



การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ Winners และ Losers กับการสร้างผลตอบแทน
สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด

โดย

นายประเสริฐ อินทนากรวิวัฒน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ Winners และ Losers กับการสร้างผลตอบแทน
สูงกว่าผลตอบแทนของตลาด

โดย

นายประเสริฐ อินทนากรวิวัฒน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



SEPARATING WINNERS AND LOSERS AND
BEATING MARKET RETURNS

BY

MR. PRASERT INTANAKORNWIWUT



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายประเสริฐ อินทนากรวิวัฒน์

เรื่อง

การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ Winners และ Losers กับการสร้างผลตอบแทนสูงกว่า
ผลตอบแทนของตลาด

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อวันที่ 24 มิ.ย. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร. ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ Winners และ Losers กับ การสร้างผลตอบแทนสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด
ชื่อผู้เขียน	นายประเสริฐ อินทนากรวิวัฒน์
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้ทำการศึกษาวิธีการแบ่งแยก Winners และ Losers ด้วยอัตราส่วนทางการเงินซึ่งพัฒนามาจากวิธีการของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2005) โดยจะมีการแบ่งแยก 2 ชั้น ซึ่งชั้นแรกจะเป็นการแบ่งแยกที่แสดงถึงปัจจัยด้านพื้นฐาน (FScore) โดยการนำอัตราส่วนทางการเงินมาแปลงเป็นคะแนน และชั้นที่สองที่แสดงถึงปัจจัยด้านราคา โดยใช้ค่า Equity Multiple เป็นตัวแบ่ง เพื่อดูว่าหุ้นแต่ละกลุ่มมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเป็นอย่างไรเมื่อเทียบกับตลาดและมีระดับที่แตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538-2557 ซึ่งจะไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน

จากผลการวิจัยพบว่า วิธีแบ่งแยกหุ้นดังกล่าวสามารถใช้ในการแบ่งแยกได้เฉพาะกลุ่ม Winners แต่ไม่สามารถแบ่งแยกกลุ่ม Losers ได้ ซึ่งสามารถนำมาใช้ในการคัดกรองหุ้นก่อนจะนำไปทำการวิเคราะห์ด้วยปัจจัยพื้นฐาน โดยหากมีการจัดพอร์ตโฟลิโอแต่ละปีด้วยหุ้นสามัญที่เป็น Winners จะได้ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมทบต้นที่ 82.7% เมื่อเทียบกับตลาดที่ 4.5% และมีค่าเฉลี่ยสัดส่วนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมชนะอัตราผลตอบแทนตลาดที่ 83.4%

คำสำคัญ: อัตราผลตอบแทน, หุ้นสามัญ, อัตราส่วนทางการเงิน

Independent Study Title	SEPARATING WINNERS AND LOSERS AND BEATING MARKET RETURNS
Author	Mr. Prasert Intanakornwiwut
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Year	2015

ABSTRACT

This study examines whether the financial information like financial ratio can separate common stock into the Winners and Losers that is developed and adapted from the paper of Piotroski (2000) and Mohanram (2005). The method of this study will be 2 step of separation, the first is fundamental separation by FScore and the second is pricing separation by Equity Multiple. The result will be measured by the return of portfolios of Winners and Losers which samples are common stock in The Stock Exchange of Thailand between 1995 and 2014 excluded financial industry

The empirical result of this study found that this method can only separate Winners, not Losers that can be benefit for filtering and lessening the number of common stocks before fundamental analyzing. The Winners portfolio shows 82.7% of compound average return over the past 20 years comparing to 4.5% of the market and 83.4% of average proportion of the stocks that won the market by all in the port.

Keywords: Return, Stock, Financial Ratio

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาครั้งนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล เป็นอย่างสูงที่ได้รับกรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาและได้ให้ความรู้ แนวคิด ข้อเสนอแนะ พร้อมทั้งช่วยแก้ไขข้อบกพร่องของงานวิจัยชิ้นนี้มาโดยตลอด และขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ที่รับเป็นกรรมการที่ปรึกษาและช่วยชี้แนะแนวทางให้งานวิจัยชิ้นนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ในมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ทุกท่านที่เป็นผู้ประศาสน์วิชาให้ผู้วิจัยได้คิด เรียนรู้ และนำความรู้ที่ได้รับมาใช้ประโยชน์ในงานวิจัย

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบคุณเพื่อนในมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ที่ได้คอยให้กำลังใจและให้คำปรึกษา รวมถึงขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ที่คอยอำนวยความสะดวกและคอยช่วยเหลือมาโดยตลอดจนทำให้การศึกษานี้สำเร็จลงได้

นายประเสริฐ อินทนากวีวัฒน์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	5
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	5
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1.1 แนวคิดการคัดกรองบริษัทที่ดี	6
2.1.1.1 แนวคิดของ Piotroski	6
(1) Profitability	6
(2) Leverage/Liquidity/Source of Fund	7
(3) Operating Efficiency	7
2.1.1.2 แนวคิดของ Mohanram	8
(1) Earnings and Cash Flow Profitability	8
(2) Naïve Extrapolation	9

	(5)
(3) Accounting Conservative	9
2.1.1.3 งานวิจัยอื่นๆ	10
2.1.2 แนวคิดการคัดกรองหุ้นที่มีราคาเหมาะสม	11
2.1.3 สรุปผลในการทบทวนวรรณกรรมและวิธีในการแบ่งแยก	12
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	15
3.1 วิธีการรวบรวมข้อมูลและข้อมูลในการทำวิจัย	15
3.2 ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และการคำนวณ	15
3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล	19
บทที่ 4 ผลการวิจัยและการอภิปรายผล	21
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	21
4.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนแบบโดยรวม (Overall)	24
4.3 การวิเคราะห์ผลตอบแทนแบบอนุกรมเวลา (Time Series)	30
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	36
5.1 สรุปผลงานวิจัย	36
5.1.1 ค่า FScore สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นแรกออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ได้หรือไม่	36
5.1.2 ค่า Equity Multiple สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นที่สองออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ได้หรือไม่	36
5.1.3 ค่า Equity Multiple ตัวไหนที่สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นที่สองออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ที่ดีกว่ากัน	37
5.1.4 ค่า FScore และ Equity Multiple สามารถลดจำนวนหุ้น (N) ในการวิเคราะห์และเพิ่มโอกาสในการได้หุ้นที่อัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ได้หรือไม่	37
5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย	38
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	39

(6)

รายการอ้างอิง

40

ภาคผนวก

42

ประวัติผู้เขียน

43



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 อัตราผลตอบแทนแท้จริง (Real Return) เฉลี่ยต่อปีจากการลงทุนในสินทรัพย์ ต่างๆระหว่างปี 2546-2555	2
3.1 สรุปข้อมูลงบการเงินพื้นฐาน อัตราส่วนการเงินและตัวแปรต่างๆ และวิธีการคำนวณ	15
4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) ของข้อมูลพื้นฐานของบริษัท พ.ศ. 2538-2557	22
4.2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนทางการเงิน ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ของบริษัท พ.ศ. 2538-2557	23
4.3 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) และ สัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ของพอร์ตโฟลิโอ FScore	24
4.4 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) และ สัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ของพอร์ตโฟลิโอ FSG	25
4.5 ผลการวิเคราะห์ด้วย Post Hoc ของพอร์ตโฟลิโอที่แบ่งด้วยปัจจัยพื้นฐาน (FSG) กับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) และ สัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM)	25
4.6 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) และ สัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ของพอร์ตโฟลิโอ FSG-EM	26
4.7 ผลการวิเคราะห์ด้วย Post Hoc ของพอร์ตโฟลิโอที่แบ่งด้วยปัจจัยราคา (FSG-EM) กับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) และสัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM)	29
4.8 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) และอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วย อัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ และตลาดรายปี	30
4.9 ค่าเฉลี่ยสัดส่วนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) และจำนวนหุ้น (N) ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ และตลาดรายปี	34

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 กราฟแสดงมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2546-2555	2
1.2 กราฟแสดงการกระจายของอัตราผลตอบแทนต่อปีของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2534-2554	3
4.1 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของค่า FScore กับค่าเฉลี่ย MARE และ WM	24
4.2 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของค่า EM กับค่าเฉลี่ย MARE ในแต่ละพอร์ตโฟลิโอ	27
4.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของค่า EM กับค่าเฉลี่ย WM ในแต่ละพอร์ตโฟลิโอ	27
4.4 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอ FSG-EM กับค่าเฉลี่ย MARE และ WM ที่แบ่งด้วยค่า EM แต่ละตัว	27
4.5 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอ LF, LFLM, และตลาดกับค่า ToRe รายปี	32
4.6 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอ HF, HFHM, และตลาดกับค่า ToRe รายปี	32
4.7 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ กับค่า MARE รายปี	33
4.8 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ กับค่า WM รายปี	35
4.9 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ กับสัดส่วนจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ กับจำนวนหุ้นในตลาดรายปี	35

