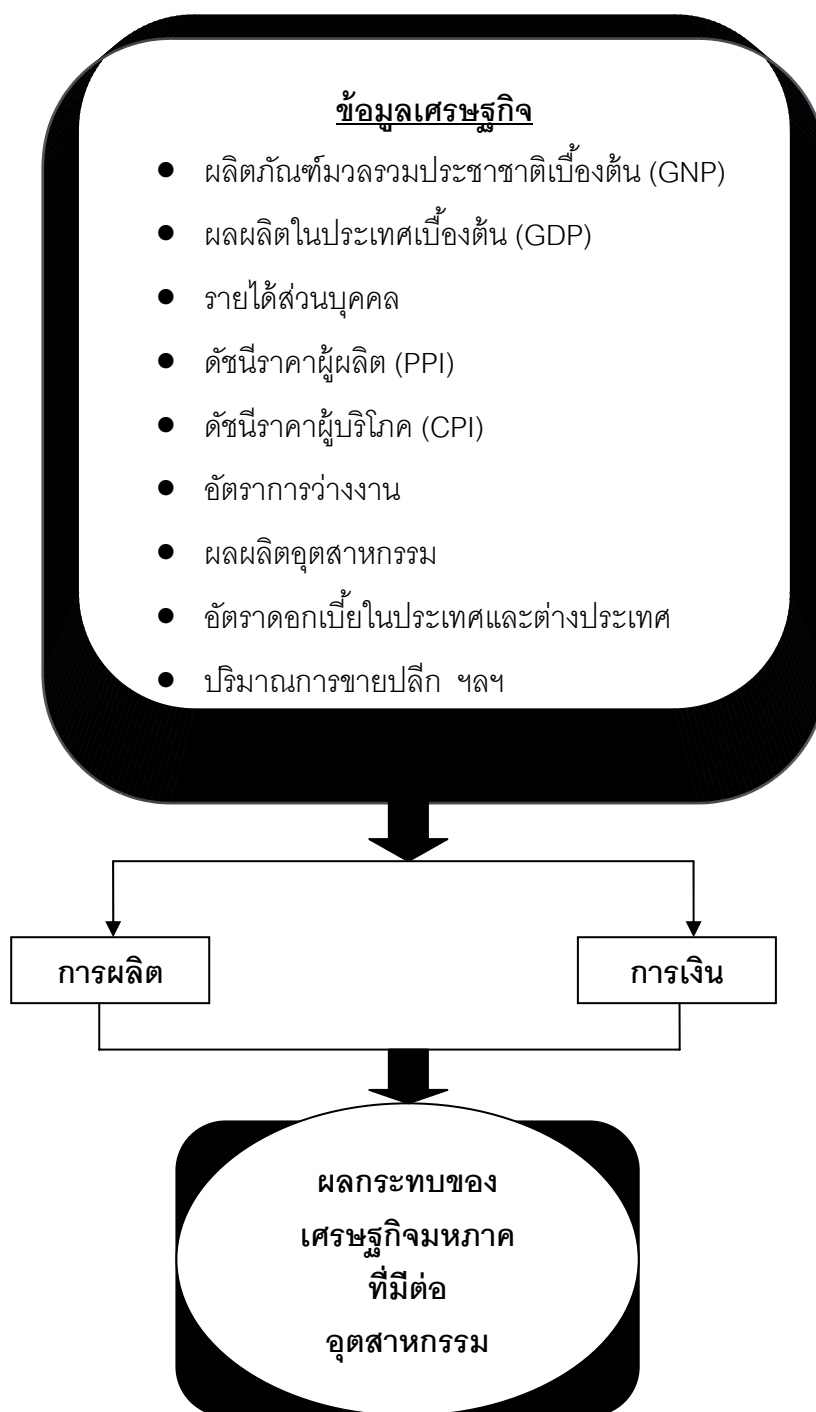
การวิเคราะห์ภาพรวมของเศรษฐกิจทำให้สามารถใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการพิจารณาได้อย่างน้อย 2 แนวทาง คือ

แนวทางแรก ภาพรวมของเศรษฐกิจทำให้สามารถกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุนที่น่าสนใจ อาทิ จากการวิเคราะห์เศรษฐกิจพบว่า การใช้จ่ายของภาคธุรกิจมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นมาก อาจพิจารณาว่าการลงทุนในกิจการที่เป็นการผลิตสินค้าประเภททุน ได้แก่ การผลิตเครื่องจักร เครื่องมือต่าง ๆ เป็นการลงทุนที่น่าสนใจ หรือหากพบว่า การใช้จ่ายภาครัฐบาลมีแนวโน้มลดลง ก็อาจพิจารณาหลีกเลี่ยงการลงทุนในกิจการที่มีลักษณะขึ้นลงตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ

แนวทางที่สอง จากการใช้ภาพรวมของเศรษฐกิจกำหนดขอบเขตย่อยของการลงทุน ก็อาจนำไปพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับสภาพของอุตสาหกรรมและบริษัทว่าอุตสาหกรรมและบริษัทนั้น ๆ ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจอย่างไร

จากที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปกระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน การวิเคราะห์เศรษฐกิจได้ดังภาพที่ 2.7

ภาพที่ 2.7
กระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน
การวิเคราะห์เศรษฐกิจ



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552

2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (industry analysis)

2.1 วัฏจักรธุรกิจและการวิเคราะห์อุตสาหกรรม

โดยทั่วไปการเปลี่ยนแปลงในการประกอบกิจการของธุรกิจจะหมุนเวียนไปตามวัฏจักรธุรกิจ (business cycle) กล่าวคือ ในระยะเริ่มแรกของการประกอบธุรกิจจะอยู่ในภาวะขยายตัว (expansion) โดยที่ธุรกิจจำเป็นต้องใช้กลยุทธ์การตลาด เข้ามาสนับสนุนการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้ก้าวเข้าสู่ภาวะรุ่งเรือง (boom) ธุรกิจจะดำรงอยู่ในภาวะรุ่งเรืองในช่วงระยะเวลาหนึ่ง หลังจากนั้นธุรกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (recession) โดยอาจเกิดจากสาเหตุหลายประการคือ คู่แข่งมีสินค้าหรือบริการที่มีคุณภาพทัดเทียมกันหรือมีคุณภาพสูงกว่า ทำให้ผู้บริโภคมีความนิยมในสินค้าของบริษัทน้อยลง ซึ่งหากไม่มีการปรับปรุงหรือแก้ไข ธุรกิจก็จะเข้าสู่ภาวะตกต่ำ (depression) ซึ่งอาจส่งผลให้บริษัทเลิกกิจการได้

อย่างไรก็ตาม เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้อุตสาหกรรมเข้าสู่ภาวะถดถอย ในขณะที่ยังอยู่ในภาวะรุ่งเรือง ธุรกิจจะมีการปรับปรุงด้านการผลิต การตลาดและการบริหาร เช่น ธุรกิจอาจใช้กลยุทธ์การส่งเสริมการขาย (promotion) ปรับปรุงช่องทางการจำหน่าย (distribution) พัฒนาและปรับปรุงคุณภาพของสินค้าให้ดีขึ้น เปลี่ยนแปลงรูปแบบของบรรจุภัณฑ์ (packaging) ให้ดึงดูดผู้บริโภค หรือใช้กลยุทธ์ราคา (pricing) มาเป็นเครื่องกระตุ้นการบริโภคสินค้าและบริการ หรือมีการออกสินค้าใหม่ มาทดแทนสินค้าเดิมที่มีอยู่เนื่องจากสินค้านั้นไม่เป็นที่ต้องการของตลาดแล้ว ซึ่งกลยุทธ์เหล่านี้ อาจทำให้ธุรกิจกลับฟื้นตัวขึ้นใหม่ (revival) และเข้าสู่ภาวะขยายตัว แล้วหมุนเวียนเข้าสู่ภาวะต่าง ๆ ของวัฏจักรธุรกิจอีกครั้งหนึ่ง อุตสาหกรรมแต่ละประเภทจะได้รับผลกระทบจากวงจรธุรกิจแตกต่างกันไป เช่น อุตสาหกรรมประเภทสินค้าบริโภคคงทน ซึ่งได้แก่ รถยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า เป็นต้น และมีปัจจัยที่สำคัญคือ รายได้ของประชาชน แต่อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมบางประเภทก็ไม่ได้รับผลกระทบจากวัฏจักรธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ เช่น อุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าเกี่ยวกับสิ่งจำเป็นในชีวิตประจำวัน ซึ่งได้แก่ อาหาร เครื่องดื่ม และยา เป็นต้น

2.2 วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรมผู้วิเคราะห์ควรเข้าใจถึงวงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมด้วย โดยการพิจารณาวงจรอุตสาหกรรมจะวิเคราะห์ปัจจัยต่อไปนี้

