

ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกัน

Performance of Value and Growth Stock Portfolios Under Different Market Conditions

จุฑาภรณ์ ทวีผลจรูญ* และรวี ลงกาณี**

บทคัดย่อ

การศึกษาประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกัน มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยง ของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต รวมถึงวิเคราะห์ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่มร่วมกับภาวะตลาดที่แตกต่างกัน ได้แก่ ภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) และภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market) วัดประสิทธิภาพโดยการพิจารณาผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงให้อยู่บนมาตรฐานเดียวกัน (Risk-Adjusted Return) ด้วยมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha โดยมีช่วงระยะเวลาการศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2556 รวมเป็นระยะเวลา 6 ปี หรือ 72 เดือน

การศึกษาใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) เป็นเกณฑ์ในการจัดประเภทกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต แล้วคำนวณผลตอบแทนรายเดือนของแต่ละหลักทรัพย์ โดยการใช้ราคาปิดรายเดือน และอัตราเงินปันผลรายเดือนของหลักทรัพย์ หลังจากนั้นจึงคำนวณผลตอบแทนรายเดือนของพอร์ตโฟลิโอทั้งสองด้วยวิธีการถ่วงน้ำหนักเท่ากัน (Equally Weight) แบ่งภาวะตลาดโดยใช้การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของตลาดและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2556 แทนอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง และคำนวณผลตอบแทนของตลาดโดยอ้างอิงจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)

ผลการศึกษาพบว่า เมื่อพิจารณาเพียงเฉพาะผลตอบแทนและความเสี่ยง เปรียบเทียบระหว่างกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต กลุ่มหุ้นคุณค่าจะมีผลตอบแทนและความเสี่ยงรวม (Standard Deviation) ที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต แต่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta) ต่ำกว่า อย่างไรก็ตาม เมื่อนำผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ได้มาทดสอบสมมุติฐาน และวิเคราะห์ประสิทธิภาพด้วยมาตรวัดผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงของกลุ่มหุ้น (Risk-adjust Return) คือ มาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha ผลการศึกษาพบว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) และหุ้นเติบโต (Growth Stock) ไม่แตกต่างกัน ทั้งนี้เมื่อวิเคราะห์ร่วมกับปัจจัยด้านภาวะตลาด ไม่ว่าจะใช้มาตรวัดใดในการทดสอบ ต่างให้ผลสรุปที่ตรงกัน คือ ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกันไม่ว่าจะอยู่ในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) หรือช่วงภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market) การศึกษายังพบว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นในภาวะตลาดปรับตัวสูง จะสูงกว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นในภาวะตลาดปรับตัวลดลง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งพบทั้งในกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต

* นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** รองศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ดังนั้น กลุ่มหุ้นคุณค่าจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต แต่เมื่อวิเคราะห์ถึงประสิทธิภาพที่แท้จริงแล้ว ทำให้ทราบว่า ปัจจัยด้านมูลค่า และปัจจัยด้านภาวะตลาดจะไม่ได้ส่งผลให้ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตมีความแตกต่างกัน แต่ปัจจัยด้านภาวะตลาดมีผลต่อประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์โดยรวม กล่าวคือภาวะตลาดทำให้ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้น ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดลงมีความแตกต่างกัน

ABSTRACT

The objective of this independent study, 'Performance of Value and Growth Stock Portfolios under Different Market Conditions' aimed to study and analyze performance (Return and Risk) of Value and Growth Stock Portfolios by analyzing with market conditions (Bull and Bear Markets). Measure their performances by using portfolios performance measurement indices which combine risk and return performance into a single value (risk-adjusted return). In this study, Sharp's Ratio Trezor's Ratio and Jensen's Alpha are applied. The past six years of secondary data source are used, totally 72 months (6 years) started from January 2008 to December 2013.

This study categorizes and groups stocks by using P/E and P/BV, separating total stocks in SET Index to Value Stock and Growth Stock Portfolios. Then, each monthly stock return is computed by using monthly close price and dividend. After that, portfolio's monthly return is calculated base on the Equally Weight Approach. Moreover, the author classifies market conditions by comparing market return and risk free rate of return. Lastly, SET Index is used to represent the market rate of return and the interest rate from 2008 to 2013 is used to represent risk-free rate.

When computing only return and risk and comparing between value and growth stock portfolios, the study result found that, the return and total risk (Standard Deviation) of value stock portfolio is higher than those of growth stock portfolio but, value stock portfolio has lower systematic risk (Beta) than growth stock portfolio. However, When return and risk of Value and Growth Stock Portfolios are analyzed and measured the hypothesis by applying Sharp's Ratio Trezor's Ratio and Jensen's Alpha, it is indicated that the performance of both Value and Growth Stock Portfolios are not different even in bull market or bear market conditions. The result of three methods confirms the same conclusion. Furthermore, the stock portfolios (both value and growth stock) in bull market condition generate higher return than in bear market condition.

In conclusion, even the value factor and market conditions factors do not have any effect on the performance of value and growth stock portfolios and does not make the return of both kind of stock portfolio to be different. But, the market conditions affect directly on the performance of the overall stocks in the market. Portfolio's returns in the bull market and bear market condition are significantly different.

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็นหมวดหมู่ตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถใช้วิเคราะห์ และเปรียบเทียบหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกันได้ โดยอาจพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานทางธุรกิจ และอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ นอกจากการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามประเภทของอุตสาหกรรมแล้ว ยังมีแนวคิดการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์อื่นๆ ที่ถูกคิดค้นมาเพื่อให้ นักลงทุนใช้เป็นแนวทางในการเลือกลงทุนตามความเหมาะสมกับแนวทางการลงทุนที่แตกต่างกัน

การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ที่ได้รับความนิยมมาก ทั้งในประเทศและต่างประเทศ คือ การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามขนาดของหลักทรัพย์ และการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยด้านมูลค่า แนวคิดดังกล่าวมีที่มาจากทฤษฎีแบบจำลองสามปัจจัยของ (Fama and French, 1992; 1993; 1998) ซึ่งปัจจุบันการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามปัจจัยมูลค่าเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวางจากนักลงทุนทั่วไป และมีงานศึกษาจำนวนมากในตลาดของประเทศที่พัฒนาแล้ว ทั้งนี้ การแบ่งกลุ่มหุ้นตามปัจจัยด้านมูลค่า เป็นการแบ่งกลุ่มหุ้นออกเป็นสองกลุ่ม ได้แก่ กลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) และหุ้นเติบโต (Growth Stock)

ลักษณะของหุ้นคุณค่า (Value Stock) คือ เป็นหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่า มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) และราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่ำ มีการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) ในอัตราที่มากกว่าค่าเฉลี่ย และมักมีอัตราการเติบโตของกำไรที่ไม่โดดเด่นนัก ส่วนกลุ่มหุ้นอีกประเภทหนึ่งคือ หุ้นเติบโตหรือ Growth Stock เป็นกลุ่มหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) และ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) สูง และมีการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) ค่อนข้างต่ำ หุ้นกลุ่มนี้จะมีผลการดำเนินงานที่เติบโตโดดเด่น และมีผลประกอบการที่ดี เป็นเหตุให้ราคาหลักทรัพย์อยู่ในระดับสูงอย่างสม่ำเสมอแนวทางการแบ่งกลุ่มหุ้นตามปัจจัยมูลค่าของ (Fama and French, 1992; 1993; 1998)อ้างอิงได้จากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market /Book) อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price/Earning) และอัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสดต่อหุ้น (Price/ Cash Flow) เมื่อเรียงลำดับอัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวจากมากไปหาน้อย กลุ่มหุ้นคุณค่าคือกลุ่มหุ้นที่มีอัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวต่ำ และหุ้นเติบโตคือกลุ่มหุ้นที่มีอัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวสูง

การศึกษาที่ผ่านมา มีผลงานวิจัยเกี่ยวกับประสิทธิภาพของหุ้นทั้งสองกลุ่มมากมาย งานศึกษาและบทวิเคราะห์ในอดีตส่วนมากได้สนับสนุนแนวคิดการลงทุนในหุ้นคุณค่า (อลิษา มกรพันธ์, 2554) พบว่ากลุ่มหุ้นคุณค่ามีประสิทธิภาพเหนือกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต เนื่องจากอาจมีปัจจัยที่ทำให้กลุ่มหุ้นคุณค่ามีผลตอบแทนสูง เช่น ปัจจัยด้านความเสี่ยง หรือปัจจัยด้านขนาดหุ้น (Fama and French, 1992; 1993; 1998, Yen และคณะ, 2004, Ding และคณะ, 2005)อย่างไรก็ตาม ยังมีผลการศึกษาบางส่วน ที่ได้ผลไม่สอดคล้องกัน คือ พบว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่มไม่แตกต่างกัน (ลิตธิชัย วนจันทร์รักษ์, 2552)ดังนั้น การทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นทั้งสองจึงควรใช้ตัววัดที่เหมาะสม ที่สามารถอธิบายผลตอบแทนภายใต้การปรับความเสี่ยงให้อยู่บนมาตรฐานเดียวกันได้ แบบจำลองที่เหมาะสมในการวัดได้แก่แบบจำลองการวัดความสามารถในการบริหารกองทุน (Portfolio Performance Measurement) ตามตัวแบบของ Sharpe Treynor และ Jensen