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

หากมีการพูดถึงการออมในปัจจุบันคงต้องพูดถึงการลงทุนในหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นการลงทุนที่มีอัตราผลตอบแทนที่ค่อนข้างสูง มีความสะดวกในการลงทุนไม่ว่าจะเป็นด้านการซื้อขาย การหาข้อมูลในการลงทุน ผู้บริหารบริษัทที่มีความรู้ความสามารถ การควบคุมไม่ว่าจากระเบียบหรือกฎหมายที่สร้างความเชื่อมั่นในการลงทุน แต่ด้วยอัตราผลตอบแทนที่สูงและความสะดวกในการลงทุนนั้นเองทำให้การลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่สูงเป็นสิ่งที่ยาก อันเนื่องมาจากการแข่งขันการลงทุนที่สูงทั้งจากนักลงทุนทั่วไปด้วยกันเองรวมถึงนักลงทุนทั่วไปรายใหญ่และสถาบันการเงินที่มีความรู้ความสามารถ รวมถึงข้อมูลในการตัดสินใจและทรัพยากรที่ดีกว่า ดังนั้นเองในการสร้างพอร์ตการลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่สูงจึงจำเป็นต้องมีเครื่องมือเข้ามาช่วย โดยเฉพาะในขั้นตอนการคัดกรองหุ้นขั้นต้นเพื่อให้เหลือหุ้นที่มีโอกาสในการสร้างผลตอบแทนที่สูงจำนวนไม่มาก แล้วจึงนำมาวิเคราะห์อย่างละเอียดอีกครั้งเพื่อทำการเลือกลงทุนในขั้นตอนสุดท้าย ซึ่งจะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรในการวิเคราะห์หุ้นและลดความเสี่ยงในการลงทุนได้มาก

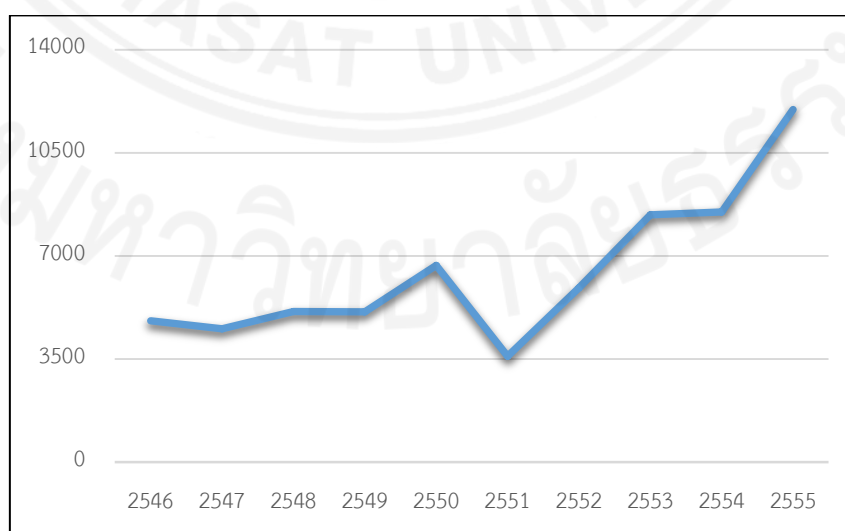
จากตารางที่ 1.1 จะเห็นได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ผลตอบแทนแท้จริงทบต้นเฉลี่ยถึง 17.1% ซึ่งมากกว่าพันธบัตรรัฐบาลและเงินฝากประจำ 1 ปี ที่ 1.0% และ -1.1% ตามลำดับ โดยมีอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยที่ 3% แสดงให้เห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์หรือหุ้นสามัญให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่อนข้างมาก ทำให้หุ้นสามัญเป็นที่นิยมในการลงทุนมากขึ้นเรื่อยๆ โดยสามารถดูได้จากขนาดหรือมูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่เติบโตขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งจากภาพที่ 1.1 ในปี 2546 ตลาดหลักทรัพย์มีขนาดประมาณ 4.8 ล้านล้านบาท และเพิ่มเป็น 12.0 ล้านล้านบาท ในปี 2555 หรือเป็นการโตขึ้นเป็น 2.5 เท่าตัว ในระยะเวลา 10 ปี

ตารางที่ 1.1

อัตราผลตอบแทนแท้จริง (Real Return) เฉลี่ยต่อปีจากการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆระหว่างปี 2546-2555

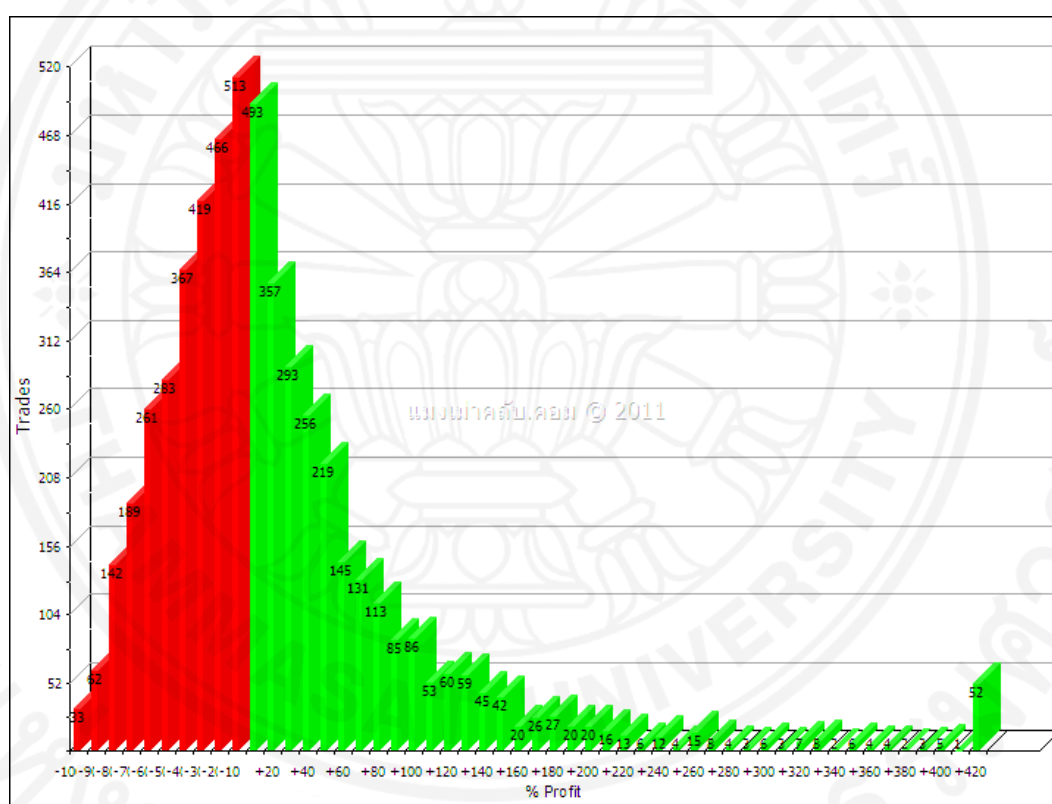
	หุ้นไทย	ทองคำ (เป็นเงินบาท)	พันธบัตร รัฐบาล	เงินฝากประจำ 1 ปี	อัตราเงินเฟ้อ ไทย
2546	134.2%	9%	-3.2%	1.3%	0.7%
2547	-6.7%	1.8%	1.1%	-0.8%	1.8%
2548	9.0%	21.6%	-2.9%	-1.7%	2.7%
2549	-5.6%	3.8%	1.0%	-2.0%	4.5%
2550	34.1%	17.6%	2.9%	-0.7%	4.7%
2551	-49.9%	6.7%	16.5%	0.0%	2.3%
2552	66.6%	14.1%	-9.7%	-3.7%	5.5%
2553	45.6%	17.5%	6.7%	1.7%	-0.9%
2554	0.4%	12.3%	2.3%	-1.8%	3.3%
2555	32.2%	0.0%	-0.5%	-1.1%	3.8%
สะสม 10 ปี	419.7%	206.3%	14.1%	-13.3%	35.1%
เฉลี่ยต่อปี	17.1%	10.0%	1.0%	-1.1%	3.1%

หมายเหตุ. จาก “จุดเปลี่ยนเศรษฐกิจโลก : โอกาสและความท้าทายในการลงทุน,” โดย สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, 2556, *Capital Market Research Forum*, 2556(4)



ภาพที่ 1.1 กราฟแสดงมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2546-2555

แต่ในด้านการลงทุนนั้นเราไม่สามารถมองในด้านอัตราผลตอบแทนด้านเดียว เพราะอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นจะมาพร้อมกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น ซึ่งจากภาพที่ 1.2 จะเห็นได้ว่า ในขณะที่มีกลุ่มตัวอย่างหรือหุ้นสามัญในช่วงปี 2534-2554 ที่มีผลตอบแทนมากกว่า 0% จำนวนไม่น้อยแต่ก็มีกลุ่มตัวอย่างจำนวนมากขาดทุน โดยจะประมาณได้ว่ามีครึ่งหนึ่งของกลุ่มตัวอย่างที่ขาดทุน ดังนั้นแล้วหากเราใช้เครื่องมือในการเลือกหุ้นที่ไม่ดีจะทำให้พอร์ตของเราขาดทุนได้ รวมถึงเราอาจจะเสียเวลาและทรัพยากรในวิเคราะห์หุ้นนั้นไปโดยเปล่าประโยชน์หากทำการวิเคราะห์แล้วหุ้นนั้นไม่คุ้มค่าที่จะลงทุน



