

อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุน ในกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD

RETURN AND RISK OF PORTFOLIO INVESTMENT IN SETHD

Received: August 8, 2018

Revised: October 17, 2018

Accepted: October 18, 2018

พุฒิกานต์ ชูวิทย์สกุลเลิศ*

Puttikarn Chuwitsakunlert*

ยอดยั้ง ธนทวี**

Yordying Thanatawee**

* นิสิตในหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิตสำหรับผู้บริหาร วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา

* Student in Master of Business Administration for Executives Program, Graduate School of Commerce, Burapha University.

* Email: puttikarn@gmail.com

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์สาขาวิชาการเงิน วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา

** Assistant Professor of Finance, Graduate School of Commerce, Burapha University.

** Email: yordying@yahoo.com

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ SET High Dividend 30 Index (SETHD) โดยทำการเปรียบเทียบกับดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2556 ถึง กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2561

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้อัตราผลตอบแทนไม่แตกต่างจากดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโตอย่างมีนัยสำคัญในทุกสภาวะตลาด เมื่อทำการเปรียบเทียบความเสี่ยง พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงสูงกว่าดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ในทุกสภาวะตลาดและหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวลดลงแต่อย่างไรก็ตามกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้เมื่อทำการศึกษาอัตราส่วนผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของการลงทุน แสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง SETHD กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า กลุ่มหลักทรัพย์เติบโต

Abstract

The objective of this research is to study return and risk of portfolio investment in SET High Dividend 30 Index (SETHD) with those of SET Index, value stocks and growth stocks over the period from January 2013 to February 2018.

The results of the research showed that the returns on investment in SETHD, SET Index, value stocks and growth stocks were not significantly different. When comparing the risks of investment, SETHD portfolio had higher risk than SET Index in all market conditions and value stock portfolio in the bear market condition nevertheless SETHD portfolio had significantly lower risk than value stock in bull market condition. When considering sharpe ratio, SETHD portfolio had significantly lower sharpe ratio than value stock portfolio in the bull market condition.

Keywords: Return, Risk, SETHD, Value Stock, Growth Stock

บทนำ

ในวันที่ 4 กรกฎาคม 2554 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องการอำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนที่เน้นผลตอบแทนจากเงินปันผลเป็นหลัก โดยการออกดัชนีราคา SET High Dividend 30 Index (SETHD) ซึ่งประกอบด้วยหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายอัตรารายเงินปันผลที่สูงและต่อเนื่องจำนวน 30 หลักทรัพย์ จากหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET 100 มาใช้ในการคำนวณ ในขณะที่การลงทุนในหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมของนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ สามารถแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่มใหญ่ คือ การลงทุนในหลักทรัพย์คุณค่า (Value Stock) ซึ่งหมายถึง หลักทรัพย์ที่มีพื้นฐานดี แต่ราคาถูก และหลักทรัพย์เติบโต (Growth Stock) ซึ่งหมายถึง หลักทรัพย์ที่มีอัตรารายจ่ายเติบโตมากกว่าหลักทรัพย์อื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ทั้งนี้งานวิจัยในอดีต ของ รัชวิวัฒน์ วิพทุทธิกุล (2553) อภิญา บุษราตระกูล (2554) และ อลิษา มกราพันธุ์ (2554) เป็นการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์คุณค่า และหลักทรัพย์เติบโต นอกจากนี้งานวิจัยในต่างประเทศของ Conover, Jensen and Simpson (2016) ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์กลุ่มเติบโตที่มีอัตรารายจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน แต่อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่เน้นผลตอบแทนจากเงินปันผลเป็นหลัก จะให้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ดีกว่าหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ

ดังนั้นคำถามหลักสำหรับงานวิจัยนี้ จึงต้องการศึกษาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ว่าให้อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงแตกต่างจากการลงทุนในดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ หลักทรัพย์คุณค่า และหลักทรัพย์เติบโตอย่างไร ทั้งนี้งานวิจัยได้ทำการแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ประเด็น ได้แก่ ประเด็นที่ 1 ทำการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบอัตรารายผลตอบแทน โดยใช้อัตราผลตอบแทนรวมระหว่างอัตรารายผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา และอัตรารายผลตอบแทนจากเงินปันผล ประเด็นที่ 2 ทำการศึกษาความเสี่ยงจากการลงทุน จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และประเด็นที่ 3 ทำการศึกษาอัตราส่วนผลตอบแทนต่อความเสี่ยง เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนนำไปใช้ในการพิจารณาเลือกลงทุน

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD เปรียบเทียบ ดัชนีหลักทรัพย์ SET Index กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น และสภาวะตลาดปรับตัวลดลง
2. เพื่อศึกษาความเสี่ยงของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD เปรียบเทียบ ดัชนีหลักทรัพย์ SET Index หลักทรัพย์กลุ่มคุณค่า และหลักทรัพย์กลุ่มเติบโต ในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น และสภาวะตลาดปรับตัวลดลง

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

1. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์

เฉลิมขวัญ ครุทญญงค์ (2557) กล่าวว่า การลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการซื้อสินทรัพย์ในรูปของหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ หรือหุ้นทุน ซึ่งถือเป็นการลงทุนทางอ้อม เนื่องจากผู้มีเงินออมไม่ต้องการที่จะประกอบธุรกิจด้วยตนเอง จึงนำเงินที่ออมได้ทำการลงทุนในหลักทรัพย์ที่พอใจ โดยคาดหวังผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย หรือเงินปันผลซึ่งแล้วแต่ประเภทของหลักทรัพย์ที่ลงทุนนอกจากนี้แล้วผู้ลงทุนยังอาจได้รับผลตอบแทนจากกำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์นั้นๆ

ตราสารทุน (equity instrument) มีความแตกต่างจากตราสารหนี้เนื่องจากผู้ลงทุนในตราสารทุนจะมีฐานะเป็นเจ้าของกิจการ มีส่วนได้ส่วนเสียในทรัพย์สินและรายได้ของบริษัท โดยผู้ถือตราสารทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล (dividend) ทั้งนี้บริษัทผู้ออกตราสารทุนไม่มีข้อผูกพันว่าจะต้องจ่ายเงินปันผล ตราสารทุนที่จะกล่าวถึงได้แก่ หุ้นสามัญ ใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหุ้นสามัญ และใบสำคัญแสดงสิทธิ (สถาบันพัฒนาความรู้ ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

สิ่งสำคัญประการหนึ่งเมื่อผู้ลงทุนตัดสินใจนำเงินที่มีอยู่มาลงทุนคือ ผลตอบแทน เนื่องจากผู้ลงทุนเลือกที่จะเลื่อนการบริโภคในปัจจุบันออกไปในอนาคต โดยหวังว่าจะมีความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นและสามารถบริโภคได้มากขึ้นในอนาคต โดยความมั่งคั่งที่นักลงทุนคาดหวังเกิดจากกระแสเงินสดรับที่เพิ่มขึ้น เช่น เงินปันผล หรืออาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ก็ได้ อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจะเกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้นจึงมีโอกาสที่จะเกิดความไม่แน่นอนต่างๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อได้รับผลตอบแทนในอนาคต สิ่งนั้นเรียกว่า ความเสี่ยง (Risk)

โดยความเสี่ยงจากการลงทุนคือ โอกาสหรือความเป็นไปได้ที่ผู้ลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ ซึ่งสามารถแบ่งความเสี่ยงของการลงทุนออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ 1. ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยมหภาค (Macro Factors) เป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถหลีกเลี่ยงหรือสามารถคาดเดาได้ล่วงหน้า เป็นผลกระทบที่เกิดจากปัจจัยภายนอก สามารถแบ่งออกเป็นสองกลุ่มใหญ่ ๆ คือ ความเสี่ยงที่กระทบทุกคน (Pervasive Risk) เช่น ความเสี่ยงที่มักเกิดขึ้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง แล้วมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับเศรษฐกิจและการเงิน และความเสี่ยงที่ไม่สามารถลดได้จากการกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ (Systematic Risk) เช่น ความเสี่ยงจากความแปรผันของอัตราดอกเบี้ย

