ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวรากร

ลงทุนแบบ เบน เกรแฮม

"เฟ้นหาหุ้นธรรมดา
ราคาถูก P/E ต่ำ
บริษัทมั่นคงสูง"
นี่คือ
กลเม็ดการเลือกลงทุน
ของ เบน เกรแฮม
ที่ใครๆ ก็รวยได้

SEED

ซีเอ็ด

ลงทุนแบบ
เบน เกรแฮม

ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวรากร

บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
SE-EDUCATION PUBLIC COMPANY LIMITED

ค้นหาหนังสือที่ต้องการ (รวม e-book และสินค้าที่น่าสนใจ) ได้เร็ว ทันใจ

- บน PC และ Notebook ที่ **www.se-ed.com**
- สำหรับ SmartPhone และ Tablet ทุกยี่ห้อ ที่ **http://m.se-ed.com** (ผ่าน browser เข้าอินเทอร์เน็ตแล้วทำ Bookmark บนจอ Home จะใช้งานได้เหมือน App ทุกประการ) หรือติดตั้ง **SE-ED Application** ได้จาก **Play Store** บน **Android** หรือจาก **App Store** บน **iOS**

ลงทุนแบบ เบน เกรแฮม

โดย ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวรากร

สงวนลิขสิทธิ์ในประเทศไทยตาม พ.ร.บ. ลิขสิทธิ์ © พ.ศ. 2561
โดย ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวรากร
ห้ามคัดลอก ลอกเลียน ดัดแปลง ทำซ้ำ จัดพิมพ์ หรือกระทำอื่นใด
โดยวิธีการใดๆ ในรูปแบบใดๆไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดของหนังสือเล่มนี้
เพื่อเผยแพร่ในสื่อทุกประเภท หรือเพื่อวัตถุประสงค์ใดๆ
นอกจากจะได้รับอนุญาต

ข้อมูลทางบรรณานุกรมของหอสมุดแห่งชาติ

ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวรากร.
ลงทุนแบบ เบน เกรแฮม. -- กรุงเทพฯ : ซีเอ็ดยูเคชั่น, 2561.
1. การลงทุน. 2. หุ้นและการเล่นหุ้น.
I. ชื่อเรื่อง.
332.6322

ISBN (e-book) : 978-616-08-3151-7

ผลิตและจัดจำหน่ายโดย

บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
SE-EDUCATION PUBLIC COMPANY LIMITED

1858/87-90 ถนนบางนา-ตราด แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพฯ 10260
โทรศัพท์ 0-2739-8000

[หากมีคำแนะนำหรือติชม สามารถติดต่อได้ที่ comment@se-ed.com]

คำนำ

ปี พ.ศ. 2560 นั้น เป็นปีที่น่าจดจำในแง่ที่ว่า มันเป็นปีที่ดัชนีตลาดหุ้นไทยปรับขึ้นทะลุจุดสูงสุดเดิม ในปี 2537 ที่ดัชนีหุ้นไทยอยู่ที่ 1,754 จุด ซึ่งเป็นจุดสูงสุดที่เกิดขึ้นจากอานิสงส์จากการที่เศรษฐกิจไทยเติบโตเร็วมากในระดับ 10 เปอร์เซ็นต์ต่อปี ติดต่อกันถึง 3 ปี แต่หลังจากนั้นเศรษฐกิจไทยก็เริ่มมีปัญหา เพราะมีการลงทุนสร้างกำลังการผลิตมากเกินไป ประกอบกับความผิดพลาดในการจัดการความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนของรัฐ ทำให้เศรษฐกิจเกิดวิกฤติในปี 2540 ซึ่งทำให้ดัชนีตลาดหุ้นตกลงมาอย่างต่อเนื่อง และลดลงมาถึงจุดต่ำสุดที่ประมาณ 200 จุดในปี 2543 หรือคิดเป็นการตกลงมาถึงเกือบ 90 เปอร์เซ็นต์จากจุดสูงสุด

หลังจากนั้น ดัชนีหุ้นก็ปรับตัวขึ้นมาอย่างค่อนข้างต่อเนื่อง แต่ก็ใช้เวลาถึง 23 ปีเต็ม ก่อนที่ดัชนีหุ้นจะกลับมาที่เดิมก่อนวิกฤติ นี่ก็ทำให้ผมย้อนคิดถึงประวัติศาสตร์ของตลาดหุ้นนิวยอร์กที่เคยเกิดวิกฤติครั้งใหญ่ในปี 2472 และทำให้หุ้นตกลงมาถึงประมาณ 90 เปอร์เซ็นต์ ในช่วงเวลา 3-4 ปี หลังวิกฤติ และก็ใช้เวลาประมาณ 25 ปี ก่อนที่ดัชนีจะกลับไปที่เดิม มันช่างเหมือนกันเหลือเกิน

SE-ED

ถ้ามองเฉพาะปี 2560 ตลาดหุ้นไทยก็ถือว่ามีการปรับตัวได้ไม่เลวเลย ทั้งๆ ที่ปี 2559 ดัชนีตลาดก็ปรับตัวขึ้นถึงประมาณ 20 เปอร์เซ็นต์ ไม่รวมปันผล และถือว่าเป็นตลาดที่มีผลงาน “ดีเกือบที่สุดในโลก” อย่างไรก็ตาม การปรับตัวในปี 2560 ของตลาดหุ้นไทยนั้น กลับอยู่ใน “ระดับท้ายๆ” เพราะตลาดหุ้นโลกและโดยเฉพาะตลาดหุ้นเกิดใหม่ทั้งหลายนั้น ต่างก็ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่น ดัชนีตลาดหุ้นเวียดนามที่ผมเข้าไปลงทุนนั้น ปรับตัวขึ้นถึงประมาณ 50 เปอร์เซ็นต์ ไม่รวมปันผล ดังนั้น จึงอาจจะเป็นไปได้ว่าตลาดหุ้นไทยในปี 2560 ที่ยังดีอยู่มาก และปรับตัวขึ้นไปประมาณ 14 เปอร์เซ็นต์นั้น ได้อานิสงส์จากภาวะเศรษฐกิจและตลาดหุ้นโลกที่เติบโตอย่างโดดเด่น