ภาพที่ 1.2 กราฟแสดงการกระจายของอัตราผลตอบแทนต่อปีของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2534-2554. จาก “การกระจายตัวของผลตอบแทนในตลาดหุ้น,” โดยแมงเม่าคลับ, 2554, <http://mangmaclub.com/distribution-of-return>

ในด้านการวิเคราะห์หุ้นปัจจุบันสามารถจำแนกออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) โดยในงานวิจัยนี้จะเน้นไปในเชิงการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นวิธีที่มีความนิยมค่อนข้างสูงในปัจจุบันจากการสร้างผลตอบแทนที่สูงของนักลงทุนระดับโลก อย่างเช่น Warren Buffet ที่สามารถสร้าง

ผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้นต่อปีระยะยาวถึง 21.9%¹ ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมต่างๆที่เกี่ยวข้อง และวิเคราะห์ภายในตัวบริษัทที่บ่งบอกถึงสถานภาพและความสามารถในการแข่งขันของบริษัท แต่ก่อนที่ทำตามวิธีดังกล่าวได้จะต้องมีการเลือกหุ้นขึ้นมาก่อน ซึ่งหุ้นในตลาดแต่ละตัวจะให้ผลการคาดการณ์ในด้านอัตราผลตอบแทนที่ไม่เท่ากัน ซึ่งในบางตัวเมื่อวิเคราะห์มาแล้วอาจไม่มีความคุ้มค่าในการลงทุน อีกทั้งจำนวนหุ้นในตลาดที่มีจำนวนมาก ดังนั้นแล้วการสุ่มทำทีละตัวไม่ใช่วิธีการที่เหมาะสม นอกจากนั้นการวิเคราะห์หุ้นเองยังเป็นการแข่งกับเวลาเพื่อที่จะลงทุนให้ทันคนอื่น ดังนั้นเองควรจะมีการใช้เครื่องมือในการคัดกรองเพื่อช่วยลดการสูญเสียทรัพยากรโดยไม่จำเป็น โดยในแนวความคิดของผู้ทำวิจัยและที่จะทำในงานวิจัยนี้จะใช้หลักในการพิจารณา 3 ส่วน คือ หุ้นนั้นเป็นบริษัทที่ดีหรือมีความสามารถในการแข่งขัน เป็นหุ้นที่มีราคาที่เหมาะสมในการลงทุน และเป็นเครื่องมือที่มีความง่ายในการใช้ ซึ่งในสองแนวคิดแรกจะให้น้ำหนักความสำคัญกับบริษัทที่ดีเป็นอันดับแรก เนื่องจากบริษัทที่ดีถึงแม้ราคาจะแพง แต่ความเสี่ยงในการล้มละลายจะน้อยกว่าและเสียหายในขอบเขตที่จำกัดกว่า ส่วนในเรื่องความง่ายของเครื่องมือ คือ ข้อมูลที่ใช้สำหรับการคัดกรองหุ้นควรหาได้ง่าย มีความซับซ้อนน้อย และมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคตที่อยู่ในระดับที่ยอมรับได้

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นจะเห็นว่า การคัดเลือกหุ้นขึ้นต้นเป็นขั้นตอนที่มีความสำคัญเปรียบเสมือนการใส่ Input ที่ดีก่อนจะเข้ากระบวนการ Process ซึ่งมีความน่าจะเป็นที่สูงที่จะได้ Output ที่ดี โดยในงานวิจัยนี้ได้ใช้วิธีการคัดกรองบริษัทที่ดีด้วยหลักแนวคิดของ Piotroski และ Mohanram ที่ใช้ข้อมูลทางการเงินในส่วนที่เป็นข้อมูลเชิงตัวเลขในการให้คะแนนหุ้นแต่ละตัวเป็นค่า FScore และแบ่งหุ้นออกมาเป็นกลุ่มๆตาม FScore นั้น และส่วนในด้านราคาที่เหมาะสมของบริษัทสามารถใช้หลักของ Equity Multiple (EM) ซึ่งเป็นวิธีการตรวจสอบความถูกแพงคร่าวๆที่นักลงทุนชอบใช้กัน โดยเป็นการใช้ข้อมูลราคาหุ้นในตลาดเทียบกับข้อมูลทางบัญชี เช่น ค่า P/E, P/BV, EV/EBIT ซึ่งงานวิจัยนี้จะทำการแบ่งกลุ่มหุ้นออกเป็นกลุ่มๆโดยใช้ค่า FScore และ EM แล้วนำมาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นแต่ละกลุ่มเพื่อดูว่าเครื่องมือดังกล่าวสามารถใช้คัดกรองหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่

¹ นรินทร์ โอฬารกิจอนันต์, ผลตอบแทนของ Warren Buffett (2542), สืบค้นจาก <http://www.settrade.com/blog/1001ii/2009/01/14/442>

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่า FScore และ Equity Multiple กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าสามารถแบ่งแยกกลุ่มหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงและต่ำออกจากกันได้หรือไม่

1.2.2 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่า FScore และ Equity Multiple กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าสามารถแบ่งแยกกลุ่มหุ้นที่มีสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนขณะตลาดต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดในกลุ่มออกจากกันได้หรือไม่

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยนี้จะศึกษาเครื่องมือที่ใช้แบ่งแยกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แต่ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและบริษัทที่อยู่ในแผนฟื้นฟู โดยจะนำข้อมูลทางการเงินในส่วนข้อมูลที่เป็นเชิงตัวเลขมากำหนดเป็นตัวชี้วัดและแบ่งแยกบริษัทจดทะเบียนออกเป็นกลุ่มๆ เพื่อวัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งจะใช้ข้อมูลเป็นรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538-2557

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยชิ้นนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาประสิทธิภาพของเครื่องมือที่เกี่ยวกับการลงทุนและสร้างประโยชน์ต่อนักลงทุนต่างๆ ในการนำเครื่องมือนี้ไปใช้คัดกรองหุ้นก่อนที่จะนำหุ้นกลุ่มนั้นไปทำการวิเคราะห์อย่างละเอียดและพิจารณาเลือกลงทุนในขั้นตอนสุดท้าย เพื่อเป็นการลดการสูญเสียในการวิเคราะห์หุ้นที่ไม่มีความคุ้มค่าในการลงทุน และเพิ่มอัตราผลตอบแทนในพอร์ตการลงทุนให้สูงขึ้น หรือนำผลวิจัยดังกล่าวไปประยุกต์ใช้ในการสร้างกลยุทธ์ในการลงทุนที่ได้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาด

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดการคัดกรองบริษัทที่ดี

2.1.1.1 แนวคิดของ Piotroski

Piotroski (2000) ทำการศึกษากลยุทธ์ในการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1976-1996 โดยใช้ข้อมูลทางการเงินหรืออัตราส่วนทางการเงินในการแบ่งหุ้นออกเป็นกลุ่ม Winners ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงและ Losers ที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำ และมีวิธีการให้คะแนนหุ้นแต่ละตัวในรูปแบบ Binary คือ ให้ค่าเป็น 1 และ 0 จากการเปรียบเทียบข้อมูลทางการเงิน ซึ่งมีการเปรียบเทียบทั้งหมด 9 อย่าง เป็นการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทใน 3 ด้าน คือ Profitability, Financial Leverage/Liquidity และ Operating Efficiency

(1) Profitability

ความสามารถในการสร้างผลตอบแทน เป็นข้อมูลที่บ่งบอกถึงการนำสินทรัพย์ของบริษัทที่มีอยู่ไปใช้ในการสร้างผลตอบแทนกลับคืนมาที่บริษัท โดยผลตอบแทนดังกล่าวถูกวัดออกมาได้ใน 2 รูปแบบ คือ ผลตอบแทนที่อยู่ในรูปแบบเกณฑ์คงค้างและเกณฑ์เงินสด และเพื่อให้สามารถนำมาเปรียบเทียบได้ดีขึ้นจึงทำการหารด้วยสินทรัพย์รวมต้นปี ทำให้ได้อัตราส่วนการเงินออกมา 2 ตัวได้แก่ ROA เป็นอัตราผลตอบแทนเกณฑ์คงค้างต่อทรัพย์สินรวม และ CFO เป็นอัตราผลตอบแทนเกณฑ์เงินสดต่อทรัพย์สินรวม แล้วนำมาเปรียบเทียบกันเพื่อดูความสามารถในการสร้างผลตอบแทน 4 อย่าง ได้แก่

$ROA, CFO > 0$ บอถึงบริษัทสามารถสร้างกำไรหรือผลตอบแทนคืนกลับคืนมาที่บริษัทได้ ทั้งในรูปคงค้างและเงินสด

