



อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ ที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของการลงทุนหุ้นคุณค่า

กานต์ บุญฤทธิ์¹ และ ผศ.ดร.วรรณรพี บ้านชื่นวิจิตร²

¹หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, karnme@gmail.com

²คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, dr.wanrapee@gmail.com

บทคัดย่อ

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ ที่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนหุ้นคุณค่า ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็น บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET ตั้งแต่เดือนมกราคม 2556 ถึง เดือนธันวาคม 2560 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาคือวิธีสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least square: OLS) ซึ่งมีแบบจำลอง 5 แบบจำลองที่แยกตามกลุ่มของพอร์ตโฟลิโอ โดยทดสอบสมมติฐานที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนของราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) และ อัตราส่วนของราคาหารด้วยกำไรต่อหุ้น (PE) เป็นอัตราส่วนที่ใช้เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหุ้นคุณค่า ได้อย่างดี โดยค่า PE ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของทั้งตลาดนั้น บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรทั้งตัวหุ้น และส่วนต่างของราคาได้เป็นอย่างดี ส่วนการเลือกหุ้นคุณค่าโดยใช้ค่า PBV ที่ต่ำนั้น หมายถึงการเลือกหุ้นที่มีส่วนเผื่อความปลอดภัย (MOS : Margin Of Safety) ที่สูง ทำให้เมื่อนำอัตราผลตอบแทนที่ได้ปรับด้วยความเสี่ยงจะยังได้อัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุด

อัตราส่วนของกำไรสุทธิต่อหุ้นต่อราคาปิดต่อหุ้น (EPS/P) และอัตราส่วนของราคาหารด้วยกำไรต่อหุ้น (PE) ตามแบบจำลองที่ 5 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม และสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนได้ ส่วนอัตราส่วนทางการเงินตามแบบจำลองที่ 1-4 ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนได้

คำสำคัญ: อัตราส่วนทางการเงิน, อัตราผลตอบแทน, การลงทุนหุ้นคุณค่า

ABSTRACT

This research aims to study influence between the financial ratios and return on value investing stocks. The sample used the return and financial ratios of companies listed on the SET from January 2013 to December 2017. The statistical instruments used in the study are ordinary least square regression (OLS) with 5 portfolio models and hypothesis test at 95% confidence level.

The study concluded that Price to Book Value Ratio (PBV) and Price to Earnings Ratio (PE) are the criteria for selecting good value investing stocks. The PE is below the market average that indicates the profitability of the stock. Choosing a low value of PBV means a high margin for MOS (Margin of Safety) which results in the highest return.

The ratio of earnings per share per closed price (EPS/P) and price to earnings ratio (PE) according to portfolio model 5, It can explain the relationship in return of portfolio model but the financial ratios of portfolio models 1-4 cannot explain the relationship in return.

Keywords: Financial Ratio, Return, Value Investment



1. บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) หรือตลาดหุ้น ถือเป็นแหล่งเงินทุนที่มีความสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจและความเจริญของประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำหน้าที่เป็นตลาดรองในการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นกลไกสำคัญในการระดมเงินทุนและจัดสรรเงินทุนระยะยาวให้แก่ภาคธุรกิจต่างๆ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ การซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะนั้นๆ จะมีความสัมพันธ์กับทิศทางและแนวโน้มของการพัฒนาทางเศรษฐกิจ เนื่องจากกลไกตลาดทุนในปัจจุบันขณะนั้นจะสะท้อนถึงความต้องการเพื่อการลงทุนของภาคการผลิตและความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน การลงทุนซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์กำลังเป็นที่น่าสนใจแพร่หลายของทุกวงการ ไม่ว่าจะเป็นธุรกิจ ข้าราชการ พนักงานรัฐวิสาหกิจ และทั่วไป นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีมากมายหลายประเภท เช่น นักวิเคราะห์ทางเทคนิค นักลงทุนแนวโมเมนตัม นักลงทุนตามปัจจัยพื้นฐาน เป็นต้น ดังนั้น นักลงทุนหลากหลายในตลาดหลักทรัพย์จึงมีแนวทางที่นำผลการลงทุนไปใช้ในการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนที่ตนเองพึงพอใจได้ ได้แก่

1) นักลงทุนแนวเทคนิค (Technical) เป็นนักลงทุนที่ สนใจพฤติกรรมราคาของหุ้น โดยเฉพาะกราฟราคาหุ้น (Chart) โดยจะอาศัยข้อมูลราคาหุ้นในอดีต ปริมาณการซื้อขาย พร้อมทั้งใช้เครื่องมือวิเคราะห์ทางเทคนิคและอินดิเคเตอร์ (Indicator) ต่างๆ ในการทำนายทิศทางราคาหุ้น

2) นักลงทุนแนวโมเมนตัม (Momentum Investor : MI) เป็นนักลงทุนที่ ลงทุนตามเทรนด์ขาขึ้นของตลาด มักจะเกาะกระแสฟันด์โฟลว์ (Fund Flow) พุงต่างๆ คือ ลงทุนตามทิศทางเงินทุนไหลเข้า โดยส่วนหนึ่งสังเกตได้จากยอดซื้อสุทธิของต่างชาติ และอาจจะใช้ข้อมูลทางเศรษฐกิจมาช่วยในการวิเคราะห์

3) นักลงทุนแนวปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งในที่นี้หมายถึง นักลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investor : VI) เป็นนักลงทุนที่มีความเชื่อว่า การซื้อหุ้นคือการซื้อกิจการ เชื่อในความสัมพันธ์โยงระหว่าง ผลประกอบการ (กำไร ขาดทุน) กับราคาหุ้น เชื่อว่าผลประกอบการจะต้องสะท้อน ออกมายังราคาหุ้น (ช้าหรือเร็วเป็นอีกเรื่องหนึ่ง) โดยมักจะมองการลงทุนในระยะยาว เพราะพื้นฐานกิจการไม่สามารถสะท้อนออกมาที่ราคาหุ้นได้ในระยะเวลาเพียงไม่กี่วัน สัปดาห์ หรือแม้กระทั่งเดือน แต่การรับรู้พื้นฐานที่ดีขึ้น เช่น รายได้เพิ่ม กำไรเพิ่ม กว่าจะ สะท้อนมาที่ราคาหุ้น บางครั้งต้องใช้เวลาเป็นปี นักลงทุนประเภทนี้จึงต้องใจเย็น อดทน รอคอยเป็น มีจิตใจที่มั่นคง ไม่หวั่นไหวกับความผันผวนระยะสั้น

ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investment) ในปัจจุบันนั้นได้รับความนิยมอย่างต่อเนื่อง โดยมีนักลงทุนแบบเน้นคุณค่าที่มีชื่อเสียงมากมาย ไม่ว่าจะเป็นผู้ริเริ่มแนวทางของการลงทุนแบบเน้นคุณค่าคือ เบนจามิน เกรแฮม Benjamin Graham และผู้ที่นำไปใช้ได้ผลและเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางในโลกการลงทุนยุคปัจจุบัน ในระดับนานาชาติคือ วอเรน บัฟเฟตต์ Warren Buffett จนถึง นักลงทุนระดับตำนานในประเทศไทย ดร. นิเวศน์ เหมวชิรवारกร โดยแนวทาง ในการลงทุนส่วนมากจะเน้นวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน และอัตราส่วนทางการเงินเป็นสำคัญ แต่ก็ยังไม่มีหลักเกณฑ์แน่นอนตายตัว และยังหลากหลาย การลงทุนแบบเน้นคุณค่า นั้นจึงค่อนข้างยากในทางปฏิบัติ และมีน้อยคนนักที่จะเข้าใจและประสบความสำเร็จในการลงทุน จึงเป็นคำถามสำคัญสำหรับงานวิจัยนี้ในการศึกษาถึงอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ ที่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนหุ้นคุณค่า ที่เป็นหัวใจและนำไปใช้ในการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนที่พึงพอใจได้

จากการทบทวนแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ การลงทุนแบบเน้นคุณค่า สามารถสรุปได้ดังนี้

เบนจามิน เกรแฮม (Benjamin Graham) เป็นผู้ริเริ่มทฤษฎีที่สำคัญจนมาเป็นพื้นฐานในการลงทุนแบบเน้นคุณค่าในปัจจุบัน โดยเป็นผู้เขียนหนังสือขายดี 2 เล่มคือ “Security Analysis” หรือ “การวิเคราะห์หลักทรัพย์” และ



“The Intelligent Investor” หรือ “นักลงทุนผู้ชาญฉลาด” โดยแนวคิดที่เป็นหัวใจของการลงทุนคือการมี ส่วนต่างแห่งความปลอดภัย(Margin of Safety) โดยเน้นวิเคราะห์จากอัตราส่วนราคา หรือ Price Multiple หรือ PE ควรต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต และ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีควรต่ำกว่า 1.2 เท่า ซึ่งเป็นการลงทุนด้วยการพิจารณามูลค่าที่แท้จริงของกิจการว่ามีค่าเป็นเท่าไรต่อหุ้น หากเราสามารถซื้อหุ้นนั้นได้ถูกกว่าค่านี้ ก็หมายถึงว่าสามารถซื้อได้ในราคาที่มีส่วนลด และเขาเชื่อว่าราคาในตลาดจะวิ่งไปหามูลค่าที่เหมาะสมในระยะยาวเสมอ

วอเรน บัฟเฟต (Warren Buffett) มีแนวคิดในการผสมผสานกันระหว่างแนวคิดของเบนจามิน เกรแฮม และฟิลิป ฟิชเชอร์ โดยจะเลือกลงทุนในหุ้นในกิจการที่เยี่ยมยอดเพียงไม่กี่ตัว โดยซื้อเมื่อตอนราคาถูกและยุติธรรม แล้วเก็บไว้ให้นานที่สุด โดยต้องเป็นกิจการที่ผลการดำเนินงานค่อนข้างแน่นอน ไม่ซับซ้อน มีผลตอบแทนจากส่วนของเงินลงทุนสูง (ROE) และสุดท้ายต้องมีผู้บริหารที่ดี เห็นแก่ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

นักลงทุนคันโด (The Dhandho Investor) มีหลักคิดที่ว่า “การได้ผลตอบแทนที่สูงสุด ในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำสุด” โดยมองหาหุ้นที่มีค่า PE หรือ P/BV ที่ต่ำมากๆ หรือหุ้นที่ให้ปันผลสูงๆ และซื้อธุรกิจในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงอย่างมากนั่นคือการมี Margin of safety ที่สูงนั่นเอง