2.2.1 ประเภทของอุตสาหกรรมที่พิจารณา เช่น อุตสาหกรรมนั้นมีลักษณะผูกขาดหรือมีคู่แข่งในอุตสาหกรรมเป็นจำนวนมาก

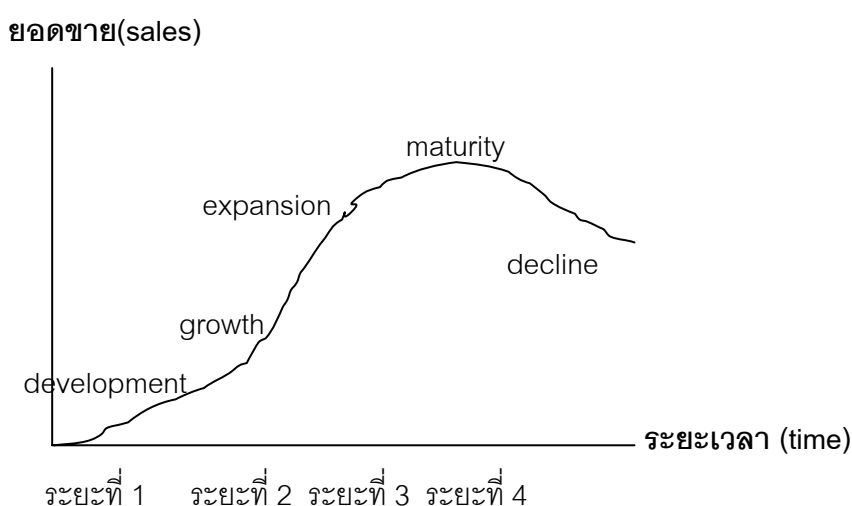
2.2.2 อุตสาหกรรมนั้น ๆ อยู่ภายใต้กฎหมายและระเบียบข้อบังคับใดของทางการ
กฎหมายและระเบียบข้อบังคับดังกล่าวเข้มงวดหรือไม่อย่างไร

2.2.3 อุตสาหกรรมนั้นต้องพึ่งพาการพัฒนาทางด้านเทคโนโลยีหรือไม่อย่างไร

2.2.4 ตัวแปรทางเศรษฐกิจใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมนั้น ๆ เช่น
ตัวแปรอุปสงค์มวลรวม อัตราดอกเบี้ย ภาวะการณแข่งขันจากต่างประเทศ เป็นต้น

การพิจารณาดังกล่าวทำให้ทราบถึงวงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม ซึ่งอาจ
จำแนกออกเป็น 4 ระยะดังนี้ (ภาพที่ 2.8) (Frank K. Reiley and Edgar A. Norton, 1999: pp. 426-427)

ภาพที่ 2.8
วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม



ที่มา: Eugene F. Brigham and Michael C. Ehrhardt, 2002

ระยะที่ 1 ระยะเริ่มพัฒนา (initial development stage) ระยะนี้เป็นระยะที่อุตสาหกรรมเพิ่งเริ่มก่อตั้ง ระดับความเสี่ยงมักสูง ถ้าเป็นบริษัทเล็กมีความจำเป็นต้องนำผลกำไรของบริษัทไปใช้ในการลงทุน บริษัทเหล่านี้จึงมักไม่จ่ายเงินปันผลหรือจ่ายเงินปันผลน้อยแก่ผู้ถือหุ้น ถ้าการดำเนินงานของบริษัทประสบความสำเร็จในตลาด อุปสงค์ของสินค้าของบริษัทนั้นก็จะเพิ่มขึ้น ทำให้ยอดขาย ผลกำไร และสินทรัพย์เพิ่มขึ้น หลังจากนั้นอุตสาหกรรมจะก้าวเข้าสู่ระยะที่ 2

ระยะที่ 2 ระยะเจริญเติบโต (growth) ในระยะนี้สินค้าเป็นที่ยอมรับในตลาดและผู้ลงทุนสามารถมองเห็นแนวโน้มของอุตสาหกรรมได้ชัดเจนขึ้น ยอดขายและผลกำไรจากทรัพย์สินจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูง แต่ผล

กำไรที่ได้รับจำนวนมากนั้นยังจำเป็นต้องนำไปลงทุนต่อเพื่อให้สามารถผลิตสินค้ามารองรับความต้องการของตลาดได้รวมทั้งเพื่อนำผลกำไรนั้นไปขยายกิจการและอุตสาหกรรมจะเข้าสู่ระยะที่ 3 ต่อไป

ระยะที่ 3 ระยะขยายตัว (expansion) ในระยะขยายตัวนี้อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายและผลกำไรยังเป็นไปในทางบวกแต่เป็นอัตราที่ชะลอลงจากระยะที่ 2 เนื่องจากมีคู่แข่งเข้ามาแย่งส่วนแบ่งในตลาดมากขึ้น อุตสาหกรรมที่อยู่ในระยะนี้ได้มีการขยายกิจการไปมากและมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้น

ระยะที่ 4 ระยะอิ่มตัวหรือเสื่อมถอย (maturity or decline) ระยะนี้อุปสงค์ในสินค้าลดน้อยถอยลงและบริษัทต่าง ๆ เริ่มออกจากอุตสาหกรรม ถ้าบริษัทในอุตสาหกรรมไม่สามารถปรับปรุงและพัฒนากลยุทธ์ทางการตลาดหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลงสินค้าและบริการให้สนองตอบต่อความต้องการของผู้บริโภคได้ อุตสาหกรรมนั้นก็อาจเข้าสู่ระยะเสื่อมถอยได้

2.3 โครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรม

ในการวิเคราะห์อุตสาหกรรม จำเป็นต้องพิจารณาโครงสร้าง ภาวะการแข่งขันของแต่ละอุตสาหกรรมว่ามีความแข็งแกร่งในการแข่งขันและศักยภาพการทำกำไร โดยมีปัจจัยที่พึงพิจารณา 5 ประการ ดังต่อไปนี้

2.3.1 การแข่งขันที่เป็นอยู่ (rivalry among existing competitors) ในการวิเคราะห์ว่าการแข่งขันในอุตสาหกรรมมีความรุนแรงและความคงอยู่ยาวนานเพียงใดต้องพิจารณาจำนวนของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมและขนาดของบริษัท หากบริษัทคู่แข่งมีขนาดใกล้เคียงกับบริษัทที่พิจารณา ย่อมสร้างความกดดันในการแข่งขันมากยิ่งขึ้น นอกจากนั้น ควรจะพิจารณาคู่แข่งในต่างประเทศทั้งในปัจจุบันและอนาคตด้วย โดยการวิเคราะห์อุตสาหกรรมในระดับตลาดโลก เนื่องจากในปัจจุบันการค้าและธุรกิจระหว่างประเทศได้มีการพัฒนาขยายตัวและเชื่อมโยงไปทั่วโลก จึงต้องพิจารณาบริษัทคู่แข่งต่างชาติที่อาจมีเงินทุนและความสามารถในการบริหารที่เข้มแข็งกว่าบริษัทในประเทศ

2.3.2 การคุกคามจากคู่แข่งใหม่ (threats of new entrants) ปัจจัยที่จะเป็นอุปสรรคต่อคู่แข่งใหม่ในการเข้าสู่อุตสาหกรรม ได้แก่ ช่องการทำกำไร ซึ่งก็คือราคาของสินค้าในปัจจุบันเปรียบเทียบกับต้นทุน ความต้องการใช้เงินทุน ช่องทางการจำหน่าย (distribution channel) ซึ่งถ้ามีความซับซ้อนและต้องใช้เวลาค่อนข้างมากในการจำแนกแจกจ่ายรวมทั้งต้องเสียค่าใช้จ่ายมาก ก็อาจทำให้ไม่คุ้มกับการที่จะเข้ามาในตลาดสินค้าประเภทนี้ นอกจากนั้น อาจมีนโยบายของรัฐบาลหรือกฎระเบียบของทางการที่จำกัดสิทธิหรือการให้ใบอนุญาตในการประกอบกิจการต่าง ๆ เป็นต้น เห็นได้ว่า หากอุตสาหกรรม

ปราศจากเครื่องกีดขวางเหล่านี้แล้ว คู่แข่งรายอื่น ๆ ย่อมสามารถเข้ามาแย่งส่วนแบ่งในตลาดได้ง่ายขึ้นและแบ่งปันผลกำไรจากอุตสาหกรรมนี้ไป

