



ศิลปะและวิทยาศาสตร์ของ
**การลงทุน
เน้นคุณค่า**
THE ART AND SCIENCE OF
VALUE INVESTING

สัมพัทธ์ เนตยานันท์



สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร
Naresuan University Publishing House
www.nupress.grad.nu.ac.th

ข้อมูลทางบรรณานุกรมของสำนักหอสมุดแห่งชาติ

National Library of Thailand Cataloging in Publication Data

สัมพันธ เนตยานันท์.

ศิลปะและวิทยาศาสตร์ของการลงทุนเน้นคุณค่า.-- พิษณุโลก : สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร, 2564.

166 หน้า.

1. การลงทุน. I. ชื่อเรื่อง

332.6

ISBN 9978-616-426-240-9

ISBN (e-book) 978-616-426-241-6

สพน. 100

ราคา 180 บาท

พิมพ์ครั้งที่ 1 พฤศจิกายน พ.ศ. 2564



สงวนลิขสิทธิ์ ตามพระราชบัญญัติลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2537 โดยสำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร ห้ามการลอกเลียนไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของหนังสือเล่มนี้ ไม่ว่าในรูปแบบใด ๆ นอกจากจะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากสำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร เท่านั้น

ผู้จัดพิมพ์ สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร

มีวางจำหน่ายที่ 1. ศูนย์หนังสือแห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อาคารวิทยกิจดี ชั้น 14 ซอยจุฬาลงกรณ์ 64 ถนนพญาไท

แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330

สาขา ศาลาพระแก้ว กรุงเทพฯ โทร. 0 2218 7000-3

สยามสแควร์ อาคารวิทยกิจดี กรุงเทพฯ โทร. 0 2218 9881, 0 2255 4433

มหาวิทยาลัยนเรศวร จังหวัดพิษณุโลก โทร. 0 5526 0162-5

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี จังหวัดนครราชสีมา โทร. 0 4421 6131-2

มหาวิทยาลัยบูรพา จังหวัดชลบุรี โทร. 0 3839 4855-9

โรงเรียนนายร้อยพระจุลจอมเกล้า (ร.ร.จปร.) จังหวัดนครนายก โทร. 0 3739 3023, 0 3739 3036

จัตุรัสจามจุรี กรุงเทพฯ โทร. 0 2160 5301

มหาวิทยาลัยพะเยา โทร. 0 5446 6799, 0 5446 6800

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี โทร. 0 4492 2662-3

สาขาย่อยคณะครุศาสตร์จุฬาฯ โทร. 0 2218 3979

สาขาหัวหมาก โทร. 0 2374 1378

2. ศูนย์หนังสือมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ อาคารวิทยบริการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ 50 ถนนงามวงศ์วาน

แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900 โทร. 0 2579 0113

3. ศูนย์หนังสือมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ อาคารอเนกประสงค์ ชั้น 1 มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ถนนพระจันทร์

แขวงพระบรมมหาราชวัง เขตพระนคร กรุงเทพฯ 10200 โทร. 0 2613 3899, 0 2623 6493

สาขา ศูนย์หนังสือมหาวิทยาลัยเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ โทร. 0 5394 4990-1

ศูนย์หนังสือมหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ จังหวัดสงขลา โทร. 0 7428 2980, 0 7428 2981

ศูนย์หนังสือมหาวิทยาลัยราชภัฏยะลา จังหวัดยะลา โทร. 0 7329 9980

4. สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยนเรศวร อาคารมหาธรรมราชา

จังหวัดพิษณุโลก 65000 โทร. 0 5596 8833 ถึง 8836

กองบรรณาธิการ

ออกแบบปก

ออกแบบรูปเล่ม

พิมพ์ที่

กองบรรณาธิการจัดทำเอกสารสิ่งพิมพ์ทางวิชาการของสำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร

สัญญา จันทา

สัญญา จันทา

บริษัท กู๊ดเฮด พรินต์ติ้ง แอนด์ แพคเกจจิ้ง กรุ๊ป จำกัด 6/1 นิคมอุตสาหกรรมบางชัน ซอยเสรีไทย 58

แขวงมีนบุรี เขตมีนบุรี กรุงเทพฯ 10510



สำนักพิมพ์นี้เป็นสมาชิกสมาคมผู้จัดพิมพ์
และผู้จำหน่ายหนังสือแห่งประเทศไทย
<http://www.thaibooksociety.com>



พิมพ์บน
กระดาษคุณภาพ เพื่อลดผลกระทบต่อ
การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ

กรณีต้องการสั่งซื้อหนังสือปริมาณมาก หรือเข้าเป็นเวียนติดต่อได้ที่
ฝ่ายจัดจำหน่ายสำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร

☎ nuph@nu.ac.th

☎ 0 5596 8833-8836

📧 สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร

📧 nu_publishing



LINE @nuph



Facebook สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร

คำนำ

หนังสือเล่มนี้เกิดมาจากความสนใจของผมในการลงทุนเน้นคุณค่า โดยได้ศึกษาวิธีการลงทุนจากกฎการลงทุนเน้นคุณค่า งานวิจัยและบทความที่ได้รับการตีพิมพ์ และเผยแพร่ การทำวิจัยด้วยตัวเอง และประสบการณ์การลงทุนแบบเน้นคุณค่า มากกว่าทศวรรษ ได้พบว่าการลงทุนเน้นคุณค่านั้นเป็นการผสมผสานความเป็นศิลปะ และวิทยาศาสตร์ไว้ในตัว มีทั้ง อารมณ์ ความรู้สึก และพฤติกรรมเข้ามาเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในการลงทุน มีพัฒนาการของกลยุทธ์การลงทุนที่เปลี่ยนแปลงไปตามยุคสมัย เป็นกลยุทธ์ที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่มั่นคงได้ในระยะยาว สามารถปรับเปลี่ยนเพื่อให้มีความเสี่ยงที่เหมาะสมสำหรับนักลงทุนที่มีความชอบแตกต่างกันสามารถนำไปเติมแต่งกับกลยุทธ์การลงทุนอื่น ๆ และยังสามารถนำไปใช้ประยุกต์ในการทำธุรกิจ นอกจากนี้ การลงทุนเน้นคุณค่าเป็นศาสตร์ที่ศึกษาได้โดยใช้หลักการสังเกต ทดสอบ ค้นคว้าอย่างเป็นระบบ มีเหตุและผล หนังสือเล่มนี้จึงเหมาะกับนักลงทุนที่มีพื้นฐานการลงทุนมาบ้างแล้ว รวมถึงนักศึกษา นักวิจัย และผู้สนใจเกี่ยวกับการลงทุนเน้นคุณค่า