ผลตอบแทนการลงทุนของผมเองนั้น ในช่วงครึ่งปีแรกแทบจะไม่ได้ผลตอบแทนเลย และดูเหมือนจะต่ำกว่าตลาดมาตลอด สาเหตุหนึ่งอาจจะมาจากการที่ผมมีหุ้นในตลาดหุ้นไทยน้อยกว่าปกติ โดยที่เงินส่วนหนึ่งประมาณสิบกว่าเปอร์เซ็นต์อยู่ในตลาดหุ้นเวียดนามที่ผมยังไม่ได้นำมาคิดรวมในผลตอบแทน เพราะมันไม่มีสภาพคล่องพอที่จะขายได้ และอีกสิบกว่าเปอร์เซ็นต์เป็นเงินสดที่แทบจะไม่ได้ผลตอบแทน อย่างไรก็ตาม สภาพตลาดหุ้นไทยในครึ่งปีหลังกลับเปลี่ยนไป หุ้นมีการปรับตัวขึ้นอย่างคึกคัก และโชคดีที่ว่าผมนำเงินสดบางส่วนกลับมาลงทุนในหุ้น และหุ้นในพอร์ตของผมก็ทำได้ดีกว่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ กลายเป็นว่าปี 2560 ก็ยังเป็นอีกปีหนึ่งที่ผมยังทำผลงานได้ดี พอร์ตยังปรับตัวขึ้นถึงประมาณ 22 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งผมคิดว่าหลังจากนี้ผมคงทำได้ยากมาก โดยเฉพาะในช่วงสองสามปีจากนี้ไป ที่ผมคิดว่าตลาดหุ้นไทยคงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนโดดเด่นเมื่อคำนึงถึงว่าดัชนีหุ้นไทยในช่วงสองปีที่ผ่านมา ปรับตัวขึ้นไปถึงประมาณ 34 เปอร์เซ็นต์แล้ว

ปี 2560 ยังเป็นปีที่ “หุ้นตัวใหญ่” ทำผลงานยอดเยี่ยม แต่หุ้นตัวกลางและตัวเล็กที่เคยสร้างผลตอบแทนสูงมากมาหลายปีกลับไม่ดีเลย สาเหตุนั้นผมเชื่อว่าเป็นเพราะหุ้นเหล่านั้นถูก “ปั่นราคา” ขึ้นไปสูงกว่าพื้นฐานมาก

เห็นได้จากค่า P/E ที่สูงลิ่ว หุ้นตัวเล็กและขนาดกลางจำนวนมากมีค่า P/E 50-100 เท่า ราคาหุ้นในระดับนั้นดำรงอยู่ได้ด้วยสตอรี่ หรือเรื่องราวน่าตื่นเต้นของบริษัทและความคาดหวังว่ากำไรจะเติบโตเร็วมากในเวลาอันสั้น แต่เมื่อผลประกอบการถูกประกาศออกมาไตรมาสแล้วไตรมาสเล่า กลับต่ำกว่าคาด หลายบริษัทนอกจากไม่โตแล้ว กำไรกลับลดลง ซึ่งส่งผลให้ความมั่นใจของนักลงทุนลดลงทำให้หุ้นถูกขายและราคาหุ้นตกต่ำลงสวนทางกับดัชนีตลาดที่ปรับตัวขึ้น

หุ้นเวียดนามของผมเองนั้น แม้ว่าดัชนีตลาดหุ้นเวียดนามจะปรับตัวขึ้นแรงมาก แต่หุ้นของผมกลับให้ผลตอบแทนต่ำไม่เกิน 10 เปอร์เซ็นต์ เหตุผลนั้นเป็นเพราะหุ้นที่ผมลงทุนเป็น “หุ้นตัวเล็ก” ที่มีราคาถูกเป็นหลัก ซึ่งหุ้นเหล่านี้ไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนต่างชาติที่สนใจแต่หุ้นตัวใหญ่ที่มีผลประกอบการโดดเด่น อาจจะแค่ไม่เกิน 20 ตัว นอกจากนั้น พอร์ตของผมยังขาดทุนจากค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นประมาณ 10 เปอร์เซ็นต์เมื่อเทียบกับเงินด่องของเวียดนามด้วย

ผมยังไม่ได้ทำอะไรกับหุ้นเวียดนาม ผมต้องรอจนกว่าคนเวียดนามจะสนใจลงทุนในหุ้นเหมือนอย่างในประเทศไทยและหันมาสนใจในหุ้นตัวเล็ก ผมไม่รู้ว่าเมื่อไร ผมรู้แต่ว่าถึงวันนี้ผมยังไม่ประสบความสำเร็จในการลงทุนในตลาดหุ้นเวียดนาม ทั้งๆ ที่ผมคิดถูกว่าตลาดหุ้นเวียดนามนั้นเป็นตลาดหุ้นที่มีอนาคตที่สดใสต่อไปอีกนับสิบปี

SE-ED

ผลการลงทุนของผมที่ผ่านมา
เปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์

ปี	ผลตอบแทนของผม	ผลตอบแทนของตลาด	ผลต่างผลตอบแทนของผมกับผลตอบแทนของตลาด
2540	12.90	-52.70	65.50
2541	45.80	-4.50	50.30
2542	46.20	35.50	10.80
2543	22.20	-44.10	66.30
2544	71.20	12.90	58.30
2545	74.70	17.30	57.40
2546	145.50	116.60	28.60
2547	-28.20	-13.50	-14.70
2548	23.90	6.80	17.10
2549	36.60	-4.80	41.40
2550	7.10	26.20	-19.10
2551	-14.60	- 47.50	32.90
2552	140.50	63.30	77.20
2553	66.80	40.50	26.30
2554	36.00	-0.70	36.70
2555	66.10	35.80	30.30
2556	2.70	-6.70	9.40
2557	14.90	15.30	-0.40
2558	1.30	-14.00	15.30
2559	30.40	19.80	10.60
2560	21.80	13.70	8.10
เฉลี่ย 21 ปี	39.30	10.30	29.00
เฉลี่ย 21 ปีแบบทบต้น	33.20	3.90	29.30