นอกจากปัจจัยด้านความเสี่ยง และปัจจัยขนาดแล้ว ภาวะตลาดเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่น่าจะมีผลต่อประสิทธิภาพของหุ้นทั้งสองกลุ่ม โดยปกติดัชนีตลาดหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงในลักษณะที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา และมีการ

ผันผวนอยู่เสมอ นักลงทุนส่วนใหญ่จะเลือกลงทุนในกลุ่มหุ้นที่มีค่าเบต้าต่ำ เมื่ออยู่ในช่วงที่อัตราผลตอบแทนของตลาดต่ำ และเลือกลงทุนในกลุ่มหุ้นที่มีค่าเบต้าสูง เมื่ออยู่ในช่วงที่อัตราผลตอบแทนตลาดสูง เพื่อให้เกิดความสมบูรณ์ในการศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโต ผู้ศึกษาจึงผนวกเรื่องของภาวะตลาดที่แตกต่างกันร่วมด้วย

ภาวะของตลาดหลักทรัพย์แบ่งออกเป็นสองรูปแบบ คือภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) โดยถือตามลักษณะการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ หรือพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาด (Henrickson and Merton, 1981) ได้แบ่งภาวะตลาดโดยใช้การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของตลาด (R_m) และผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งภาวะตลาดทั้งสองประเภทช่วงที่ดัชนีราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และผลตอบแทนของตลาดสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ($R_m - R_f > 0$) จัดอยู่ในภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) ช่วงที่ดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดต่ำลงอย่างต่อเนื่อง และผลตอบแทนของตลาดน้อยกว่าหรือเท่ากับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ($R_m - R_f \leq 0$) จัดอยู่ในภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) ลักษณะที่ต่างกันของผลตอบแทนและความเสี่ยง ของหุ้นกลุ่มคุณค่าและหุ้นกลุ่มเติบโต ทำให้ผู้ศึกษามีความสนใจที่จะศึกษาและวิเคราะห์ประสิทธิภาพที่แท้จริงของหุ้นทั้งสองกลุ่มดังกล่าว ซึ่งจะพิจารณาผลตอบแทน บนพื้นฐานการปรับความเสี่ยงให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน โดยใช้มาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ นอกจากนี้ ผู้ศึกษาต้องการศึกษาเพิ่มเติมว่า ประสิทธิภาพของหุ้นทั้งสองกลุ่มดังกล่าว นั้น ขึ้นอยู่กับภาวะของตลาดโดยรวมด้วยหรือไม่ กล่าวคือ ประสิทธิภาพของหุ้นทั้งสองประเภทจะเปลี่ยนแปลงอย่างไร ในช่วงภาวะตลาดที่แตกต่างกัน เพื่อเป็นข้อมูลประกอบในการกำหนดกลยุทธ์ และวางแผนในการลงทุนของนักลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

กรอบแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้ ใช้แนวคิดในการแบ่งประเภทหลักทรัพย์เป็นพื้นฐานสำหรับจัดแบ่งประเภทหลักทรัพย์ตามปัจจัยมูลค่า (Fama and French, 1992; 1993; 1998) โดยจะใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) เป็นเครื่องมือในการจัดกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) และกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth Stock) วัดประสิทธิภาพโดยใช้แนวคิดการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์กองทุนของ Sharp Treynor และ Jensen โดยพิจารณารวมถึงผลกระทบของภาวะตลาด จากพื้นฐานแนวคิดการแบ่งภาวะตลาดของ (Henrickson and Merton, 1981) แบ่งตลาดออกเป็นภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) โดยใช้การเปรียบเทียบผลตอบแทนของตลาด (R_m) และผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งผู้ศึกษาได้ศึกษาค้นคว้าเอกสาร รายงานวิจัย รวมทั้งบททวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

1. แนวคิดการแบ่งหลักทรัพย์ตามลักษณะมูลค่า (Value)

การแบ่งหลักทรัพย์ตามลักษณะมูลค่า แรกประกอบด้วยหลักทรัพย์ 3 กลุ่มได้แก่กลุ่มหลักทรัพย์มูลค่า (Value Stock) กลุ่มหลักทรัพย์เติบโตสูง (Growth Stock) และกลุ่มหลักทรัพย์ผสม (Blend Stock) ซึ่งเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาคือค่าอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อราคาตลาด (B/M) หรืออัตรากำไรสุทธิต่อหุ้น (E/P) หรืออัตราเงินปันผลต่อหุ้น (D/P) ของ กิจการเป็นหลัก (ศุภวัฒน์ คำเสาร์, 2554: 6-8)

1.1 Value stock หมายถึงลักษณะของหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มราคาต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากกิจการเช่นยอดขาย และอัตราเงินปันผล (INVESTOPEDIA, 2009: Online) หลักทรัพย์ประเภทนี้ส่วนมากจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าเมื่อเทียบกับ Growth Stock (Berk, 1995) เมื่อพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินของกิจการประเภทนี้จะพบว่าค่า B/M, E/P และ D/P จะค่อนข้างสูง (Fama and French, 1992 ; 1997) และอาจมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่มากกว่าค่าเฉลี่ย กิจการประเภทนี้มีแนวโน้มเติบโตและมีกำไรต่ำ แต่ในระยะยาวมีแนวโน้มที่จะเติบโตในอัตราสม่ำเสมอและความเสี่ยงน้อย (Paul, 2006) นักลงทุนจะมองว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มูลค่าตามราคาตลาดต่ำกว่าความเป็นจริง หรือ Undervalued (Brett, Leo and Douglas, 2006)

1.2 Growth Stock หมายถึง ลักษณะของหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มราคาสูงเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากกิจการ (INVESTOPEDIA, 2009: Online) หลักทรัพย์ประเภทนี้ส่วนมากจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าเมื่อเทียบกับ Value Stock (Berk, 1995) เมื่อพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินของกิจการประเภทนี้จะพบว่าค่า B/M, E/P และ D/P จะค่อนข้างต่ำ (Fama and French, 1992 ; 1997) มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลน้อยมากหรือไม่จ่ายเลยอาจเป็นเพราะนำกำไรที่เกิดขึ้นไปใช้ในการพัฒนาผลิตภัณฑ์หรือใช้ในการขยายกิจการซึ่งทำให้มีแนวโน้มเติบโตและให้ผลกำไรสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดและมีความยาวนานแต่เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยสภาพเศรษฐกิจหรือข่าวอื่นๆที่เกี่ยวข้อง กิจการประเภทนี้จะได้รับผลกระทบมากกว่า (Byrne Asset Management, 2009: Online)

1.3 Blend Stock คือหลักทรัพย์ที่มีลักษณะของทั้ง Value Stock และ Growth Stock ปนกันอยู่หรืออาจจะไม่มีปรากฏลักษณะใดเลยที่เด่นชัดส่วนใหญ่แล้วราคาอยู่ระดับปกติเมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากกิจการ กิจการประเภทนี้ลักษณะอาจเป็นกิจการขนาดใหญ่ที่มีกิจการขนาดย่อยในเครือโดยที่แต่ละกิจการขนาดย่อยนั้นอาจมีอัตราการเจริญเติบโตสูงหรือหยุดนิ่งทำให้โดยภาพรวมแล้วไม่โดดเด่นอย่างเห็นได้ชัดเจน (ศุภวัฒน์ คำเสาร์, 2554:7)

2 แนวคิดการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุน

(Portfolio Performance Measurement)

หุ้นแต่ละตัวมีระดับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ดังนั้น เพื่อให้การประเมินผลการดำเนินงานมีการนำเอาความเสี่ยงในการลงทุนของกองทุนมาพิจารณาประกอบด้วยจึงควรใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง (Risk-Adjusted Return) ในการวัดผลการดำเนินงานของกองทุนรวมได้แก่มาตรวัดผลการดำเนินงานตามตัวแบบของ Sharpe Treynor และ Jensen (สุตา ปีตะวรรณ และ บุญชัยวิริยะบรรยงสุข, 2551: 6-7)