2.3.3 การคุกคามจากสินค้าที่ใช้ทดแทนกันได้ (threats of substitute products) อุตสาหกรรมที่มีสินค้าอื่นที่ใช้ทดแทนกันได้ ทำให้เกิดสภาพการแข่งขันมากขึ้นและมีการแบ่งปันส่วนแบ่งตลาดและผลกำไรกันมากขึ้น เนื่องจากผู้บริโภคสามารถบริโภคสินค้าอื่นที่ใช้ทดแทนกันได้และมีระดับราคาใกล้เคียงหรือต่ำกว่า ตัวอย่างเช่น อุตสาหกรรมอาหารซึ่งประกอบด้วยเนื้อสัตว์ต่างๆ ผู้บริโภคอาจหันไปบริโภคเนื้อไก่แทนเนื้อหมู โดยคำนึงถึงปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณา ซึ่งก็คือราคา เป็นต้น

2.3.4 อำนาจในการต่อรองของผู้ซื้อ (bargaining power of buyers) ผู้ซื้อที่มีส่วนในการกำหนดผลกำไรเนื่องจากการเลือกบริโภคสินค้าผู้ซื้อสามารถต่อรองราคาของสินค้าหรือเรียกร้องให้มีการพัฒนาคุณภาพของสินค้าให้ดีขึ้นได้ โดยจะนำไปต่อรองพิจารณาระหว่างคู่แข่งเพื่อให้ได้สินค้าและบริการที่มีคุณภาพดี และระดับราคาที่สมเหตุสมผล โดยลูกค้ารายใหญ่ย่อมมีอำนาจในการต่อรองสูงกว่าลูกค้ารายเล็กซึ่งซื้อสินค้าในปริมาณที่น้อยกว่า

2.3.5 อำนาจในการต่อรองของผู้ขาย (bargaining power of suppliers) ผู้ขายมีอำนาจต่อรองกับผู้บริโภคโดยผ่านการปรับราคาสินค้าหรือลดคุณภาพของสินค้าที่ผลิตลง หากในอุตสาหกรรมนั้นมีผู้ขายน้อยราย ความจำเป็นในการพึ่งพาผู้ขายมีมากขึ้น ทำให้ผู้ขายนั้นมีอำนาจในการต่อรองสูง

ปัจจัยทั้งหมดที่กล่าวมาข้างต้นสามารถใช้ประกอบในการพิจารณาโครงสร้างของการแข่งขันในแต่ละอุตสาหกรรม และสามารถพิจารณาศักยภาพในการทำกำไรในระยะยาวได้ ผู้วิเคราะห์ควรวิเคราะห์ปัจจัยเหล่านี้ในทุกอุตสาหกรรม เพื่อช่วยในการเลือกอุตสาหกรรมที่สนใจลงทุนต่อไป

2.4 ปัจจัยทางอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่ต้องพิจารณา

นอกจากปัจจัยหลักดังที่ได้กล่าวมาแล้ว ผู้วิเคราะห์ควรพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ เกี่ยวกับตัวอุตสาหกรรมด้วย เพื่อให้การวิเคราะห์มีความครอบคลุมได้ดียิ่งขึ้น ปัจจัยเหล่านี้ประกอบด้วย

2.4.1 โครงสร้างของอุตสาหกรรม ได้แก่ การวิเคราะห์ว่าอุตสาหกรรมนั้นมีโครงสร้างแบบผูกขาด กึ่งผูกขาด หรือแข่งขันอย่างสมบูรณ์ ลักษณะโครงสร้างของอุตสาหกรรมจะมีความสำคัญในการวิเคราะห์โครงสร้างราคาและความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อราคาของสินค้า

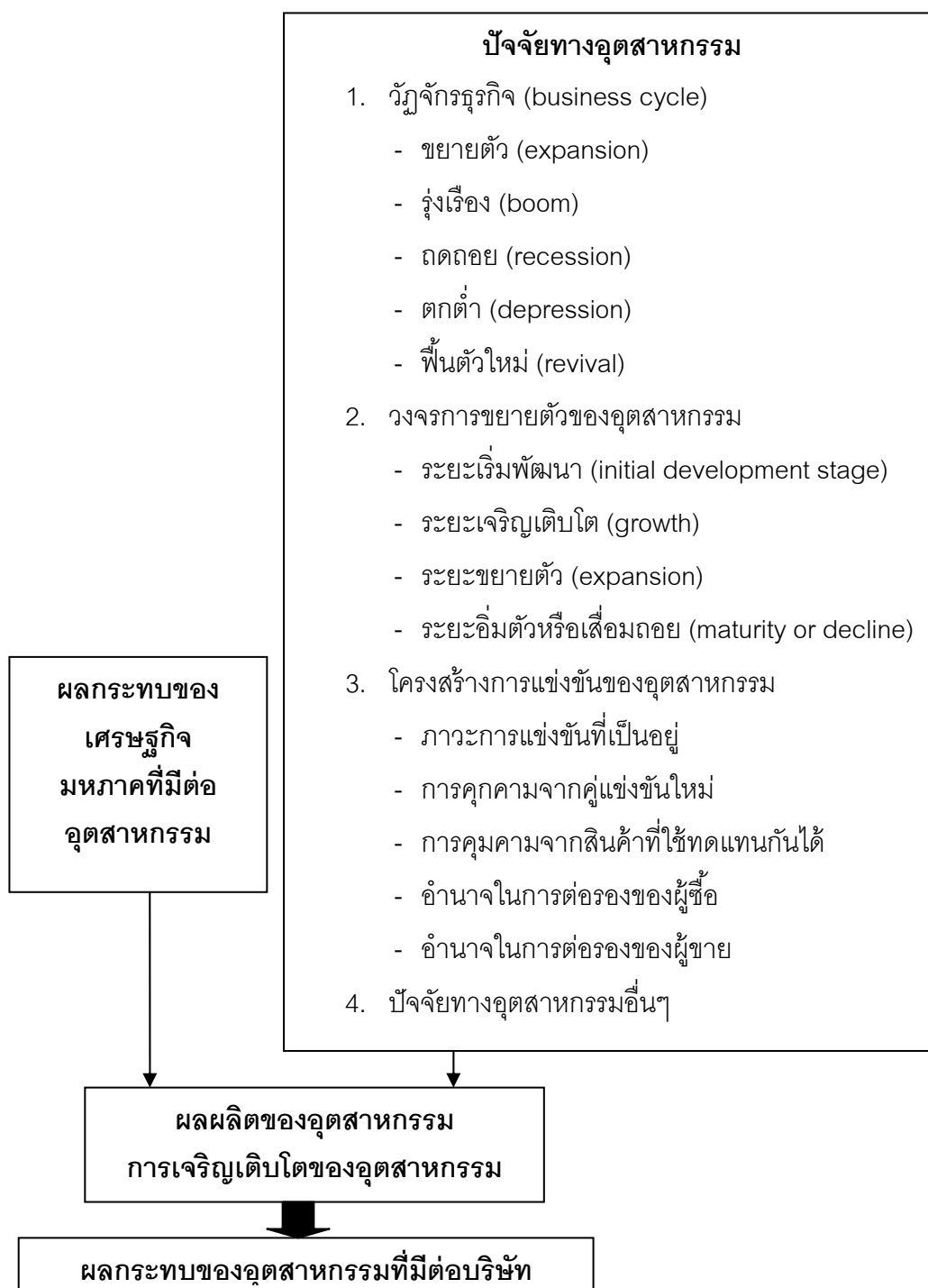
2.4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอุปสงค์และอุปทาน อุปสงค์และอุปทานจะมีผลกระทบต่อราคาคุณภาพของอุตสาหกรรมนั้น ๆ และมีผลกระทบต่อความสามารถในการผลิตสินค้าที่มีคุณภาพในระดับราคาที่น่าพอใจ

2.4.3 ตัวแปรทางด้านต้นทุน โดยทั่วไปต้นทุนของสินค้าได้รับผลกระทบจากปัจจัยหลายประการ อาทิ วัตถุดิบที่มีอยู่ ค่าแรง เป็นต้น

2.4.4 กฎระเบียบข้อบังคับของรัฐบาล ผู้วิเคราะห์จำเป็นต้องพิจารณากฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมนั้น ๆ เพื่อให้ทราบบรรทัดฐานที่รัฐบาลกำหนดไว้ การเปลี่ยนแปลงหรือการออกกฎหมายใหม่อาจทำให้อุตสาหกรรมบางประเภทสูญเสียสภาพการแข่งขันที่เปลี่ยนแปลงได้

จากที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปกระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน การวิเคราะห์อุตสาหกรรมได้ดังภาพที่ 2.9

ภาพที่ 2.9
กระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน
การวิเคราะห์อุตสาหกรรม



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552

3. การวิเคราะห์บริษัท (company analysis)