SE-ED

เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์สุทธิ

สิ้นปี	การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของผม	การเปลี่ยนแปลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์
2539	100.00	100.00
2540	112.90	47.30
2541	164.60	45.20
2542	240.80	61.20
2543	294.10	34.20
2544	503.50	38.60
2545	879.70	45.30
2546	2,157.00	97.90
2547	1,548.00	84.70
2548	1,918.00	90.50
2549	2,620.00	86.20
2550	2,806.00	108.80
2551	2,396.00	57.10
2552	5,762.00	93.20
2553	9,611.00	130.90
2554	13,071.00	130.00
2555	21,709.60	176.50
2556	22,295.80	164.70
2557	25,626.80	189.90
2558	25,959.90	163.30
2559	33,853.20	195.60
2560	41,231.10	222.30

ดร. นิเวศน์ เหมวชิรวรากร

SE-ED

สารบัญ

30 ปีในตลาดหุ้น.....13
Achilles' Heel.....17
Bubble Coin.....22
Go Inter.....27
Land of Growth.....32
New Normal ของการลงทุน.....37
Theme ของการลงทุน.....42
Too good to be true.....47
เช็กสต็อก.....51
เป้าหมายการลงทุน.....56
โคมไฟดวงแรก.....61
โรดแมปสู่ความมั่งคั่ง.....66
กลยุทธ์สร้างพอร์ตหุ้น.....71
การลงทุน-เกมน่าเบื่อ.....76
ขนาดของพอร์ต vs ผลตอบแทน.....81
ความทรงจำวิกฤติปี 40.....86
ความฝันของคนกินเงินเดือน.....91

SE-ED

ความสุขของ VI 96
คานที่ดีดกลับ 101
งานเลี้ยงเลิกรา 106
ดราม่าในตลาดหุ้น 111
ดาวดับแสง 116
ทำมาหากินโดยการลงทุน (เล่นหุ้น) 121
น้ำลดตอผุด 125
ประวัติศาสตร์และอนาคตของมนุษยชาติ 129
ปรุงกำไร 134
ปาฏิหาริย์ 138
ผู้จัดการหุ้น 143
พฤติกรรมราคาหุ้น 148
มองเทรนด์จากทัวร์ 153
รถที่ไม่ต้องใช้คนขับ 158
รายการตรวจสอบซูเปอร์สต็อก 163
ลงทุนแบบ เบน เกรแฮม 168
ลางหายนะของหุ้น 173
ศาสตร์แห่งความสุข 178
สงครามข่าวสาร 183
สงครามสนามเพลาะ 187
สัญญาณแห่งความรุ่งเรือง 192
สามคำสามปี 196
เหนือกว่ามนุษย์ 201
หุ้น Assets Play 206

SE-ED

หุ้นเล็กแสนล้าน 211
หุ้นเล็กโต (ไม่) ไว 215
หุ้นยักษ์แห่งวอลล์สตรีต.....220
อยู่อย่างมหาเศรษฐี.....225
อวสานของโมเดิร์นเทรด.....230
อวสานของหุ้น Growth 234
อารมณ์ของนายตลาด 239

30 ปีในตลาดหุ้น

ผมเริ่ม “ลงทุน” หรือว่าที่จริงน่าจะเรียกว่า “เล่นหุ้น” มาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2529-2530 ซึ่งเป็นเวลาที่ผมเรียนจบปริญญาเอกทางด้านการเงินจากสหรัฐอเมริกา และกลับมาทำงานทางด้านการเงินที่อดีต “บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย” ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่ปล่อยกู้เงินทุนระยะยาวให้กับโครงการอุตสาหกรรมในประเทศไทย และ “สนับสนุน” ให้เกิด “เงินทุนระยะยาว” ขึ้นในประเทศ เช่น Underwrite หรือรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และจัดตั้ง “บริษัทจัดการกองทุนรวม” แห่งแรกในประเทศไทย เพื่อขายหน่วยลงทุนให้กับประชาชน และนำเงินนั้นมาซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

ถ้าจะพูดก็คือ บรรษัทเป็นสถาบัน “กึ่งรัฐ” ที่มีหน้าที่หรือบทบาทในการพัฒนา “ตลาดทุน” ซึ่งรวมถึงตลาดหุ้นหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย เพื่อที่จะช่วยพัฒนาอุตสาหกรรมของประเทศไทยที่ยังเป็นประเทศ “เกษตรกรรม” ในช่วง 40-50 ปีก่อน

การทำงานที่บรรษัทนั้นได้ทำให้ผมเข้าไปเกี่ยวข้องกับตลาดหุ้นอย่างไม่ตั้งใจ เริ่มตั้งแต่การได้เข้าไป “แก้ไข” หรือถ้าจะพูดให้ถูกต้องก็คือ เข้าไป “รับรู้” ปัญหาที่เกิดขึ้นกับตลาดในปี 2530 ที่เกิดเหตุการณ์ “Black Monday” หรือ “วันจันทร์ทมิฬ” ในวันที่ 19 ตุลาคม 2530 ที่ตลาดหุ้นทั่วโลกตกลงมาหนักที่สุดในประวัติศาสตร์ในหนึ่งวัน โดยที่ดัชนีดาวโจนส์ลดลงไปถึง 508 จุด เหลือ 1738.74 จุด หรือลดลงถึง 22.61 เปอร์เซ็นต์ เหตุการณ์