ดังนั้นในทางปฏิบัติผู้ลงทุนจะนำอัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้ปรับด้วยระดับความเสี่ยง (Risk Adjusted Return) ไปใช้ในการเลือกลงทุน โดยผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในการลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุดบนระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน หรือหากผลตอบแทนที่เท่ากันนักลงทุนจะเลือกทางเลือกที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2557)

2. แนวคิดการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุน

หลักทรัพย์แต่ละตัวมีระดับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ดังนั้นการประเมินการบริหารจัดการกองทุน จะใช้การประเมินอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) ในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวม ได้แก่ มาตราวัดผลการดำเนินงานตามตัวแบบของ Sharpe

Sharpe Ratio คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มสินทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง หรือเรียกว่า Risk Premium หหารด้วยความเสี่ยงรวมของผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน โดยพิจารณาอัตราผลตอบแทนส่วนชดเชยความเสี่ยงต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงโดยรวมพอร์ตโฟลิโอที่มีค่ามาตรวัดตามตัวแบบของชาร์ปสูง หมายถึง พอร์ตโฟลิโอที่มีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่มีค่ามาตรวัดตามตัวแบบของชาร์ปต่ำ เนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงสูงกว่า (Sharpe, 1990)

งานศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์

วรินดา ซิลเวอร์ และธนาวัฒน์ ลีริวัฒน์ธนกุล (2555) ได้ศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นคุณค่า และหุ้นเติบโตของหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET 100 ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนและมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงที่สุด ในขณะที่หลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นเติบโตมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนและมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนต่ำที่สุด

จุฑาภรณ์ ทวีผลจรรยา (2557) ศึกษาเรื่องประสิทธิภาพของหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกัน โดยการพิจารณาผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงให้อยู่บนมาตรฐานเดียวกัน (Risk-Adjusted Return) ด้วยมาตราวัด Sharpe Ratio, Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha ในการศึกษาใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) เป็นเกณฑ์ในการจัดประเภทกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ผลการศึกษาพบว่า เมื่อพิจารณาเพียงเฉพาะผลตอบแทนและความเสี่ยง เปรียบเทียบระหว่างกลุ่มหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโต กลุ่มหุ้นคุณค่าจะมีผลตอบแทนและความเสี่ยงรวม (Standard Deviation) ที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต แต่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta) ต่ำกว่า ทั้งนี้

เมื่อวิเคราะห์ร่วมกับปัจจัยด้านภาวะตลาดไม่ว่าจะใช้มาตรวัดใดในการทดสอบ ต่างให้ผลสรุปที่ตรงกัน คือประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกัน

วี ลุงกานี, อริยพงษ์ พันธ์ศรีวงศ์ และเกรียงไกร ก้อนคำ (2560) ศึกษาเรื่องผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มหลักทรัพย์ในการวิจัยประกอบด้วยกลุ่มหุ้นคุณค่า กลุ่มหุ้นเติบโต และกลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นอย่างง่าย โดยการสุ่มเลือกหลักทรัพย์ขึ้นมา ผลการเปรียบเทียบประสิทธิภาพกลุ่มหลักทรัพย์แสดงให้เห็นว่า กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าและกลุ่มหลักทรัพย์เติบโตไม่มีความแตกต่างกันและไม่ได้แตกต่างจากหลักทรัพย์ที่ได้เลือกอย่างง่าย เมื่อทดสอบผลการลงทุนของหุ้นทั้งสามกลุ่มในสถานการณ์การลงทุนที่แตกต่างกันคือในสภาวะตลาดหุ้นซบเซา ภาวะตลาดเติบโตสูง และภาวะตลาดทรงตัว โดยใช้วิธีการทดสอบตาม Newey-West Standard Error Correction พบว่ากลุ่มหุ้นคุณค่าไม่ได้มีประสิทธิภาพเหนือกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นอย่างง่ายทุกช่วงเวลาของการทดสอบ