ในหนังสือเล่มนี้ได้อธิบายประเด็นสำคัญต่าง ๆ เกี่ยวกับการลงทุนเน้นคุณค่า เช่น นิยามของการเป็นนักลงทุนเน้นคุณค่าคืออะไร การใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบเน้นคุณค่านั้นสามารถสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าตลาด เป็นเวลานานหรือไม่ รวมทั้งได้วิเคราะห์นักลงทุนที่ประสบความสำเร็จจากการลงทุนเน้นคุณค่ามาด้วย หนังสือเล่มนี้ชี้ให้เห็นว่าการลงทุนเน้นคุณค่าแบบมีกลยุทธ์ที่ได้วางเอาไว้ และมีนิยามการลงทุนเน้นคุณค่าอย่างเหมาะสมแล้วสามารถที่จะเอาชนะตลาดได้ และสามารถสร้างความมั่งคั่งได้อย่างยาวนาน หนังสือได้นำเสนอตัวแปรของการลงทุนแบบเน้นคุณค่าที่คุณควรจะติดตาม ข้อควรระวังในการลงทุนในแงุ่มต่าง ๆ และคำถามของการลงทุนเน้นคุณค่าที่อาจจะยังไม่มีใครถาม

หนังสือเล่มนี้ยังได้อธิบายเหตุการณ์เกิดขึ้นของหุ้นเน้นคุณค่าจากทฤษฎีของความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทน ซึ่งเป็นสิ่งที่นักวิจัยทางการเงินในช่วงแรกเชื่อกันว่าการที่หุ้นเน้นคุณค่าได้ผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดหรือการที่กลยุทธ์นี้สามารถจะเอาชนะกลยุทธ์อื่นได้เป็นเพราะมีความเสี่ยงที่มากกว่านั่นเอง แต่ในทางตรงกันข้าม มีงานวิจัยอีกหลายงานที่ได้พบว่า พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าไม่จำเป็นที่จะต้องมีความเสี่ยงสูงเสมอไป รวมทั้งในช่วง 20 ปีที่ผ่านมายังมีการวิจัยเกี่ยวกับพฤติกรรมของนักลงทุนที่มีผลต่อการลงทุน ทำให้สามารถที่จะอธิบายการเกิดขึ้นของหุ้นเน้นคุณค่า โดยใช้พฤติกรรมของนักลงทุนได้เช่นกัน หนังสือนี้ได้เปิดมุมมองเกี่ยวกับการลงทุนเน้นคุณค่าเชิงปริมาณ โดยกล่าวถึงการใช้เครื่องมือต่าง ๆ ที่ทันสมัยมาช่วยในการหาและวิเคราะห์หุ้นเน้นคุณค่า การใช้ปัญญาประดิษฐ์ (artificial intelligence) มาใช้ในการลงทุนแบบเน้นคุณค่า และสิ่งที่จะมามีผลกระทบกับการลงทุนเน้นคุณค่าในมิติต่าง ๆ ซึ่งน่าจะช่วยทำให้นักลงทุนเน้นคุณค่าลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ยังมีการติดอาวุธการลงทุนด้วยกลยุทธ์อื่น ๆ เช่น การลงทุนเน้นคุณค่ากับคุณภาพของบริษัท การที่บริษัทมีความได้เปรียบในการแข่งขัน การลงทุนแบบโมเมนตัมและการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมควบคู่ไปกับการลงทุนเน้นคุณค่า และการเกิดขึ้นของหุ้นเน้นคุณค่าที่คุณอาจจะยังไม่รู้เพราะบริษัทกำลังลงทุนในเทคโนโลยีบางอย่าง ในฐานะนักลงทุนเน้นคุณค่าคนหนึ่ง ผมมีความสุขที่ได้เขียนหนังสือเล่มนี้โดยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าท่านผู้อ่านจะเพลิดเพลินไปกับการเล่าเรื่องของผม และได้รับประโยชน์จากหนังสือฉบับนี้ครับ

สัมพันธุ์ เนตยานันท์

สารบัญ

01

ทำไมต้องเป็นการลงทุน เน้นคุณค่า

ตัวอย่างกรณีการลงทุนเน้นคุณค่า	3
การลงทุนเน้นคุณค่าจากงานวิจัย	5
การลงทุนแบบเน้นคุณค่าสามารถ ทำผลงานได้ดีในหลายประเทศ	8
การลงทุนแบบเน้นคุณค่า กับระยะเวลา	10
สรุป	15

02

นิยามการลงทุนเน้นคุณค่า

การหามูลค่าที่แท้จริง (Valuation) และการตีราคา (Pricing)	20
สรุป	32

03

ตัวแปรด้านมูลค่า ของการลงทุนเน้นคุณค่า

ราคาหารด้วยกำไร (P/E)	34
ราคาหารด้วยมูลค่าตาม บัญชี (P/B)	41
สรุป	46

04

คุณภาพในการลงทุน เน้นคุณค่า

คะแนนคุณภาพ Piotroski	
F-Score	52
สูตรการลงทุนมหัศจรรย์ (Magic Formula)	55
อัตราส่วนกำไรขั้นต้นหารด้วย สินทรัพย์	56
การลงทุนเน้นคุณค่ากับความได้ เปรียบในการแข่งขัน	59
สรุป	62

05

การลงทุนเน้นคุณค่ากับอัตรา ผลตอบแทนและความเสี่ยง

อัตราผลตอบแทนมากกว่าความเสี่ยง ต้องมากตามจริงหรือไม่?	66
แบบจำลอง Fama-French	
แบบสามปัจจัย	68

แบบจำลอง Fama-French	
แบบห้าและหกปัจจัย	70

การอธิบายปรากฏการณ์หุ้น เน้นคุณค่าโดยแบบจำลอง ทางทฤษฎี	73
สรุป	76

06

การลงทุนเน้นคุณค่า กับพฤติกรรมการลงทุน

ความไม่ชอบความเสียหาย (Loss Aversion)	82
การแตกตื่นของนักลงทุน (Overreaction)	83
ความมั่นใจกับหุ้นเติบโตมากเกินไป (Overconfidence in Growth Stocks)	84
การยึดติด (Anchoring)	86
คุณตลาดและความอ่อนไหว ทางอารมณ์	87
สรุป	89

07

วงกลมแห่งความสามารถ

การปรับเปลี่ยนโครงสร้างทาง	
การเงิน (Recapitalization)	97
การแยกตัวของบริษัท (Spin-off)	98
ป้องกันความเสี่ยงขาดลง (Limit	
Downside Risks)	101
สรุป	104