แบล็กมันเดย์นั้น ถูกวิเคราะห์ว่าเกิดจากการซื้อขายของ “Program Trading” หรือการซื้อขายโดยอาศัยคอมพิวเตอร์สั่งซื้อขายหุ้นอย่างรวดเร็ว โดยอิงกับเรื่องของราคาหุ้นที่ขึ้นลง โดยที่โปรแกรมนั้นทำขึ้นเพื่อเป็นการป้องกันพอร์ตของเทรดเดอร์ไม่ให้เสียหายหนักถ้าหุ้นมีความผันผวนหรือตกลงมาแรง ที่เรียกกันในสมัยนั้นว่า “Portfolio Insurance” อย่างไรก็ตาม นักวิชาการบางคนก็เถียงว่ามันอาจจะเกิดขึ้นจากการที่ราคาหุ้นหรือดัชนีตลาดก่อนหน้านั้นขึ้นมาแรงเกินไป โปรแกรมเทรดดิ้งแค่ทำให้มันปรับตัวลงมาอย่างรวดเร็วมาก

การลงทุนในตลาดหุ้นของผมในช่วง 10 ปีแรกนั้น เริ่มตั้งแต่ **การซื้อหุ้นจอง** หรือ **IPO (Initial Public Offering)** โดยเฉพาะที่บรรษัทเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายซึ่งก็ได้มาในระดับร้อยหุ้นเท่านั้น ต่อมาผมก็เริ่มซื้อขายหุ้นเองบ้าง และก็เริ่มมากขึ้นเมื่อผมย้ายงานมาอยู่ในบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ โดยทำหน้าที่ทางด้านวาณิชธนกิจ หรือ Investment Banking (IB) ที่ทำหน้าที่ให้คำปรึกษาการระดมเงินแก่บริษัทจดทะเบียนและการรับประกันการจำหน่ายหุ้น รวมถึงการลงทุนโดยพอร์ตของบริษัทเองที่ในปัจจุบันเรียกว่า “ป็อปเทรด” อย่างไรก็ตาม ทั้งหมดนั้นก็เป็นเรื่องของการ “เก็งกำไร” แต่เนื่องจากเป็นคนที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมและกลัวความเสี่ยง ผมจึงลงเงินเพียงเล็กน้อย ไม่น่าจะเกิน 10 เปอร์เซ็นต์ของเงินที่มีอยู่ทั้งหมด ผมไม่เคยนับและบันทึกผลงานการลงทุน แต่ถ้าจะเดาก็คือคง “เสมอตัว” ไม่ได้กำไรหรือขาดทุน แม้ว่าช่วง 10 ปีนั้นตลาดหุ้นจะขึ้นมามหาศาล

สิบปีหลังจากวิกฤติตลาดหุ้นแบล็กมันเดย์คือในปี 2540 ผมก็พบกับวิกฤติตลาดหุ้นอีกครั้ง เมื่อไทยประกาศลดค่าเงินบาทลง และคนขาดความมั่นใจ ส่งผลให้ค่าเงินบาทตกลงมาอย่างหนัก จาก 25 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์ กลายเป็น 50 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์ ซึ่งส่งผลให้บริษัทจำนวนมากล้มละลาย ตลาดหุ้นตกลงมากว่า 50 เปอร์เซ็นต์ในปี 2540 และอนาคตของประเทศ

ดูมืดมน เนื่องจากบริษัทเกือบทั้งประเทศต่างก็เป็นหนี้มากมาย และไม่มีใครมี “เงินสด” ที่จะนำมาลงทุนได้เป็นเรื่องเป็นราว ผู้คนจำนวนมากรวมทั้งตัวผมเองต้อง “ตกงาน” และไม่รู้ว่าจะยังหางานอื่นที่ดีหรือมีรายได้พอเลี้ยงชีพหรือดำรงสถานะความเป็นอยู่แบบเดิมได้หรือไม่ แต่ก็อย่างที่ปราชญ์บางคนกล่าวไว้ “ในวิกฤติย่อมมีโอกาส”

ผมเริ่มต้นชีวิตการลงทุน **“เพื่อชีวิต”** เพราะไม่แน่ใจว่าจะสามารถทำงานด้วยน้ำพักน้ำแรงแล้วมีเงินพอดำรงชีพแบบเดิมได้ ผมเห็นโอกาสที่จะลงทุนในบริษัทที่มีคุณภาพดีเยี่ยม เป็นผู้นำที่ขายสินค้าที่ยังมีความต้องการเพิ่มขึ้น มีหนี้น้อย และที่สำคัญราคาหุ้นถูกมาก ค่า P/E ไม่ถึง 10 เท่า ปันผลอย่างน้อย 5 เปอร์เซ็นต์ต่อปี บางบริษัทอาจจะถึง 10 เปอร์เซ็นต์ ผมคำนวณดูแล้ว เงินออมของผมทั้งหมดที่มีอยู่ ถ้านำไปลงในหุ้นพวกนี้ ผมจะได้รับปันผลเพียงพอที่จะอยู่ได้โดยไม่เดือดร้อน ผมค่อยๆ ลง จนเงินออมทั้งหมดอยู่ในตลาดหุ้น ผมลงโดยไม่คิดว่าจะขายหุ้น ผมคิดว่าผมกำลังลงทุนทำธุรกิจหลายๆ อย่างที่ดีเยี่ยม มีกำไรและจ่ายปันผลดี ผมจะอยู่กับมันไปเรื่อยๆ ตลอดไป เหนือสิ่งอื่นใดก็คือ ถึงผมอยากจะขาย ผมก็ขายไม่ได้ ในช่วงเวลานั้นไม่มีใครมีเงินซื้อหุ้น มีแต่คนอยากขาย ผมประกาศตัวเป็น *Value Investor* หรือ *VI* ทั้งๆ ที่ไม่มีใครรู้ว่ามันคืออะไร