Conover, Jensen and Simpson (2016) แสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์กลุ่มคุณค่าที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลให้อัตราผลตอบแทนมากกว่า 1% ต่อเดือน เมื่อเทียบกับหลักทรัพย์กลุ่มเติบโตที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลทั้งในระยะสั้น และระยะยาว รวมถึงหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง จะมีความเสี่ยงน้อยกว่า ในขณะที่ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่า เมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล นอกจากนั้นแล้วการจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับรูปแบบการลงทุน โดยกลุ่มหลักทรัพย์เติบโตที่มีมูลค่าตลาดต่ำให้ผลประโยชน์มากที่สุด ซึ่งบริษัทจะคิดว่าการนำเงินไปลงทุนต่อเกิดประโยชน์มากที่สุด

จากการทบทวนวรรณกรรมในข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานดังนี้

H1: หลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD ให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่า ดัชนีหลักทรัพย์ SET Index กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ในสภาวะตลาดปรับตัวลดลง

H2: หลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD มีความเสี่ยงต่ำกว่า ดัชนีหลักทรัพย์ SET Index กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต

วิธีการดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) โดยข้อมูลประกอบด้วยราคาปิด อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E Ratio) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV Ratio) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลย้อนหลังของหุ้นสามัญในกลุ่ม SET 100 ทุกตัว ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) และดัชนีหลักทรัพย์ (SETHD) และอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรอายุ 1 ปีจากธนาคารแห่งประเทศไทย (อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง) ทั้งหมดย้อนหลังในช่วงตั้งแต่มกราคม พ.ศ. 2556 – กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2561 รวมทั้งสิ้น 62 เดือน

ขั้นตอนการศึกษา

1. นำข้อมูลที่ได้เก็บรวบรวม มาทำการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ใน SET 100 โดยแบ่งออกเป็นสามกลุ่ม คือ

1.1 หลักทรัพย์ในดัชนี SETHD (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ม.ป.ป.)

1.2 หลักทรัพย์ที่มี P/E ratio และ P/BV ratio ต่ำ เรียกว่า หลักทรัพย์คุณค่า (Value Stock) โดยใช้เกณฑ์ค่า P/E Ratio < 15 และ P/BV Ratio < 1.5 (Graham, 2009)

1.3 หลักทรัพย์ที่มี P/E ratio และ P/BV ratio สูง เรียกว่า หลักทรัพย์เติบโต (Growth Stock) โดยใช้เกณฑ์ค่า P/E Ratio > 15 และ P/BV Ratio > 1.5 (Graham, 2009)

2. การแบ่งภาวะตลาด ออกเป็นสองกลุ่ม คือ

2.1 ภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น โดยใช้เกณฑ์อัตราผลตอบแทนตลาด (คำนวณจาก SET Index) สูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ($R_m - R_f > 0$)

2.2 ภาวะตลาดปรับตัวลดลง โดยใช้เกณฑ์อัตราผลตอบแทนตลาดต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ($R_m - R_f \leq 0$)

3. การคำนวณอัตราผลตอบแทนรวม (TR)

อัตราผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์สามารถแยกออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา และ ผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$TR_i = R_i + D_i$$