08

การลงทุนเน้นคุณค่า และโมเมนตัมของราคา

การลงทุนแบบโมเมนตัม	106
สรุป	115

09

การลงทุนเน้นคุณค่า เชิงปริมาณ

มาตราวัดอัตราผลตอบแทนและ	
ความเสี่ยง	119
ผลของการลงทุนเน้นคุณค่า	
เชิงปริมาณในรูปแบบต่าง ๆ	121
ตัวช่วยสำหรับนักลงทุน	
เน้นคุณค่าเชิงปริมาณ	127
สรุป	130

10

การลงทุนเน้นคุณค่ากับ

ปัญญาประดิษฐ์

อัตราผลตอบแทนของหุ้นกับ	
ปัญญาประดิษฐ์	136
ปัญญาประดิษฐ์กับการทำนาย	
กำไรล่วงหน้า	137
ปัญญาประดิษฐ์กับการวิเคราะห์	
เชิงตัวหนังสือ	139
ปัญญาประดิษฐ์กับการลงทุนเน้น	
คุณค่าในอนาคต	141
สรุป	142

บรรณานุกรม

143

ดัชนี

154

01

ทำไมต้องเป็นการลงทุน
เน้นคุณค่า

เบนจามิน เกรแฮม (Benjamin Graham) ซึ่งถือเป็นบิดาของการลงทุนเน้นคุณค่าได้เขียนหนังสือ *The Intelligent Investor* ที่ตีพิมพ์ครั้งแรกเมื่อปี ค.ศ. 1949 ซึ่งลูกศิษย์ที่เราน่าจะรู้จักกันเป็นอย่างดี คือ วอร์เรน บัฟเฟตต์ (Warren Buffett) ได้เคยกล่าวไว้ในบทนำของหนังสือฉบับปรับปรุงใหม่ (Graham et al., 2006) คือตอนที่เขาได้อ่าน *The Intelligent Investor* เมื่ออายุได้ 19 ปีนั้น เขาคิดว่าหนังสือเล่มนี้เป็นหนังสือด้านการลงทุนที่ดีที่สุดตั้งแต่เคยเขียนมาและในปัจจุบันก็ยังคิดแบบนั้นด้วย และก็มีหนังสืออีกเล่มที่ทำให้แนวคิดการลงทุนเปลี่ยนจากการเก็งกำไรเป็นการลงทุนที่เน้นพื้นฐานที่แท้จริง คือ *Security Analysis* (Graham and Dodd, 2004) ซึ่งหนังสือทั้งสองเล่มนี้ได้เปลี่ยนแนวคิดการลงทุนให้เป็นการลงทุนอย่างมีระบบและมีพื้นฐานของบริษัทที่เป็นเหมือนกระจกสะท้อนราคาหุ้นในระยะยาวรวมทั้งได้พยายามผสมผสานอารมณ์และความรู้สึกของนักลงทุนเข้ามาด้วยในการอธิบายแนวทางการลงทุน ผมจึงอยากเขียนหนังสือเล่มนี้ให้เป็นอีกหนึ่งเล่มที่จะนำเสนอเนื้อหาต่อยอดจากหนังสือ *Security Analysis* และ *The Intelligent Investor* โดยจะพยายามรวบรวมความรู้และแนวคิดจากแหล่งต่าง ๆ อย่างกระชับทั้งจากการบริหารพอร์ตโฟลิโอของกูรูที่เป็นที่รู้จักในวงการการลงทุน รวมทั้งยังได้รวบรวมงานวิจัยอันล้ำค่าจากหลากหลายผลงานทั้งแนววิจัยเชิงทฤษฎี (theoretical research) และวิจัยเชิงประจักษ์ (empirical research)

ขอเริ่มต้นจากคำถามที่ผมสงสัยหลังจากที่ได้เริ่มเป็นนักลงทุนเน้นคุณค่าแบบมือสมัครเล่น และน่าจะเหมือน ๆ กับนักลงทุนหลาย ๆ ท่าน ว่าทำไมการลงทุนเน้นคุณค่าจึงเป็นที่รู้จักและนักลงทุนหลายคนทั่วโลกได้พยายามลงทุนโดยใช้กลยุทธ์นี้เพื่อการสร้างความมั่นคง ก่อนอื่นนักลงทุนต้องเข้าใจก่อนว่าการลงทุนที่มีผลตอบแทนที่ต่างกัน จะให้ผลตอบแทนในระยะยาวที่ต่างกันค่อนข้างมาก ยกตัวอย่างเช่น นักลงทุนคนที่หนึ่ง ลงทุนใช้เวลาทั้งหมด 40 ปี โดยมีเงินเริ่มต้นอยู่ที่ 1 ล้านบาท โดยฝากเงินได้รับดอกเบี้ย 1.5% ต่อปี เงิน 1 ล้านบาทจะกลายเป็น

02

นิตยสารการลงทุนเน้นคุณค่า

พอร์ตโฟลิโอการลงทุนเน้นคุณค่าจากกูรูชื่อดังไม่ว่าจะเป็นวอร์เรน บัฟเฟตต์ ที่ลงทุนในหุ้นของบริษัทต่าง ๆ โดยการลงทุนมีหุ้นจำนวนน้อย และสามารถทำงานได้ดียอดเยี่ยม รวมทั้งถ้าดูจากการลงทุนของชาร์ลี มังเกอร์ (Charlie Munger) ในช่วงที่บริหารห้างหุ้นส่วนจำกัดในตอนแรก ก็เน้นในการลงทุนที่ในพอร์ตโฟลิโอไม่ต้องมีหุ้นจำนวนมาก โดยเน้นว่าหุ้นแต่ละตัวในพอร์ตโฟลิโอจะต้องมีคุณภาพ มีความได้เปรียบในการแข่งขัน สามารถทำความเข้าใจและสามารถที่จะคาดคะเนอนาคตของบริษัทได้โดยการลงทุนแบบมีหุ้นน้อยตัวนี้ ก็สามารถทำงานได้ดี โดยจากงานเขียนบทความของ Warren Buffett (1984) ที่มีชื่อว่า *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville* ซึ่งเป็นการเฉลิมฉลอง 50 ปีของหนังสือ *Security Analysis* (Graham and Dodd, 2004)