หลังจากการเป็น VI และความคิดด้าน VI กลายเป็นกระแสใหม่ มีคนที่เรียกตนเองว่า VI จำนวนมาก การลงทุนแบบ VI ประสบความสำเร็จอย่างสูง ส่วนหนึ่งจากภาวะตลาดหุ้นที่ดีขึ้นเรื่อยๆ ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในปี 2551 หรือ 10 ปีเต็มนับจากวิกฤติปี 2540 ตลาดหุ้นไทยก็ประสบกับวิกฤติอีกครั้งหนึ่งตามวิกฤติที่เกิดขึ้นจากกรณี “ซับไพร์ม” หรือวิกฤติฟองสบู่อสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐฯ ดัชนีหุ้นไทยตกลงไปถึงเกือบ 50 เปอร์เซ็นต์ ตลาดหุ้นไทยตกอยู่ในภาวะซบเซา และหลายคนคิดว่าเศรษฐกิจไทยจะคล้ายหรือหนักกว่าภาวะวิกฤติในปี 2540 อย่างไรก็ตาม ความเป็นจริงนั้นตรง

กันข้าม ภายในเวลาเพียงปีสองปี ทุกอย่างกลับมาอย่างรวดเร็วพร้อมๆ กับตลาดหุ้นที่คึกคักกว่าเดิม เกือบ 10 ปีที่ผ่านมา มันกลายเป็นยุคทองหรือทศวรรษทองของตลาดหุ้นและ VI โดยที่ปีที่เลวร้ายมีน้อยมาก และถ้าปีนี้ตลาดก็ยังดีอยู่ ทศวรรษนี้ก็จะเป็นทศวรรษที่ดีและไม่เกิดวิกฤติตลาดเลย

ถ้าจะมองย้อนหลังไปช่วงที่ตลาดเปิดใหม่ๆ ในปี 2518 พอถึงปี 2522 ตลาดไทยก็เกิดวิกฤติ “ราชาเงินทุน” ที่บริษัทหลักทรัพย์ ราชาเงินทุนที่เข้ามาเล่นหุ้นตนเองล้มละลาย ก่อให้เกิดวิกฤติ ดัชนีหุ้นลดลงถึงกว่า 40 เปอร์เซ็นต์ ก็จะพบว่า ประมาณทุก 10 ปี เป็นเวลา 4 ครั้งคือ ประมาณปี 2520, 2530, 2540 และ 2550 ที่ตลาดเกิดวิกฤติ แต่เกือบ 10 ปีสุดท้ายนี้กลับเป็นช่วงเวลาที่ดีที่สุดและตลาดไม่เกิดวิกฤติเลย

ว่าที่จริง สิบปีสุดท้ายนี้เป็นช่วงเวลาที่เราแทบไม่เคยเจอช่วงเวลาที่ตลาดหุ้นตกรุนแรงด้วยซ้ำ ซึ่งทำให้นักลงทุนรุ่นใหม่จำนวนมากมองภาพของตลาดหุ้นที่ดีและอาจจะมี “ความเสี่ยงต่ำ” คนที่ไม่มีความรู้เกี่ยวกับตลาดหุ้นจำนวนมากนำเงินเข้ามาลงทุนราวกับว่าเงินนั้นมีแต่จะเพิ่มขึ้น แต่นี่สำหรับผมแล้วกลับเป็นเรื่องที่น่าห่วง ผมเองนั้นก็ไม่คิดว่าจะเกิดวิกฤติในปี 2560 ผมไม่เชื่อเรื่องดวง ว่าที่จริงถ้าจะเกิดวิกฤติจริงผมก็ไม่กลัว เนื่องจากผมผ่านมันมาหลายครั้งแล้ว ผมเพียงแต่คิดว่าผมต้องหาหุ้นที่ปลอดภัยพอสมควรแม้ว่าจะเกิดวิกฤติ ซึ่งมันก็จะต้องเกิดขึ้นไม่ช้าก็เร็ว เพราะมันเป็นเรื่องของประวัติศาสตร์

ตลาดหุ้นก็เป็นอย่างนั้น นักลงทุนที่ดีก็คือจะต้องผ่านวิกฤติให้ได้ทุกครั้ง

เขียน ณ วันที่ 11/2/2560

Achilles' Heel

ตามตำนานเก่าแก่ของกรีก อคิลลีส (Achilles) คือวีรบุรุษของกรีกในสงครามโทรจันแห่งเมืองทรอย และเป็นนักรบที่ยิ่งใหญ่ที่สุดในเทพนิยายอีเลียด (Iliad) ของนักประพันธ์เอกโฮเมอร์

แม่ของอคิลลีสคือ เทพธิดาทีทิส และพ่อก็คือ เพเลอุส กษัตริย์แห่งเมืองเมอร์มิดอน ในตำนานเล่าว่า ในตอนที่อคิลลีสเกิด ทีทิสพยายามทำให้เขาเป็นอมตะ ฆ่าไม่ตาย โดยการจับเท้าของเขาขึ้น แล้วห้อยศีรษะจุ่มลงในแม่น้ำศักดิ์สิทธิ์สติกซ์ (Styx) ซึ่งทำให้ทุกส่วนของร่างกายทนทานต่อศาสตราวุธ ยกเว้นส้นเท้าที่ถูกมือของแม่จับไว้ และนี่คือ "จุดอ่อนสำคัญ" ที่ทำให้เขาถูกฆ่าตายโดยปารีส นักรบฝ่ายตรงข้ามที่ยิงธนูอาบยาพิษเข้าไปที่ส้นเท้า และทำให้อคิลลีสเสียชีวิต