2.1 มาตรวัดตามตัวแบบของ Sharpe (Sharp's Ratio)

Sharp's Ratio คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มสินทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงหรือเรียกว่า Risk Premiumหารด้วยความเสี่ยงรวมของผลตอบแทนจากกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนหลักการคือการปรับมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงทั้งหมดให้อยู่บนพื้นฐานเดียวกัน โดยพิจารณาอัตราผลตอบแทนส่วนชดเชยความเสี่ยงต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงโดยรวม พอร์ตโฟลิโอที่มีค่ามาตรวัดตามตัวแบบของชาร์ปสูงหมายถึงเป็นพอร์ตโฟลิโอที่มีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่มีค่ามาตรวัดตามตัวแบบของชาร์ปต่ำ เนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงสูงกว่า (Sharpe, 1963)

2.2 มาตรการวัดตามตัวแบบของTreynor (Treynor's Ratio)

Treynor's Ratio คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk Premium) หารด้วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งเป็นการพิจารณาถึงผลตอบแทนที่ชดเชยความเสี่ยงต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือค่าเบต้า โดยพอร์ตโฟลิโอที่มีค่ามาตรการวัดตามตัวแบบของTreynorสูงหมายถึงพอร์ตโฟลิโอที่มีประสิทธิภาพในการบริหารหลักทรัพย์สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่มีค่ามาตรการวัดตามตัวแบบของTreynor ต่ำ เนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงกว่า(Treynor, 1965)

2.3 มาตรการวัดตามตัวแบบของ Jensen (Jensen's Alpha)

Jensen's Alpha คือ การเปรียบเทียบผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของกองทุนรวมกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ปรับด้วยค่าความเสี่ยงซึ่งคำนวณโดยใช้พื้นฐานตัวแบบการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model) โดยอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจะเป็นตัวอธิบายว่าพอร์ตโฟลิโอนั้นมีความสามารถในการบริหารหลักทรัพย์ดีกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวมหรือไม่ (Jensen, 1968)

3. แนวคิดในการจัดประเภทภาวะตลาด

(Henriksson and Merton , 1981) เสนอแนวคิดการวัดความสามารถในการจับจังหวะการลงทุนตามภาวะตลาด จากการคำนวณสมการถดถอยของข้อมูลอัตราผลตอบแทนในอดีตของตลาดและผลตอบแทนในอดีตของกองทุนซึ่งมีความสัมพันธ์เป็นเส้นตรงที่มีความชันไม่เท่ากัน วิเคราะห์จากความชันของกราฟหรือค่าสัมประสิทธิ์ c หากค่าสัมประสิทธิ์ c มีค่ามากกว่าศูนย์อย่างมีนัยสำคัญเป็นหลักฐานที่บ่งบอกว่าผู้บริหารกองทุนนั้นมีความสามารถในการคาดการณ์และจับจังหวะการลงทุนที่ดีแนวคิดนี้อธิบายว่า การคาดการณ์ภาวะตลาด จะทำให้นักลงทุนสามารถปรับสัดส่วนการลงทุนให้สอดคล้องกับสภาวะตลาดที่พยากรณ์ได้ช่วงที่อัตราผลตอบแทนของตลาดมีค่าสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงถือว่าเป็นตลาดปรับตัวสูงช่วงที่อัตราผลตอบแทนของตลาดมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงถือว่าเป็นตลาดปรับตัวลดต่ำลงผู้บริหารหลักทรัพย์ที่ดีควรเพิ่มค่าเบต้าของกลุ่มหลักทรัพย์ของตนเมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะปรับตัวสูง (Bull Market) และควรปรับลดค่าเบต้าลงเมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) เพราะเมื่อกลุ่มหลักทรัพย์มีเบต้าต่ำในช่วงดังกล่าว จะได้ผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าสูง

4. เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในอดีตได้มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวัดผลตอบแทนในหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตอย่างแพร่หลาย ผลการศึกษาบางส่วนพบว่า หุ้นกลุ่มคุณค่าให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นกลุ่มเติบโตแต่ยังไม่สามารถชี้ชัดได้ว่าผลตอบแทนที่สูงนั้นมาจากสาเหตุใด นอกจากนี้ยังมีผลการศึกษาที่พบผลแตกต่างกัน คือ พบว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกัน ผู้ศึกษาจึงต้องการนำข้อค้นพบดังกล่าวเป็นพื้นฐานในการศึกษาต่อไปว่า หากวัดผลตอบแทนโดยพิจารณาเพิ่มเติมถึงความเสี่ยงของหุ้นแต่ละประเภท และปรับความเสี่ยงให้เป็นมาตรฐานเดียวกันแล้ว ประสิทธิภาพของหุ้นทั้งสองกลุ่มจะเป็นอย่างไร และปัจจัยด้านภาวะตลาดจะส่งผลต่อผลตอบแทนของหุ้นทั้งสองกลุ่มหรือไม่ ซึ่งเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องมีดังนี้

อลิษา มกรพันธ์ (2554) ทำการศึกษาเรื่อง ผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์เติบโต ในตลาดหุ้นไทย ปี พ.ศ.2543-2553 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากโปรแกรมรวบรวมข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ (SETSMART)

ซึ่งใช้อัตราส่วนทางการเงินราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และราคาหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) เป็นเครื่องมือในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ผลการศึกษาพบว่า การลงทุนในหลักทรัพย์คุณค่า ให้ผลตอบแทนมากกว่าหลักทรัพย์เติบโตอีกทั้งยังพบว่าในการลงทุนระยะสั้นภายในปี และการลงทุนในช่วงระยะเวลา 1-3 ปี ลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เติบโตจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า ส่วนการลงทุนในระยะยาว 4-9 ปี การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มคุณค่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า

วิรินดาชโลธรและธนาวัฒน์สิริวัฒน์ธนกุล (2555) ทำการศึกษาเรื่อง การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตของหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET 100 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET100 ตั้งแต่ปี พ.ศ.2549-2554 ซึ่งไม่นับเอาบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินมาศึกษา ซึ่งนำเอาการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุมาในการหาความสัมพันธ์และทดสอบสมมติฐาน พบว่า หลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นคุณค่ามีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนสูงที่สุดเมื่อพิจารณาค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นคุณค่ามีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงที่สุดและผลการศึกษาความสัมพันธ์ของทั้งอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นเติบโตและหุ้นคุณค่ากับตัวแปรอิสระแต่ละตัวพบว่าส่วนใหญ่แล้วมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญระดับความเชื่อมั่น 95%

สิทธิชัย วนจันทร์รักษ์ (2552) ทำการศึกษาเรื่อง การเปรียบเทียบผลตอบแทนของหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากข้อมูลย้อนหลังจำนวน 15 ปี ระหว่างปี ค.ศ. 1994 – 2008 โดยตัวแปรที่ใช้ในการจัดกลุ่มหลักทรัพย์คือ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาตลาด เมื่อนำตัวแปรทั้งสองมาจัดเรียงทั้งตลาดและให้หลักทรัพย์จำนวนร้อยละ 30 ร้อยละ 25 และร้อยละ 10 ของตัวแปรที่มีค่าสูง และต่ำสุดจัดเป็นหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตตามลำดับ ทั้งนี้ ได้ทำการทดสอบประสิทธิภาพโดยการเปรียบเทียบผลตอบแทนระยะ 1 ปี และความเสี่ยงของหุ้นทั้งสองกลุ่มตลอดช่วงการศึกษา ไม่พบว่าผลตอบแทนของหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโตมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าคุณค่ามีความเสี่ยงต่ำกว่าหุ้นเติบโต

อภิญา บุษราตระกูล (2554) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอหุ้นคุณค่า และหุ้นเติบโต จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 1999 – 2010 รวมเป็นระยะเวลา 12 ปี โดยการคัดเลือกหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการนำหุ้นมาเรียงจัดอันดับกันจากวัดจากค่า P/E และ P/BV เฉลี่ยต่อปี ในปี 1999 ซึ่งเป็นปีที่เริ่มทำการศึกษา โดยเรียงจากน้อยไปมากและนำอันดับ P/E และ P/BV ของหุ้นแต่ละตัวมาบวกกันแล้วนำมาเรียงกันอีกที หลังจากนั้นทำการเลือกหุ้นที่มีอันดับน้อยสุด 30 อันดับแรกเข้ากลุ่มพอร์ตโฟลิโอหุ้นคุณค่า และ เลือกหุ้นที่อยู่อันดับสูงสุด 30 ตัวเข้าพอร์ตโฟลิโอของหุ้นเติบโต เพื่อเปรียบเทียบวิธีการการลงทุนในแต่ละแนวทางในแง่ของผลตอบแทน และความเสี่ยงโดยคำนวณผลตอบแทนของหุ้นแต่ละตัวด้วย Horizon Return และผลจากการทดสอบผลตอบแทนหลังจากการปรับความเสี่ยงโดยใช้ Jensen's alpha พบว่าหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้นเติบโต