ที่น่าสนใจ คือ ในตัวอย่างของกูรูต่าง ๆ ที่ลงทุนในงานเขียนของ Warren Buffett (1984) นั้น มีกูรูที่ลงทุนแบบเน้นคุณค่าที่มีหุ้นในพอร์ตโฟลิโอมากกว่าร้อยตัว ยกตัวอย่างเช่น วอลเตอร์ ชลอสส์ ซึ่งเป็นลูกศิษย์ของเบนจามิน เกรแฮม อีกคน โดยวอลเตอร์ ชลอสส์ นั้นได้ลงทุนโดยใช้กลยุทธ์แบบเน้นคุณค่า และชอบการลงทุนในหุ้นที่มี P/B ต่ำ เป็นหุ้นที่ถูก และมีหนี้ที่น้อย และถือยาวมากกว่า 2-3 ปี จากข้อมูลจากการประชุมที่ Ben Graham Centre for Value Investing (2018) ได้อธิบายว่าเขาจะเข้ามาทำงานในออฟฟิศเป็นเวลาและกลับเป็นเวลาทุกวัน โดยจะเปิดดูข้อมูลต่าง ๆ จาก Value Line ถ้าชื่นชอบตัวไหนก็จะนำไปศึกษาต่อการลงทุนแบบนี้ก็สามารถทำงานได้อย่างดี ในระยะเวลาการลงทุนกว่า 50 ปีของวอลเตอร์ ชลอสส์

การลงทุนเน้นคุณค่าคืออะไรกันแน่? เพราะมีนักลงทุนหลายคนที่บอกตัวเองว่าเป็นนักลงทุนเน้นคุณค่า แต่ก็มีนิยามและลักษณะการลงทุนเน้นคุณค่าในแบบของตัวเอง เพราะฉะนั้นผมจึงได้ย้อนกลับไปศึกษาสิ่งที่เบนจามิน เกรแฮมได้เขียนไว้ในหนังสือ *The Intelligent Investor* หนึ่งในบทที่สำคัญที่สุดคือ บทที่ 20

03

ตัวแปรด้านมูลค่า
ของการลงทุนเน้นคุณค่า

ในหนังสือ *The Intelligent Investor* ได้กล่าวถึงการวัดมูลค่าของหุ้น เน้นคุณค่าโดยใช้มาตรวัดที่เป็นที่นิยมกันอย่างมาก เช่น ราคาหารด้วยมูลค่าตามบัญชี (P/B) ราคาหารด้วยกำไร (P/E) ซึ่งในบทนี้จะได้วิเคราะห์และเจาะลึกถึงมาตรวัดมูลค่าของการลงทุนเน้นคุณค่าในแต่ละตัวโดยบอกถึงข้อดี และข้อเสีย รวมทั้งข้อที่นักลงทุนจะต้องระวังจากงานวิจัยต่าง ๆ นอกจากนั้นยังจะได้กล่าวถึงอัตราส่วนอื่น ๆ ที่ได้รับความสนใจจากงานวิจัยในปัจจุบัน เช่น ราคาหารด้วยกำไร และปรับด้วยอัตราการเติบโต (PEG) ราคาหารด้วยกำไรเฉลี่ยหลายปี (CAPE) ราคาหารด้วยรายได้ (P/S) ราคาหารด้วยกระแสเงินสด (P/C) และตัวคุณกิจการ (EM)

ราคาหารด้วยกำไร (P/E)

ในหนังสือ *The Intelligent Investor* ของเบนจามิน เกรแฮมได้มีการแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนควรจะมองในหุ้นที่มีอัตราส่วนระหว่างราคากับกำไร โดยได้ให้แนวทางในการลงทุนสำหรับนักลงทุนที่ต้องการจะปกป้องตัวเองให้ลงทุนโดยที่มีอัตราส่วน P/E น้อยกว่า หรือเท่ากับ 15 โดยมีตัวอย่างการลงทุนและเปรียบเทียบราคาหุ้นในหลาย ๆ ตัวอย่าง เพื่อเป็นแนวทางในการลงทุน หลังจากนั้นงานวิจัยเชิงประจักษ์แรก ๆ ที่เป็นที่รู้จักในการทำวิจัยว่าในการลงทุนแบบเน้นมูลค่าที่ใช้อัตราส่วน P/E สามารถสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนเน้นคุณค่าได้ และยังสามารถที่จะเอาชนะตลาดได้ คือ Basu (1977) ซึ่งได้ศึกษาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่ ค.ศ. 1957-1971 โดยวิธีการปรับพอร์ตโฟลิโอทุก ๆ ปี โดยการนำหุ้นที่ตลาดมาเรียงตามอัตราส่วน P/E จากนั้นแบ่งหุ้นออกเป็นกลุ่มละ 20% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดตามขนาดของ P/E โดยจะเห็นได้ว่ากลุ่มหุ้น 20% ที่มี P/E น้อยที่สุดได้ให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ 16.30% ต่อปี โดยในหุ้นกลุ่มนี้มีค่ากลางหรือมัธยฐานของ P/E ที่ 9.8 และมีความเสี่ยงกับ

04

คุณภาพในการลงทุน
เน้นคุณค่า

ในงานวิจัยของ Frazzini, Kabiller, and Pedersen (2018) ได้แสดงให้เห็นวิวัฒนาการการลงทุนเน้นคุณค่าของ วอร์เรน บัฟเฟตต์ ที่แต่เดิมเน้นการลงทุนที่เน้นมูลค่า และปัจจุบันกลายมาเป็นการลงทุนเน้นคุณค่า ถ้าวิเคราะห์จากงานวิจัยจะพบว่าอัตราผลตอบแทนการลงทุนเฉลี่ยของพอร์ตโฟลิโอของวอร์เรน บัฟเฟตต์ มีผลตอบแทนโดยรวมที่น้อยลง แต่ยังทำให้อัตราการขยายตัวของส่วนของผู้ถือหุ้นของ Berkshire Hathaway นั้นยังไม่ลดต่ำลงมาก ซึ่งในงานวิจัยได้อธิบายว่าพอร์ตโฟลิโอนั้น ได้มีอัตราผลตอบแทนจากการนำเบี้ยประกันที่ได้จากธุรกิจประกันภัยหรือที่วอร์เรน บัฟเฟตต์ เรียกว่า float เข้ามาช่วยในการลงทุนแทนที่จะนำทุนของบริษัทเองทั้งหมดในการลงทุน ทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยโดยรวมนั้นเพิ่มสูงขึ้น นักลงทุนจะเห็นพัฒนาการของการลงทุนแบบนี้ ซึ่งจากเดิมที่เป็นการลงทุนของบริษัทที่มีราคาถูกมาก ๆ และเป็นการลงทุนที่เน้นไปในแนวทางของเบนจามิน เกรแฮม พอราคาขึ้นไปสักพักและใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นตัวนั้นแล้ว ก็ขายออกไปก็สามารถให้ผลตอบแทนที่เพิ่มพูนสำหรับวอร์เรน บัฟเฟตต์ ในช่วงต้น จากนั้นเมื่อเขามีทุนที่เพิ่มสูงขึ้นและขนาดของบริษัทที่ใหญ่ขึ้น การลงทุนแบบนี้อาจจะไม่สามารถทำได้แบบเดิมอีก เนื่องจากเมื่อมีขนาดที่ใหญ่ขึ้นหุ้นที่บริษัทจะลงทุนก็มีจำนวนน้อยลง เพราะถ้า Berkshire Hathaway ลงทุนในหุ้นตัวเล็กราคาก็จะกระโดดไปมาก ทำให้ไม่สามารถที่จะลงทุนได้ในราคาที่ถูกลงกว่ามูลค่าที่แท้จริง อีกทั้งวอร์เรน บัฟเฟตต์ ได้พบกับชาร์ลี มังเกอร์ ซึ่งในเวลาต่อมาได้กลายมาเป็นรองประธานบริหารของ Berkshire Hathaway และได้ช่วยให้วอร์เรน บัฟเฟตต์ ได้ปรับเปลี่ยนกลยุทธ์จากการลงทุนแบบเน้นมูลค่าให้กลายมาเป็นการลงทุนเน้นคุณค่า ซึ่งมีความถูกต้องของหุ้นผสมกับความมีคุณภาพในด้านต่าง ๆ ของหุ้น ซึ่งในบทนี้เราจะได้มาเจาะลึกกันว่าความมีคุณภาพของหุ้นนั้นมีอะไรบ้าง และจะสามารถวัดได้อย่างไร รวมทั้งมีหลักฐานจากงานวิจัยอะไรบ้างที่บ่งบอกถึงความมีคุณภาพของหุ้นแต่ละตัว