$\Delta ROA > 0$ เป็นการเปรียบเทียบอัตราการสร้างผลตอบแทนของบริษัทระหว่างปัจจุบันกับอดีต ถ้าเป็นบวกแสดงว่าบริษัทสามารถนำทรัพย์สินที่มีไปสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าเดิม หรือบริษัทสามารถพัฒนาปรับปรุงความสามารถในการทำกำไรได้ดีขึ้น ซึ่งจะเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท

$CFO > ROA$ แสดงถึงอัตราผลตอบแทนที่บริษัทสร้างได้อยู่ในรูปเงินสดมากกว่าตัวเลขที่บันทึกทางบัญชี ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจริงๆ เพราะกำไรในงบ

การเงินบางตัวไม่ได้เป็นกำไรที่แท้จริงแต่เป็นกำไรที่เกิดจากวิธีการบันทึกบัญชี ซึ่งไม่ส่งผลถึงมูลค่าของบริษัท

(2) Leverage/Liquidity/Source of Fund

โครงสร้างทางการเงินของบริษัท เป็นข้อมูลที่บ่งบอกถึงสภาพของโครงสร้างทุนของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท และภาวะทางการเงินรวมถึงความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มของบริษัท โดยใช้ข้อมูลทางการเงิน 3 ตัว ได้แก่ Leverage เป็นอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย, Liquidity เป็นอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนปลายปี และ Equity Offer คือ มีการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ แล้วนำมาเปรียบเทียบ 3 อย่าง ได้แก่

$\Delta LEVER < 0$ เป็นการเปรียบเทียบโครงสร้างทุนของบริษัทระหว่างปัจจุบันกับอดีต หากค่าที่ออกมาเป็นบวกแสดงว่า บริษัทขาดทุนหรือบริษัทไม่สามารถสร้างเงินทุนที่เพียงพอจากการดำเนินกิจการเพื่อใช้ในการลงทุน ทำให้ต้องมีการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกด้วยการกู้เงินระยะยาว ซึ่งจะส่งผลถึงความเสี่ยงและภาวะของบริษัท

$\Delta LIQUID > 0$ เป็นการเปรียบเทียบสภาพคล่องของบริษัทระหว่างปัจจุบันและอดีต หากค่าที่ออกมาเป็นบวกแสดงว่า บริษัทสามารถเพิ่มสภาพคล่องให้กับบริษัทได้ อีกทั้งยังเป็นการเพิ่มระดับความสามารถในการรับภาระดอกเบี้ยหรือการกู้เงินระยะสั้นได้

EQ_Offer เป็นการดูว่าปีที่ผ่านมา มีการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ ซึ่งการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกในการลงทุน เป็นสัญญาณการบ่งบอกคล้าย

$\Delta LEVER$

(3) Operating Efficiency

ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน เป็นข้อมูลที่บอกถึงความสามารถในการดำเนินงาน โดยดูว่าบริษัทสามารถสร้างรายได้จากสินทรัพย์ที่มีอยู่ได้มากแค่ไหน และรายได้ที่สร้างมาได้หลังจากหักต้นทุนทางตรงแล้วบริษัทได้รับมาในสัดส่วนแค่ไหน ซึ่งจะดูจากอัตราส่วนการเงิน TURN เป็นอัตราส่วนรายได้ต่อสินทรัพย์รวมต้นปี และ Margin เป็นอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อรายได้ และนอกจากนี้ทั้ง 2 ตัวยังเป็นองค์ประกอบในการพิจารณา ROA โดยจะนำมาเปรียบเทียบใน 2 อย่าง ได้แก่

$\Delta TURN > 0$ เป็นการเปรียบเทียบความสามารถในการสร้างรายได้ของบริษัทระหว่างปัจจุบันและอดีต หากค่าที่ออกมาเป็นบวกแสดงว่า บริษัทสามารถปรับปรุงการผลิตให้มีผลิตภาพที่เพิ่มขึ้นจากสินทรัพย์ที่มีได้

$\Delta MARGIN > 0$ เป็นการเปรียบเทียบส่วนแบ่งที่ได้รับจากรายได้ของบริษัทระหว่างปัจจุบันและอดีต หากค่าที่ออกมาเป็นบวกแสดงว่า บริษัทสามารถปรับปรุงประสิทธิภาพด้านต้นทุนได้ดีขึ้นหรือสามารถเพิ่มราคาของสินค้าของบริษัทได้

จากการสังเกตวิธีการเปรียบเทียบของ Piotroski (2000) จะพบว่า มีลักษณะการเปรียบเทียบข้อมูลการเงินภายในบริษัทเอง ซึ่งเป็นการดูการพัฒนาปรับปรุงภายในบริษัท หากบริษัทมีการพัฒนาปรับปรุงที่ดีขึ้นก็น่าจะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ามากขึ้น โดยหลังจากเปรียบเทียบ และให้คะแนนแล้วก็นำคะแนนมารวมกันเป็นค่า F_Score ซึ่งจะมีค่าตั้งแต่ 0-9 และทำการแบ่งหุ้น ออกเป็นกลุ่มๆตามคะแนนที่ได้รับ โดยกลุ่มหุ้นที่มีคะแนนสูงจะหมายถึงเป็นหุ้นที่มีสัญญาณ ปัจจัยพื้นฐานที่ดีและน่าจะให้อัตราผลตอบแทนที่ดี แล้วทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการ ลงทุนโดยการใช้วิธีซื้อและถือหุ้นกลุ่มนั้นเป็นระยะเวลา 1 ปี และใช้วันแรกของเดือนที่ 5 ในการซื้อ หุ้น จากผลการศึกษาพบว่า ค่า F_Score มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วย อัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) อย่างมีนัยสำคัญ และกลุ่มหุ้นที่มีค่า F_Score สูงก็ให้ค่าเฉลี่ย MARe ของกลุ่มที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นที่มีค่า F_Score ต่ำอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าค่า F_Score สามารถแบ่งหุ้นออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ได้

2.1.1.2 แนวคิดของ Mohanram

Mohanram (2005) ทำการศึกษากลยุทธ์ในการลงทุนหุ้นในตลาด หลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาที่มีค่า Book to Market ต่ำ (หุ้นที่มี BM ต่ำกว่า percentile ที่ 20 ของ กลุ่มอุตสาหกรรมที่แบ่งตามเกณฑ์ 2 digit SIC Code) ในช่วงปี ค.ศ. 1978-2001 เพื่อทำการแบ่งหุ้น ออกมาเป็นกลุ่ม Winners และ Losers โดยพัฒนามาจากวิธีของ Piotroski คือมีการให้คะแนนหุ้นแบบ Binary แต่ปรับปรุงข้อมูลทางการเงินที่ใช้เปรียบเทียบ ซึ่งมีทั้งหมด 8 อย่าง และวัดผลดำเนินงาน บริษัท 3 ด้าน ตามลักษณะของหุ้น Growth Stock คือ

(1) Earnings and Cash Flow Profitability

ความสามารถในการสร้างผลตอบแทน วัดโดยใช้อัตราส่วนจากกำไรใน เกณฑ์คงค้าง (กำไรสุทธิ) และเงินสด (กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน) หาดด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ระหว่างปี และทำการเปรียบเทียบ 3 อย่าง ได้แก่

$$ROA \geq \text{industry median ROA,}$$

$$CFROA \geq \text{industry median CFROA}$$

เป็นการเปรียบเทียบอัตราการสร้างผลตอบแทนระหว่างบริษัทกับบริษัท อื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถหรือทรัพยากรในการแข่งขันที่ ดีกว่าบริษัทอื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันในการสร้างกำไร

$$CFROA \geq ROA$$

เป็นการเปรียบเทียบอัตราการสร้างผลตอบแทนที่บริษัทสร้างได้อยู่ในรูป เงินสดมากกว่าตัวเลขที่บันทึกทางบัญชี

(2) Naïve Extrapolation

ความคงตัวและการคาดการณ์ได้ของข้อมูลทางการเงิน เป็นข้อมูลที่บ่งบอกถึงการแกว่งตัวหรือค่าความแปรปรวนของข้อมูลทางการเงินของบริษัท หากบริษัทมีค่าความแปรปรวนน้อยจะทำให้ง่ายต่อการคาดการณ์ทางการเงินในอนาคตของบริษัทและยังเป็นการลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น โดยจะดูความแปรปรวนของอัตราส่วนทางการเงิน 2 ตัว ที่คำนวณจากข้อมูลแต่ละไตรมาสใน 4 ปีย้อนหลังติดกัน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของบริษัทและอัตรการเติบโตของยอดขาย แล้วมาทำการเปรียบเทียบ 2 อย่าง ได้แก่

$$\text{VARROA} \leq \text{industry median VARROA},$$

$$\text{VARSGR} \leq \text{industry median VARSGR}$$

เป็นการเปรียบเทียบความแปรปรวนของอัตรการสร้างผลตอบแทนและอัตรการเติบโตของยอดขายระหว่างบริษัทกับบริษัทอื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงในด้านการสร้างผลตอบแทนและการเติบโตที่น้อยกว่าบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันจะส่งผลให้ดูมีความน่าสนใจในการลงทุนที่มากกว่า