วิธีการศึกษา

1. ขอบเขตการศึกษา

การศึกษานี้ จะทำการศึกษาประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโตที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงภาวะตลาดที่แตกต่างกัน ตั้งแต่ปี พ.ศ.2551 ถึง ปี พ.ศ. 2556 โดยกลุ่มหุ้นคุณค่าจะเป็นหุ้นกลุ่มหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ต่ำ กลุ่มหุ้นเติบโตจะเป็นกลุ่มหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) สูง นำมาวัดประสิทธิภาพโดยใช้ทฤษฎีการวัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ของกองทุนตามตัวแบบของ Sharp Treynor และ Jensen และวิเคราะห์ผนวกกับภาวะตลาดในแต่ละปี ซึ่งแบ่งเป็น ภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) วิเคราะห์จากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของตลาดและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ให้ปีที่มี $(R_{mt} - R_{ft} > 0)$ เป็นภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) และปีที่มี $(R_{mt} - R_{ft} \leq 0)$ เป็นภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) และใช้ค่าสถิติ T-Test ในการวัดความแตกต่างของผลตอบแทนของหุ้นทั้งสองกลุ่มในแต่ละช่วงเวลา

2. ขั้นตอนการศึกษา

2.1 จัดกลุ่มหุ้น

จัดกลุ่มหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตทุกต้นปี โดยใช้ข้อมูล P/E และ P/BV จากฐานข้อมูลทุดิจิติมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ. 2555 ซึ่งจะใช้ข้อมูลในปีที่ $t-1$ เพื่อจัดกลุ่มและวิเคราะห์สำหรับปีที่ t ตัวอย่างเช่น ใช้ข้อมูล P/E และ P/BV ปี 2550 มาใช้เพื่อแบ่งกลุ่มหุ้นและวิเคราะห์ประสิทธิภาพกลุ่มหุ้นในปี 2551 วิเคราะห์และจัดกลุ่มหุ้นโดยการนำอันดับที่จัดเรียงด้วย P/E และอันดับที่จัดเรียงด้วย P/BV มารวมกัน จากนั้นนำผลรวมของอันดับมาจัดเรียงจากน้อยไปมาก คัดเลือกหุ้นที่มีลักษณะดังต่อไปนี้ออกจากกลุ่ม

- หุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ หรือหุ้นที่มีการซื้อขายไม่สม่ำเสมอ
- หุ้นที่มีอัตราส่วน P/E และ P/BV สูง หรือต่ำผิดปกติ (Outlier Stocks) เช่น หุ้นที่มีอัตราส่วน P/E หรือ P/BV สูงผิดปกติ จะไม่ถูกนำมาจัดกลุ่มหุ้นคุณค่า และหุ้นที่มีอัตราส่วน P/E หรือ P/BV ต่ำผิดปกติจะไม่ถูกนำมาจัดกลุ่มหุ้นเติบโต วิเคราะห์ได้จากการหาช่วงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุดค่าเฉลี่ยเลขคณิตและค่ามัธยฐาน ของเกณฑ์ทั้งสอง (P/E และ P/BV) และทำการตัดหุ้นที่มีค่าอัตราส่วน P/E หรือ P/BV ที่ผิดปกติจากช่วงดังกล่าวออกจากกลุ่ม

จัดแบ่งกลุ่มหุ้นออกเป็นสองกลุ่ม ได้แก่ กลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต กำหนดให้กลุ่มหุ้นที่มีผลรวมของอันดับน้อยที่สุด 30% แรกจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) และให้กลุ่มหุ้นที่มีผลรวมของอันดับสูงที่สุด 30% ท้ายจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth Stock)

2.2 จัดประเภทภาวะตลาด

เพื่อให้เห็นสภาพความแตกต่างของภาวะตลาดได้อย่างชัดเจน จึงกำหนดภาวะตลาดเป็นรายปี แบ่งตลาดออกเป็นสองประเภท คือ ภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) การศึกษานี้ใช้แนวคิดการแบ่งภาวะตลาดที่ปรับมาจากการศึกษาของ (Henriksson and Merton, 1981) ที่จัดแบ่งประเภทภาวะตลาดโดยใช้การเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนตลาด และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่

ปราศจากความเสียหายรายเดือนการศึกษาครั้งนี้ คำนวณ ($R_{mt} - R_{ft}$) รายเดือน รวมทั้งสิ้น 72 เดือนและสรุปผลภาวะตลาดเป็นช่วงเวลารายปีโดยกำหนดเกณฑ์เพื่อเพื่อปรับผลเป็นรายปี ดังนี้

ปีใดๆ ที่ผลต่างระหว่างผลตอบแทนของตลาดและผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหายรายเดือนมีค่าเป็นบวก ($R_{mt} - R_{ft} > 0$) มากกว่า 6 เดือน เรียกว่า ภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market)

ปีใดๆ ที่ผลต่างระหว่างผลตอบแทนของตลาดและผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหายรายเดือนมีค่าเป็นลบ ($R_{mt} - R_{ft} \leq 0$) มากกว่า 6 เดือน เรียกว่า ภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market)

กำหนดให้

$$R_{mt} = \text{ผลตอบแทนของตลาดในเดือนที่ } t$$

$$R_{ft} = \text{ผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหายในเดือนที่ } t$$

2.3 คำนวณผลตอบแทนรายเดือน

นำหุ้นที่จัดเข้ากลุ่มแล้ว มาคำนวณหาผลตอบแทนรายเดือนของหุ้นแต่ละตัว (Holding Period Return) ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือนธันวาคม ปี พ.ศ. 2556

$$\text{Monthly Return} : R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

กำหนดให้

$$R_{it} = \text{ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ } i \text{ ในเดือนที่ } t$$

$$P_{it} = \text{ราคาปิดของหลักทรัพย์ } i \text{ ณ สิ้นเดือนที่ } t$$

$$P_{it-1} = \text{ราคาเปิดของหลักทรัพย์ } i \text{ ณ ต้นเดือนที่ } t$$

$$D_{it} = \text{เงินปันผลต่อหุ้นที่เกิดขึ้นในช่วงเดือนที่ } t$$

2.4 คำนวณผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของพอร์ตโฟลิโอ

คำนวณผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของพอร์ตโฟลิโอกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ตั้งแต่เดือนมกราคม ถึงเดือนธันวาคม ปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2556 โดยใช้การคำนวณแบบค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเท่ากัน (Equally Weight)

$$\text{Portfolio Return: } R_{pt} = \frac{\sum_{i=0}^n R_{it}}{n}$$

กำหนดให้

$$R_{pt} = \text{ผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอในเดือนที่ } t$$

$$R_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนของการลงทุนหลักทรัพย์ } i \text{ ในเดือนที่ } t$$

$$n = \text{จำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ}$$

2.5 วิเคราะห์ความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอ

วิเคราะห์ความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต จากผลตอบแทนพอร์ตโฟลิโอ รายเดือนระยะเวลา 6 ปี ซึ่งมีทั้งหมด 72 เดือน

2.5.1 คำนวณความเสี่ยงรวม ซึ่งหมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของ หลักทรัพย์นั้น ๆ วัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของราคาหลักทรัพย์ซึ่งมีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{ความเสี่ยงรวม} : \sigma_p = \sqrt{\sum_{t=i}^n \frac{(R_{pt} - \bar{R}_p)^2}{N}}$$

กำหนดให้

R_{pt} = อัตราผลตอบแทนของการลงทุนหลักทรัพย์ i ในเดือนที่ t

\bar{R}_p = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อเดือนของหลักทรัพย์ i

N = จำนวนวันที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ย

σ_p = ความเสี่ยงรวม หรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตโฟลิโอ

2.5.2 คำนวณความเสี่ยงที่เป็นระบบ Systematic Risk ซึ่งหมายถึง ความเสี่ยงอันเกิดจาก ปัจจัยต่าง ๆ ที่ส่งผลให้ผลตอบแทนหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาด

$$\text{ความเสี่ยงที่เป็นระบบ} : \beta_i = \frac{\text{Covariance}(R_i, R_m)}{\text{Variance}(R_m)}$$

$$\beta_p = \frac{\sum_{i=1}^n \beta_i}{n}$$

2.6 วิเคราะห์ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ด้วย Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