ตำนานของอคิลลีสที่เล่านั้น ผมก็ไม่ยืนยันว่าถูกต้องร้อยเปอร์เซ็นต์ เพราะผมไม่ใช่นักวรรณกรรม แต่เรื่องนี้ต่อมากลายเป็นการเปรียบเทียบกับจุดอ่อนเล็กๆ ของคน ที่อาจจะดูว่าแข็งแกร่งที่สุดในแทบทุกด้าน แต่มันก็ทำให้ตายได้ ในประวัติศาสตร์ของทุกเรื่องนั้น เราได้เห็นคนที่มีชื่อเสียงโดดเด่นในทุกวงการนั้น ต่างก็มีคนที่ "ตกม้าตาย" ด้วยเรื่อง "เล็กๆ" ที่เป็นจุดอ่อน เช่น ความประพฤติส่วนตัวบางอย่าง เป็นต้น เช่นเดียวกันสถาบัน บริษัท หรือทีมงานนั้น บ่อยครั้งก็ประสบกับสถานการณ์เดียวกันคือ "ตายน้ำตื้น" อาจจะเนื่องจากไม่ได้ปิดจุดอ่อนเพียงพอ และจุดอ่อนนั้น "บังเอิญ" ถูก "ธนู" ยิง ทำให้ "ล่ม" หรือล้มเหลว

ในเรื่องของการลงทุน “อคิลลีสฮีล” นั้น เป็นสิ่งที่น่าจะเกิดขึ้นบ่อยมากกว่าวงการอื่นๆ เหตุผลก็เพราะว่าธุรกิจการลงทุนนั้นเป็นเรื่องของ “ความเสี่ยง” มหาศาลสารพัด แต่เรื่องอคิลลีสฮีล ไม่ใช่ความเสี่ยงทั่วๆ ไปที่เกิดจากความผันผวนรายวัน รายเดือน หรือรายปีในเรื่องของผลตอบแทนของการลงทุนที่ดีบ้างแย่บ้าง แต่ไม่มาก ความหมายของอคิลลีสฮีลนั้นจะเป็นเรื่องของความเสี่ยงที่รุนแรงมากที่ทำให้ถึงกับ “ตาย” หรือเจ็บหนัก “สาหัส” แต่เป็นเรื่องที่ “เกิดยาก” โอกาสเกิดค่อนข้างน้อย และบ่อยครั้งเจ้าตัวหรือนักลงทุน “คิดไม่ถึง” เขาคิดว่าสิ่งที่เขาทำนั้น “ปลอดภัยมาก” หรืออย่างน้อยก็ไม่น่าจะเกิดความเสียหายหนัก เนื่องจากเขาเชื่อในการวิเคราะห์ของตนเองว่าเขามี “Margin Of Safety” เพียงพอ และเขาก็ทำสำเร็จมาทุกครั้ง

เปรียบเทียบไปก็คงคล้ายๆ กับอคิลลีสที่เป็นนักรบที่เก่งกล้ามาก และมีเกราะป้องกันรอบตัว “จะแพ้ได้อย่างไร” แต่ประวัติศาสตร์ก็บอกว่าในที่สุดเขาก็ต้องตาย หรือแพ้เพราะแผลเล็กๆ ที่ส้นเท้า

ภาวะตลาดหุ้นที่ตกต่ำอย่างรุนแรงด้วยสาเหตุหลายๆ ประการนั้น มักจะก่อให้เกิดสถานการณ์อคิลลีสฮีลมากขึ้นมากแต่ก็ไม่ใช่ทั้งหมด เหตุการณ์และเหตุผลเฉพาะตัวของแต่ละคนและแต่ละบริษัท ก็เป็นส่วนที่สำคัญไม่แพ้กัน การวิเคราะห์อย่างลึกซึ้งและการกำหนดกลยุทธ์ของพอร์ตโฟลิโอให้เหมาะสม น่าจะเป็นการป้องกันเรื่องของอคิลลีสฮีลได้ดีที่สุดอย่างหนึ่ง

เรื่องแรกก็คือ **ไม่ว่าเราจะคิดว่าเราเก่งหรือมีความสามารถขนาดไหนในการเลือกหุ้นลงทุน “อย่าใส่ไข่ทั้งหมดในตะกร้าใบเดียว”** เพราะการลงทุนในหุ้นตัวเดียวหรือสองตัวนั้น มีโอกาสที่หุ้นตัวนั้นจะตกต่ำลงอย่างหนัก แม้ว่าเราจะคิดว่ามันเป็นบริษัทที่ดีสุดยอด และไม่น่ามีอะไรหรือบริษัทไหนจะมาทำลายมันได้ เหตุผลก็คือ บางทีเราคิดไม่ถึง อย่าลืมว่า “เหนือฟ้ายังมีฟ้า” บริษัทที่เก่งและโดดเด่นกว่าบริษัทอื่นนั้น บางทีก็ถูก

ทำลายโดยรัฐหรืออำนาจเหนือรัฐเช่นองค์กรนานาชาติได้ ดังนั้น เราจึงไม่ควรทำ ไม่ว่าในกรณีใด ยกเว้นแต่ว่าการลงทุนนั้นถึงหมดไปก็ไม่มีผลอะไรกับความมั่งคั่งหรือความสุขส่วนตัวของตนเอง เช่น มันเป็นเงินเล็กน้อยมาก เป็นต้น

เรื่องที่สอง **คนที่เล่นหุ้นหรือลงทุนโดยใช้มาร์จิน หรือกู้ยืมมาเต็มวงเงินที่จะใช้ได้** เช่น มีเงิน 100 แต่ลงทุนถึง 200 บ่อยๆ หรือแทบจะตลอดเวลานั้น ผมก็คิดว่าเขากำลังเป็นอคิลลีสที่ไม่คิดว่าจะถูกยิงธนูเข้าไปที่ส้นเท้า เขาคิดว่าวิธีลงทุนโดยใช้มาร์จินเต็มวงเงินนั้น เป็นวิธีที่จะทำกำไรได้เป็นทวีคูณ เพราะอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมากเพียง 6-7 เปอร์เซ็นต์เป็นอย่างมากขณะที่ผลตอบแทนการลงทุนของเขาที่ทำได้มาหลายๆ ปีติดต่อกันนั้นสูงมากเป็นหลายสิบเปอร์เซ็นต์ต่อปี นอกจากนั้น เขาคิดว่าหุ้นตัวที่เขาลงทุนอาจจะหลายตัวนั้น น่าจะให้ผลตอบแทนที่สูงมาก และโอกาสที่จะตกต่ำลงนั้นมีน้อยถ้าจะตก ก็คงตกลงมาบ้าง 10-20 เปอร์เซ็นต์เป็นอย่างมาก ซึ่งเขาก็อาจจะเพียงแต่ต้องรอให้มันผ่านไป เขามั่นใจว่าในที่สุดราคามันก็จะขึ้นไปและทำกำไรให้เขาได้มหาศาล ลึกๆ แล้ว เขาอาจจะคิดว่าอาจจะมีโอกาสซัก 1 เปอร์เซ็นต์ ที่เขาจะถูกคอลมาร์จิน หรือถูกเรียกเงินเพิ่มบ้าง ซึ่งเขาจะสามารถ “จัดการได้” โอกาสที่จะถูกฟอร์ซเซลส์หรือบังคับขายหุ้นนั้น แทบจะเป็นศูนย์