โจเอล กรีนแบรทท์ (Joel Greenblatt) ได้นำเสนอวิธีการหา “บริษัทที่ยอดเยี่ยมในราคาที่สมเหตุสมผล” จากการใช้ปัจจัยพื้นฐานสำคัญ ในการคัดเลือกหุ้นที่ Under Value ออกมานั่นก็คือ อัตราผลตอบแทนของกิจการนั้นขึ้นอยู่กับ การทำกำไรของกิจการต่อต้นทุนที่ลงทุนไปเท่าไร หรือ อัตราส่วนการทำกำไรต่อหุ้น ต่อ ราคาหุ้นที่เป็นต้นทุนของนักลงทุนนั่นเอง

กลยุทธ์หุ้นห้าทองคำ โดย คุณเทพ รุ่งธนาภิรมย์ ซึ่งหลักที่ใช้ในการวิเคราะห์หุ้นของ กลยุทธ์หุ้นห้าทองคำ คือ วิเคราะห์จาก EARN ratio อัตรากำไรสุทธิต่อหุ้นในอนาคต และ อัตราส่วนเงินปันผลที่สูงมาก

โดยโดยสรุปแล้ว การลงทุนหุ้นคุณค่าเป็นแนวทางการลงทุนที่ให้ความสำคัญกับมูลค่าของกิจการโดยนักลงทุนเน้นคุณค่าจะมีความเชื่อว่าสามารถหาหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน โดยจะทำการวิเคราะห์มูลค่าทางบัญชีหรือสัดส่วนสำคัญทางการเงิน เช่นมูลค่าหุ้นตามบัญชี (book value) สัดส่วนราคาหุ้นต่อกำไร (price-to-earnings ratios) สัดส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี (price-to-book ratios) และอัตราส่วนเงินปันผล (dividend yields)

สำหรับการลงทุนแบบเน้นคุณค่าในประเทศไทยนั้นสามารถแบ่งประเภทหุ้นตามลักษณะสำคัญ ได้ดังนี้

1. หุ้นคุณค่า (Value Stock)

ในเกณฑ์เบื้องต้น “หุ้นคุณค่า” มักมีค่า P/E Ratio หรือ P/BV Ratio ต่ำบ่งบอกว่าเป็นหุ้นราคาถูก เพราะผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดละเลงหุ้นประเภทนี้ เนื่องจากกิจการถูกปรกคลุมด้วยข่าวในเชิงลบเกี่ยวกับผลประกอบการหรือการบริหารจัดการ ทำให้เกิดการคาดการณ์ว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นช้าหรือลดลง ซึ่งก่อนการลงทุนผู้ลงทุนต้องวิเคราะห์ให้แน่ใจว่าแท้จริงแล้วกิจการยังมีศักยภาพที่ดี เพื่อสนับสนุนสมมติฐานว่าเป็นหุ้นที่ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ เมื่อผู้ลงทุนเข้าสะสมหุ้น ณ ราคานั้น จะมี “ส่วนเผื่อความปลอดภัย” (Margin of Safety) ในการลงทุนสูงคือ หากราคาจะลดลงต่อ ก็ไม่ควรลดลงมาก อย่างไรก็ตาม คุณค่าที่แท้จริงจะปรากฏเมื่อสถานการณ์นั้นคลี่คลายลงและปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งของกิจการเริ่มแสดงตนผ่านการทยอยฟื้นตัวของผลประกอบการความสำเร็จของการลงทุนในหุ้นคุณค่าจึงขึ้นอยู่กับว่า กิจการจะสามารถพลิกฟื้นขึ้นได้จริงหรือ การลดลงของราคาตลาดเป็นเพียงชั่วคราวตามที่คาดการณ์ไว้หรือไม่ และต้องใช้ระยะเวลาเท่าใด ความจริงข้อหนึ่ง คือ การลงทุนที่รอคอยเป็นเวลานาน อาจทำให้ผู้ลงทุนขาดความมั่นใจในผลการวิเคราะห์ หรือแรงกดดันที่ต้องสร้างผลตอบแทน ที่แข่งขันได้ในกลุ่มผู้ลงทุนสถาบันด้วยกัน อาจไม่เอื้อให้ผู้ลงทุนรอบการฟื้นตัวของราคาตลาดของหุ้นคุณค่าในระยะเวลานานๆ ได้



2. หุ้นเติบโต (Growth Stock)

หุ้นเติบโต (Growth Stock) มักเป็นหุ้นที่เครื่องชี้มูลค่าหุ้นบ่งบอกว่าเป็นหุ้นราคาสูงส่วนใหญ่เป็นหุ้นของกิจการที่คาดว่าจะสร้างการเติบโตอย่างโดดเด่นในสินทรัพย์รายได้ และกำไร ผู้ลงทุนพร้อมเข้าซื้อในราคาสูง เพราะเชื่อว่าการขยายตัวของกิจการจะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นได้อีกมากในอนาคต ในบางครั้งเกิดเป็นปรากฏการณ์ ราคาหุ้นสูงยิ่งขึ้นต่อ