05

การลงทุนเน้นคุณค่ากับอัตรา
ผลตอบแทนและความเสี่ยง

ในตอนที่ผมเรียนปริญญาตรีอยู่ที่มหาวิทยาลัยคาร์เนกีเมลลอน (Carnegie Mellon University) ได้มีโอกาสที่ได้ฟังการบรรยายของศาสตราจารย์ แฮร์รี มาร์โควิตซ์ (Harry Markowitz) ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ จากการวิจัยเรื่องการสร้างพอร์ตโฟลิโอแบบใหม่สำหรับการลงทุน โดยก่อนหน้านั้น การลงทุนในสมัยนั้น คือ การวิเคราะห์หลักทรัพย์ตามแบบหนังสือ Security Analysis (Graham and Dodd, 2004) รวมทั้งอาจจะเป็นการเก็งกำไรหรือ การซื้อขายผ่านการวิเคราะห์เชิงเทคนิค แต่หลังจากที่มีงานของศาสตราจารย์แฮร์รี มาร์โควิตซ์แล้ว นักลงทุนสามารถเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับอัตราผลตอบแทนมากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ในงานวิจัยของ Markowitz (1952) สิ่งที่น่าสนใจมาก ๆ คือ ในอัตราความเสี่ยงที่เท่ากันนั้น นักลงทุนสามารถจะได้อัตราผลตอบแทนมากขึ้น จากการที่นักลงทุนกระจายความเสี่ยงไปในสินทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนคาดหวังที่มากขึ้น แต่โดยรวมแล้วความเสี่ยงซึ่งวัดโดยความแปรปรวน (variance) ของพอร์ตโฟลิโออาจจะเท่าเดิม หรือน้อยกว่าเดิม

ในงานบรรยายที่มหาวิทยาลัยคาร์เนกีเมลลอนนั้น ผมยังจำได้ถึงสิ่งที่ ศาสตราจารย์แฮร์รี มาร์โควิตซ์ ได้พูดถึงเวลาในการที่เขาได้ค้นพบการสร้างพอร์ตโฟลิโอแบบนี้ ซึ่งถือเป็นต้นกำเนิดในการลงทุนแบบใหม่หรือทฤษฎีพอร์ตโฟลิโอ ตอนที่ได้คิดว่าจะพยายามออกแบบแบบจำลองสำหรับงานวิธานิพนธ์เรื่องการออกแบบพอร์ตโฟลิโออย่างไรให้สามารถที่จะแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างกันของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้ในอนาคต จึงได้พยายามเข้าไปนั่งอ่านหนังสือในห้องสมุดที่มหาวิทยาลัยชิคาโก (University of Chicago) โดยพยายามคิดถึงเรื่องนี้อยู่พักหนึ่ง จนในที่สุดสิ่งที่นึกขึ้นมาได้คือคำว่า “covariance” หรือความแปรปรวนร่วม นั่นเอง โดยในส่วนของ สหสัมพันธ์ หรือ correlation จะมีเครื่องหมายเหมือนกับความแปรปรวนร่วมแต่จะมีขนาดจาก -1 ถึง 1 นั่นเอง ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนระหว่างหุ้นในตลาด

06

การลงทุนเน้นคุณค่า
กับพฤติกรรมการลงทุน

ในการพูดคุยกันระหว่างศาสตราจารย์จูน ฟามา และศาสตราจารย์ ริชาร์ด เธเลอร์ (Prof. Richard Thaler) จากมหาวิทยาลัยชิคาโก ในหัวข้อที่ว่า ตลาดนั้นมีประสิทธิภาพหรือไม่ (Are markets efficient?) จาก Chicago Booth Review (2016) ซึ่งในฝั่งของศาสตราจารย์จูน ฟามา นั้นคิดว่าตลาดหุ้นนั้นขึ้นลงตามเหตุปัจจัยพื้นฐานและข้อมูลของหุ้นแต่ละตัวนั้นได้เข้าไปอยู่ในราคาแล้วซึ่งจะตรงกับในบทที่แล้วที่เราได้กล่าวถึงความเสี่ยงสำหรับการกำหนดอัตราผลตอบแทนคาดหวังแต่ในทางกลับกันศาสตราจารย์ริชาร์ด เธเลอร์ ก็ได้ยกตัวอย่างมาต่าง ๆ นานา เพื่อที่จะแสดงให้เห็นว่าราคาของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์นั้น มีผลมาจากพฤติกรรมต่าง ๆ ของนักลงทุนที่บางครั้งอาจจะไม่เป็นเหตุเป็นผลซะทีเดียว ซึ่งในบทนี้จะได้อธิบายการเกิดขึ้นของหุ้นเน้นคุณค่าจากงานวิจัยต่าง ๆ ว่าสามารถเกิดขึ้นได้อย่างไร ซึ่งในหนังสือ *The Intelligent Investor* ของ เบนจามิน เกรแฮม Graham, et al. (2006) ได้กล่าวไว้ว่า

“The market is not a weighing machine, on which the value of each issue is recorded by an exact and impersonal mechanism, in accordance with its specific qualities. Rather should we say that the market is a voting machine, whereon countless individuals register choices which are the product partly of reason and partly of emotion.”