2.6.1 มาตราวัดตามตัวแบบของ Sharp เป็นมาตราวัดที่พิจารณาอัตราผลตอบแทนส่วนชดเชย ความเสี่ยงต่อหนึ่งหน่วยของความเสี่ยงโดยรวมคำนวณโดยใช้หลักการปรับมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยง ทั้งหมดที่เกิดขึ้นให้อยู่บนพื้นฐานเดียวกัน (Risk-adjusted basis) สามารถนำไปใช้เปรียบเทียบ และวิเคราะห์ประสิทธิภาพ ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ต่างกันได้โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า Sharp's Ratio สูงกว่า แสดง ว่ามีประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า Sharp's Ratio ต่ำ เพราะมีอัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงสูงกว่า และสามารถอธิบายอีกมุมมองหนึ่งได้ คือ ณ ระดับผลตอบแทนที่เท่ากัน กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าจัดเป็น พอร์ตโฟลิโอที่มีผลการลงทุนดีกว่า ดังนั้น กลุ่มหุ้นที่มีค่า Sharp's Ratio สูงกว่าถือว่ามีผลการลงทุนที่ดีกว่าในช่วงที่ ทำการศึกษาคำนวณจากผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย ลบกับผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงรายเดือน แล้วนำมาหาร ด้วยส่วนความเสี่ยงรวม (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) คำนวณจาก

$$\text{(Sharpe's Ratio): } S_p = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\sigma_p}$$

กำหนดให้

$\overline{R_p}$	=	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอ ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษ
$\overline{R_f}$	=	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษ
σ_p	=	ความเสี่ยงรวมของพอร์ตโฟลิโอ ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษ

2.6.2 มาตราวัดตามตัวแบบของ Treynor เป็นมาตราวัดที่พิจารณาอัตราผลตอบแทนของพอร์ตโฟลิโอ ต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงที่เป็นความเสี่ยงจากตลาด คำนวณโดยใช้หลักการปรับมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือค่าเบต้า ให้อยู่บนพื้นฐานเดียวกัน (Risk-adjusted basis) สามารถนำไปใช้เปรียบเทียบ และวิเคราะห์ประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ต่างกันได้โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า Treynor's ratio สูงกว่า แสดงว่ามีประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า Treynor's ratio ต่ำ เพราะมีอัตราผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงกว่า และสามารถอธิบายอีกมุมมองหนึ่งได้ คือ ณ ระดับผลตอบแทนที่เท่ากัน กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าจัดเป็นพอร์ตโฟลิโอที่มีผลการลงทุนดีกว่า ดังนั้น กลุ่มหุ้นที่มีค่า Treynor's ratio สูงกว่าถือว่ามีผลการลงทุนที่ดีกว่าในช่วงที่ทำการศึกษ คำนวณจากผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ย ลบกับผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงรายเดือน แล้วนำมาหารด้วยส่วนความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) คำนวณจาก

$$\text{(Treynor's Ratio): } T_p = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\beta_p}$$

กำหนดให้

$\overline{R_p}$	=	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอ ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษ
$\overline{R_f}$	=	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษ
β_p	=	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงตลาดของพอร์ตโฟลิโอ ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษ

2.6.3 มาตราวัดตามตัวแบบของ Jensen เป็นมาตราวัดที่พิจารณาประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ โดยใช้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์เป็นพื้นฐานในการวิเคราะห์ คำนวณจากการหา อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงโดยเฉลี่ยกับอัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจะเป็นตัวชี้วัดว่ากลุ่มสินทรัพย์หรือ กลุ่มหุ้นนั้นมีประสิทธิภาพดีกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาดโดยรวม (Market Portfolio) หรือไม่ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า Jensen's Alpha สูงกว่า แสดงว่ามีประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีค่า Jensen's Alpha ต่ำ หากค่า Jensen's Alpha เป็นบวก หมายถึง กลุ่มหุ้นนั้นมีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินหรือมีประสิทธิภาพมากกว่าตลาดโดยรวม หากค่า Jensen's Alpha เป็นลบหมายถึง กลุ่มหุ้นนั้นมีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินหรือประสิทธิภาพน้อยกว่าตลาดโดยรวม หากค่า Jensen's Alpha เป็นศูนย์ หมายถึง กลุ่มหุ้นนั้นไม่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินหรือมีประสิทธิภาพเท่ากับตลาดโดยรวม คำนวณจาก

(Jensen Alpha):
$$\alpha_p = \overline{R_p} - [\overline{R_f} + (\overline{R_m} - \overline{R_f}) \beta_p]$$

กำหนดให้

$\overline{R_p}$ = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอ ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

$\overline{R_f}$ = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

$\overline{R_m}$ = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

σ_p = ความเสี่ยงรวมของพอร์ตโฟลิโอ ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

β_p = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือความเสี่ยงตลาดของพอร์ตโฟลิโอ ณ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

2.7 สร้างกรอบการทดสอบสมมติฐาน และวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกัน ด้วย Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

การศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาผลตอบแทน รวมถึงความเสี่ยงของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกัน จึงใช้มาตรวัดที่พิจารณาผลตอบแทน รวมถึงความเสี่ยง ได้แก่ มาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha เป็นตัววัดประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่ม

ตารางที่ 1 กรอบการทดสอบสมมติฐาน การวัดประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต

	Bull	Bear	
Value(VS)	VSBU	VSBA	$H_{03.1}$
Growth(GS)	GSBU	GSBA	$H_{03.2}$
H_{01}	$H_{02.1}$	$H_{02.2}$	

H_{01} : สมมติฐานเพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต

$H_{02.1}$: สมมติฐานเพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโตในภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market)

$H_{02.2}$: สมมติฐานเพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโตในภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market)

$H_{03.1}$: สมมติฐานเพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดลง

$H_{03.2}$: สมมติฐานเพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดลง

2.8 วิเคราะห์และเปรียบเทียบประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่มตามกรอบการทดสอบสมมติฐานนำข้อมูลประสิทธิภาพของหุ้นทั้งสองกลุ่มตามตัวแบบของ Sharp Treynor และ Jensen มาวิเคราะห์กับข้อมูลภาวะตลาดในแต่ละปีที่ทำการศึกษ โดยใช้ค่าทางสถิติ Independent t-test ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนในแต่ละภาวะตลาด

2.8.1 สมมติฐานการทดสอบในภาพรวม

H_{01} : ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกัน

H_{A1} : ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโตแตกต่างกัน

2.8.2 สมมติฐานการทดสอบความแตกต่างตามภาวะตลาด

H_{02} : ประสิทธิภาพของของกลุ่มหุ้นคุณค่าและประสิทธิภาพของของหุ้นกลุ่มเติบโตไม่แตกต่างกันในภาวะตลาดที่แตกต่างกัน

H_{A2} : ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและประสิทธิภาพของหุ้นกลุ่มเติบโตแตกต่างกันในภาวะตลาดที่แตกต่างกัน โดยมีสมมติฐานย่อย ดังนี้

$H_{02.1}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโต ไม่แตกต่างกันในภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market)

$H_{A2.1}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโตแตกต่างกันในภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market)

$H_{02.2}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกันในภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market)

$H_{02.2}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโตแตกต่างกันในภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market)

2.8.3 สมมติฐานการทดสอบความแตกต่างตามประเภทของหุ้น

H_{03} : ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นแต่ละประเภทในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดลงไม่แตกต่างกัน

H_{A3} : ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นแต่ละประเภทในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดลง แตกต่างกัน โดยมีสมมติฐานย่อยดังนี้

$H_{03.1}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดลงไม่แตกต่างกัน

$H_{03.1}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดลงแตกต่างกัน

$H_{03.2}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลด ต่ำลง ไม่แตกต่างกัน

$H_{03.2}$: ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลด ต่ำลง แตกต่างกัน

3. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษาค้างนี้ประกอบด้วยหลักทรัพย์ทั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอในช่วงระยะเวลา 6 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม ปี 2551 ถึงเดือน ธันวาคม ปี 2556

4. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาค้างนี้จะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของหุ้นทั้งหมดที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง ปี พ.ศ. 2555 ข้อมูลดังกล่าวจะนำมาเป็นเกณฑ์ในการจัดแบ่งประเภทกลุ่มหุ้นทุกต้นปีทำการศึกษา ข้อมูลราคาปิดของ หุ้นสามัญรายเดือน (Closed Price) ข้อมูลเงินปันผลต่อหุ้นรายเดือน (Dividend) และข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายเดือน (Market Index) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2556 จะนำมาคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และผลตอบแทนของ ตลาด ข้อมูลทั้งหมดสืบค้นจากฐานข้อมูล DATASTREAM คณะบริหารธุรกิจมหาวิทยาลัยเชียงใหม่ และโปรแกรม SETSMART สืบค้นข้อมูลอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ จากฐานข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย

ผลการศึกษา

การศึกษาค้างนี้ ได้แบ่งการศึกษาค้างออกเป็น 3 ส่วนได้แก่ 1) ผลการศึกษาค้างผลตอบแทน และความเสี่ยง ของกลุ่ม หุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต 2) ผลการศึกษาค้างภาวะตลาด 3) ผลการวิเคราะห์และเปรียบเทียบผลตอบแทนด้วยมาตรวัด ผลตอบแทนและความเสี่ยง (Risk-adjust Return) ซึ่งได้แก่ มาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

1. การศึกษาค้างผลตอบแทน และความเสี่ยง

จากการศึกษาค้างค่าเฉลี่ยผลตอบแทน และความเสี่ยงของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ในช่วงระยะเวลา 6 ปี (ตั้งแต่ พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2556) รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 72 เดือน ผลสรุปพบว่า กลุ่มหุ้นคุณค่ามีค่าเฉลี่ยผลตอบแทน และความเสี่ยงรวม (S.D.) ที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโตแต่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือค่าเบต้าต่ำกว่า การศึกษาค้างยังพบว่า ทั้ง กลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ต่างก็ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด และมีความเสี่ยง (ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน) ที่ต่ำกว่าความเสี่ยงของตลาดโดยรวม ระหว่างช่วงเวลาที่ทำการศึกษา แสดงได้ดังตารางที่ 2

ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือนของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต คือ 2.51% และ 1.46% ตามลำดับ จะเห็นได้ว่า กลุ่มหุ้นคุณค่าให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโตระหว่างปีทำการศึกษา และกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่มให้ผลตอบแทนที่สูง กว่าผลตอบแทนของตลาด (SET) คือ 0.84%

ความเสี่ยงรวมของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต คือ 5.20% และ 4.94% ตามลำดับ จะเห็นได้ว่า กลุ่มหุ้น ทั้ง สองกลุ่มมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าความเสี่ยงของตลาด คือ 5.98% และกลุ่มหุ้นคุณค่ามีค่าความเสี่ยงรวมที่สูงกว่ากลุ่มหุ้น

เติบโต โดยความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต คือ 0.69 และ 0.74 ตามลำดับ ซึ่งกลุ่มหุ้นคุณค่ามีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำกว่ากลุ่มหุ้นเติบโตระหว่างปีที่ทำการศึกษา

ตารางที่ 2 สรุปผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือน ความเสี่ยงรวม และความเสี่ยงที่เป็นระบบของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต

ประเภทกลุ่มหุ้น	ผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือน	ความเสี่ยงรวม (S.D)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)
กลุ่มหุ้นคุณค่า	2.51%	5.20%	0.69
กลุ่มหุ้นเติบโต	1.46%	4.94%	0.74
SET	0.84%	5.98%	1

(ข้อมูลแสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทน ความเสี่ยงรวม และความเสี่ยงที่เป็นระบบ ระหว่าง พ.ศ. 2551 – 2556 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 72 เดือน)

2. การศึกษาภาวะตลาด

จากการศึกษาภาวะตลาด ในช่วง พ.ศ.2551 – 2556 ระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี ผลสรุปพบว่า ปีที่ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาด และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงรายเดือนมีค่าเป็นบวก ($R_{mt} - R_{ft} > 0$) มากกว่า 6 เดือน ทั้งหมด 3 ปี ได้แก่ พ.ศ. 2552 พ.ศ. 2553 และ พ.ศ. 2555 ซึ่งมีจำนวน 8 เดือน 9 เดือน และ 10 เดือน ตามลำดับโดยจัดประเภทภาวะตลาดในปีดังกล่าว เป็นภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market)

ปีที่ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาด และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงรายเดือนมีค่าเป็นลบ ($R_{mt} - R_{ft} \leq 0$) มากกว่า 6 เดือนทั้งหมด 3 ปี ได้แก่ พ.ศ. 2551 พ.ศ. 2554 และ พ.ศ. 2556 ซึ่งมีจำนวน 7 เดือนในแต่ละปีโดยจัดประเภทภาวะตลาดในปีดังกล่าว เป็นภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง (Bear Market) แสดงได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงผลการจัดประเภทภาวะตลาด

Bull Market		Bear Market	
ปี	($R_{mt} - R_{ft} > 0$)	ปี	($R_{mt} - R_{ft} \leq 0$)
2552	8 เดือน	2551	7 เดือน
2553	9 เดือน	2554	7 เดือน
2555	10 เดือน	2556	7 เดือน

(ข้อมูลแสดงผลตอบแทนของตลาด ผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง และผลต่างระหว่างผลตอบแทนตลาด และผลตอบแทนสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ระหว่าง ปีพ.ศ. 2551 ถึง ปีพ.ศ. 2556)

3. การวิเคราะห์ประสิทธิภาพ และเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยผลตอบแทน ของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโตด้วยมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

3.1 สรุปผลการวิเคราะห์ประสิทธิภาพ ตามกรอบการทดสอบสมมุติฐานโดยรวม

จากการทดสอบประสิทธิภาพด้วยมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha ตามกรอบการทดสอบสมมุติฐาน พบผลสรุปว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกัน ในช่วงระหว่างปีที่ทำการศึกษา เมื่อทดสอบประสิทธิภาพแบ่งตามภาวะตลาด พบว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่มไม่แตกต่างกันไม่ว่าจะอยู่ในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) หรือภาวะตลาดลดต่ำลง (Bear Market) แสดงได้ดังผลการทดสอบสมมุติฐาน H_{01} $H_{02.1}$ และ $H_{02.2}$ (Accept H_0) และเมื่อทดสอบประสิทธิภาพแบ่งตามประเภทของหุ้น ดังผลการทดสอบสมมุติฐาน $H_{03.1}$ และ $H_{03.2}$ (Reject H_0) พบว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นแต่ละกลุ่ม (Value and Growth Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลงแตกต่างกัน การทดสอบสมมุติฐานด้วยมาตรวัดทั้งสาม ให้ผลสรุปที่เหมือนกัน ไม่ว่าจะทดสอบด้วยมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio หรือ Jensen's Alpha แสดงได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบประสิทธิภาพตามกรอบการทดสอบสมมุติฐานในภาพรวม

	Bull	Bear	
Value(VS)	VSBU	VSBA	$H_{03.1}$: Reject
Growth(GS)	GSBU	GSBA	$H_{03.2}$: Reject
H_{01} : Accept	$H_{02.1}$: Accept	$H_{02.2}$: Accept	

3.2 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต ด้วยมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

จากการเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต พบผลสรุปว่า กลุ่มหุ้นคุณค่ามีประสิทธิภาพไม่แตกต่างจากกลุ่มหุ้นเติบโต ไม่ว่าจะใช้วิธีการใดในการวัดประสิทธิภาพ (Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha) แสดงได้ดังตารางที่ 5

ค่า Sharp's Ratio ของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต มีค่าเท่ากับ 0.5578 และ 0.6135 ตามลำดับ เมื่อวัดด้วย Treynor's Ratio ผลสรุปค่า Treynor's Ratio ของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตมีค่าเท่ากับ .0385 และ .0290 ตามลำดับ และเมื่อวัดด้วย Jensen's Alpha ผลสรุปค่า Jensen's Alpha ของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตมีค่าเท่ากับ .0199 และ .0125 ตามลำดับ ระดับนัยสำคัญ (Significant Level) ของมาตรวัดทั้งสาม ที่มีค่าสูงกว่า 0.05 แสดงข้อสรุปที่ว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกันระหว่างปีที่ทำการศึกษา

ตารางที่ 5 แสดงการเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต ตามมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

Sharp's Ratio			Trenor's Ratio			Jensen's Alpha		
ประเภทกลุ่มหุ้น			ประเภทกลุ่มหุ้น			ประเภทกลุ่มหุ้น		
Value	Growth	Sig*	Value	Growth	Sig*	Value	Growth	Sig*
0.5578	0.6135	.782	.0385	.0290	.508	.0199	.0125	.083