ข้อพึงระวังในการลงทุนหุ้นเติบโต คือ ซื้อในราคาสูง ไม่ใช่ราคาแพง ราคาสูงเพราะคาดหวังการเติบโต แต่ต้องเป็นราคาที่เหมาะสม จึงเป็นที่มาของคำจำกัดความของผู้ลงทุนหุ้นเติบโต คือ “Growth at a Reasonable Price (GARP)” ความสำเร็จของการลงทุนในหุ้นเติบโตขึ้นอยู่กับความสามารถในการเลือกหุ้นของกิจการที่จะมีการขยายตัวได้เท่ากับหรือสูงกว่าอัตราที่คาดหวังศักยภาพ คือ สาเหตุของความเสียหายที่สำคัญ หากผลประกอบการไม่เติบโตเท่าที่คาด (Below Expectation) ผู้ลงทุนที่เคยซื้อหุ้นในราคาสูง เมื่อผิดหวังจะปรับลดราคาเป้าหมาย และอาจทำให้เกิดแรงเทขายจนส่งผลให้ราคาตลาดของหุ้นลดลงอย่างรวดเร็ว

ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าหุ้นเติบโตสามารถสร้างกำไรงามในภาวะที่เศรษฐกิจรุ่งเรือง ส่วนหุ้นคุณค่าเป็นผู้นำเมื่อเศรษฐกิจอยู่ในช่วงกลางและกำลังเคลื่อนเข้าสู่การชะลอตัวหรือตกต่ำ หุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตจึงผลักดันกันเป็นผู้นำตลาดในแต่ละช่วงเวลา อย่างไรก็ตามผลตอบแทนในหุ้นคุณค่ามีค่าสูงกว่าเนื่องจากในรอบ 10 ปีที่ผ่านมา เศรษฐกิจโลกเผชิญวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงบ่อยครั้งจากความเชื่อมโยงกันของตลาดการเงินโลก นวัตกรรมในตราสารการเงินที่ซับซ้อน และการขาดการควบคุมดูแลและระบบจัดการความเสี่ยงที่ดี

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ ที่มีอิทธิพลต่อ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนหุ้นคุณค่า

3. การดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน ของหลักทรัพย์นั้น ใช้ข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary data) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา เป็น บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2556 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560 ทั้งนี้กำหนดความถี่ของข้อมูลที่ใช้ศึกษาเป็นรายไตรมาส ด้วยวิธีสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least square: OLS) ซึ่งมีแบบจำลอง 5 แบบจำลองที่แยกตามกลุ่มของพอร์ตโฟลิโอ โดยมีเกณฑ์ดังนี้

พอร์ตโฟลิโอ 1 คัดเลือกหลักทรัพย์ 10 หลักทรัพย์ ที่มีค่า PE ต่ำสุด และค่า P/BV ไม่เกิน 1.2 เท่า ซึ่งจำลองการคัดเลือกหุ้นที่ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ตามแนวทางการลงทุนของ เบนจามิน เกรแฮม (Benjamin Graham) ในบทที่ 1 โดยในแบบจำลองนี้จะเน้นในการคัดเลือกหุ้นจากค่า PE เป็นหลักก่อนค่า P/BV

พอร์ตโฟลิโอ 2 คัดเลือกหลักทรัพย์ 10 หลักทรัพย์ ที่มีค่า P/BV ต่ำสุด และค่า PE ไม่เกิน 12.8 เท่า (ค่าเฉลี่ย PE ของ SET ตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2560) ซึ่งจำลองการคัดเลือกหุ้นที่ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ตามแนวทางการลงทุนของ เบนจามิน เกรแฮม (Benjamin Graham) ในบทที่ 1 โดยในแบบจำลองนี้จะเน้นในการคัดเลือกหุ้นจากค่า P/BV เป็นหลัก ก่อนค่า PE



พอร์ตโฟลิโอ 3 คัดเลือกหลักทรัพย์ 10 หลักทรัพย์ ที่มีค่า % ROE มากกว่า 20% ขึ้นไป และค่า PE ไม่เกิน 12.8 เท่า (ค่าเฉลี่ย PE ของ SET ตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2560) ซึ่งจำลองการคัดเลือกหุ้นที่เน้นการทำกำไรของกิจการโดยใช้ค่า % ROE เป็นหลักตามแนวทางการลงทุนของ วอเรน บัฟเฟต (Warren Buffett) ในบทที่ 1

พอร์ตโฟลิโอ 4 คัดเลือกหลักทรัพย์ 10 หลักทรัพย์ ที่มีค่า % Dividend Yield สูงสุด โดย มากกว่า 6 % ขึ้นไป และค่า PE ไม่เกิน 12.8 เท่า (ค่าเฉลี่ย PE ของ SET ตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2560) ซึ่งจำลองการคัดเลือกหุ้นที่ให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผลที่สูงตามกลยุทธ์หุ้นห้าทองคำ โดย คุณเทพ รุ่งธนาภิรมย์ ในบทที่ 1

พอร์ตโฟลิโอ 5 คัดเลือกหลักทรัพย์ 10 หลักทรัพย์ ที่มีค่า % EPS ต่อราคาปิดของหุ้น สูงสุด โดย มากกว่า 7 % ขึ้นไป และค่า PE ไม่เกิน 12.8 เท่า (ค่าเฉลี่ย PE ของ SET ตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2560) ซึ่งจำลองการคัดเลือกหุ้นที่การทำกำไรของกิจการต่อต้นทุนที่ลงทุนไป หรืออัตรากำไรต่อหุ้น ต่อ ราคาหุ้นต่อหุ้น ที่สูงตามแนวทางการลงทุนของ โจเอล กรีนเบรทท์ (Joel Greenblatt) ในบทที่ 1