แต่ทั้งหมดนั้น มันก็อาจจะเกิดขึ้นได้ในยามที่เกิดความผิดปกติมากในหุ้นหรือในตลาดหลักทรัพย์ และถ้ามันเกิดขึ้น ก็อาจจะกลายเป็น “หายนะ” ซึ่งสถานการณ์ในปัจจุบันนี้ผมก็คิดว่ามันคงกำลังเกิดขึ้นกับ “อคิลลีส” หลายคน

เรื่องที่สาม **คนที่เล่น “หุ้นปั่น” เล่นหุ้นที่มีสตอรี่ที่ไม่น่าเชื่อถือและเป็นหุ้นที่มีราคาแพงในทุกมิติ** เช่น P/E สูงลิ่วเป็น 50 เท่าขึ้นไป หรือยังไม่มีกำไรเลย ค่า P/B สูงลิ่วตั้งแต่ 4-5 เท่าขึ้นไป ปันผลจ่ายไม่ถึง

1 เปอร์เซ็นต์ของราคาหุ้น แบบนี้ผมไม่ถือว่าเป็นอคิลลีส เหตุเพราะว่าดูแล้วโอกาสที่จะขาดทุนสูงมากตั้งแต่แรก โอกาสชนะนั้นน้อยมาก ยกเว้นเขาจะเป็นเจ้ามือคุมเกมเอง แต่คนที่เข้าไปซื้อหุ้นแพงโดยที่มีโครงการสนับสนุนชัดเจน เช่น ได้โครงการพลังงานทดแทนเป็นจำนวนเมกะวัตต์ที่สูง และคาดการณ์ว่าจะทำกำไรได้สูงมากจนคุ้มค่ากับราคาหุ้นที่สูงมาก ขณะเดียวกันก็คาดว่าบริษัทจะสามารถขยายตัวไปได้เร็วและมาก เนื่องจากอุตสาหกรรมกำลังเป็น “เมกะเทรนด์” ทุกอย่างดูแล้ว “ไม่พลาด” เขาจึงทุ่มลงทุนอาจจะเรียกว่า “ตีแตก” และอาจจะใช้มาร์จินด้วยเพื่อเพิ่มกำไรเข้าไปอีกทวีคูณเหนือสิ่งอื่นใด เขาคิดว่าถ้าจะพลาดเป้าหมายบ้างก็คงไม่มากและไม่อันตรายเพราะนี่คือโครงการจากภาครัฐที่ “ไม่มีเบี้ยว” ทุกอย่างลงตัวแล้วตามสัญญาในกรณีแบบนี้ผมก็คิดว่าเขากำลังเป็นอคิลลีสที่คิดว่าไม่มีทางแพ้ และนี่ก็คืออันตราย เพราะราคาหุ้นที่แพงมากนั้นทำให้ทุกอย่างของโครงการต้องสมบูรณ์แบบ หากมีอะไรผิดพลาด หุ้นอาจจะเสียหายหนักได้

และเรื่องที่สี่ **การลงทุนหุ้นที่ “ไม่มีวันแพ้” ในแง่ของผลประกอบการ** เพราะมันเป็นบริษัทใหญ่ระดับ 1 ใน 10 ของประเทศ มันเป็นสินค้าที่จำเป็น และตัวบริษัทนั้นใหญ่กว่าคู่แข่งมาก มันเป็นหุ้นบลูชิปที่ “ไม่มีความเสี่ยง” ทั้งด้านของความต้องการสินค้า การแข่งขัน และทางด้านการเงิน บริษัทได้พิสูจน์ตนเองมานานว่าทำกำไรได้ต่อเนื่อง และมีปันผลที่น่าประทับใจและจ่ายมาได้อย่างสม่ำเสมอไม่เคยขาด และสูงกว่าการฝากเงินและการซื้อพันธบัตร ที่สำคัญอีกอย่างหนึ่งก็คือ ธุรกิจมันไม่ได้อิ่มตัว แต่ยังโต บางทียังโตมากด้วยซ้ำ

ดังนั้น อคิลลีสจึงทุ่มซื้อหุ้น เขาคิดว่ากำไรจากหุ้นอาจจะไม่ได้สูงหรือเร็วมาก เนื่องจากเป็นหุ้นที่ตัวใหญ่มาก ไม่สามารถที่ใครจะไล่ราคาได้ แต่โอกาสที่จะลดลงนั้นน้อยมาก กำไรจากหุ้นอาจจะไม่สูงหรือเร็วโดยตัวของ