หมายเหตุ: ค่า Sig <0.05 แสดงว่าให้ค่าที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

3.3 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต (ตามภาวะตลาด) ด้วยมาตรวัด Sharp's Ratio, Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

จากการเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตตามภาวะตลาด พบผลสรุปว่า กลุ่มหุ้นคุณค่ามีประสิทธิภาพไม่แตกต่างจากกลุ่มหุ้นเติบโต ทั้งในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดลง ไม่ว่าจะใช้วิธีการใดในการวัดประสิทธิภาพ (Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha) แสดงได้ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 แสดงการเปรียบเทียบผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโตตามภาวะตลาด (Bull and Bear Market) ตามมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

ภาวะตลาด	Sharp's Ratio			Trenor's Ratio			Jensen's Alpha		
	ประเภทกลุ่มหุ้น			ประเภทกลุ่มหุ้น			ประเภทกลุ่มหุ้น		
	Value	Growth	Sig*	Value	Growth	Sig*	Value	Growth	Sig*
Bull Market	1.0892	1.3064	.383	.0775	.0681	.548	.0268	.0180	.157
Bear Market	.0264	-.0794	.664	-.0006	-.0100	.640	.0129	.0070	.283

หมายเหตุ: ค่า Sig <0.05 แสดงว่าให้ค่าที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ค่า Sharp's Ratio ของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตในภาวะตลาดปรับตัวสูง มีค่าเท่ากับ 1.0892 และ 1.3064 ตามลำดับ ในภาวะตลาดปรับตัวลดลง มีค่าเท่ากับ.0264และ -.0794 ตามลำดับ เมื่อวัดด้วย Treynor's Ratio กลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตมีผลสรุปว่า Treynor's Ratio ในภาวะตลาดปรับตัวสูง เท่ากับ .0775 และ .0681

ตามลำดับ ในภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง มีค่าเท่ากับ $-.0006$ และ $-.0100$ ตามลำดับ และเมื่อวัดด้วย Jensen's Alpha กลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตมีผลสรุปค่า Jensen's Alpha ในภาวะตลาดปรับตัวสูง เท่ากับ $.0268$ และ $.0180$ ตามลำดับ ในภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง เท่ากับ $.0129$ และ $.0070$ ตามลำดับ ระดับนัยสำคัญ (Significant Level) ของมาตรวัดทั้งสาม ที่มีค่าสูงกว่า 0.05 แสดงข้อสรุปที่ว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกันทั้งในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง ระหว่างปีที่ทำการศึกษา

3.4 ผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยผลตอบแทน (ตามประเภทของหุ้น) ด้วยมาตรวัด Sharp's Ratio, Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

จากการเปรียบเทียบผลตอบแทนตามประเภทของหุ้น พบผลสรุปว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นแต่ละกลุ่ม (Value and Growth Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลงมีค่าแตกต่างกัน ไม่ว่าจะใช้วิธีการใดในการวัดประสิทธิภาพ (Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha) แสดงได้ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 แสดงการเปรียบเทียบผลตอบแทนตามประเภทของหุ้น (Value and Growth Stock) ตามมาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha

กลุ่มหุ้น	Sharp's Ratio			Trenor's Ratio			Jensen's Alpha		
	ภาวะตลาด			ภาวะตลาด			ภาวะตลาด		
	Bull	Bear	Sig*	Bull	Bear	Sig*	Bull	Bear	Sig*
Value Stock	1.0892	.0264	.000	.0075	-.0006	.000	.0268	.0129	.000
Growth Stock	1.3064	-.0794	.000	.0681	-.0100	.000	.0180	.0070	.000

หมายเหตุ: ค่า Sig < 0.05 แสดงว่าให้ค่าที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ผลสรุป Sharp's Ratio ของกลุ่มหุ้นคุณค่า ในภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง มีค่าเท่ากับ 1.0892 และ $.0264$ ตามลำดับ กลุ่มหุ้นเติบโต มีค่าเท่ากับ 1.3064 และ $-.0794$ ตามลำดับ เมื่อวัดด้วย Treynor's Raito กลุ่มหุ้นคุณค่ามีค่า Treynor's Raito ในภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลงเท่ากับ $.0075$ และ $-.0006$ ตามลำดับ และกลุ่มหุ้นเติบโตมีค่าเท่ากับ $.0681$ และ $-.0100$ ตามลำดับ และเมื่อวัดด้วย Jensen's Alpha กลุ่มหุ้นคุณค่ามีค่า Jensen's Alpha ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลง เท่ากับ $.0268$ และ $.0129$ ตามลำดับ และกลุ่มหุ้นเติบโต มีค่าเท่ากับ $.0180$ และ $.0070$ ตามลำดับ ระดับนัยสำคัญ (Significant Level) ของมาตรวัดทั้งสาม ที่มีค่าต่ำกว่า 0.05 แสดงข้อสรุปที่ว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นแต่ละกลุ่ม (Value and Growth Stock) ในภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดต่ำลงแตกต่างกัน

การอภิปรายผลการศึกษาระยะสั้นและข้อเสนอแนะ

ในการศึกษาระยะสั้นนี้ พิจารณาเฉพาะผลตอบแทนและความเสี่ยง เปรียบเทียบระหว่างกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต จะพบว่า กลุ่มหุ้นคุณค่า ให้ผลตอบแทนและความเสี่ยงรวมที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต สอดคล้องกับการศึกษาของ รินดา ซิลิธร และธนาววัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล (2555) ที่พบว่า หลักทรัพย์ในกลุ่มหุ้นคุณค่า มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยรายเดือน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนรายเดือนสูงที่สุด เมื่อเทียบกับหลักทรัพย์กลุ่มเติบโต กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดสูงและกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดต่ำ เมื่อพิจารณาความเสี่ยงที่เป็นระบบพบว่า กลุ่มหุ้นคุณค่า มีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถลดด้วยการกระจายการลงทุน ต่ำกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต สอดคล้องกับการศึกษาของ สิทธิชัย วนจันทร์รักษ์ (2552) ที่พบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบที่วัดด้วยค่าเบต้าของหุ้นมูลค่าต่ำกว่าของหุ้นเติบโต อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนและความเสี่ยงที่วัดได้ข้างต้นนี้ ยังไม่ถือว่าเป็นประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นที่แท้จริง เพราะยังไม่ได้ปรับความเสี่ยงให้อยู่ในมาตรฐานเดียวกัน จึงยากในการเปรียบเทียบ

เมื่อนำผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ได้ มาวัดด้วยมาตรวัดที่เหมาะสม ได้แก่ มาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha ผลการทดสอบประสิทธิภาพ พบว่า ทั้งสองกลุ่มหลักทรัพย์ คือ กลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต มีประสิทธิภาพไม่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะใช้มาตรวัดใดในการทดสอบ ผลการวิเคราะห์นี้ ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and French (1992, 1995, 1998) และ Yen และคณะ (2004) ที่พบว่าประสิทธิภาพของหุ้นมูลค่าสูงกว่าประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นเติบโต

นอกจากนี้ยังได้ศึกษาต่อไปอีกว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่มจะเป็นอย่างไร ในภาวะตลาดที่แตกต่างกัน การศึกษาระยะสั้นนี้ แบ่งภาวะตลาดออกเป็นสองประเภท ตามแนวคิดของ Henriksson and Merton (1981) ได้แก่ ภาวะตลาดปรับตัวสูง และภาวะตลาดปรับตัวลดลง ผลการศึกษาภาวะตลาด ระหว่างปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2556 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี พบว่า มีปีที่ผลตอบแทนของตลาดสูงกว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งจัดอยู่ในภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) ทั้งหมด 3 ปี ได้แก่ ปี พ.ศ. 2552 พ.ศ. 2553 และปี พ.ศ. 2555 และมีปีที่ผลตอบแทนของตลาดต่ำกว่าผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งจัดอยู่ในภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market) ทั้งหมด 3 ปี ได้แก่ ปี พ.ศ. 2551 พ.ศ. 2554 และปี พ.ศ. 2556

การทดสอบประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสองกลุ่ม ภายใต้ภาวะตลาดที่แตกต่างกัน พบผลสรุปว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต ไม่ได้มีความแตกต่างกัน ไม่ว่าตลาดจะอยู่ในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง หรือช่วงภาวะตลาดปรับตัวลดลง ผลการศึกษานี้ เป็นการยืนยันว่า ปัจจัยด้านมูลค่า และปัจจัยด้านภาวะตลาด ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งสอง และไม่พบความแตกต่างของผลตอบแทนระหว่างกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ผลการทดสอบครั้งนี้ ให้ผลสรุปเหมือนกันไม่ว่าจะใช้มาตรวัดใดในการทดสอบ (Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha) นอกจากนี้ เมื่อทดสอบประสิทธิภาพแบ่งตามประเภทของหุ้น พบว่า ภาวะตลาดส่งผลให้ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดลง มีความแตกต่างกัน โดยกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่ม (Value and Growth Stock) จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า เมื่อตลาดอยู่ในภาวะตลาดปรับตัวสูง