กำหนดวิธีการคำนวณ อัตราผลตอบแทนในแต่ละพอร์ตโฟลิโอโดยใช้ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละพอร์ตโฟลิโอนั้นๆ จากสูตร $R = (P_t - P_{t-1}) \times 100 / P_t$ โดยที่

R คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายไตรมาส

P_t คือ ราคาปิด ของหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของไตรมาสนั้นๆ

P_{t-1} คือ ราคาปิด ของหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของไตรมาสก่อนหน้า

กำหนดวิธีการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนระหว่างพอร์ตโฟลิโอโดยปรับค่าความเสี่ยงเข้าไป โดยค่าความเสี่ยงที่ใช้คือค่าของความเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Standard Deviation)

4. ผลการวิจัย

จากการศึกษา สามารถสรุปค่าสถิติเชิงพรรณนา ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ในแต่ละพอร์ตโฟลิโอได้ดังนี้

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของแบบจำลองที่ 1

พอร์ตโฟลิโอที่ 1	อัตราผลตอบแทน	ตัวแปรอิสระ PE	ตัวแปรอิสระ PBV
ค่าเฉลี่ย (Mean)	1.1489	9.1766	0.7668
มีค่าฐานนิยม (Median)	1.3856	7.3760	0.7660
ค่าสูงสุด (Maximum)	16.3257	21.2930	0.9280
ค่าต่ำสุด (Minimum)	-10.0059	5.8410	0.5450
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD)	6.5080	4.0471	0.0930



ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของแบบจำลองที่ 2

พอร์ตโฟลิโอที่ 2	อัตราผลตอบแทน	ตัวแปรอิสระ PBV	ตัวแปรอิสระ PE
ค่าเฉลี่ย (Mean)	3.1905	0.6017	14.3923
มีค่าฐานนิยม (Median)	2.0698	0.6005	9.4910
ค่าสูงสุด (Maximum)	31.3961	0.7090	38.8311
ค่าต่ำสุด (Minimum)	-6.3260	0.5100	8.5820
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD)	8.0753	0.0617	8.3594

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของแบบจำลองที่ 3

พอร์ตโฟลิโอที่ 3	อัตราผลตอบแทน	ตัวแปรอิสระ ROE	ตัวแปรอิสระ PE
ค่าเฉลี่ย (Mean)	-0.2333	33.5850	10.6773
มีค่าฐานนิยม (Median)	-1.6187	35.4960	8.8563
ค่าสูงสุด (Maximum)	20.1368	50.6020	19.7190
ค่าต่ำสุด (Minimum)	-26.0172	9.4470	7.1300
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD)	10.8989	10.3015	4.4282

ตารางที่ 4 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของแบบจำลองที่ 4

พอร์ตโฟลิโอที่ 4	อัตราผลตอบแทน	ตัวแปรอิสระ DIV	ตัวแปรอิสระ PE
ค่าเฉลี่ย (Mean)	6.2751	9.2091	10.9735
มีค่าฐานนิยม (Median)	0.8861	8.8370	10.5970
ค่าสูงสุด (Maximum)	107.9175	13.4020	15.9430
ค่าต่ำสุด (Minimum)	-18.4083	6.2670	7.8580
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD)	24.7821	2.0368	2.3875

ตารางที่ 5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของแบบจำลองที่ 5

พอร์ตโฟลิโอที่ 5	อัตราผลตอบแทน	ตัวแปรอิสระ EPS/P	ตัวแปรอิสระ PE
ค่าเฉลี่ย (Mean)	1.702461	19.69931	7.191400
มีค่าฐานนิยม (Median)	0.360586	19.36758	6.397000
ค่าสูงสุด (Maximum)	58.32953	28.81430	14.50400
ค่าต่ำสุด (Minimum)	-19.44629	11.17893	3.526000
ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD)	17.74597	4.887991	2.634491



จากการวิเคราะห์ข้อมูล สามารถสรุปผล และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอตามแบบจำลอง 1-5 ได้ดังนี้

แบบจำลอง	อัตราส่วนทางการเงิน (ตัวแปรอิสระ)	อัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยง (% ต่อปี)	ค่า α / ค่า Prob.	ค่า β_1 / ค่า Prob.	ค่า β_2 / ค่า Prob.	Adjusted R-Squared	สมมติฐานสมการถดถอย
1	PE, PBV	3.53%	-6.207689/ 0.7004	0.351893/ 0.4096	5.382704/ 0.7698	7.24%	ไม่มี
2	PBV, PE	7.87%	-5.660177/ 0.8287	17.08161/ 0.6979	-0.099232/ 0.5364	8.65%	ไม่มี
3	ROE, PE	-0.93%	-1.885953/ 0.8458	0.321396/ 0.1816	-0.856154/ 0.1292	10.19%	ไม่มี
4	DIV, PE	5.06%	-15.90554/ 0.7042	-2.140786/ 0.4465	3.817880/ 0.1216	10.91%	ไม่มี
5	EPS/P, PE	1.94%	-68.57103/ 0.0018	-2.688986/ 0.0009	-1.932503/ 0.0122	45.09%	มี