เป็นการอธิบายว่าตลาดนั้นไม่ได้เป็นเครื่องชั่งเลยซะทีเดียวแต่มีการโหวตกันของนักลงทุนในตลาดด้วย ซึ่งคิดว่ามูลค่าของแต่ละหุ้นเป็นเท่าใดเกิดขึ้นมาจากทั้งเหตุผลและเกิดจากอารมณ์ของนักลงทุนด้วยเช่นกันซึ่งเป็นการแสดงให้เห็นว่าแนวคิดของ เบนจามิน เกรแฮม ราคาหุ้นนั้นจะมีการขึ้นลงไม่ใช่แค่จากเรื่องความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนคาดหวังเพียงอย่างเดียวเท่านั้น และพฤติกรรมของนักลงทุนก็มีส่วนทำให้ราคาหุ้นเปลี่ยนไปด้วยเช่นกันโดยในงานของ Thampanya et al. (2020)

07

วงกลมแห่งความสามารถ

จากหนังสืออัตชีวประวัติของวอร์เรน บัฟเฟตต์ จากงานเขียนของ Schroeder (2008) ได้อธิบายการลงทุนในบริษัท ไกโค (GEICO) เมื่อ ค.ศ. 1976 ซึ่งเป็นปีที่ วอร์เรน บัฟเฟตต์ ได้ลงทุนในบริษัทที่เขาชื่นชอบอีกครั้งหลังจากได้ลงทุนครั้งแรกกับบริษัทนี้ตอนอายุได้ 21 ปี ตอนที่กำลังศึกษาอยู่ที่มหาวิทยาลัยโคลัมเบีย (Columbia University) โดยในขณะนั้น เบนจามิน เกรแฮม อาจารย์ของเขาได้สอนวิชาการลงทุนให้และเป็นประธานกรรมการของบริษัท GEICO โดย วอร์เรน บัฟเฟตต์ นั้นได้เดินทางไปทั่วซิดนีย์ ออสเตรเลีย ซึ่งเป็นที่ตั้งของสำนักงานใหญ่ GEICO โดยได้พบกับ Lorimer Davidson ซึ่งภายหลังได้กลายเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารของ GEICO โดยในวันนั้นเขาได้อธิบายธุรกิจประกันภัยให้ วอร์เรน บัฟเฟตต์ ได้ฟัง และทำให้ วอร์เรน บัฟเฟตต์ สนใจในการลงทุนในบริษัทประกันภัยตั้งแต่วันนั้นเป็นต้นมา โดยเมื่อ ค.ศ. 1976 นั้น GEICO มีเงินสำรองในบริษัทไม่เพียงพอเนื่องจากการขายประกันภัยที่มีเบี้ยประกันต่ำกว่าที่ควรจะเป็น แต่ วอร์เรน บัฟเฟตต์ เห็นว่า GEICO เป็นบริษัทประกันภัยที่มีความได้เปรียบจากบริษัทอื่น ๆ เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนในการใช้จ่าย (expense ratio) ในการขายประกันต่ำมากเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น เพราะในตอนนั้นเป็นบริษัทที่เน้นการขายผ่านทางจดหมายและการโทรศัพท์แทนที่จะมีตัวแทนไปตามภูมิภาคต่าง ๆ ซึ่งจะทำให้ค่าใช้จ่ายสูงขึ้นนั่นเอง หลังจากที่มีการสำรองเงินในบริษัทที่น้อยไปทำให้บริษัทขาดทุนสูงในปีนั้น โดยราคาหุ้นของ GEICO ลดลงมาจากประมาณ 60 เหรียญดอลลาร์สหรัฐ เหลืออยู่ที่ประมาณ 2 เหรียญดอลลาร์สหรัฐ ทำให้วอร์เรน บัฟเฟตต์ ลงทุนใน GEICO ผ่านบริษัทที่เขาเป็นประธานกรรมการอยู่นั่นคือ Berkshire Hathaway โดยลงทุนกับ GEICO ผ่านหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิที่แปลงสภาพได้ (convertible preferred stock) ทำให้บริษัทมีความแข็งแกร่งทางการเงินเพิ่มขึ้น หลังจากที่มีฐานะทางการเงินที่ดีขึ้นและมีการเขียนประกันที่มาตรฐานมากขึ้นทำให้ราคาหุ้นของ GEICO เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

08

การลงทุนเน้นคุณค่า
และโมเมนตัมของราคา

เคยเป็นไหม บางครั้งเราเสียเวลารอหลายปีกว่าที่หุ้นเน้นคุณค่าจะให้อัตราผลตอบแทนแก่นักลงทุน โดยในบางช่วงเวลานั้นหุ้นเน้นคุณค่าอาจจะให้อัตรผลตอบแทนได้ไม่ดี ในหนังสือของ O'Shaughnessy (2015) ได้พบว่าการลงทุนแบบเน้นคุณค่าโดยใช้อัตราส่วน P/B ที่มีค่าต่ำในบางช่วงเวลา อาจจะทำให้อัตราผลตอบแทนได้ไม่ดีนักเป็นเวลานานนับ 10 ปี โดยเหตุผลอาจจะเป็นเพราะหุ้นเน้นคุณค่านั้น เป็นหุ้นที่กำลังมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดีนักหรืออยู่ในช่วงภาวะลำบาก (distress) ทำให้หุ้นนั้นมีราคาถูกลงมาก ๆ เหมือนกับในงานของ Fama and French (1998) ซึ่งได้พิจารณาในเรื่องนี้จากงานวิจัยอื่น ๆ นั้นเป็นเหตุผลให้ O'Shaughnessy (2015) ได้แนะนำการลงทุนแบบเน้นคุณค่าควบคู่ไปกับการลงทุนแบบโมเมนตัม ซึ่งจะเป็นการลงทุนในหุ้นที่มีราคาถูกและกำลังอยู่ในช่วงที่ราคากำลังขึ้น อาจจะเป็นเพราะกำไรกำลังจะเติบโตหรืออยู่ในช่วงที่บริษัทกำลังฟื้นตัวโดยคาดว่าจะการลงทุนแบบนี้ นักลงทุนเน้นคุณค่าอาจจะต้องเสียเวลาในการรอนานจนกว่าที่หุ้นเน้นคุณค่าจะเริ่มทำอัตราผลตอบแทนที่ดีให้ โดยจากงานวิจัยของ Asness, Moskowitz, and Pedersen (2013) ได้แสดงให้เห็นว่านอกจากการลงทุนแบบเน้นคุณค่าแล้ว การลงทุนแบบโมเมนตัมก็สามารถที่จะเอาชนะตลาดได้เช่นเดียวกัน ทั้งในตลาดหุ้นและตลาดสินทรัพย์อื่น ๆ ทั่วโลก ในบทนี้เราจะมาวิเคราะห์กันว่าการลงทุนโมเมนตัมนี้มีลักษณะเป็นอย่างไร สามารถจะเอาชนะตลาดได้ไหม ข้อควรระวังของการลงทุนแบบโมเมนตัมคืออะไร การผสมผสานการลงทุนแบบโมเมนตัมและการลงทุนเน้นคุณค่าทำได้อย่างไร สามารถจะเอาชนะตลาดได้หรือไม่ และสามารถทำให้ความเสี่ยงลดลงได้อย่างไร