3.1 การพิจารณาประเภทของบริษัทและหลักทรัพย์

การวิเคราะห์บริษัทในขั้นแรกจะต้องทำความเข้าใจเกี่ยวกับประเภทของบริษัท และประเภทของหลักทรัพย์ ทั้งนี้หลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ ไม่จำเป็นต้องจัดอยู่ในประเภทเดียวกับ บริษัทที่ออกหลักทรัพย์นั้น เนื่องจากการพิจารณาประเภทของหลักทรัพย์นั้น นอกจากพิจารณาความสามารถในการทำกำไรของบริษัทแล้ว ยังต้องพิจารณาลักษณะความเคลื่อนไหวของราคาว่ามีลักษณะเป็นอย่างไรด้วย เช่นหลักทรัพย์หรือหุ้นที่ออกโดยบริษัทที่เติบโตเร็ว (growth company) อาจจะไม่เป็นหลักทรัพย์ประเภทหุ้นที่เติบโตเร็ว (growth stock) ในตลาดหุ้นก็ได้ เป็นต้น (Frank K. Reiley and Edgar A. Norton, 1999: pp. 441-443)

3.1.1 บริษัทที่เติบโตเร็ว (growth company) และหุ้นของบริษัทที่เติบโตเร็ว (growth Stock)

บริษัทที่เติบโตเร็วเป็นบริษัทที่มียอดขายและผลกำไรในอดีตที่ผ่านมาสูงกว่ามาตรฐานในอุตสาหกรรมเดียวกัน บริษัทประเภทนี้จะมีความสามารถในการบริหาร และยังมีความเป็นไปได้ที่จะลงทุนในโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าที่คาดไว้ ทำให้ยอดขายและผลกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่ามาตรฐานและยังมากกว่าของบริษัทอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน หุ้นของบริษัทประเภทนี้จึงเป็นหุ้นของบริษัทที่กำลังเจริญก้าวหน้าและมีผลประกอบการดี และมีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นสัดส่วนที่น้อย เนื่องจากบริษัทมักนำเอากำไรสะสมไว้เป็นเงินทุนสำหรับใช้ในการขยายกิจการ เงินปันผลตอบแทน (dividend yield) จึงมีระดับที่ต่ำ แต่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดมักปรับตัวสูงขึ้นอย่างสม่ำเสมอ

3.1.2 บริษัทที่มีผลประกอบการที่มีเสถียรภาพ (defensive company) และหุ้นของบริษัทที่มีผลประกอบการที่มีเสถียรภาพ (defensive stock)

บริษัทที่มีผลประกอบการที่มีเสถียรภาพ คือ บริษัทที่มีผลกำไรที่มีเสถียรภาพแม้ว่าในอนาคตสภาพเศรษฐกิจโดยทั่วไปจะตกต่ำก็ตาม ได้แก่ กิจการสาธารณูปโภค บริษัทที่ผลิตและจำหน่ายสินค้าที่จำเป็นแก่การครองชีพ เป็นต้น หุ้นของบริษัทประเภทนี้เป็นหุ้นของบริษัทที่มีผลการประกอบการและจ่ายเงินปันผลในช่วงที่เศรษฐกิจที่ซบเซาได้ดีกว่าหลักทรัพย์อื่นโดยรวม เมื่อมีการคาดการณ์ว่าภาวะเศรษฐกิจจะเป็นไปในทางลบ ผู้ลงทุนควรสนใจลงทุนในหุ้นประเภทนี้ เนื่องจากลักษณะของหุ้นประเภทนี้ค่อนข้างมีการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่มากนัก เมื่อภาวะเศรษฐกิจไม่แน่นอนหรือตกต่ำ หลักทรัพย์ที่จัดอยู่ในประเภทนี้ได้แก่ หุ้นกิจการสาธารณูปโภค เนื่องจากหลักทรัพย์เหล่านี้มีการเคลื่อนไหวของราคาอย่างช้า ๆ แต่มีแนวโน้มสูงขึ้นตลอดเวลา ซึ่งลักษณะนี้เกิดขึ้นรวมทั้งในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจรุ่งเรือง ลักษณะอีกประการหนึ่งของหลักทรัพย์ประเภทนี้ คือ หลักทรัพย์นี้จะมี

ความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ราคาหลักทรัพย์นี้จะลดลง ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราดอกเบี้ยทั่วไปลดลง หลักทรัพย์ประเภทนี้ก็จะมีความสูงขึ้น

3.1.3 บริษัทที่ผลประกอบการจะเป็นไปตามวงจรของธุรกิจ (cyclical company) และหุ้นของบริษัทที่ผลประกอบการจะเป็นไปตามวงจรของธุรกิจ (cyclical stock)

ผลกำไรของยอดขายของบริษัทประเภทนี้เป็นไปตามวงจรของธุรกิจและได้รับผลกระทบโดยตรงจากวัฏจักรธุรกิจ กล่าวคือ ยอดขายและกำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้นมากเมื่อเศรษฐกิจขยายตัว และจะลดลงมากเมื่อเศรษฐกิจหดตัว หุ้นของบริษัทประเภทนี้เป็นหุ้นที่มีลักษณะตรงข้ามกับหุ้นของบริษัทที่มีผลประกอบการที่มีเสถียรภาพ คือ เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีกำไรเปลี่ยนแปลงตามวงจรของธุรกิจ เมื่อภาวะเศรษฐกิจดีขึ้น ผลประกอบการของธุรกิจจะดีขึ้น และมีการเจริญเติบโต ราคาของหลักทรัพย์จะสูงขึ้นตาม ในทางตรงกันข้าม เมื่อภาวะเศรษฐกิจซบเซา ผลประกอบการของธุรกิจจะลดลงอย่างมาก หุ้นของบริษัทประเภทนี้ ได้แก่ หุ้นของอุตสาหกรรมประเภทวัสดุก่อสร้าง ยานพาหนะและอุปกรณ์วัสดุ ยานพาหนะและอุปกรณ์วัสดุ ยานพาหนะและอุปกรณ์วัสดุก่อสร้าง รวมทั้งอุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าฟุ่มเฟือย

3.1.4 บริษัทเก็งกำไร (speculative company) หลักทรัพย์เก็งกำไร (speculative stock)

บริษัทเก็งกำไร คือ บริษัทที่ได้รับผลตอบแทนสูงในขณะที่มีระดับความเสี่ยงที่สูง บริษัทที่จัดอยู่ในประเภทนี้ ได้แก่ บริษัทที่ริเริ่มคิดค้นสิ่งใหม่ ๆ ที่ค่อนข้างใช้ความเสี่ยงสูง เช่น การขุดเจาะน้ำมัน เหมืองแร่ เป็นต้น หลักทรัพย์เก็งกำไรหรือหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงเป็นหลักทรัพย์ที่ดึงดูดผู้ลงทุนที่ต้องการเก็งกำไรได้เป็นอย่างดี ไม่มีความมั่นคงถาวร และมีการปรับตัวขึ้นลงอย่างรวดเร็วตามอุปสงค์ และอุปทานของตลาด ดังนั้น จึงมีอัตราความเสี่ยงสูงมาก

3.2 ลักษณะของการวิเคราะห์บริษัท

การวิเคราะห์บริษัทแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ คือ การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ

3.2.1 การวิเคราะห์ธุรกิจคุณภาพ (qualitative analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้แก่ อัตราการขยายตัวในอดีต และเมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่ง ส่วนแบ่งตลาด โครงสร้างเงินทุน โครงการขยายโรงงานในอนาคต การขยายช่องทางการจำหน่ายสินค้าที่ได้เตรียมการไว้ และความสัมพันธ์ระหว่างบุคลากรในบริษัท เป็นต้น

3.2.2 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) เป็นการวิเคราะห์จากงบการเงินของธุรกิจที่ผ่านมาและในปัจจุบันเป็นสำคัญ เพื่อนำมากำหนดตัวแปรต่าง ๆ อาทิ กำไรและเงินปันผลในอนาคต ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต เป็นต้น ซึ่งประเด็นหลักของการวิเคราะห์ได้แก่ การวิเคราะห์งบการเงิน การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินราคาหลักทรัพย์ การวิเคราะห์โดยใช้งบการเงินของบริษัทเป็นประโยชน์แก่ผู้ใช้ก็ต่อเมื่อผู้วิเคราะห์ได้เข้าใจถึงลักษณะโครงสร้าง และข้อจำกัดในการใช้งบการเงินนั้น ๆ นอกจากนี้ ผู้ใช้ควรสามารถตีความผลลัพธ์ที่ได้จากการคำนวณด้วย การวิเคราะห์บริษัทเชิงปริมาณจึงเป็นเครื่องชี้ว่า อนาคตของธุรกิจนั้นควรเป็นไปในลักษณะใด โดยผู้วิเคราะห์นำเขาข้อมูลต่าง ๆ ในงบการเงินมาคำนวณหาสัดส่วน และอัตราส่วนเปรียบเทียบกันในแต่ละช่วงเวลา และเปรียบเทียบกับธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แล้วตีความเพื่อหาคำตอบต่าง ๆ ที่ต้องการ อาทิ สาเหตุที่ธุรกิจต้องใช้เงินทุนเพิ่ม แหล่งที่มาของเงินทุนเป็นอย่างไร แหล่งใช้ไปของเงินทุนเป็นไปในทางใดบ้าง ความสามารถในการชำระหนี้ เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น สามารถสรุปกระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน การวิเคราะห์บริษัทได้ดังภาพที่ 2.10