หมายเหตุ สมมติฐานสมการถดถอย

มี หมายถึง มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% หรือ มีนัยสำคัญทางสถิติ

ไม่มี หมายถึง มีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% หรือ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถสรุป และ ได้ดังนี้

1. พอร์ตโฟลิโอที่ทำอัตราผลตอบแทนปรับความเสี่ยงต่อปีมากที่สุด ไปน้อยที่สุดคือ พอร์ตโฟลิโอที่ 2, 4, 1, 5 และ 3 ตามลำดับ
2. ตัวแปรอิสระ หรือ อัตราส่วนทางการเงินตามแบบจำลองที่ 5 คือ อัตราส่วนของกำไรสุทธิต่อหุ้นต่อราคาปิดต่อหุ้น (EPS/P) และ อัตราส่วนของราคาหารด้วยกำไรต่อหุ้น (PE) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนซึ่งเป็นตัวแปรตามได้และ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทน
3. ตัวแปรอิสระ หรือ อัตราส่วนทางการเงินตามแบบจำลองที่ 1-4 ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนซึ่งเป็นตัวแปรตามได้แต่ก็สามารถแสดงความสัมพันธ์ของ อัตราส่วนทางการเงิน กับ อัตราผลตอบแทนโดยสรุปจากเมตริกซ์สหสัมพันธ์ในแต่ละแบบจำลองดังนี้



แบบจำลองที่	อัตราส่วนทางการเงิน	ความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ
1	อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio)	ทิศทางเดียวกัน
2	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (P/BV ratio)	ทิศทางเดียวกัน
3	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (%ROE)	ทิศทางเดียวกัน
4	อัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้น (% Dividend Yield)	ทิศทางตรงกันข้าม
5	อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น ต่อ ราคาปิดต่อหุ้น (% EPS/P)	ทิศทางตรงกันข้าม

5. บทสรุป การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป และอภิปรายผล

1. จากการศึกษาความสัมพันธ์ และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เน้นคุณค่าในระหว่าง เดือนมกราคม 2556 ถึง เดือนธันวาคม 2560 พบว่าอัตราส่วนของราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และ อัตราส่วนของราคาหารด้วยกำไรต่อหุ้น (PE) เป็นอัตราส่วนที่ใช้เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหุ้นคุณค่าได้อย่างดี เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหุ้นที่ยังเป็นพอร์ต โฟลิโอที่ได้อัตราผลตอบแทนที่ได้ปรับด้วยความเสี่ยงที่สูงที่สุด ซึ่งคัดเลือกหุ้นจากค่า PE และ PBV ที่ต่ำนั้นเป็นไปตามทฤษฎีและแนวทางการลงทุนดังนี้

เบนจามิน เกรแฮม (Benjamin Graham) โดยใช้ค่า PBV ที่ต่ำกว่า 1.2 และ ค่า PE ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด โดยค่า PE ที่ต่ำบ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรทั้งตัวหุ้น ละส่วนต่างของราคาได้ ส่วนการเลือกหุ้นคุณค่าโดยใช้ค่า P/BV ที่ต่ำนั้น หมายถึงการเลือกหุ้นที่มีส่วนเผื่อความปลอดภัย (MOS : Margin Of Safety) ที่สูง

นักลงทุนดันโด (The Dhandho Investor) ที่เน้นมองหาหุ้นที่มี PE,PBV ที่ต่ำมากๆ ซึ่งจะสามารถซื้อธุรกิจ ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากๆ ตามหลัก ส่วนเผื่อความปลอดภัย (MOS : Margin Of Safety) ที่สูง โดยหากมีเหตุการณ์เลวร้ายกับหุ้นตัวนั้นๆ โอกาสขาดทุนอย่างหนักจะมีน้อยนั่นเอง

2. อัตราส่วนทางการเงินตามแบบจำลองที่ 5 ตัวแปรอิสระคืออัตราส่วนของกำไรสุทธิต่อหุ้นต่อราคาปิดต่อหุ้น (EPS/P) และ อัตราส่วนของราคาหารด้วยกำไรต่อหุ้น (PE) มีความสัมพันธ์ และสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนซึ่งเป็นตัวแปรตามได้ โดยพิจารณาจากผลของสมการถดถอยตามแบบจำลองที่ 5 ได้ดังนี้

2.1 พิจารณาค่า coefficient ที่ได้จากสมการถดถอยดังนี้

ค่า α มีค่า Prob. เท่ากับ 0.0018 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าค่า α มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% จึงสรุปได้ว่า α มีค่าเท่ากับ 68.57103 และ EPS/P หรือ PE มีค่าเท่ากับ 0 แล้ว อัตราผลตอบแทนของของพอร์ต โฟลิโอที่ 5 จะมีค่าเท่ากับ 68.57103 เปอร์เซ็นต์

ค่า β_1 มีค่า Prob. เท่ากับ 0.0009 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าค่า β_1 มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า เมื่อปัจจัยอื่นๆ คงที่ ถ้า EPS/P เปลี่ยนแปลงไป 1 เปอร์เซ็นต์แล้ว อัตราผลตอบแทนของของพอร์ต โฟลิโอที่ 5 จะเปลี่ยนแปลงไป 2.688986 เปอร์เซ็นต์ในทิศทางตรงกันข้าม