การลงทุนแบบโมเมนตัม

การลงทุนแบบโมเมนตัมนั้น เป็นการลงทุนโดยอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนย้อนหลังของราคาหุ้น โดยมีแนวคิดอย่างง่าย คือ ในระยะสั้นถ้าราคาหุ้น

09

การลงทุนเน้นคุณค่า
เชิงปริมาณ

เบนจามิน เกรแฮม ซึ่งได้รับการนับถือเป็นบิดาแห่งการลงทุนเน้นคุณค่า ซึ่งในความเป็นจริงแล้วนั้นการลงทุนแบบเน้นคุณค่าแรก ๆ ที่เบนจามิน เกรแฮม ได้แนะนำนั้นเป็นการลงทุนเน้นคุณค่าเชิงปริมาณ โดยในหนังสือของ Graham et al. (2006) ได้แนะนำไว้ว่าการลงทุนเน้นคุณค่านี้นักลงทุนควรจะลงทุนมีลักษณะต่าง ๆ โดยสังเขป ดังนี้

1. มีขนาดที่ไม่เล็กจนเกินไป
2. มีความแข็งแกร่งทางการเงิน
3. มีเสถียรภาพของกำไรที่ผ่านมา
4. มีการจ่ายปันผลที่สม่ำเสมอที่ผ่านมา
5. มีการเติบโตของกำไร
6. มีค่า P/E ที่ไม่สูงจนเกินไป (ไม่ควรเกิน 15)
7. มีค่า P/B ที่ไม่สูงจนเกินไป (ไม่ควรเกิน 1.5)

โดยในหนังสือของ Greiner (2011) ที่ชื่อ *Ben Graham Was a Quant: Raising the IQ of the Intelligent Investor* ได้พยายามเชื่อมโยงว่าในแท้ที่จริงแล้วการลงทุนแบบเน้นคุณค่าก็สามารถที่จะทำได้โดยใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยได้ให้คำอธิบายเพิ่มเติมว่า การลงทุนแบบเชิงปริมาณนั้น มีหลักง่าย ๆ ที่จะเลือกปัจจัย (factor) ที่จะนำมาทำการซื้อขายในกลยุทธ์เชิงปริมาณ มีดังนี้

1. ต้องมีตัวแปรที่มาจากตัวแปรทางเศรษฐกิจที่แท้จริง
2. สัญญาณของปัจจัยที่จะซื้อขายนั้นจะต้องทำให้ได้ผลตอบแทนมากกว่าต้นทุนในการซื้อขาย
3. ปัจจัยนั้นต้องใช้ได้ในทุก ๆ อุตสาหกรรม ไม่เฉพาะเจาะจงในอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง
4. กลยุทธ์การสร้างผลตอบแทนส่วนเกินแอลฟา (alpha) จะต้องมีความสัมพันธ์ที่มีสหสัมพันธ์ที่น้อยกับกลยุทธ์การสร้างผลตอบแทน (alpha) อื่น ๆ

10

การลงทุนเน้นคุณค่า
กับปัญญาประดิษฐ์

ปัญญาประดิษฐ์ (AI : Artificial Intelligence) จะได้กลายมาเป็นสิ่งที่เปลี่ยนแปลงโลกและจะเข้ามาอยู่ในชีวิตประจำวันของคนบนโลกใบนี้ โดยกูรูด้านปัญญาประดิษฐ์ของโลก แอนดรูว์ อี้ง (Andrew Ng) เปรียบการเปลี่ยนแปลงนี้เสมือนการค้นพบไฟฟ้าในอดีตที่ในปัจจุบันไฟฟ้าก็อยู่รอบ ๆ ตัวของเราและเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งในปัจจุบันนี้เราก็เริ่มที่จะอยู่กับปัญญาประดิษฐ์ที่มีอยู่รอบตัว ยกตัวอย่างเช่น การจะถ่ายรูปรจากกล้องในโทรศัพท์มือถือจะมีปัญญาประดิษฐ์มาช่วยเลือกโฟลด์และการปรับแสงที่เหมาะสมที่สุดเพื่อให้การถ่ายรูปนั้นออกมาสวยและถูกใจ การเปิดดูความบันเทิงจากผู้ให้บริการภาพยนตร์ในอินเทอร์เน็ตต่าง ๆ ก็ใช้ปัญญาประดิษฐ์ในการเลือกวิดีโอหรือภาพยนตร์เรื่องต่อไปที่จะให้ถูกใจผู้ชม นอกจากนั้นสื่อทางโซเชียลในปัจจุบันก็ใช้ปัญญาประดิษฐ์ในการเลือกเนื้อหาต่าง ๆ ที่จะให้คนที่ใช้ดูโดยใช้อัลกอริทึม (algorithm) ผสมผสานกับพลังในการคำนวณอย่างมหาศาลที่เรามีในปัจจุบัน เพราะฉะนั้นการลงทุนเน้นคุณค่าที่มีปัญญาประดิษฐ์เข้ามาจึงอาจจะต้องเปลี่ยนแปลงไปไม่มากนัก요

ในด้านการลงทุนนั้นในปัจจุบันมีกองทุนและนักลงทุนทั่วโลก ก็นำเทคนิคและวิธีการที่นำปัญญาประดิษฐ์และเทคโนโลยีใหม่ ๆ มาใช้ในกลยุทธ์การลงทุนต่าง ๆ ยกตัวอย่างในหนังสือ *The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution* (Zuckerman, 2019) ซึ่งเป็นเรื่องราวของศาสตราจารย์ด้านคณิตศาสตร์ในมหาวิทยาลัยที่ได้ผันตัวเองมาเป็นนักลงทุน เป็นมหาเศรษฐีซึ่งมีสินทรัพย์หลายหมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ มีบริษัทกองทุนคือ Renaissance Technologies ที่เน้นการลงทุนเชิงปริมาณและการใช้เทคโนโลยีต่าง ๆ เพื่อมาหาสัญญาณ (signal) ในการซื้อขายหลักทรัพย์ต่าง ๆ เล่าโดย Zuckerman (2019) โดยหนึ่งในกองทุนที่เป็นกองทุนที่โด่งดังของ Renaissance Technologies คือ Medallion Fund ซึ่งได้รับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีก่อนหักค่าบริหารกองทุนอยู่ที่ 66.1% ต่อปี ตั้งแต่ ค.ศ. 1988-2018 ซึ่งเป็นเวลากว่า