ภาพที่ 2.10
กระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน
การวิเคราะห์บริษัท



ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ

ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่สร้างขึ้นในรูปคณิตศาสตร์ พร้อมกับนำวิธีทางสถิติมาเป็นเครื่องมือสำหรับวัดและหาความสัมพันธ์ของตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ พร้อมกับทดสอบความสมเหตุสมผลของทฤษฎีนั้นว่าสอดคล้องหรือสามารถอธิบายสภาพของความเป็นจริงได้มากน้อยเพียงใด การนำคณิตศาสตร์กับสถิติมาใช้ในการวิเคราะห์ทางเศรษฐศาสตร์ เรียกว่า “เศรษฐมิติ” (Econometrics) (สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2552)

วัตถุประสงค์ที่สำคัญของเศรษฐมิติ อาจแบ่งแยกได้เป็น 3 ประการคือ

1. วัดค่าความสัมพันธ์ในเชิงตัวเลขของตัวแปรทางเศรษฐกิจ
2. ทดสอบความสมเหตุสมผลของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์
3. เพื่อนำผลการวิเคราะห์ไปประเมินและพยากรณ์เกี่ยวกับมาตรการทางเศรษฐศาสตร์ และตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์

ในทางเศรษฐมิติมีการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ เรียกว่า การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (correlation analysis) และการศึกษาเพื่อพยากรณ์ตัวแปรตามโดยเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระ เรียกว่า การวิเคราะห์การถดถอย (regression analysis) ซึ่งมีทั้งการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย (simple regression analysis) ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ 1 ตัว กับตัวแปรตาม และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงซ้อน (multiple regression analysis) ที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว กับตัวแปรตาม

การวิจัยทางเศรษฐมิติแบ่งขั้นตอนใหญ่ ได้ 5 ขั้นตอนคือ (สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์, 2552)

1. กำหนดรูปแบบ (model specification) คือ การจำลองเรื่องที่จะศึกษาให้อยู่ในรูปแบบทางคณิตศาสตร์ เพื่อเป็นพื้นฐานในการวัดหาความสัมพันธ์ในเชิงตัวเลข และเพื่อดำเนินการต่อไปให้บรรลุวัตถุประสงค์ของเศรษฐมิติ ขั้นตอนนี้อาจเรียกได้ว่าเป็นขั้นการกำหนดสมมติฐาน (maintained hypothesis) เพราะจากูปแบบที่กำหนดขึ้นหมายถึง การที่คิดว่าตัวแปรไหนขึ้นอยู่กับตัวแปรใด ๆ บ้าง และแต่ละตัวแปรมีทิศทางความสัมพันธ์ในลักษณะใด

โดยการกำหนดรูปแบบจะต้องทำให้อยู่ในรูปของแบบจำลองทางเศรษฐมิติ (econometric models) ซึ่งแบบจำลองทางเศรษฐมิติสามารถแบ่งเป็น 3 ประเภทหลักได้ดังนี้

- 1.1 แบบจำลองการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย (simple regression models) เป็นตัวแบบที่ประกอบไปด้วย 1 สมการ 1 ตัวแปรตาม และ 1 ตัวแปรอิสระ

1.2 แบบจำลองการวิเคราะห์การถดถอยเชิงซ้อน (multiple regression models) เป็นตัวแบบที่ประกอบไปด้วย 1 สมการ 1 ตัวแปรตาม และตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวขึ้นไป

1.3 แบบจำลองการวิเคราะห์สมการต่อเนื่อง (simultaneous equation models) เป็นตัวแบบที่ประกอบด้วยจำนวนสมการที่มีมากกว่า 1 สมการขึ้นไป และประกอบด้วยตัวแปรตามและตัวแปรอิสระหลาย ๆ ตัว โดยที่สมการที่ปรากฏในตัวแบบมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน

ในการตัดสินใจเลือกรูปแบบของแบบจำลองนักเศรษฐมิติจะต้องตัดสินใจว่าเรื่องที่ศึกษาสามารถอธิบายได้เพียงสมการเดียว หรือต้องสร้างระบบสมการขึ้นอธิบาย เช่น ถ้าความสัมพันธ์ของเรื่องที่ศึกษายิ่งมาก การอธิบายเพียงสมการเดียวอาจจะได้ผลที่ไม่น่าพอใจทั้งทางทฤษฎีและทางสถิติ

ในการเลือกตัวแปรตาม (dependent variables) และตัวแปรอิสระ (independent variables) ต้องมีความสัมพันธ์ในเชิงเป็นเหตุเป็นผล (casual relationship) ซึ่งหมายความว่า ตัวแปรตามต้องมีความสัมพันธ์ในเชิงเหตุและผลกับตัวแปรอิสระ ไม่ใช่มีความสัมพันธ์ในเชิงสถิติอย่างเดียว นอกจากนี้ การกำหนดจำนวนและชนิดของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระจะต้องอาศัยความรู้ทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ที่เกี่ยวข้องกับรูปแบบที่สร้างขึ้น พร้อมทั้งอาศัยความรู้ทางด้านอื่น ๆ มาเป็นเครื่องช่วย เช่น อาศัยความรู้จากประสบการณ์ การสังเกตจากข้อเท็จจริง รวมทั้งมีการศึกษาผลงานที่เกี่ยวข้องที่มีผู้ได้ทำการวิจัยไว้แล้ว เพื่อช่วยให้การกำหนดรูปแบบให้มีความสมบูรณ์มากที่สุด

2. การเก็บข้อมูล (data collecting) เป็นการรวบรวมข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีตของตัวแปรทุกตัวที่กำหนดไว้ในตัวแบบแล้วนำมาคำนวณหาความสัมพันธ์ ประเภทของข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณมีหลายชนิด เช่น

2.1 ข้อมูลอนุกรมเวลา (time-series data) เป็นข้อมูลที่เก็บจากช่วงหนึ่งไปยังช่วงเวลาต่อไป โดยไม่คำนึงถึงหน่วยพฤติกรรม (ผู้บริโภคหรือผู้ผลิต) ตัวอย่างเช่น ข้อมูลรายได้ประชาชาติที่เก็บจากช่วง พ.ศ. 2510-2530

2.2 ข้อมูลภาคตัดขวาง (cross-section data) เป็นข้อมูลของตัวแปรที่เก็บขึ้นโดยคำนึงถึงหน่วยพฤติกรรมในช่วงเวลาที่กำหนดตัวอย่างเช่น การใช้จ่ายในการซื้อสินค้าของครัวเรือนในรอบ 1 ปี

2.3 ข้อมูลทางวิศวกรรม (engineering data) เป็นข้อมูลที่จำเป็นในการคำนวณสมการเทคนิคต่าง ๆ เช่น สมการการผลิต ข้อมูลเหล่านี้ต้องไปสืบถามจากผู้ผลิต

2.4 ข้อมูลที่สร้างขึ้นโดยนักเศรษฐมิติ (dummy Variable) ใช้ในกรณีปัจจัยที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตามไม่สามารถวัดออกเป็นตัวเลขได้ ทั้งนี้เพราะปัจจัยเหล่านี้อยู่ในรูปเชิงคุณภาพ (qualitative variable) เช่น อาชีพ ศาสนา เพศ ปัจจัยเหล่านี้กระทำได้โดยการสร้างตัวแปรแทนซึ่งเรียกว่า “ตัวแปรหุ่น” (dummy variables)

โดยประเภทของข้อมูลทั้งหมดที่จะนำมาใช้อาจจะเป็นข้อมูลปฐมภูมิ (primary data) หรือข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) ก็ได้

3. การคำนวณตัวแบบ (estimation of the model) เป็นการคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกถึงลักษณะความสัมพันธ์ของตัวแปรที่สนใจศึกษา ในการคำนวณนั้นจะต้องเลือกวิธีการคำนวณที่เหมาะสม เพื่อที่จะได้ค่าคำนวณที่มีคุณสมบัติที่พึงปรารถนา กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับตัวแปรตาม (linear OLS estimator) ค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเป็นตัวประมาณค่าที่ไม่มีความเอนเอียง (unbiased OLS estimator) และความแปรปรวนของค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยมีค่าต่ำที่สุด (best OLS estimator) (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: pp. 103-104)