ทั้งนี้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์ ในบางกรณีหลักทรัพย์มีการแตกพาร์ หรือมีการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าที่ตราไว้ เช่น จากเดิมผู้ลงทุนถือหลักทรัพย์ A จำนวน 100 หุ้น ราคาหุ้นละ 50 เมื่อทำการแตกพาร์อัตรา 1:10 จะทำให้จำนวนหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนถือ เปลี่ยนเป็นจำนวน 1000 หุ้น ราคาหุ้นละ 5 บาท ดังนั้นก่อนทำการคำนวณอัตราผลตอบแทนจะต้องมีการปรับมูลค่าหลักทรัพย์โดยเทียบให้มีฐานจำนวนหุ้นเท่ากัน เพื่อให้เกิดความคลาดเคลื่อนของอัตราผลตอบแทนน้อยที่สุด โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$R_i = [(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}] \times 100$$

และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$D_i = \frac{\text{มูลค่าปันผลต่อหุ้น}}{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}} \times 100$$

โดยกำหนดให้

TR_i = อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์

R_i = อัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์

P_t = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของเดือน t

P_{t-1} = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของเดือนก่อนหน้า

D_i = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

4. การคำนวณค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์ จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

$$\sigma_i = \sqrt{\sum (TR_i - TR_i) / n}^{1/2}$$

5. การคำนวณอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนต่อความเสี่ยงรวมทั้งหมด (Sharpe ratio) ถูกคิดค้นโดย Prof. William F. Sharpe (Sharpe, 1990) เนื่องจากนักลงทุนจะเลือกอัตราผลตอบแทนที่ดีที่สุดในระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน ดังนั้น Sharpe ratio จะเป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{TR - R_f}{\sigma}$$

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมข้อมูล โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS for Windows วิเคราะห์ที่ความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ SETHD เปรียบเทียบกับดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ภายใต้สภาวะตลาดที่แตกต่างกัน โดยใช้สถิติ t-test

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผลการศึกษาแบ่งออกเป็น 4 ส่วน ดังนี้
ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สภาวะตลาด

ตารางที่ 1 แสดงผลการจัดประเภทสภาวะตลาด

ปี	อัตราผลตอบแทนของตลาด (R_m)	อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (R_f)	$R_m - R_f$	สภาวะตลาด
2556	-11.90 %	2.61 %	-14.51 %	ปรับตัวลดลง
2557	17.53 %	2.12 %	15.41 %	ปรับตัวสูงขึ้น
2558	-18.54 %	1.62 %	-20.16 %	ปรับตัวลดลง
2559	18.60 %	1.46 %	17.14 %	ปรับตัวสูงขึ้น
2560	11.18 %	1.47%	9.71 %	ปรับตัวสูงขึ้น

จากตารางที่ 1 ข้างต้นแสดงข้อมูลสภาวะตลาดในช่วง พ.ศ. 2556 – 2560 ระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี พบว่า สภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น หรือ Bull Market ($R_m - R_f > 0$) ได้แก่ พ.ศ. 2557 พ.ศ. 2559 และ พ.ศ. 2560 และสภาวะตลาดปรับตัวลดลง หรือ Bear market ($R_m - R_f \leq 0$) ได้แก่ พ.ศ. 2556 และ พ.ศ. 2558

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กับหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ ในสภาวะตลาดแตกต่างกัน

ตารางที่ 2 การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กับกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ

สภาวะตลาด	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือน (ร้อยละ)						
	SETHD (R_{hd})	SET Index (R_{set})	($R_{hd} - R_{set}$)	Value stock (R_v)	($R_{hd} - R_v$)	Growth stock (R_g)	($R_{hd} - R_g$)
62 เดือน	0.57	0.75	-0.18 (-.761)	0.92	-0.35 (-1.110)	0.55	0.02 (.056)
ปรับตัวสูงขึ้น	1.39	1.55	-0.16 (-.577)	1.91	-0.52 (-1.572)	0.98	0.41 (.798)
ปรับตัวลดลง	-0.97	-0.57	-0.40 (-.884)	-0.75	-0.22 (-.345)	-0.18	-0.79 (-1.015)