ค่า β_2 มีค่า Prob. เท่ากับ 0.0122 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าค่า β_2 มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า เมื่อปัจจัยอื่นๆ คงที่ ถ้าค่า PE เปลี่ยนแปลงไป 1 เท่าแล้ว อัตราผลตอบแทนของของพอร์ต โฟลิโอที่ 5 จะเปลี่ยนแปลงไป 1.932503 เปอร์เซ็นต์ในทิศทางตรงกันข้าม



ค่า β_1 และ β_2 มีค่า Prob. เท่ากับ 0.0009 และ 0.0122 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าค่าตัวแปรอิสระ มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% โดยตัวแปรอิสระ EPS/P และ PE ในสมการตามแบบจำลองที่ 5 มีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตาม หรืออัตราผลตอบแทนได้ที่ 45.09%

2.2 จากความสัมพันธ์ในข้อ 2.1 สามารถพิจารณาความสัมพันธ์ตามทฤษฎีและแนวทางการลงทุนหุ้นคุณค่าได้ดังนี้

โจเอล กรีนแบรทท์ (Joel Greenblatt) ที่พิจารณาเลือกหุ้นที่ Under Value จาก อัตราผลตอบแทนของกิจการนั้นๆ โดยขึ้นอยู่กับ “การทำกำไรของกิจการต่อต้นทุนที่ลงทุนไปเท่าไร” คือเมื่อเราซื้อหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หุ้นจะมีกำไรต่อหุ้นสูงเมื่อเทียบกับราคา นั่นคือค่า EPS/P สูง ซึ่งจะเป็นช่วงที่อัตราผลตอบแทนที่ยังต่ำในขณะที่ซื้อ โดยราคาตลาดจะวิ่งสูงขึ้น เพื่อไปหามูลค่าที่เหมาะสม ซึ่งเป็นช่วงที่มีอัตราผลตอบแทนที่สูง จนกำไรต่อหุ้นลดต่ำลงมากเมื่อเทียบกับราคา นั่นคือค่า EPS/P ต่ำลง ในช่วงนี้ หรือกล่าวอีกนัยคือราคาหุ้นเต็มมูลค่านั่นเอง

เบนจามิน เกรแฮม (Benjamin Graham) ซึ่งเป็นผู้ริเริ่มทฤษฎีที่สำคัญจนมาเป็นพื้นฐานในการลงทุนแบบเน้นคุณค่าในปัจจุบันคือ “เมื่อเราซื้อหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง โดยราคาตลาดจะวิ่งสูงขึ้น เพื่อไปหามูลค่าที่เหมาะสมที่สุด” นั่นคือเมื่อซื้อหุ้นในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งเป็นช่วงที่ค่า PE ต่ำ มีช่องว่างของราคามาก ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่สูงในช่วงนี้ และในขณะเดียวกันเมื่อราคาตลาดสูง หุ้นใกล้เต็มมูลค่า ค่า PE สูงลิ่ว ทำให้ช่องว่างของราคาน้อย อัตราผลตอบแทนในช่วงนี้จึงต่ำลงนั่นเอง

3.อัตราส่วนทางการเงินตามแบบจำลองที่ 1-4 เมื่อพิจารณาจากผลของสมการถดถอยตามแบบจำลองที่ 1-4 โดยค่า β_1 และ β_2 ในสมการถดถอยในแต่ละแบบจำลอง มีค่า Prob. มากกว่า 0.05 แสดงว่าค่าตัวแปรอิสระ ไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 5% นั่นคือ ตัวแปรอิสระ ในสมการตามแบบจำลองที่ 1-4 ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอที่ 1-4 ซึ่งเป็นตัวแปรตามได้ แต่ก็สามารถแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้จากเมตริกซ์สหสัมพันธ์ในแต่ละแบบจำลองดังนี้

แบบจำลองที่	ตัวแปรอิสระที่ 1 / ความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระที่ 2 / ความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม
1	PE / ทิศทางเดียวกัน	PBV / ทิศทางตรงกันข้าม
2	PBV / ทิศทางเดียวกัน	PE / ทิศทางตรงกันข้าม
3	ROE / ทิศทางเดียวกัน	PE / ทิศทางตรงกันข้าม
4	DIV / ทิศทางตรงกันข้าม	PE / ทิศทางเดียวกัน
5	EPS/P / ทิศทางตรงกันข้าม	PE / ทิศทางตรงกันข้าม

ทั้งนี้การศึกษานี้ได้ยังมีข้อจำกัดในการสร้างอัตราผลตอบแทนของแต่ละพอร์ตโฟลิโอ เนื่องจากเมื่อถือครองหุ้นครบ 1 ปี ก็จะมีการคัดเลือกหุ้นในพอร์ตโฟลิโอนั้นๆ ใหม่ทั้งหมด โดยอาจจะยังมีหุ้นบางตัวยังมีความสามารถในการทำกำไรอีกมาก แต่ต้องถูกคัดออกเนื่องจากถูกบังคับตามหลักเกณฑ์ของในแต่ละแบบจำลอง อีกทั้งการศึกษานี้ใช้ข้อมูลย้อนหลังเพียง 5 ปี ซึ่งเป็นสัดส่วนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ทำการเปิดซื้อขายมา 42 ปี และข้อมูลที่ใช้ทำวิจัยอยู่ในช่วงภาวะเศรษฐกิจที่ไม่ชัดเจน เพิ่งฟื้นจากวิกฤต และรอทิศทางที่ชัดเจนจะเห็นได้จากดัชนีที่ SET 1,561.06 ผ่านจุดต่ำสุดที่ 1,288.02 และกำลังปรับขึ้นมาที่ 1,753.71 ณ สิ้นปี 2560 ซึ่งเป็นเหตุผลทำ



