

ทฤษฎีความเสี่ยงหลายปัจจัย และการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

กัณเศรษฐกิจ

■ ผศ.ดร.ยุธนา เศรษฐปราโมทย์
คณะพัฒนศาสตร์เศรษฐกิจ บิดา
www.econ.nida.ac.th
yuthana.s@nida.ac.th



ในปัจจุบันการลงทุนในรูปแบบที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น การฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์หรือการซื้อพันธบัตรรัฐบาลได้รับดอกเบี้ยจากการลงทุนที่ต่ำมาก ตามนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายทั้งในไทยและต่างประเทศ ดังนั้นการลงทุนในตราสารทุนหรือที่เราเรียกกันว่าการซื้อหุ้นจึงเป็นทางเลือกที่สำคัญในการลงทุน เพื่อรักษามูลค่าของเงินและเพื่อเพิ่มพูนเงินออมให้กองเงยเพียงพอต่อการใช้จ่ายในอนาคต อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหุ้นมีความเสี่ยงที่สูง ดังนั้นการทำความเข้าใจความเสี่ยงจึงเป็นสิ่งสำคัญในการวางแผนการลงทุนให้เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนแต่ละคนยอมรับได้ โดยวันนี้ผมจะพูดถึงแนวคิดในการประเมินความเสี่ยงของการลงทุนในหุ้นด้วยทฤษฎีปัจจัยเสี่ยงหลายปัจจัย ซึ่งถูกนำมาใช้ในการจัดพอร์ตการลงทุนอย่างแพร่หลายในปัจจุบันครับ

ในการลงทุนทางการเงินใดๆ สิ่งที่นักลงทุนต้องพิจารณาคือผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยงในการลงทุนควบคู่กัน โดยในการวิเคราะห์ความเสี่ยงจากการลงทุนนั้นสามารถวิเคราะห์ได้หลายวิธี เช่น การวัดความแปรปรวนของผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในอดีต ซึ่งเรียกว่าความเสี่ยงทั้งหมด (Total Risk) หรือการวัดจากความแปรปรวนร่วมของผลตอบแทนจากการลงทุนเทียบกับผลตอบแทนตลาดหรือที่เรียกว่าค่าเบต้า ซึ่งเป็นการวัดเฉพาะความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) โดยความเสี่ยงทั้งสองประเภทนี้ถูกนำมาใช้ในการวิเคราะห์การลงทุนการเงินอย่างแพร่หลายในช่วงที่ผ่านมา

อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังปี 1990s เป็นต้นมา การศึกษาเชิงประจักษ์ด้านการลงทุนทางการเงินในสหรัฐฯ พบว่า การประเมินความเสี่ยงจากการลงทุนด้วยค่าความแปรปรวนและค่าเบต้ามีข้อจำกัดในการอธิบายความแตกต่างของผลตอบแทนจากการลงทุน

ในหลักทรัพย์ต่างๆ ดังนั้นจึงมีการพัฒนาแบบจำลองการวิเคราะห์ความเสี่ยงแบบหลายปัจจัย (Multi-Factor Models) โดยแบบจำลองที่นิยมใช้อย่างแพร่หลายได้แก่ แบบจำลองของ Fama and French ซึ่งอธิบายว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ถูกกำหนดจากปัจจัยเสี่ยงสามปัจจัย ได้แก่ (1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ คือ ค่าเบต้า (2) ขนาดของกิจการ และ (3) อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด

ผลการศึกษาของ Fama and French พบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนการลงทุนได้ดี โดยพอร์ตการลงทุนในบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีผลตอบแทนที่สูงกว่าพอร์ตการลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่อย่างชัดเจน ซึ่งผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดเล็กมีความเสี่ยงที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ทั้งที่มาจากต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงของธุรกิจโดยเฉพาะในยามที่เศรษฐกิจไม่ดี ในขณะที่พอร์ตการลงทุนในบริษัทที่มีราคาตลาดต่ำเมื่อเทียบกับมูลค่าตามบัญชีหรือที่เรียกว่าหุ้นคุณค่า (Value Stock) จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพอร์ตการลงทุนในหุ้นที่มีการเติบโตสูง (Growth Stock) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าหุ้นมูลค่านั้นมักมีความเสี่ยงที่สูงทำให้มีราคาตลาดที่ถูกเมื่อเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของบริษัท

ปัจจุบันหลักการประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปแบบของปัจจัยเหล่านี้ถูกนำมาใช้ทั้งในการลงทุนของทั้งนักลงทุนส่วนบุคคลและในการบริหารกองทุนรวมของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ดังจะเห็นได้จากการที่นักลงทุนที่เน้นคุณค่า (Value Investors) ที่มักเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามบัญชีที่ดีเมื่อเทียบกับราคาตลาดตลอดจนเลือกลงทุนในหุ้นที่มีขนาดเล็ก ซึ่งนักลงทุนกลุ่มนี้มักได้รับความสนใจจากสาธารณชนเนื่องจากได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูง อย่างไรก็ตาม หากอธิบายด้วยปัจจัยเสี่ยงตามข้างต้นจะพบว่าผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงเหล่านี้สอดคล้องกับการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงเช่นกัน ดังนั้น วิธีการลงทุนแนวนี้จึงเหมาะกับนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้สูง หรือมีความสามารถในการถือครองในระยะเวลานานหรือมีทักษะในการวิเคราะห์สถานะของบริษัทที่ลึกซึ้งกว่าปกติ แต่หากท่านมีข้อจำกัดในการรับความเสี่ยงหรือมีข้อจำกัด

ในระยะเวลากการถือครองหรือไม่มีทักษะในการวิเคราะห์สถานะของบริษัทอย่างลึกซึ้ง การลงทุนที่เน้นคุณค่าอาจไม่ใช่ทางเลือกที่เหมาะสมเมื่อเทียบกับการเลือกลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่เป็นที่รู้จักและมีการเติบโตที่สูง และยอมรับผลตอบแทนในระดับที่ต่ำลงมาเมื่อเทียบกับความเสี่ยงที่ต่ำกว่าเช่นกัน

เช่นเดียวกับการลงทุนในกองทุนรวมในปัจจุบันที่มีการออกแบบผลิตภัณฑ์กองทุนรวมให้หลากหลายและเหมาะสมกับความสามารถในการรับความเสี่ยงของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม เช่น กองทุนที่เน้นลงทุนในหุ้นขนาดเล็กหรือกองทุนที่เน้นลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่ เป็นต้น ซึ่งจากข้อมูลของ Morningstar Thailand พบว่าผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาของกองทุนที่ลงทุนในหุ้นขนาดเล็กจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 10.3 ซึ่งสูงกว่ากองทุนที่มีลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่ที่มีผลตอบแทนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 6.8 นอกจากนี้ในบางกองทุนยังมีนโยบายเน้นการลงทุนในหุ้นคุณค่า เช่น กองทุนเปิด อเบอร์ดินแวลู และบางกองทุนที่เน้นลงทุนในหุ้นที่มีการเติบโต เช่น กองทุนเปิดเคโกรทหุ้นระยะยาวบันผล ดังนั้น นักลงทุนสามารถเลือกซื้อกองทุนเหล่านี้ให้สอดคล้องกับความสามารถในการรับความเสี่ยง โดยนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้สูงและไม่มีข้อจำกัดในการใช้เงินในระยะสั้นมากทำให้มีระยะเวลาในการลงทุนที่นาน เช่น นักลงทุนที่มีอายุน้อยและมีรายได้จากงานประจำที่มั่นคงจะสามารถเลือกลงทุนในกองทุนที่เน้นหุ้นขนาดเล็กและหุ้นคุณค่าที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ในขณะที่นักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้ต่ำ เช่น นักลงทุนที่อยู่ในวัยเกษียณหรือใกล้เกษียณอายุการทำงานหรือมีรายได้ไม่แน่นอน ควรลงทุนในกองทุนที่มีนโยบายถือหุ้นขนาดใหญ่และหุ้นที่เน้นการเติบโตของกิจการเป็นหลักซึ่งจะมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าทฤษฎีความเสี่ยงหลายปัจจัยของ Fama and French เป็นแนวคิดที่ไม่ยากต่อการเข้าใจและสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งผมหวังว่าจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่กำลังวางแผนการลงทุนทั้งการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยตรงด้วยตัวเอง หรือการลงทุนกับกองทุนรวมครับ 