หมายเหตุ R_{hd} คืออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD R_{set} คืออัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ R_v คืออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า R_g คืออัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-statistics ***, **, * คือค่านัยสำคัญที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้อัตราผลตอบแทนไม่แตกต่างจากหลักทรัพย์อื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญในทุกสภาวะตลาด สอดคล้องกับทฤษฎีที่ว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลให้กำไรสะสมลดลง เนื่องจากตามพ.ร.บ มหาชน มาตรา 115 ระบุว่า บริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลก็ต่อเมื่อไม่มียอดขาดทุนสะสม จึงจะสามารถนำกำไรสะสมที่ยังไม่ได้จัดสรรมาพิจารณาจ่ายปันผลได้ ผลที่ตามมาโดยส่วนใหญ่คือราคาหลักทรัพย์จะลดลง ดังนั้นทำให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างเงินปันผลถูกชดเชยด้วยส่วนต่างอัตราผลตอบแทนของราคา ทั้งนี้ยังสอดคล้องงานวิจัย Conover, et al. (2016) หลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงแต่ให้อัตราผลตอบแทนไม่แตกต่างกันกับหลักทรัพย์ที่ไม่จ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 3 การเปรียบเทียบความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กับกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ

สภาวะตลาด	ความเสี่ยง						
	SETHD (σ_{hd})	SET Index (σ_{set})	($\sigma_{hd} - \sigma_{set}$)	Value stock (σ_v)	($\sigma_{hd} - \sigma_v$)	Growth stock (σ_g)	($\sigma_{hd} - \sigma_g$)
62 เดือน	0.96	0.81	0.15*** (5.767)	0.94	0.02 (.658)	1.08	-0.12 (-.978)
ปรับตัวสูงขึ้น	0.82	0.66	0.16*** (4.543)	0.88	-0.06** (-2.412)	0.88	-0.06 (-.453)
ปรับตัวลดลง	1.17	1.04	0.13*** (3.143)	1.02	0.15** (2.283)	1.38	-0.21 (-.836)

หมายเหตุ σ_{hd} คือค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD σ_{set} คือค่าความเสี่ยงของดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ σ_v คือค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า σ_g คือค่าความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ตัวเลขในวงเล็บ คือค่า t-statistics ***, **, * คือค่านัยสำคัญที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงสูงกว่า ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ในทุกสภาวะตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% นอกจากนี้กลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ยังมีความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น และมีความเสี่ยงสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ทั้งนี้เมื่อพิจารณาความเสี่ยงรวม 62 เดือน พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงสูงกว่า ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ เท่ากับ 0.15

สภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้นกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงสูงกว่าดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ เท่ากับ 0.16 และมีความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า เท่ากับ 0.06

สภาวะตลาดปรับตัวลดลงกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงสูงกว่า ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ และกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า เท่ากับ 0.13 และ 0.15 ตามลำดับ

จากผลการทดสอบสอดคล้องกับงานวิจัยของจุฑาภรณ์ ทวีผลจรูญ (2557) ศึกษาเรื่องประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกันที่กล่าวว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกันไม่ว่าจะอยู่ในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) หรือภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market) ทั้งนี้กลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงมากกว่าดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) อย่างมีนัยสำคัญในทุกสภาวะตลาด จากการเปรียบเทียบความเสี่ยงเป็นไปตามทฤษฎีที่ว่าหลักทรัพย์ประกอบด้วยความเสี่ยง 2 ส่วน คือความเสี่ยงที่เป็นระบบ และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ โดยความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถลดได้กระจายการลงทุนในหลายอุตสาหกรรม ทำให้ SET Index ที่คำนวณจากหลักทรัพย์ทุกตัวบนตลาดมีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบต่ำที่สุด

ส่วนที่ 3 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงรวม(Sharpe Ratio) ของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กับหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ

ตารางที่ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงรวมของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กับกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ

ช่วงเวลา		อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงรวม (Sharpe Ratio)			
ปี	สภาวะตลาด	SETHD	SET Index	Value stock	Growth stock
พ.ศ. 2556	ปรับตัวลดลง	-8.34	-3.79	-17.74	0.46
พ.ศ. 2557	ปรับตัวสูงขึ้น	7.88	19.26	15.78	16.37
พ.ศ. 2558	ปรับตัวลดลง	-14.88	-14.87	0.55	-10.12
พ.ศ. 2559	ปรับตัวสูงขึ้น	20.40	22.84	21.15	9.15
พ.ศ. 2560	ปรับตัวสูงขึ้น	27.52	35.49	40.08	4.15
รวมเฉลี่ย		6.516	11.786	11.964	4.002

จากตารางที่ 4 อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงรวมกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กับกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ในขณะที่ให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงต่ำกว่า ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า

ตารางที่ 5 การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กับกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ

สภาวะตลาด	อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (Sharpe Ratio)						
	SETHD (σ_{hd})	SET Index (S_{set})	($S_{hd} - S_{set}$) (-686)	Value stock (S_v)	($S_{hd} - S_v$) (-929)	Growth stock (S_g)	($S_{hd} - S_g$) (.053)
62 เดือน	-1.08	-0.85	-0.23 (-686)	-0.76	-0.32 (-929)	-1.11	0.03 (.053)
ปรับตัวสูงขึ้น	-0.28	0.12	-0.40 (-835)	0.54	-0.82* (-1.774)	-0.62	0.33 (.483)
ปรับตัวลดลง	-2.71	-2.58	-0.13 (-299)	-2.96	0.25 (.454)	-2.05	-0.66 (-1.311)

หมายเหตุ σ_{hd} คือค่าอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD S_{set} คือค่าอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ S_v คือค่าอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า S_g คือค่าอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต ตัวเลขในวงเล็บ คือค่า t-statistics ***, **, * คือค่านัยสำคัญที่ระดับ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% โดยกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าเท่ากับ -0.82 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่ามีประสิทธิภาพมากกว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยผู้วิจัยได้ทำการแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มหลักทรัพย์ SETHD กลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และกลุ่มหลักทรัพย์เติบโต เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในสภาวะตลาดที่แตกต่างกัน ผลการศึกษาพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้อัตราผลตอบแทนไม่แตกต่างจากหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ในทุกสภาวะตลาด และกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีความเสี่ยงสูงกว่าดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ ในทุกสภาวะตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% นอกจากนี้กลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ยังมีความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น และมีความเสี่ยงสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ทั้งนี้เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในส่วนของเงินปันผล เป็นการนำกำไรสะสมที่ยังไม่ได้ทำการจัดสรรมาทำการจ่ายเงินปันผล ทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง ส่งผลให้โดยส่วนใหญ่ราคาหุ้นจะลดลงด้วย ในขณะที่ความเสี่ยงนอกจากพิจารณาเรื่องผลตอบแทนแล้ว ยังต้องพิจารณาเรื่องการกระจายความเสี่ยงในอุตสาหกรรมที่มีความหลากหลาย เนื่องจากจะช่วยลดความเสี่ยงแบบ Unsystematic Risk ได้ดีขึ้น

ในการศึกษาอัตราส่วนผลตอบแทนรวมต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ ผลพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ SETHD มีอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

ข้อเสนอแนะในการนำวิจัยไปใช้ประโยชน์

1. ประโยชน์สำหรับนักลงทุนรายย่อย แม้กลุ่มหลักทรัพย์ SETHD จะให้อัตราผลตอบแทนที่ไม่แตกต่างจากหลักทรัพย์กลุ่มอื่นๆ ในทุกสภาวะตลาด แต่เมื่อพิจารณาความเสี่ยงจะพบว่าการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้ความเสี่ยงที่สูงกว่าการลงทุนกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวลดลง และเมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงจะพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ให้อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่ต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าในสภาวะตลาดปรับตัวสูงขึ้น ทั้งนี้เกณฑ์ในการพิจารณาหลักทรัพย์กลุ่มต่างๆ อาจมีความแตกต่างกัน นักลงทุนควรทำการศึกษาเพิ่มเติม เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด

2. ประโยชน์สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์สามารถนำผลที่ได้จากการศึกษามาใช้ในการพิจารณาเงื่อนไขในการกำหนด คุณลักษณะที่เหมาะสมของกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อให้เกิดประโยชน์กับนักลงทุนที่แท้จริง เนื่องจากในปัจจุบันการพิจารณาหลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD จะเป็นการพิจารณาเฉพาะอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ไม่ได้นำความเสี่ยงของหลักทรัพย์มาร่วมในการพิจารณาดังนั้นตลาดหลักทรัพย์ควรมีการพิจารณาเพิ่มจำนวนหลักทรัพย์ จาก 30 หลักทรัพย์ เป็น 50 หลักทรัพย์ รวมถึงการนำหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนี sSET ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก แต่มีสภาพคล่องสูงมาร่วมในการพิจารณาเลือกหลักทรัพย์ SETHD เพื่อช่วยในการลดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

ทั้งนี้ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาวิจัยภายนอกที่เข้ามามีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน เช่น สภาวะทางการเมือง ที่ส่งผลต่อการตัดสินใจเลือกลงทุนทั้งจากนักลงทุนในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งเหตุผลดังกล่าวถือเป็นข้อจำกัดทางการวิจัย ที่นักลงทุนควรนำมาใช้ในการตัดสินใจก่อนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มต่างๆ

บรรณานุกรม

- จิรัตน์ ลังษ์แก้ว. (2544). *การลงทุน*. กรุงเทพฯ. สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- จุฑาภรณ์ ทวีผลจรูญ. (2557). *ศึกษาเรื่องประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกัน*. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- เฉลิมขวัญ ครุทบุญยงค์. (2557). *หลักการลงทุน*. กรุงเทพฯ. ซีเอ็ดดูเคชั่น.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). *ดัชนีราคา SET High dividend 30 index*. สืบค้น 16 มกราคม 2561, จาก <https://www.set.or.th/th/products/index/SETHD.html>
- ธวัชวัลย์ วิบุทธิกุล. (2553). *การศึกษาผลตอบแทนจากการจัดกลุ่มการลงทุน ซึ่งจัดแบ่งตามขนาด อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น* (การค้นคว้าแบบอิสระมหาบัณฑิตบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีมหานคร.
- ริรินดา ชโลธร. (2555). *ศึกษาเรื่องการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตของหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET 100*. (ปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต, บัณฑิตวิทยาลัย). กรุงเทพฯ: มหาลัยเกษตรศาสตร์.
- รวี ลงกานี, อริยพงษ์ พันธุ์ศรีวงศ์ และเกรียงไกร ก้อนคำ. (2560). ผลการลงทุนของหุ้นคุณค่าในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 39(151), 49-72.
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2557). *ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์* (พิมพ์ครั้งที่ 21). กรุงเทพฯ. อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). *การลงทุนในตราสารทุน* (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ. อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- อภิญา บุษราตระกุล. (2554). *การศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยใช้แนวทางการลงทุนแบบเน้นคุณค่า และแนวทางการลงทุนแบบเน้นการเติบโต*. *วารสารบริหารธุรกิจนิด้า*, 54(9), 40-63.
- อลิษา มกรพันธุ์. (2554). *ศึกษาเรื่องผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และหลักทรัพย์เติบโตในตลาดหุ้นไทย*. (ฉบับบริหารธุรกิจบัณฑิต การจัดการแบบบูรณาการ และวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบริหารการเงิน). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Conover, M.C., Jensen, G.R., & Simpson, M.W. (2016). What Difference Do Dividends Make?. *Financial Analysts Journal*, 72, 28-40.
- Graham, B. (2009). *The Intelligent Investor* (Revised Edition). New York: Harper Business.
- Sharpe, W. F. (1990). *Investments* (4th ed.). New Jersey: Prentice Hall.