ดัชนีคำค้น

ก การตีราคาเทียบเคียง.....27 การประเมินมูลค่า.....30 กฎ.....2, 3, 4, 5, 10, 11, 14, 18, 51, 59, 128, 134	ปัญหาประติษฐ์.....133, 134, 135, 136, 137, 139, 140, 141
ค ความผันผวน.....44 ความลำเอียง.....30 คุณภาพในการลงทุน.....50	ผ ผลตอบแทนของกำไร.....55
ข แบบจำลอง 35, 43, 44, 64, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 122, 124, 136, 138	ม มองโลกในแง่ดีเกินไป.....40 มูลค่าตามราคาตลาด.....41 โมเมนตัม 71, 72, 73, 83, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 112, 113, 115, 125, 137
ป ประกันภัย.....6, 11, 29, 38, 39, 43, 45, 50, 68, 86, 87, 92, 94, 102, 141	ร ราคาอาหารด้วยมูลค่าตามบัญชี.....41
ส ส่วนเพื่อเพื่อความปลอดภัย25	ร

- ห
 หนังสือ..... 10, 18, 20,
 31, 34, 39, 51, 55, 59, 64, 80,
 85, 87, 92, 97, 106, 111, 118,
 121, 124, 126, 127, 134
 หุ่นตะวันตกดิน25
- อ
 อนุพันธ์102, 103, 135
 อัตราทด..... 4
 อัตราส่วน.....5, 6, 7,
 9, 19, 27, 30, 34, 35, 36, 37,
 38, 39, 40, 41, 45, 52, 53, 55,
 56, 57, 58, 61, 70, 85, 92, 93,
 94, 106, 108, 119, 120, 121,
 122, 123, 125, 126, 127, 128,
 129
- A
 Altman-Z31
 anomalies..... 7, 44
- B
 Buffett..... 10, 11, 18,
 26, 50, 51, 57, 85, 92, 93, 95,
 97, 127
- D
 DCF20, 22, 23, 30, 31
 Dodd 18
- E
 empirical research.....2
- F
 Fama-French 44, 68, 69,
 70, 72, 73, 75, 122
- G
 Graham 13, 18, 42,
 80, 87, 92, 118, 124
 great depression.....45, 109, 125

P

Peter Lynch	39
Piotroski-F.....	31, 123

S

Security Analysis.....	2, 18, 64
------------------------	-----------

T

The Intelligent Investor.....	3, 13, 18, 31, 34, 80, 87
theoretical research.....	2

W

WACC.....	20
-----------	----

หนังสือแนะนำ



300
บาท

ทฤษฎีนโยบายสังคม
และการวิพากษ์นโยบาย
ผู้แต่ง:
ดร.กมลเลิศ โพธิ์กนิษฐ

นโยบายสังคม ถือเป็นแนวทางสำคัญในการพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชนแต่เมื่อพิจารณาด้วยมุมมองเชิงวิพากษ์ จะพบว่าอีกด้านหนึ่งนโยบายสังคมมักถูกใช้เป็น “กลไกเชิงอำนาจและอุดมการณ์ของรัฐ” ในการผลิต การสร้าง การจัดวางชุดความรู้และความจริงที่มีผลต่อความคิดและความเชื่อของประชาชนในวงกว้าง รวมทั้งการเอื้อประโยชน์ต่อ “ตัวรัฐเอง” ในฐานะ “ผู้มีอำนาจในการกำหนดนโยบาย”



390
บาท

รู้เท่าทันการสื่อสารโน้มน้าวใจ
ผู้แต่ง:
รศ. ดร.พนิดา จงสุขสมสกุล

“เสียง ภาษา ถ้อยคำ ภาพ ที่เคลื่อนไหวไปยังประสาทสัมผัสทางสมอง ต่างก็ท่วมท้นในยุคสังคมสารสนเทศหรือที่เรียกว่า ยุคดิจิทัล ความหลากหลายหลังไหล จำนวนมากนี้เองที่ส่งผลให้ผู้คนเป็นผู้กระทำและถูกกระทำ จากที่ถูกสั่งการ กลายเป็นผู้ถูกดำเนินการ รู้เท่าทันสื่อในยุคดิจิทัล โดยเฉพาะการโน้มน้าวใจที่ผ่านการสื่อสาร จึงเป็นต้นทางที่จะเป็นภูมิคุ้มกันอย่างดีในการทำให้ “เรา” ไม่กลายเป็นเหยื่อ ของการสื่อสารที่ต่างก็มุ่งแสวงหาประโยชน์ด้วยกันทั้งสิ้น”



200
บาท

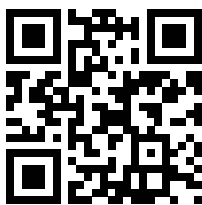
ความรู้ทางการเงินในยุคดิจิทัล
ผู้แต่ง
ผศ. ดร.กนกกาญจน์ เสน่ห์ นมะหุต

นอกจากปัจจัยสี่แล้ว การเงินถือเป็นปัจจัยที่ขาดไม่ได้ ในการดำรงชีวิตให้ราบรื่น ปราศจากปัญหาและอุปสรรคนานาที่จะถาโถมเข้ามาได้ทุกเมื่อเนื่องจากแนวโน้มทางด้านเทคโนโลยีและนวัตกรรมทางด้านการเงินกำลังได้รับความนิยมอย่างแพร่หลาย การใช้เทคโนโลยีในการบริหารจัดการทางการเงินให้เป็นประโยชน์ และมีประสิทธิภาพได้นั้น จำเป็นจะต้องแสวงหาความรู้ที่หลากหลายและตามเทคโนโลยีให้ทันทั่วทั้งที่จะได้ไม่เกิดความเหลื่อมล้ำทางสังคม การดำรงชีวิตควบคู่กับการใช้เทคโนโลยีทางด้านการเงินเป็นเรื่องที่ง่าย และมีคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้น ในเรื่องของความสะดวกสบาย และลดเวลาค่าใช้จ่ายในการจัดการบริหารทางการเงินได้ด้วยตนเอง



สำนักพิมพ์
มหาวิทยาลัยนเรศวร

สั่งซื้อหนังสือออนไลน์ จัดส่งถึงบ้านสะดวกรวดเร็ว



สั่งซื้อทันที

กรณีต้องการสั่งซื้อหนังสือปริมาณมาก หรือเข้าชั้นเรียนติดต่อได้ที่
ฝ่ายจัดจำหน่ายสำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร

✉ nuph@nu.ac.th

📍 สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยนเรศวร

☎ 0 5596 8833-8836

🐦 [nu_publishing](https://www.facebook.com/nu_publishing)



NUPH
online store

www.nupress.grad.nu.ac.th