(3) Accounting Conservative

ค่าใช้จ่ายเพื่ออนาคต เป็นข้อมูลที่บ่งบอกถึงโอกาสที่จะทำกำไรหรือยอดขายในอนาคตเติบโตสูงขึ้น ซึ่งจะเป็ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุน ได้แก่ การลงทุนในส่วนที่เป็นสินทรัพย์ระยะยาว เช่น ที่ดินอาคารและอุปกรณ์ หรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และการลงทุนบางอย่างที่ถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายเนื่องจากหลักการบัญชีซึ่งจะทำให้ตัวเลขกำไรของบริษัทตกลงในปัจจุบันแต่อาจจะส่งผลดีในอนาคต เช่น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยพัฒนาและโฆษณา โดยในส่วนนี้จะทำการวัดการลงทุน 3 ส่วน คือ Capital Expenditure, Research, Advertisement โดยเทียบกับสินทรัพย์รวมต้นปี แล้วทำการเปรียบเทียบ 3 อย่าง ได้แก่

$$\text{RDINT} \geq \text{industry median RDINT},$$

$$\text{CAPINT} \geq \text{industry median CAPINT},$$

$$\text{ADINT} \geq \text{industry median ADINT}$$

เป็นการเปรียบเทียบอัตราส่วนในการลงทุนในวิจัยและพัฒนา สินทรัพย์ระยะยาว และค่าโฆษณาระหว่างบริษัทกับบริษัทอื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีโอกาสในการสร้างกำไรหรือยอดขายได้ดีกว่าบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน

จากการสังเกตวิธีการเปรียบเทียบของ Mohanram (2005) จะพบว่ามึลักษณะการเปรียบเทียบข้อมูลการเงินภายนอกบริษัทเป็นหลัก ซึ่งเป็นการเทียบบริษัทกับคู่แข่งในอุตสาหกรรมเดียวกัน เพื่อเป็นการพยายามเลือกบริษัทที่มีความสามารถหรือทรัพยากรที่เหนือกว่าคู่แข่ง และมีโอกาสเติบโตได้สูงกว่าและสร้างมูลค่าที่ดีกว่า โดยหลังจากเปรียบเทียบและให้คะแนน

แล้วก็นำคะแนนมารวมกันเป็นค่า GScore ซึ่งจะมีค่าตั้งแต่ 0-8 และทำการแบ่งหุ้นออกเป็นกลุ่มๆ ตามคะแนนที่ได้รับ โดยกลุ่มหุ้นที่มีคะแนนสูงจะหมายถึงเป็นหุ้นที่มีสัญญาณปัจจัยพื้นฐานที่ดีและน่าจะให้อัตราผลตอบแทนที่ดี แล้วทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนโดยใช้วิธีซื้อและถือหุ้นกลุ่มนั้นเป็นระยะเวลา 1 ปี และใช้วันที่ 1 ของเดือนพฤษภาคมในการซื้อหุ้น จากการศึกษาพบว่า ค่า GScore มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) อย่างมีนัยสำคัญ และกลุ่มหุ้นที่มีค่า GScore สูงก็ให้ค่าเฉลี่ย ToRe ของกลุ่มที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นที่มีค่า GScore ต่ำ อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าค่า GScore สามารถแบ่งหุ้นออกเป็นกลุ่ม Winners and Losers ได้

2.1.1.3 งานวิจัยอื่นๆ

ปาริชาติ สุกาญจนพงษ์ (2550) ทำการศึกษากลยุทธ์ในการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2543-2548 โดยพัฒนาวิธีจาก Piotroski (2000) โดยการใช้วิธีการให้คะแนนลักษณะเหมือนกันแต่มีการปรับเปลี่ยนและเพิ่มเติมอัตราส่วนทางการเงิน รวมถึงค่าที่ใช้เปรียบเทียบและการวัดอัตราผลตอบแทน โดยอัตราส่วนการเงินที่ใช้ทั้งหมดมี 6 ตัว ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเกณฑ์คงค้างต่อส่วนผู้ถือหุ้น, อัตราผลตอบแทนเกณฑ์เงินสดต่อรายได้, อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน, อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน, อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อดอกเบี้ยจ่าย, และอัตราส่วนรายได้ต่อสินทรัพย์รวม แล้วมาเปรียบเทียบกับค่าคงที่ที่กำหนดและค่าในอดีต จะได้การเปรียบเทียบทั้งหมด 12 อย่างรวมกันเป็น 12 คะแนน แล้ววัดอัตราผลตอบแทนการลงทุนหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาดแต่ละตัว โดยซื้อ ณ วันที่ประกาศผลการดำเนินงานของปีและถือไว้ 30 วันที่ตลาดหุ้นเปิดทำการและดูอัตราผลตอบแทนทุกๆ 2 วัน ซึ่งพบว่า กลุ่มหุ้นที่มีคะแนน 7-12 จะให้ค่าเฉลี่ย MARE ของกลุ่มที่สูงกว่ากลุ่มหุ้นที่มีคะแนน 0-6 ตลอดระยะเวลา 30 วัน

พรเทพ ดันติพาณิชย์กุล (2553) ทำการศึกษากลยุทธ์ในการลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2537-2551 โดยพัฒนาวิธีจาก Piotroski (2000) และ Mohanram (2005) ได้เป็นค่า F_Score และ FG_Score ตามลำดับ และนำการเปรียบเทียบของทั้ง 2 วิธีมารวมมาเป็นอันเดียวได้เป็น T_Score แล้วทำการวัดอัตราผลตอบแทนในการลงทุนด้วยการซื้อวันเริ่มต้นทำการของตลาดหุ้นในเดือนที่ 4 และถือเป็นระยะเวลา 1 ปี พบว่า วิธีทั้ง 3 แบบสามารถแบ่งหุ้นออกกลุ่ม Winners และ Losers ได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา

จากผลการศึกษาที่กล่าวมาในข้างต้นพบว่า การลงทุนในหุ้นกลุ่มที่มีคะแนนที่ใช้อัตราส่วนทางการเงินในการประเมินที่มีคะแนนสูงหรือมีปัจจัยพื้นฐานดีสามารถให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่ากลุ่มหุ้นที่มีคะแนนน้อย ดังนั้นการนำอัตราส่วนทางการเงินมาใช้ประเมินปัจจัยพื้นฐานสามารถนำมาพิจารณาใช้ในการเลือกหุ้นในการลงทุนได้

2.1.2 แนวคิดการคัดกรองหุ้นที่มีราคาเหมาะสม

De Bondt and Thaler (1985) ได้ทำการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ (Market Efficiency) โดยการศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนในการตอบสนองต่อข่าวสารหรือเหตุการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอิงกับ Violation of Bayers' Rule ที่พูดถึงมนุษย์มีแนวโน้มที่จะตอบสนองเกินไป (Overreact) กับเหตุการณ์ที่คาดไม่ถึงและกระทบจิตใจอย่างมาก โดยจากการศึกษาพบว่า ตลาดไม่มีประสิทธิภาพในระดับ weak form แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจที่จะตอบสนองต่อข่าวสารหรือเหตุการณ์ในการลงทุนที่มากเกินไป ทำให้ในบางช่วงเวลาหุ้นมีราคาสูงจนเกินไปและต่ำจนเกินไป ซึ่งจะมีผลกับอัตราส่วนทางการเงินประเภท Equity Multiple

Piotroski (2000) นอกจากที่ได้กล่าวมาข้างบนแล้วยังทำการศึกษากลยุทธ์ในการลงทุนหุ้นโดยใช้อัตราส่วน Book to Market (BM) หรือมูลค่าบัญชีต่อหุ้นหารด้วยราคาหุ้น ซึ่งจากงานศึกษาในอดีตพบว่า หุ้น BM สูง (กลุ่มหุ้น Value Stock) จะให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยสูงกว่าหุ้น BM ต่ำ (กลุ่มหุ้น Glamour หรือ Growth Stock) ส่วนหนึ่งเกิดจากการให้ราคาที่ผิดพลาดจากตลาดซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ De Bondt and Thaler (1985) โดยจากการศึกษาการแบ่งหุ้นออกเป็น 5 กลุ่มตาม Quintile ของค่า BM แล้วทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนโดยใช้วิธีซื้อและถือหุ้นกลุ่มนั้นเป็นระยะเวลา 1 ปี และใช้วันแรกของเดือนที่ 5 ในการซื้อหุ้น พบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกลุ่มที่ BM Quintile สูงจะสูงกว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกลุ่มที่ BM Quintile ต่ำซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตอื่นๆ

Gray and Carlisle (2013) ได้ทำการศึกษากลยุทธ์ในการใช้ค่า Equity Multiple แต่ละตัว (EBITDA/EV, EBIT/EV, P/E, EV/FCF, EV/GP, P/B) ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE ระหว่างปี ค.ศ. 1964-2011 เพื่อดูว่า Equity Multiple ตัวไหนที่ให้ผลตอบแทนได้ดีกว่า ซึ่งพบว่าในกลุ่ม Value Stock ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของกลุ่ม EBIT/EV สูงให้ผลตอบแทนสูงที่สุด นอกจากนั้นยังเทียบกับ Benchmark ที่เป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้นของ S&P500TR ก็ยังสูงกว่าอีกด้วย