ให้อัตราส่วนทางการเงินในแบบจำลองที่ 1-4 ซึ่งเป็น 80% ของแบบจำลองไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนในแต่ละพอร์ตโฟลิโอตามที่ 1-4 ได้

5.2 ข้อเสนอแนะ

เพื่อปรับปรุงงานวิจัยให้สะท้อนผลการลงทุนได้ดียิ่งขึ้น จึงเพิ่มเติมเงื่อนไข ข้อมูล และขอบเขตในการศึกษาดังนี้

1. เนื่องจากการคัดเลือกหุ้นคุณค่านั้น มีหลายปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนในแต่ละพอร์ตโฟลิโอ อาทิ เช่น ระยะเวลาในการถือครอง หลักเกณฑ์ในการใช้ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินมากกว่า 3 ตัวแปรขึ้นไปในแต่ละแบบจำลอง รวมถึง ระยะเวลาในการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ยาวขึ้น อาจทำให้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามได้มากขึ้น

2. เพื่อให้การคิดอัตราผลตอบแทนในแต่ละพอร์ตโฟลิโอใกล้เคียงกับการลงทุนจริง ควรรวมอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของหุ้นในแต่ละพอร์ตโฟลิโอเข้าไปด้วย

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์ด้วยความกรุณาและความอนุเคราะห์อย่างยิ่งจาก ผศ.ดร.วรรณรพี บานชื่นวิจิตร อาจารย์ที่ปรึกษา ที่คอยให้คำแนะนำ ปรึกษา ดูแลเอาใจใส่และเสียสละเวลาในการตรวจแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ของงานวิจัยครั้งนี้ ทำให้การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณด้วยความเคารพยิ่ง และขอขอบพระคุณคณะกรรมการสอบวิจัยทุกท่าน ที่ได้ให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะในการปรับปรุงการศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองฉบับนี้ ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูงที่ให้ความรู้ จนข้าพเจ้าสามารถนำมาใช้ในการทำงานศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองครั้งนี้จนสำเร็จลุล่วงด้วยดี

ท้ายนี้ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา ภรรยา และพี่ๆ เพื่อนนักศึกษาปริญญาทุกท่าน ที่ได้ให้กำลังใจและความช่วยเหลือในการทำการศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองตลอดมา และหวังว่าการสำเร็จปริญญาโทฉบับนี้ครั้งนี้จะทำให้ทุกท่านที่สนับสนุนดีใจ และ ภาคภูมิใจในตัวข้าพเจ้า

เอกสารอ้างอิง

การลงทุนแบบเน้นคุณค่า. [ออนไลน์]. 1 กุมภาพันธ์ 2561. เข้าถึงได้จาก: <https://th.wikipedia.org>

ข้อมูลการซื้อขาย และอัตราส่วนทางการเงินของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์. [ออนไลน์]. 1 กุมภาพันธ์ 2561.

เข้าถึงได้จาก: <http://www.setsmart.com>

โจเอล กรีนเบลตต์. (Joel Greenblatt). ชานันท์ อารีวัฒน์นานนท์, ผู้แปล. (2555) .*คัมภีร์สุดยอดนักลงทุน* (ฉบับปรับปรุง). กรุงเทพฯ : เนชั่นบุ๊คส์.

เทพ รุ่งชนาภิรมย์. (2554). *คัมภีร์หุ้นท่านทองคำ (6) แกะรอยหุ้นเด่น*. กรุงเทพฯ : เอิร์นคอนเซ็ปต์.

เบนจามิน เกรแฮม. (Benjamin Graham). 1 กุมภาพันธ์ 2561. *บิดาแห่งการลงทุนแบบเน้นคุณค่า*. [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก: <https://pantip.com>

ส่วนต่างแห่งความปลอดภัย (Margin of Safety). 9 มีนาคม 2561. *Margin of Safety: กลยุทธ์การลงทุนอย่างปลอดภัย* [ออนไลน์] เข้าถึงได้จาก: <https://www.set.or.th>



ประเภทนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์. [ออนไลน์]. 1 กุมภาพันธ์ 2561. เข้าถึงได้จาก: <http://www.set.or.th>

โมห์นิช พาไบร (Mohnish Pabrai). พรชัย รัตนนันทชัยสุข, ผู้แปล. (2552) .*นักลงทุนค้นโค*. นนทบุรี: วิสดอมเวิร์ด เพรส.

วอร์เรน บัฟเฟตต์ (Warren Edward Buffett). 1 กุมภาพันธ์ 2561. *วอร์เรน บัฟเฟตต์ คนเล่นหุ้นที่รวยที่สุดในโลก*.

[ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.naiwaen.com>

อัตราการเติบโตหุ้นคุณค่าในประเทศไทย. [ออนไลน์]. 28 กุมภาพันธ์ 2557. เข้าถึงได้จาก:

<https://setvi.wordpress.com/category/หุ้นคุณค่า-value-stock/>