ขั้นตอนของการคำนวณมีวิธีการดังนี้

3.1 ตรวจสอบเงื่อนไขทางเศรษฐมิติบางประการ

3.1.1 ตรวจสอบเงื่อนไข (identification) คือ การตรวจสอบว่าฟังก์ชันที่คำนวณได้เป็นฟังก์ชันที่ต้องการที่แท้จริง

3.1.2 ตรวจสอบปัญหาเรื่องสภาพที่กลุ่มของตัวแปรอิสระในสมการมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน (multicollinearity) ในกรณีที่ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าที่สูง (high multicollinearity) จะส่งผลทำให้ตัวคำนวณที่ได้มีค่าเบี่ยงเบนไปจากค่าที่แท้จริง โดยปัญหาเรื่อง multicollinearity มิใช่เป็นเรื่องเกี่ยวกับว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ แต่เป็นเรื่องของระดับ (degree) ของความสัมพันธ์ ซึ่งถ้าขนาดความสัมพันธ์มีค่าน้อย ๆ ก็ยังถือว่าตัวคำนวณจะไม่เบี่ยงเบนไปจากค่าที่แท้จริงมากนัก

3.2 เลือกวิธีการคำนวณทางเศรษฐมิติที่เหมาะสมกับรูปแบบ โดยวิธีการคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ (parameters) ของตัวแบบ แบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม

3.2.1 วิธีสมการเดียว (single - equation techniques) วิธีนี้เป็นวิธีการคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์กรณีที่ใช้กับสมการที่ละสมการ ยกตัวอย่างเช่น วิธีวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least squares) วิธีการกำลังสองน้อยที่สุดทางอ้อม (indirect least squares) วิธีการกำลังสองน้อยที่สุด 2 ขั้น (two-stage least squares) และวิธีที่น่าจะเป็นสูงสุดแบบจำกัดข้อมูล (limited information likelihood)

3.2.2 วิธีสมการต่อเนื่อง (simultaneous-equation techniques) วิธีนี้คำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์พร้อมกันทั้งระบบสมการวิธีที่สำคัญคือ วิธีกำลังสองน้อยที่สุด 3 ขั้น (three-stage least squares) และวิธีที่น่าจะเป็นสูงสุดแบบข้อมูลสมบูรณ์ (full information likelihood)

การตัดสินใจจะเลือกวิธีใดขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ อาทิเช่น ลักษณะของเรื่องที่ศึกษาว่าเป็นสมการเดียวหรือเป็นระบบสมการ วิธีแต่ละวิธีจะให้คุณสมบัติของตัวคำนวณที่ต่างกัน ดังนั้น จึงควรเลือกวิธีการคำนวณที่ให้คุณสมบัติที่พึงปรารถนาเฉพาะเรื่อง เช่น ตัวแบบที่สร้างขึ้น

เพื่อใช้ในการทำนายย่อมต้องมีคุณสมบัติความแปรปรวนน้อยสุด (least variance) มากกว่าตัวประมาณค่าที่ไม่เอนเอียง (unbiased) เป็นต้น

3.3 โปรแกรมคอมพิวเตอร์สำหรับการคำนวณ ปัจจุบันมีโปรแกรมคอมพิวเตอร์ที่ช่วยในการคำนวณเป็นจำนวนมาก เช่น SPSS SAS TSP หรือ E-Views เป็นต้น

4. ประเมินผลตัวแบบ (evaluation of estimated model) หลังจากการคำนวณตัวแบบเสร็จแล้ว ขั้นตอนต่อไปของเศรษฐมิติก็คือ การประเมินผลของการคำนวณเพื่อที่จะกำหนดถึงความน่าเชื่อถือ และระดับความพึงพอใจของตัวแบบที่คำนวณได้

5. การนำไปประยุกต์ใช้ (applications) การประเมินผลตัวแบบตามขั้นตอนที่ 4 นั้น ถ้าผลการประเมินปรากฏว่ามีความพอใจกับตัวแบบที่คำนวณได้ ก็จะนำตัวแบบนั้นไปใช้ประโยชน์ต่อไปตามวัตถุประสงค์โดยอาจนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนหรือการวางแผนทางธุรกิจ หรือวัดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงซ้อนในที่นี้สามารถแสดงในรูปสมการได้ดังนี้ (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: p. 135)

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + u_i$$

โดยที่

Y	คือ ตัวแปรตาม (dependent variable)
$X_1, X_2, \dots, X_k$	คือ ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรอธิบาย (independent variable)
$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอย จำนวน $k+1$ ตัว
u	คือ ตัวคลาดเคลื่อน (error term)
i	คือ ลำดับที่ของค่าสังเกต

ข้อสมมติเบื้องต้นของแบบจำลองถดถอยเชิงซ้อน (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: pp. 101-104)

1) ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระรวมถึงตัวคลาดเคลื่อนจะต้องเป็นแบบเส้นตรง

2) ตัวแปรอิสระทุกตัวไม่ใช่ตัวแปรเชิงสุ่มและกำหนดค่าได้ (nonstochastic) นั่นคือ ตัวแปร x จะต้องเป็นตัวแปรที่ทราบค่าแน่ชัด ขณะที่ตัวแปร Y จะต้องเป็นตัวแปรที่เกิดขึ้นอย่างสุ่ม และความคลาดเคลื่อน หรือ u จะต้องมีการกระจายแบบปกติ มีความเป็นอิสระต่อกัน มีค่าเฉลี่ยเป็นศูนย์ และมีความแปรปรวนคงที่

3) ไม่ควรมีปัญหา multicollinearity โดยตัวแปร x ที่อยู่ในแบบจำลองแต่ละตัวไม่ควรที่จะมีความสัมพันธ์กันเองในเชิงเส้นตรง นั่นคือ เมื่อค่าของ x_i มีการเปลี่ยนแปลงแล้วส่งผลต่อค่าของตัว Y แต่ไม่ควรส่งผลกระทบไปยังตัวแปร x อื่นๆ ที่เหลือในสมการ เพราะสภาพที่กลุ่มของตัวแปรอิสระในสมการมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ในกรณีที่ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าสูง (high multicollinearity) จะทำให้ตัวคำนวณที่ได้มีค่าเบี่ยงเบนไปจากค่าที่แท้จริง โดยจะสามารถแก้ไขปัญหานี้ได้ด้วยการตัดตัวแปรเก่าทิ้ง หรืออาจทำการเปลี่ยนแปลงข้อมูล ฯลฯ (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: pp. 311-336)

4) ไม่ควรมีปัญหาของ heteroskedasticity โดยที่ heteroskedasticity เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจากความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนที่ได้จากสมการประมาณค่ามีค่าไม่คงที่ ($\text{Var}(u) \neq \sigma^2$) โดยอาจเกิดขึ้นได้เองหรือเกิดจากการกำหนดรูปแบบหรือโครงสร้างของตัวแบบในสมการถดถอยไม่ถูกต้อง ผลของปัญหา heteroskedasticity จะส่งผลให้ตัวประมาณค่าไม่มีคุณสมบัติความมีประสิทธิภาพ ค่า F-statistic และค่า t-ratio ขาดความน่าเชื่อถือ และค่าพยากรณ์ของ Y จะไม่มีประสิทธิภาพหรือมีค่าความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์สูง โดยสามารถแก้ไขปัญหานี้ได้ด้วยการเพิ่มตัวแปรใหม่ ตัดตัวแปรเก่าทิ้ง หรือเปลี่ยนแปลงข้อมูล ฯลฯ (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: pp. 341-369)

5) ไม่ควรมีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวรบกวน (autocorrelation) โดย autocorrelation คือ ปัญหาที่เกิดขึ้นจากตัวรบกวน (disturbance term) ในแต่ละช่วงเวลามีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้อาจจะเป็นไปในทิศทางบวกหรือลบก็ได้ ถ้าเป็นกรณีแรกเรียกว่า “positive autocorrelation” แต่ถ้าเป็นกรณีหลังเรียกว่า “negative autocorrelation” ผลของปัญหา autocorrelation ซึ่งจะส่งผลให้ตัวประมาณค่าของพารามิเตอร์ไม่มีคุณสมบัติเป็น efficiency นั่นคือ ค่าพยากรณ์ของตัวแบบที่คำนวณได้จะไม่มีประสิทธิภาพหรือมีค่าความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์สูง โดยสามารถแก้ไขปัญหานี้ได้ด้วยการเพิ่มตัวแปรใหม่ ตัดตัวแปรเก่าทิ้ง หรือเปลี่ยนแปลงข้อมูล ฯลฯ (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: pp. 377-397)

6) ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กับตัวคลาดเคลื่อน

7) จำนวนตัวอย่าง n จะต้องมีความมากกว่าจำนวนค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่ต้องการประมาณค่าบวกด้วยหนึ่งเสมอ ($n > k+1$) (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: p. 104)

การทดสอบสมมติฐานโดยรวม

สมมติฐานหลัก:

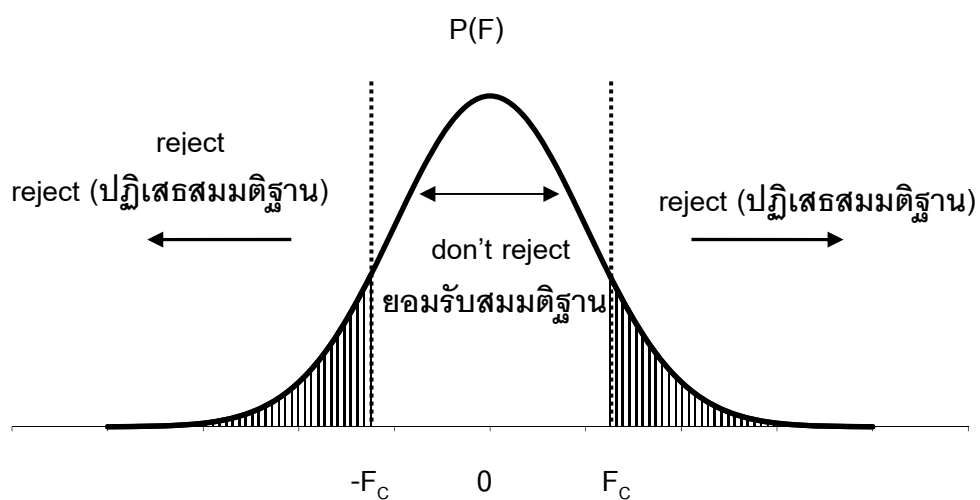
$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_k = 0$$

สมมติฐานรอง:

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0$$

ภาพที่ 2.11

การทดสอบสมมติฐานแบบ 2 หาง (two-tailed test)



ที่มา: Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: p. 70

โดยจะปฏิเสธสมมติฐานหลัก ถ้าพิจารณาแล้วพบว่า

- 1) $F_{cal} > F_c$ หรือ $P\text{-value} < \alpha$
- 2) $[P\text{-value} = \text{Prob}[F(n-k)] > \text{observed } F_k]$

สมการพยากรณ์ตัวแปรตาม (Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter, 1999: p. 184)

$$\hat{Y}_0 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \cdots + \beta_k X_k$$

โดยที่

$\hat{Y}$	คือ ค่าพยากรณ์ของตัวแปรตาม (dependent variable)
$X_1, X_2, \dots, X_k$	คือ ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรอธิบาย (independent variable)
$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$	คือ ค่าพยากรณ์ของสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยจำนวน k+1 ตัว
u	คือ ตัวคลาดเคลื่อน (error term)
i	คือ ลำดับที่ของค่าสังเกต

วรรณกรรมปริทัศน์

ศิริลักษณ์ อารักษ์กุล (2551) ได้ทำการศึกษาเรื่อง “การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย (property fund)” โดยคัดเลือกศึกษากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม 8 แห่ง มีทั้งหมด 13 กองทุน ซึ่งใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ. 2550 โดยใช้วิธีวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางสถิติแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

ผลการศึกษาพบว่า การศึกษาปัจจัยทางมหภาคที่มีผลกระทบกับผลตอบแทน เป็นไปในทิศทางเดียวกับสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยอัตราการเปลี่ยนแปลงของ GDP อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาทเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (private investment index) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ส่วนอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารเฉลี่ย 1 ปี อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบโลก อัตราเงินเฟ้อ อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำแท่งในตลาดโลกมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวม โดยการวิจัยได้สมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค ดังนี้ $R_p = 0.7572 + 0.125999GDP(-6) - 0.032663FIX12(-3) + 0.183663FX - 9.285872OIL(-2) + 0.144522SET(-3) - 1.196571INF(-3) + 88.16233PII(-2) - 0.112614BOND10(-2) - 0.192831GOLD$ สมการที่

คำนวณได้นั้นมีค่า R-Squared เท่ากับ 0.923 ซึ่งถือว่า สมการดังกล่าวสามารถอธิบายถึงผลการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้

ณัฐ สรรพชัยพงษ์ (2551) ศึกษาเรื่อง “ปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย” โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยจำนวน 15 กองทุน

ผลการศึกษา พบว่า ระดับผลตอบแทนรายปีทบต้นของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย มีตั้งแต่ติดลบไปจนถึงระดับสูงกว่า 10% ส่วนใหญ่ความผันผวนของผลตอบแทนจะน้อยกว่าหุ้นสามัญราว 50% เมื่อนำค่าผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของทุกกองทุนมาเฉลี่ยเข้าด้วยกันพบว่า ค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่า 0.3966 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของดัชนี SET TRI (Total Return Index) ในช่วงเดียวกันถึง 0.5847 เท่า อีกทั้งยังพบว่า รูปแบบการถือครองสินทรัพย์ส่งผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แต่ระดับการระดมทุนเริ่มแรก ระดับจำนวนผู้ลงทุน ณ วันจดทะเบียน อัตรากำไรสุทธิ (net profit margin) อัตราการหมุนเวียนสินทรัพย์ (asset turnover) และอัตราผลตอบแทนจากทรัพย์สิน (return on asset) ส่งผลต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างไม่มีนัยสำคัญ

พิชญา แซ่เอ็ง (2550) ศึกษาเรื่อง “ปัจจัยกำหนดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1)” โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิรายเดือน ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ. 2546 ถึงเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2548 จากหน่วยงานต่าง ๆ มาหาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับปัจจัยต่าง ๆ และทำการวิเคราะห์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน (multiple linear regressions) ในรูปแบบลอการิทึม (double-log function)

ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) มูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมตราสารทุน (NAVEPF) และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (R) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 97 และ 99 ตามลำดับ และได้สมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม ดังนี้ $\text{LOG(NAVEPF)} = 97.635 - 15.192\text{LOG(CPI)} - 1.652\text{LOG(NAVEQF)} + 2.267\text{LOG(R)}$ โดยสมการที่คำนวณได้มีค่า R-Squared เท่ากับ 0.875 ซึ่งถือว่าสมการดังกล่าวสามารถอธิบายถึงผลการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้

นัยนา ไพลินชัยอารี (2546) ศึกษาเรื่อง “การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย กรณีศึกษา: กองทุนรวมตราสารหนี้ ช่วงปี พ.ศ. 2543-2545” โดยเปรียบเทียบกองทุนรวมในด้านอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง ตลอดจนผลการดำเนินงานของแต่ละกองทุน

เกิดขึ้นโดยการใช้วิธีมาตรวัดที่แตกต่างกันนั้นให้ผลที่แตกต่างกันหรือไม่ และประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในอดีต โดยศึกษาข้อมูลจาก มกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2545

ผลการศึกษา พบว่า กองทุนเปิดส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสะสมทรัพย์ แต่ไม่มีกองทุนใดที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าอัตราผลตอบแทนจากดัชนีตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาล กองทุนเปิดที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด คือ กองทุนเปิดธีรสมบัติ

ศิริพร พรไชยะ (2543) ศึกษาเรื่อง “การประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย กรณีศึกษา: กองทุนตราสารทุน ช่วงปี 2539-2542” เพื่อประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมประเภท กองทุนตราสารทุน (equity funds) โดยใช้ข้อมูลในช่วงเดือนมกราคม 2539 ถึงเดือนมิถุนายน 2542 ประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนรวมจากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในอดีตเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ ด้วยแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

ผลการศึกษาพบว่า ในแง่ผลตอบแทนพิจารณาจากค่าแอลฟา ซึ่งเป็นค่าที่แสดงผลตอบแทนผิดปกติ (abnormal return) ของกองทุน พบว่าทุกกองทุนที่ศึกษา ยกเว้นกองทุนเปิด BKD และ SSB ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติ แต่จะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าปกติ ในแง่ความเสี่ยงพิจารณาค่าเบต้า ซึ่งเป็นค่าที่แสดงความตอบสนองของกองทุนต่อตลาด พบว่าทุกกองทุนที่ศึกษา ยกเว้น SCBRT มีผลตอบแทนในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ แต่มีการตอบสนองต่อผลตอบแทนน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งสะท้อนว่าในช่วงตลาดอยู่ในภาวะตกต่ำ กองทุนจะลงทุนอย่างระมัดระวังเพื่อลดการขาดทุนในภาวะตลาดซบเซา โดยเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างมั่นคง โดยราคาหลักทรัพย์นั้นจะไม่ตกต่ำอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์อื่นและขณะเดียวกันจะไม่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงตลาดคึกคัก ซึ่งหมายความว่าความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงของราคามีน้อย