ปาริชาติ สุกาญจนพงษ์ (2550) นอกจากที่ได้กล่าวมาข้างบนแล้วยังทำการศึกษากลยุทธ์ในการลงทุนหุ้นในโดยใช้ค่า BM ในการแบ่งกลุ่มหุ้นเป็น 2 กลุ่ม คือกลุ่มที่มี BM มากกว่า 1 เป็นกลุ่ม High BM และที่เหลือเป็น Low BM พบว่า ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนในการซื้อและถือ 30 วันพบว่า กลุ่ม High BM มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่า Low BM

พรคง ปัญญางาม (2555) ได้ทำการศึกษากลยุทธ์การลงทุนโดยใช้ค่า EV/EBITDA ในการเลือกลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2535-2555 โดยจะแบ่งหุ้นออกเป็น 10 กลุ่มตามค่า Decile ของค่า EV/EBITDA และทำการ Long หุ้นกลุ่ม 1st Decile (กลุ่มที่มีค่า EV/EBITDA ต่ำที่สุด - LEM) และ Short หุ้นกลุ่ม 10th Decile (กลุ่มที่มีค่า EV/EBITDA สูงที่สุด - HEM) และทำการซื้อและถือไว้เป็นเวลา 1 ปี พบว่า อัตราผลตอบแทนทบต้นจากการใช้กลยุทธ์

ในช่วงปี พ.ศ. 2535-2555 ให้ค่าเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าโดยระยะยาวแล้ว กลุ่มหุ้น LEM ให้ผลตอบแทนมากกว่า HEM และสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีต

จากผลการศึกษาที่กล่าวมาในข้างต้นพบว่า การลงทุนในหุ้นกลุ่มที่มีค่า Equity Multiple สูง หรือ Value Stock สามารถให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่มากกว่ากลุ่มหุ้นที่มีค่า Equity Multiple ต่ำ ดังนั้นค่า Equity Multiple สามารถนำมาพิจารณาใช้เลือกหุ้นในการลงทุนได้

2.1.3 สรุปผลในการทบทวนวรรณกรรมและวิธีในการแบ่งแยก

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจะพบว่า การเลือกลงทุนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ด้วยปัจจัยพื้นฐานโดยการให้คะแนนแบบ Binary ด้วยข้อมูลทางการเงินหรืออัตราส่วนการเงินของหุ้นแต่ละตัวหรือการใช้ค่า Equity Multiple มีหลักฐานจากการศึกษาในอดีตที่สามารถทำให้ได้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่อยู่ในระดับสูงได้ ดังนั้นการนำ 2 วิธีมาประเมินรวมกันในการเลือกหุ้นน่าจะทำได้อัตราผลตอบแทนที่อยู่ในระดับสูงหรือสูงขึ้นอีกระดับหนึ่งได้ แต่จากการศึกษาของ Piotroski (2000) ที่ใช้วิธีการเลือกลงทุนด้วยการประเมินคะแนนจากปัจจัยพื้นฐานให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่ดีกว่าการเลือกลงทุนด้วยค่า BM ซึ่งอาจเป็นผลมาจากหุ้นที่มี Equity Multiple สูงอาจเกิดจากการสูงด้วยสภาพของตัวธุรกิจหรือเป็นหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานไม่ดี ไม่ได้เกิดจากการให้ราคาผิดพลาดของนักลงทุน แสดงให้เห็นว่าการเลือกลงทุนด้วยปัจจัยพื้นฐานควรจะให้ความสำคัญหรือน้ำหนักในการตัดสินใจที่สูงกว่าการเลือกลงทุนด้วยค่า Equity Multiple ซึ่งสอดคล้องกับการตั้งข้อสังเกตของผู้ทบทวนในตอนต้น ดังนั้นแล้วการศึกษาในครั้งนี้จะใช้วิธีคัดกรองหุ้นขั้นต้นด้วยการประเมินด้วยคะแนนปัจจัยพื้นฐานก่อน แล้วทำการคัดกรองอีกครั้งด้วยค่า Equity Multiple เพื่อดูว่าจะให้ผลตอบแทนและสัดส่วนหุ้นที่ชนะตลาดสูงขึ้นหรือไม่

ในส่วนการประเมินคะแนนด้วยปัจจัยพื้นฐาน ตามวิธีการประเมินคะแนนของ Piotroski (2000) ที่มีลักษณะดูการพัฒนาความสามารถของบริษัทในผลการดำเนินงาน 3 ด้านที่สะท้อนถึงผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นจากการเปรียบกับการแยกองค์ประกอบด้วยวิธี Dupont Analysis ($ROE = \text{Profit Margin} \times \text{Total Asset Turnover} \times \text{Equity Multiplier}$) ซึ่งอัตราส่วนการเงินที่ใช้ขึ้นอยู่กับองค์ประกอบนี้ทั้งสิ้น และหากบริษัทมีการพัฒนาที่ดีขึ้นก็น่าจะทำให้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมากขึ้นและส่งต่อไปถึงมูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น แต่ในการประเมินดังกล่าวยังขาดการประเมินด้านการแข่งขัน ซึ่งถึงแม้จะมีการพัฒนาที่ดีขึ้นแต่หากความสามารถนั้นห่างจากผู้นำตลาดมากเกินไปอาจทำให้แข่งขันไม่ได้ในอนาคตและส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทในระยะยาว จึงมีความจำเป็นจะต้องมีการเปรียบเทียบกับคู่แข่งด้วย ซึ่งวิธีการประเมินคะแนนของ Mohanram (2005) ได้มีการเปรียบเทียบความสามารถกับคู่แข่งโดยใช้ค่า median ของอุตสาหกรรม เป็นการสะท้อนความสามารถในการแข่งขันของบริษัทเทียบกับคู่แข่ง หากบริษัทมีความสามารถในการแข่งขันที่ดีกว่าคู่แข่งย่อมทำให้บริษัทมีมูลค่าที่ดีกว่า แต่อัตราส่วนการเงินที่ใช้บางส่วนต้องการข้อมูลปริมาณมากในการคำนวณ นั้น

ก็คือค่าความแปรปรวนหรือ Variation ที่ต้องมีการรวบรวมข้อมูลรายไตรมาส 4 ปีย้อนหลัง จึงขาดความเหมาะสมในการนำมาคัดกรองขั้นต้น ดังนั้นแล้วการศึกษาในครั้งนี้นี้จึงนำเอาทั้ง 2 วิธีพัฒนามาปรับปรุงเพื่อให้มีความเหมาะสมและสะดวกในการคัดกรองขั้นต้น โดยยึดการวัดผลประกอบการของ Piotroski (2000) ที่สามารถใช้อธิบายได้ในเชิงมูลค่าของผู้ถือหุ้น และนำเอาวิธีของ Mohanram (2005) มาเสริมเพื่อดูเทียบกับคู่แข่ง ซึ่งจะได้อัตราส่วนการเงินและการเปรียบเทียบดังนี้

Profitability

1. $\Delta ROA > 0$
2. $\Delta CFROA > 0$
3. $ROA > \text{industry median ROA}$
4. $CFROA > \text{industry median CFROA}$

ROA เป็นการวัดผลตอบแทนในเกณฑ์คงค้างที่รวมค่าใช้จ่ายที่ครอบคลุมตามมาตรฐานบัญชีทำให้เห็นภาพรวมบริษัท แต่ผลตอบแทนดังกล่าวบางส่วนไม่ได้เป็นเงินสดซึ่งไม่สะท้อนมูลค่าในการดำเนินงาน ซึ่งสามารถใช้การวัดในเกณฑ์เงินสดในอัตราส่วน CFROA ทดแทน แต่ CFROA ได้บวกกลับค่าใช้จ่ายค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายทำให้ขาดภาพของต้นทุนในการลงทุนสินทรัพย์ ดังนั้นการวัดผลตอบแทนทั้ง 2 อย่างจะทำให้เห็นภาพอัตราผลตอบแทนโดยรวมที่ชัดเจนกว่า

Leverage/Liquidity/Source of Fund

5. $\Delta LEV < 0$
6. $\Delta LIQ > 0$
7. $\Delta EQ < 1\%$

LEV เป็นอัตราส่วนที่ใช้ดูโครงสร้างทุนและแสดงถึงภาระและความเสี่ยงของบริษัท รวมถึงความสามารถในการก่อหนี้เพิ่ม

LIQ เป็นอัตราส่วนที่ใช้ดูสภาพคล่องของบริษัทโดยรวมที่แสดงความเสี่ยงด้านสภาพคล่องระยะสั้น

EQ เป็นข้อมูลที่ว่าบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ เนื่องจากการเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นเป็นทางเลือกลำดับท้ายๆ ตามทฤษฎี Pecking Order Theory² เพราะเป็นแหล่งทุนที่มีต้นทุนทางการเงินที่สูง แต่การเพิ่มทุนในปัจจุบันบางครั้งถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการบริหาร

² Evan Tarver, Does the tradeoff model or the pecking order play a greater role in capital budgeting?, Retrieved from <http://www.investopedia.com/ask/answers/052215/does-tradeoff-model-or-pecking-order-play-greater-role-capital-budgeting.asp>

ทรัพยากรบุคคล ผ่านโปรแกรม ESOP (Employee Stock Ownership Plan)³ ซึ่งเป็นการจูงใจผู้บริหารหรือพนักงานของบริษัทให้มีความทุ่มเทและมีส่วนร่วมกับบริษัทมากขึ้น จึงเป็นการเพิ่มมูลค่าของบริษัทในระยะยาวและยอมรับได้ในการเพิ่มทุนในสัดส่วนในระดับหนึ่ง

Operating Efficiency

8. $\Delta OPM > 0$

9. $\Delta TATO > 0$

OPM และ TATO เป็นอัตราส่วนเพื่อวัดความสามารถในการสร้างรายได้ของบริษัท โดย OPM จะดูอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีที่แสดงถึงคุณภาพของรายได้ และ TATO จะดูการสร้างรายได้เทียบกับสินทรัพย์ที่แสดงถึงประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์

ทั้งนี้เพื่อความสะดวกและง่ายในการเตรียมข้อมูล จึงใช้ข้อมูลทางการเงิน ณ สิ้นปีบัญชีในการคำนวณอัตราส่วนทั้งหมด

ส่วนสุดท้ายในการคัดกรองขั้นต้นด้วย Equity Multiple ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่นักลงทุนส่วนใหญ่ใช้ในการประเมินความถูกแพงของหุ้นคร่าวๆที่มาจากการใช้ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานเปรียบเทียบกับราคาในตลาด เช่น ค่า E/P (กำไรสุทธิหารด้วยราคาหุ้น) ถ้าบริษัทสามารถทำกำไรสุทธิได้ระดับเดียวกับปีที่ผ่านมาไปเรื่อยๆทำให้ในอีก P/E ปี จะได้กำไรเท่ากับราคาที่จ่ายลงทุนไปหรือสามารถเทียบเป็น % ของผลตอบแทนต่อปีได้ หรือค่า B/P (มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นหารด้วยราคาหุ้น) ถ้าจ่ายเงินลงทุนเท่ากับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นก็อาจตีความหยาบๆว่าเราสามารถซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวได้ในราคาเดียวกับมีการตีมูลค่าทางบัญชี โดยค่า Equity Multiple ที่นิยมใช้มากในประเทศไทย ได้แก่ P/E และ P/B ซึ่งค่าดังกล่าวมีการแสดงตัวเลขในเว็บของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) เพื่อให้นักลงทุนได้ใช้ในการประเมินหุ้นคร่าวๆถึงมูลค่าของบริษัท แต่ในระยะหลังมีการประเมินบริษัทด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการหรือ EV (Enterprise Value) ที่นำเอามูลค่าตลาดบวกด้วยหนี้สินลบด้วยเงินสด จึงมีการนำค่า EV มาทำอัตราส่วนที่ใช้ในการเปรียบเทียบกับลักษณะเดียวกับ P/E เช่น EV/EBITDA และ EV/EBIT แต่ Suozzo *et al.* (2001) ที่อธิบายถึงจุดด้อยสำคัญของ EBITDA นั้นก็คือ Capital Intensive หรือปริมาณเงินที่จะใช้ในลงทุนของบริษัท ถ้าบริษัทที่มีการลงทุนสูงจะทำให้อัตราส่วนดังกล่าวต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ต้องลงทุนสูง ทำให้การเปรียบเทียบต่างอุตสาหกรรมดูไม่สมเหตุผล ทำให้ EBIT เหมาะสมในการวัดบริษัททั่วไปมากกว่า ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงได้ใช้ Equity Multiple 3 ตัวในการคัดกรอง ได้แก่ E/P, B/P, และ EBIT/EV

³ ธีระพล ลาขโรจน์, แนวทางสนับสนุนการทำโครงการสะสมหุ้นสำหรับพนักงานของบริษัทจดทะเบียนไทย (2556), Capital Market Research Forum, 2556(2), สืบค้นจาก https://www.set.or.th/setresearch/files/microstructure/forum20130329_presentation.pdf

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 วิธีการรวบรวมข้อมูลและข้อมูลในการทำวิจัย

ในการทำวิจัยครั้งนี้ทางผู้จัดทำได้ใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่เป็นแบบทุดิยภูมิ โดยใช้แหล่งข้อมูลหลัก 2 แหล่ง ได้แก่ เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) ในการรวบรวมข้อมูลรายละเอียดบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรม และ Thomson Reuters Datastream ในการรวบรวมข้อมูลรายปี ได้แก่ งบการเงิน (ณ สิ้นปีบัญชี) และราคาของแต่ละหลักทรัพย์ (ณ วันสิ้นเดือนของเดือนที่ 3) รวมถึงดัชนีตลาดหลักทรัพย์และข้อมูลที่เกี่ยวข้อง (ณ วันสิ้นเดือนของเดือนที่ 3) ย้อนหลัง 22 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2537-2558 โดยจะตัดบางหลักทรัพย์รายปีที่มีข้อมูลไม่ครบในการประเมินคะแนนออก

3.2 ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และการคำนวณ

ในส่วนตัวแปรอิสระและตัวแปรตามจะเริ่มจากการรวบรวมข้อมูลงบการเงินในระดับพื้นฐาน แล้วนำมาคำนวณเป็นอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนอีกครั้งเพื่อจะนำมาประเมินคะแนนเป็นตัวแปรอิสระในการคัดกรองหุ้นและตัวแปรตามตามลำดับ โดยมีรายละเอียดข้อมูลงบการเงินพื้นฐาน อัตราส่วนการเงินและตัวแปรต่างๆ และวิธีการคำนวณ ดังนี้

ตารางที่ 3.1

สรุปข้อมูลงบการเงินพื้นฐาน อัตราส่วนการเงินและตัวแปรต่างๆ และวิธีการคำนวณ

No.	ตัวย่อ	คำเต็ม	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ
ข้อมูลพื้นฐาน			
1.	CuAs	Current Asset	สินทรัพย์หมุนเวียนรวม
2.	ToAs	Total Asset	สินทรัพย์รวม
3.	CuLia	Current Liability	หนี้สินหมุนเวียนรวม
4.	ToDe	Total Interest Bearing Debt	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยรวม

ตารางที่ 3.1

สรุปข้อมูลงบการเงินพื้นฐาน อัตราส่วนการเงินและตัวแปรต่างๆ และวิธีการคำนวณ (ต่อ)

No.	ตัวย่อ	คำเต็ม	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ
ข้อมูลพื้นฐาน (ต่อ)			
5.	CS	Common Stock	มูลค่าหุ้นที่เรียกชำระแล้ว
6.	NS	No of Stock	จำนวนหุ้นที่เรียกชำระแล้ว
7.	EV	Enterprise Value	มูลค่าสุทธิของกิจการหรือมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์รวมกับหนี้สินรวมหักออกด้วยเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด
8.	Rev	Revenue	รายได้รวม
9.	EBIT	Earnings before Interest & Tax	กำไรจากการดำเนินงานหรือกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี
10.	NI	Net Profit	กำไรสุทธิ
11.	OCF	Operating Cash Flow	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
12.	Pr	Price	ราคาหุ้น
13.	DPS	Dividend per Share	ปันผลต่อหุ้น
14.	PI	Price Index	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index)
15.	IDY	Index Dividend Yield	อัตราผลตอบแทนปันผลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
อัตราส่วนการเงิน			
1.	ROA	Return on Asset	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หรือกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (NI / ToAs)
2.	CFROA	Cash Flow Return on Asset	อัตราผลตอบแทนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (OCF / ToAs)
3.	LEV	Leverage	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน หรือหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยหารด้วยส่วนผู้ถือหุ้น (ToDe / Eq)

ตารางที่ 3.1

สรุปข้อมูลงบการเงินพื้นฐาน อัตราส่วนการเงินและตัวแปรต่างๆ และวิธีการคำนวณ (ต่อ)

No.	ตัวย่อ	คำเต็ม	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ
อัตราส่วนการเงิน (ต่อ)			
4.	LIQ	Liquidity	อัตราส่วนสภาพคล่อง หรือสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน (CuAs / CuLiA)
5.	OPM	Operating Margin	อัตรากำไรจากการดำเนินงาน หรือกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยรายได้รวม (EBIT / Rev)
6.	TATO	Total Asset Turnover	อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Rev / ToAs)
7.	EPS	Earnings per Share	กำไรสุทธิต่อหุ้น (NI / NS)
8.	BPS	Book Value per Share	มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Eq / NS)
9.	ReM	Market Return	อัตราผลตอบแทนตลาด ([PI_{t+1} / PI_t] - 1 + [$DYI_{t+1} / 100$])
ตัวแปรอิสระ			
1.	$\Delta ROA > 0$		นำ ROA ของหุ้นปีล่าสุดเทียบกับปีก่อนหน้า ($ROA_t - ROA_{t-1}$) ถ้า $\Delta ROA > 0$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
2.	$\Delta CFROA > 0$		นำ CFROA ของหุ้นปีล่าสุดเทียบกับปีก่อนหน้า ($CFROA_t - CFROA_{t-1}$) ถ้า $\Delta CFROA > 0$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
3.	$ROA > \text{industry median ROA}$		นำ ROA ของหุ้น เทียบกับ ค่ามัธยฐานของ ROA ของกลุ่มหุ้นในอุตสาหกรรมเดียวกันและปีเดียวกัน ถ้า $ROA > \text{Median}$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0