การศึกษาระยะสั้นนี้ของทั้งสองกลุ่มด้วยมาตรวัดที่ได้มีการปรับปรับความเสี่ยงให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน คือ มาตรวัด Sharp's Ratio Treynor's Ratio และ Jensen's Alpha มีข้อค้นพบว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่า

และกลุ่มหุ้นเติบโตไม่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะอยู่ในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง (Bull Market) หรือภาวะตลาดปรับตัวลดลง (Bear Market) การจัดกลุ่มหุ้นด้วยปัจจัยด้านมูลค่า โดยใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) เป็นเกณฑ์ ไม่ได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลให้ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกัน ข้อค้นพบนี้ ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and French (1992, 1995, 1998) ที่พบว่าเมื่อจัดกลุ่มหลักทรัพย์ด้วยปัจจัยด้านมูลค่า กลุ่มหุ้นคุณค่าจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต นอกจากนี้ ปัจจัยด้านภาวะตลาด ก็ได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลให้ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตมีความแตกต่างกัน ไม่ว่าจะใช้มาตรวัดใดในการทดสอบประสิทธิภาพ ผลที่ได้จากมาตรวัดทั้งสามต่างยืนยันว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ไม่แตกต่างกัน

การศึกษายังพบว่า ปัจจัยด้านภาวะตลาดส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์โดยรวม กล่าวคือ ผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นแต่ละกลุ่ม ในภาวะตลาดปรับตัวสูงและภาวะตลาดปรับตัวลดลงมีความแตกต่างกัน ซึ่งพบทั้งในกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต โดยผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในภาวะตลาดปรับตัวสูง มีค่าสูงกว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นในภาวะตลาดปรับตัวลดลง

อย่างไรก็ตาม การศึกษาในอดีตยังไม่ชัดเจนเกี่ยวกับประสิทธิภาพที่แท้จริงของกลุ่มหุ้นทั้งสองกลุ่ม งานวิจัยจำนวนมากที่พยายามศึกษาและเปรียบเทียบผลตอบแทนและความเสี่ยงของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ต่างได้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันออกไป เช่น การศึกษาของอภิญา บุษราตระกูล (2554) พบว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่าให้ผลตอบแทนที่เหนือกว่าการลงทุนแบบเน้นการเติบโต และการศึกษาของ สิทธิชัย วนจันทร์รักษ์ (2552) พบว่าผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโตไม่มีความแตกต่างกัน

จากการวิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

1. นักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่สูง ควรเลือกลงทุนในกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value Stock) เนื่องจากให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต แต่การลงทุนในกลุ่มหุ้นคุณค่าก็มีความเสี่ยงที่สูงกว่าเช่นกัน ดังนั้น ข้อจำกัดนี้จึงเป็นสิ่งที่นักลงทุนควรคำนึงถึงในการตัดสินใจลงทุนด้วย

2. เมื่อพิจารณาประสิทธิภาพที่แท้จริง (ผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยง) แล้ว ผลจากการศึกษานี้เป็นหลักฐานที่ชี้ให้เห็นว่า ประสิทธิภาพของกลุ่มหุ้นคุณค่าไม่ได้สูงกว่ากลุ่มหุ้นเติบโต ไม่ว่าจะอยู่ในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูงหรือภาวะตลาดปรับตัวลดลง ดังนั้น นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในกลุ่มหุ้นที่มีประสิทธิภาพสูง ไม่สามารถใช้แนวทางการแบ่งกลุ่มหุ้นตามปัจจัยด้านมูลค่า และปัจจัยด้านภาวะตลาด ในการตัดสินใจลงทุนได้

3. ภาวะตลาดส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของกลุ่มหลักทรัพย์โดยรวม ทั้งกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต จะมีประสิทธิภาพที่ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่ออยู่ในช่วงภาวะตลาดปรับตัวสูง ดังนั้น การลงทุนตามแนวคิดการจับจังหวะการลงทุนตามภาวะตลาด จึงเหมาะกับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่สูงโดยใช้แนวทางการลงทุนที่เกี่ยวกับการพยากรณ์ภาวะตลาด เช่น (Henriksson and Merton, 1981) ที่ได้เสนอแนวทางการสร้างผลตอบแทนที่ดี โดยการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าสูงเมื่อตลาดอยู่ในสภาวะขาขึ้นและเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าต่ำเมื่อตลาดอยู่ในสภาวะขาลง การคาดการณ์ภาวะตลาด และการเลือกลงทุนในจังหวะเวลาที่เหมาะสม จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการเพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้น

4. การจัดกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน P/E และ P/BV อาจยังไม่เพียงพอในการคัดกรองกลุ่มหุ้นคุณค่าและกลุ่มหุ้นเติบโต ควรพิจารณารวมถึงปัจจัยพื้นฐานด้านอื่นๆ ร่วมด้วย เช่น อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend

Yield) เป็นต้น นอกจากนี้ เป็นที่น่าสนใจที่จะติดตามพฤติกรรมของหุ้นแต่ละตัวว่าจะตกอยู่ในกลุ่มหุ้นคุณค่า และกลุ่มหุ้นเติบโต เป็นระยะเวลาานเท่าใด และจะมีการเปลี่ยนกลุ่มหรือไม่ การศึกษาในแง่มุมนี้อาจช่วยให้พยากรณ์ผลตอบแทนของหุ้นรายตัวได้ดีกว่าการศึกษาหุ้นทั้งกลุ่มก็เป็นได้

บรรณานุกรม

- รินดา ชโลธร และธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล. (2555). การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้นคุณค่าและหุ้นเติบโตของหลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนี SET 100. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์).
- สิทธิชัย วนจันทร์รักษ์. (2552). การเปรียบเทียบผลตอบแทนของหุ้นมูลค่าและหุ้นเติบโตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- สุดา ปิตะวรรณ และบุญชัยวิริยะบรรยงสุข. (2551). การวิเคราะห์เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมหุ้นระยะยาว (LTF) ที่บริหารจัดการโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมของธนาคารพาณิชย์กับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวมของสถาบันการเงินที่มีใช้ธนาคารในประเทศไทย. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย).
- ศุภวัฒน์ คำเสาร์. (2554). การพัฒนาเครื่องมือต้นแบบเพื่อจำแนกและวิเคราะห์กลุ่มของหุ้นสามัญตามลักษณะมูลค่าและขนาดกิจการ. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- หัตถยาบุญธรรม. (2548). การวิเคราะห์ความเสี่ยงตามฤดูกาลของหลักทรัพย์กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- อภิญา บุษราตระกุล. (2555). การศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยใช้แนวทางการลงทุนแบบเน้นคุณค่า และแนวทางการลงทุนแบบเน้นการเติบโต. *วารสารบริหารธุรกิจนิด้า*, 9, 40-70.
- อลิษา มกราพันธุ์. (2554). ผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์เติบโต. (การค้นคว้าแบบอิสระการบริหารการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์)
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of commonstocks. *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Capaul, C., Rowley, I. & Sharpe, F. W. (1993). International Value and Growth Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 27-36.
- Chan, L. K., Hamao, C. Y. & Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance*, 46, 1739-1789.
- Ding DK, Chua JL and Fetherston TA. (2005). The performance of value and growthportfolios in East Asia before the Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 13, 185-199.
- F. S. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 9, 277-93.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465.

- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, 50, 131–155.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus Growth. *Journal of Finance*, 53, 1975–1999.
- Hammond, B., Kamp, L. & Douglas F. (2006). Investing with Style. *MarketMonitor*, 9, 1–2.
- Henriksson, D., & Robert, C. M. (1981). On market timing and investment performance: statistical procedures for evaluating forecasting skills. *Journal of Business*, 54, 513–533.
- Michael, J. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964. *Journal of Finance*, 43, 63–75.
- Pual, M. (2006). *Stock Investing for Dummies* (2nd ed). United State of America: Wiley.
- Treynor, L. J. (1965). How to rate management of investment fund. *Harvard Business Review*, 24, 93–100.
- William, Yen, J. Y., Sunb, Q & Yan, Y. (2004), Value versus growth stocks in Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 19–34.