มันเอง แต่ถ้าใช้มาร์จินเต็มที่เพื่อขยายกำไร ผลตอบแทนจากการลงทุนก็จะสูงลิ่วได้เหมือนกันโดยมี “ความเสี่ยงต่ำ” และนี่ก็คือหุ้นยักษ์ใหญ่อย่างหุ้นพลังงานตัวใหญ่และหุ้นสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์ ผมคงไม่ต้องพูดว่าความคิดที่ว่า “ไม่เสี่ยง” นั้นผิดพลาดแค่ไหน เพราะเมื่อเร็วๆ นี้หุ้นทั้งสองกลุ่มที่ทุกคนเชื่อมาตลอดว่ามั่นคงมาก ตกลงมาอย่างหนักด้วยเหตุผลคนละเรื่อง ผสมกับภาวะตลาดหุ้นที่เลวร้าย ซึ่งไม่ควรจะเกิดพร้อมกัน ก็มาเกิดขึ้น *“ธนู” มันปักเข้าไปที่ส้นเท้าอย่างไม่คาดคิด ส่วนหนึ่งขึ้นอยู่กับการที่คนเข้าไปเล่นหุ้นด้วยมาร์จิน เพราะคิดว่าตัวหุ้นมัน “ไม่เสี่ยง”*

การที่จะสามารถหลีกเลี่ยงการเป็นอคิลลีสได้นั้น เราต้องไม่คิดว่าเราเป็นอคิลลีส อย่ามั่นใจในตนเองเกินไป เพราะไม่มีทางที่เราจะรู้ทุกสิ่ง พยายามที่จะคิดถึง “จุดตาย” ของทุกการลงทุนและพอร์ตของเราตลอดเวลา อย่าลืมว่ายังเหลือ “ส้นเท้า” ของอคิลลีสที่ยังไม่ได้รับการปกป้อง *ดังนั้น ทำอะไรจึงต้อง “เผื่อเหลือเผื่อขาด” อย่าหวังผลเลิศและหวังรวยเร็วเกินไป เพราะการรวยช้าลงมาหน่อยนั้น ไม่ได้มีความสุขน้อยลงเลย แต่การล้มเหลวนั้น มันเป็นต้นทุนที่สูงเกินไป แม้ว่าโอกาสที่เกิดขึ้นอาจจะน้อยมากก็ตาม*

SE-ED

เขียน ณ วันที่ 10/1/2559

ลงทุนแบบ เบน เกรแฮม

ในระยะหลายๆ ปีที่ผ่านมา การลงทุน *"แนว VI"* หรือแนวเน้นคุณค่า ได้รับความนิยมสูงขึ้นมาโดยตลอด เพราะเป็นวิธีการลงทุนที่มีเหตุมีผล อธิบายให้เข้าใจได้ตามหลัก *"วิทยาศาสตร์"* อีกทั้งยังเป็นแนวทางการลงทุนที่ วอร์เรน บัฟเฟตต์ นักลงทุนที่ประสบความสำเร็จ *"สูงที่สุด"* ของโลกใช้มาแล้วอีกด้วย

นอกจากแนวทางของ วอร์เรน บัฟเฟตต์ แล้ว ยังมีการลงทุนแบบ VI ดั้งเดิม ที่หลายคนก็เดินตามรอยเขามาเหมือนกัน นั่นคือ **เบน เกรแฮม** ซึ่งเป็นอาจารย์ของ วอร์เรน บัฟเฟตต์ ด้วยนั่นเอง

แล้วเกณฑ์การเลือกหุ้นแนว เบน เกรแฮม แบบ VI ดั้งเดิมนั้น เป็นอย่างไร พิจารณาได้จาก

- จะต้องเป็น **หุ้นที่มีราคาถูกหรือถูกมาก** ถ้าวัดจากค่า P/E ไม่ควรเกิน 10 เท่า และที่สำคัญบริษัทจะต้องมีความมั่นคงสูง
- การเติบโตของกิจการ จะต้อง **เป็นการเติบโตที่แท้จริงในระยะยาว** ไม่ใช่การขยายตัวของยอดขาย และกำไรในระยะสั้นๆ แค่ปีสองปี
- **เน้นทำกำไร และลดความเสี่ยงลงให้เหลือน้อยที่สุด** อีกทั้งเน้นลงทุนเฉพาะในบริษัทที่มีหนี้ไม่สูงเกินไป
- ในภาพพอร์ตโฟลิโอโดยรวม **จะแนะนำให้ถือหุ้นจำนวนมาก อย่างน้อยอาจจะ 20-30 ตัว** เพื่อกระจายความเสี่ยง โดยถือหุ้นระหว่าง 25-75 เปอร์เซ็นต์ ที่เหลือเป็นพันธบัตรตามสภาวะของตลาดหุ้น เป็นต้น

ดร. นิเวศน์ ได้นำแนวคิดการเลือกหุ้นแบบ เบน เกรแฮม มาเป็นจุดเด่นสำหรับหนังสือเล่มนี้ ซึ่งเป็นแนวความคิดที่ปราศจากอคติ ทันสมัย ไม่ยึดติด และเปิดกว้าง นอกจากนั้น ยังได้นำประสบการณ์ตรง รวมถึงกรณีศึกษาการลงทุนในหุ้นไทยและต่างประเทศในรอบปีที่ผ่านมา เพื่อนำเสนอให้ผู้อ่านได้รับทราบมุมมองและการวิเคราะห์ในแต่ละสถานการณ์ที่เกิดขึ้น ตัวอย่างเช่น *กลยุทธ์การสร้างพอร์ตหุ้น, ขนาดพอร์ต vs ผลตอบแทน, ดราม่าในตลาดหุ้น, ความทรงจำวิกฤติปี 40, สงครามข่าวสาร, ความสุขของ VI , ลางหายนะของหุ้น, สัญญาณแห่งความรุ่งเรือง, หุ้นเล็กแสนล้าน,* อารมณ์ของนายตลาด เป็นต้น

แม้ว่าสถานการณ์ในตลาดหุ้นจะวิกฤติอย่างไร นักลงทุนที่ดีก็คือ จะต้องผ่านวิกฤตินั้นไปให้ได้ทุกครั้ง

ISBN 978-616-08-3129-6
9 786160 831296
220 บาท

www.se-ed.com

sbc.fans

บริหารธุรกิจ-การลงทุนส่วนบุคคล