ปรีชา เสงศรีสมบัติ (2547) ศึกษาเรื่อง “การเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนรวมกับผลตอบแทนจากการเลือกหลักทรัพย์ลงทุนด้วยตนเอง” โดยได้ศึกษาเฉพาะกองทุนรวมชนิดที่ระดมทุนและลงทุนภายในประเทศ (local fund) ประเภทกองทุนเปิด (open-end fund) ที่มีนโยบายลงทุนในตราสารทุน มีลักษณะเป็นกองทุนรวมทั่วไป โดยเริ่มใช้ข้อมูลตั้งแต่เดือนมกราคม 2543 ถึงวันที่ 31 กรกฎาคม 2547 มีทั้งสิ้น 62 กองทุน โดยใช้แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) มาใช้เป็นเครื่องมือในการศึกษา

ผลการศึกษาพบว่า กองทุนรวมที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงสุด 8 อันดับแรกคือ กองทุนรวมที่อยู่ภายใต้การบริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยพาณิชย์ จำกัด ดังนั้นจึงได้พิจารณาหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมเหล่านี้เลือกลงทุน พบว่ามีการกระจุกตัวการลงทุนในหมวด

ธุรกิจประมาณ 3-5 หมวดธุรกิจ อันได้แก่ พลังงาน สื่อสาร วัสดุก่อสร้าง และธนาคาร ส่วนในด้านความเสี่ยงพบว่า กองทุนรวมส่วนใหญ่จะมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าค่าความเสี่ยงตลาด ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากองทุนรวมส่วนใหญ่จะมีการลงทุนแบบระมัดระวัง ส่วนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่นักลงทุนลงทุนเอง เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกองทุนรวมที่ศึกษาพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่เลือกลงทุนด้วยตนเองให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนของกองทุนรวม แต่ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่นักลงทุนลงทุนเองมีความเสี่ยงที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยความเสี่ยงของกองทุนรวม

พัชรี ธีระบัญชาศักดิ์ (2547) ศึกษาเรื่อง “การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกองทุนรวมในประเทศไทย จำแนกตามนโยบายการลงทุน” โดยการศึกษาเป็นการศึกษากองทุนรวมจำแนกตามนโยบายการลงทุน 3 ประเภท ได้แก่ กองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมตราสารหนี้ และกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่น โดยเลือกศึกษากลุ่มนโยบายละ 5 กองทุน ซึ่งเป็นกองทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินสุทธิสูงสุด 5 อันดับแรกในแต่ละกลุ่มนโยบาย ซึ่งระยะเวลาการศึกษาแบ่งออกเป็น 3 ช่วง คือ ช่วงที่ 1 ตั้งแต่วันที่ 8 มกราคม 2542 ถึง 4 กุมภาพันธ์ 2544 (ช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างรวดเร็ว) ช่วงที่ 2 ตั้งแต่ 9 กุมภาพันธ์ 2544 ถึง 27 กันยายน 2545 (ช่วงที่อัตราดอกเบี้ยไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลง) ช่วงที่ 3 ตั้งแต่ 4 ตุลาคม 2545 ถึง 26 ธันวาคม 2546 (เป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างเด่นชัดอีกรอบหนึ่ง) ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายสัปดาห์

ผลการศึกษา คือ ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างมากในช่วงที่ 1 นั้น กองทุนรวมตราสารหนี้เป็นกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดและมีความเสี่ยงต่ำ เนื่องจากในช่วงนั้นนอกจากอัตราดอกเบี้ยลดลงมากส่งผลให้ผลตอบแทนของพันธบัตรสูงขึ้นแล้ว ตลาดหุ้นยังซบเซาประกอบกับรัฐบาลได้มีการออกพันธบัตรเป็นจำนวนมาก จึงเป็นปัจจัยที่หนุนให้กองทุนรวมตราสารหนี้เป็นกองทุนที่มีผลตอบแทนสูงสุดและมีความเสี่ยงต่ำที่สุดด้วย สำหรับช่วงเวลาอื่น ๆ ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงก็จะเป็นไปตามปกติ คือ ความเสี่ยงที่สูงให้อัตราผลตอบแทนที่สูง กล่าวคือ ในช่วงที่ 2 นั้นกองทุนรวมตราสารทุนเป็นกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด และกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นมีอัตราผลตอบแทนสูงสุดในช่วงที่ 3 และเมื่อพิจารณาตลอดช่วงเวลาที่ทำการศึกษานั้น กองทุนรวมตราสารทุนเป็นกองทุนที่มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดในด้านความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทน กองทุนรวมตราสารหนี้มีความเสี่ยงต่ำมาโดยตลอดจึงทำให้มีความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับต่ำสุดเกือบทุกช่วงของการศึกษา ยกเว้นในช่วงที่ 3 ที่กองทุนรวมตราสารทุนมีความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนที่ได้รับต่ำสุด

สิริ ประสมศักดิ์ (2544) ศึกษาเรื่อง “ปัจจัยที่กำหนดผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน” โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ส่วนคือ ศึกษาสภาวะของอุตสาหกรรมกองทุนรวม ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนตราสารทุน ศึกษาหาขนาดที่เหมาะสมของกองทุนตราสารทุนในประเทศไทย โดยทำการศึกษาจากข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2541-พ.ศ. 2543 จากกองทุนเปิด

จำนวน 33 กองทุน กองทุนปิด 11 กองทุน และกองทุนที่เปลี่ยนประเภทจากปิดเป็นกองทุนประเภทเปิด 33 กองทุน

ผลการศึกษา คือ อัตราการซื้อขายหุ้นของกองทุนรวม ขนาดของกองทุน และผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมตราสารทุน โดยประเภทของกองทุนรวมที่แบ่งเป็นกองทุนเปิดกับกองทุนปิด ความผันแปรของขนาดกองทุนเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของขนาดกองทุน อัตราการซื้อขายหน่วยลงทุนเป็นปัจจัยที่ไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุน

นายเฉลิมพงษ์ เกตุแก้ว (2541) ศึกษาเรื่อง “การพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยแบ่งออกเป็นสองช่วง และใช้ปัจจัยต่างๆ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์งวดก่อนหน้า เงินปันผล อัตราผลตอบแทนของตลาด อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร

โดยเริ่มศึกษาการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่กำหนดข้างต้นโดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงเดี่ยว (simple linear regression) $R_t = a_0 + a_{1t} + e_t$ แล้วทดสอบสมมติฐานหลังจากพบว่าปัจจัยใดมีนัยสำคัญในแต่ละหลักทรัพย์แล้วก็นำเข้าสมการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนร่วมกันด้วยแบบจำลองสมการถดถอยเชิงซ้อน (multiple linear regression) ดังนี้ $R_t = a_0 + a_1X_{1t} + a_2X_{2t} + \dots + e_t$ ศึกษาพบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้เลย และค่า R-Squared จากสมการกลุ่มหลักทรัพย์ที่คำนวณได้ส่วนใหญ่มีค่าอยู่เพียงระหว่าง 0.1–0.3 ซึ่งถือว่าสมการดังกล่าวมีความแม่นยำไม่ดีพอ

จากการทำวรรณกรรมปริทัศน์พบว่า ผลงานวิจัยที่ผ่านมาได้มีบางท่านได้ทำการวิจัยปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุนรวมและปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มาบ้างแล้ว เช่น คุณพิชญา แซ่ฉิ่ง ได้วิจัยหัวข้อ ปัจจัยกำหนดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง1) ซึ่งคุณพิชญา ได้ศึกษาว่ามีปัจจัยใดที่เป็นตัวกำหนดมูลค่าทรัพย์สินสุทธิหรือ NAV ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แต่ยังไม่เคยมีผู้ใดทำการหาสมการพยากรณ์ผลตอบแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงคิดว่างานวิจัยชิ้นนี้จะมีประโยชน์ต่อสาธารณะชนในวงกว้างมากขึ้น อีกทั้งงานวิจัยบางท่านถึงแม้ว่าจะไม่เกี่ยวกับผลตอบแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยตรง แต่ก็สามารถนำมาเป็นข้อมูลในการสร้างสมการพยากรณ์ได้