ตารางที่ 3.1

สรุปข้อมูลงบการเงินพื้นฐาน อัตราส่วนการเงินและตัวแปรต่างๆ และวิธีการคำนวณ (ต่อ)

No.	ตัวย่อ	คำเต็ม	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ
ตัวแปรอิสระ (ต่อ)			
4.	CFROA > industry median CFROA		นำ CFROA ของหุ้น เทียบกับ ค่ามัธยฐานของ CFROA ของกลุ่มหุ้นในอุตสาหกรรมเดียวกัน และปีเดียวกัน ถ้า CFROA > Median ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
5.	$\Delta LEV < 0$		นำ LEV ของหุ้นปีล่าสุดเทียบกับปีก่อนหน้า ($LEV_t - LEV_{t-1}$) ถ้า $\Delta LEV < 0$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
6.	$\Delta LIQ > 0$		นำ LIQ ของหุ้นปีล่าสุดเทียบกับปีก่อนหน้า ($LIQ_t - LIQ_{t-1}$) ถ้า $\Delta LIQ > 0$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
7.	$\Delta EQ < 1\%$		นำ CS ของหุ้นปีล่าสุดเทียบกับปีก่อนหน้า ($[CS_t / CS_{t-1}] - 1$) ถ้า $\Delta EQ < 1\%$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
8.	$\Delta OPM > 0$		นำ OPM ของหุ้นปีล่าสุดเทียบกับปีก่อนหน้า ($OPM_t - OPM_{t-1}$) ถ้า $\Delta OPM > 0$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
9.	$\Delta TATO > 0$		นำ TATO ของหุ้นปีล่าสุดเทียบกับปีก่อนหน้า ($TATO_t - TATO_{t-1}$) ถ้า $\Delta TATO > 0$ ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0
10.	FScore	Fundamental Score	คะแนนปัจจัยพื้นฐาน หรือผลรวมของคะแนน ตั้งแต่ข้อ 1-9
11.	E/P	EPS per Price	กำไรสุทธิต่อหุ้นหารด้วยราคาหุ้น (EPS / Pr)
12.	B/P	BPS per Price	มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นหารด้วยราคาหุ้น (BPS / Pr)
13.	E/E	EBIT per EV	กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ ($EBIT / EV$)

ตารางที่ 3.1

สรุปข้อมูลงบการเงินพื้นฐาน อัตราส่วนการเงินและตัวแปรต่างๆ และวิธีการคำนวณ (ต่อ)

No.	ตัวย่อ	คำเต็ม	คำอธิบายและวิธีการคำนวณ
ตัวแปรตาม			
1.	ToRe	Total Return	อัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุน หรืออัตรา กำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นรวมกับปันผลใน 1 ปี ([$Pr_{t+1} - Pr_t + DPS_{t+1}$] / Pr_t)
2.	MARe	Market Adjusted Return	อัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทน ตลาด (ToRe - ReM)
3.	WM	Win Market Return	มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตรา ผลตอบแทนตลาด ถ้า MARe > 0 ให้มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่เป็น 0

3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

ลักษณะงานวิจัยนี้จะเป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยการใช้ข้อมูลทางการเงินที่กล่าวข้างต้นมาแปลงค่าเป็นข้อมูล 2 ชุดที่เป็นตัวแทนของปัจจัยพื้นฐาน (FScore) และปัจจัยด้านราคา (Equity Multiple : E/P, B/P, E/E) เพื่อนำมาใช้แบ่งหุ้นออกเป็นกลุ่มๆ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยดังกล่าวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การแบ่งหุ้นออกเป็นกลุ่มๆ จะมีการแบ่งเป็น 2 ชั้น โดยในชั้นแรกจะใช้ค่า FScore ในการแบ่งออกมาเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ Low FScore (LF : 0-2), Middle FScore (MF : 3-6), และ High FScore (HF : 7-9) ซึ่งจะเน้นศึกษาในกลุ่ม LF และ HF ที่น่าจะมีลักษณะเป็น Losers และ Winners ตามลำดับ หลังจากนั้นจะทำการแบ่งกลุ่มย่อยลงมาในชั้นที่สองโดยการใช้ค่า Median ของ EM ในแต่ละกลุ่ม แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มย่อย ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมมี EM 3 ตัว ทำให้มี 3 กรณี ได้แก่ FSG-E/P, FSG-B/P, และ FSG-E/E และมีกลุ่มย่อยทั้งหมด 4 กลุ่มที่สนใจ ได้แก่ Low FScore Low EM (LFLM), Low FScore High EM (LFHM), High FScore Low EM (HFLM), และ High FScore High EM (HFHM)

ในด้านการวัดอัตราผลตอบแทนในการลงทุนในแต่ละกลุ่มจะใช้วิธีการสร้างพอร์ตโฟลิโอจำลอง (Virtual Portfolio) ขึ้นมาตามกลุ่มหุ้นที่เกิดจากการแบ่งด้วยปัจจัยทั้ง 2 ตัว โดยการจัดแต่ละ

พอร์ตโฟลิโอจะใช้วิธีการลงทุนในหุ้นทุกตัวที่อยู่ในกลุ่มและมีน้ำหนักการลงทุนในหุ้นแต่ละตัวแบบเท่ากัน (Equally Weighted) และซื้อและถือเป็นระยะเวลา 1 ปี โดยจะซื้อในราคาปิดของวันเปิดทำการสุดท้ายของเดือนที่ 3 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและขายในราคาปิดของวันเปิดทำการสุดท้ายของเดือนที่ 3 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปีถัดไป แล้วทำการวัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอดังกล่าว ซึ่งการวัดอัตราผลตอบแทนจะมีการวัดใน 2 รูปแบบ คือ แบบโดยรวม (Overall) กับแบบอนุกรมเวลา (Time Series) โดยแบบโดยรวมจะทำการจัดพอร์ตแบบไม่สนใจในด้านอนุกรมเวลา ซึ่งจะเอาตัวอย่างทั้งหมดที่มีมาจัดพอร์ตรวมกันเพื่อดูผลตอบแทนเฉลี่ยในภาพรวม ส่วนแบบอนุกรมเวลาจะจัดพอร์ตแบบรายปีและวัดผลเป็นรายปีเพื่อเป็นการดูความสอดคล้องกันของผลที่เกิดขึ้น

การวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้จะมีลักษณะเป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละกลุ่มที่แบ่งโดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (FScore) และปัจจัยราคา (Equity Multiple) เพื่อดูว่าหุ้นแต่ละกลุ่มนั้นมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกันในระดับไหนและมีนัยสำคัญหรือไม่ ซึ่งจะเป็นการตอบคำถามถึงวัตถุประสงค์ที่ตั้งขึ้นในงานวิจัยนี้ ดังนั้นจึงได้เลือกใช้เครื่องมือสถิติ Post Hoc (Tukey HSD) ที่จะบอกถึงกลุ่มใดบ้างที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญและแตกต่างกันขนาดเท่าใด โดยงานวิจัยนี้กำหนดให้มีค่าความเชื่อมั่นที่ระดับ 95%

บทที่ 4

ผลการวิจัยและการอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการใช้ข้อมูลทางบัญชีในการแบ่งกลุ่มหุ้นออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจากการพัฒนาปรับปรุงจากวิธีของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2005) และใช้ปัจจัยด้านราคาด้วยค่า Equity Multiple ของหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2538-2557 ในขั้นตอนถัดไปผู้วิจัยได้นำข้อมูลที่รวบรวมได้มาดำเนินการคำนวณและประมวลผล และวิเคราะห์ค่าทางสถิติตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งขึ้น โดยแบ่งผลการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์แบบโดยรวม (Overall) และการวิเคราะห์แบบอนุกรมเวลา (Time Series)

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากตารางที่ 4.1 ลักษณะข้อมูลพื้นฐานทุกตัวมีลักษณะการกระจายตัวแบบเบ้ขวา (Positive Skew) ตูได้จากค่าเฉลี่ย (Mean) มากกว่ามัธยฐาน (Median, Percentile ที่ 50) และข้อมูลมีการกระจายตัวค่อนข้างมากดูได้จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) เทียบกับค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 90 จะเห็นได้ว่าค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่าค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 90 ซึ่งหมายถึงบริษัทส่วนใหญ่มีค่าข้อมูลพื้นฐานกระจุกตัวอยู่ในฝั่งซ้ายของการกระจายตัว (Distribution) และมีการกระจายตัวของข้อมูลฝั่งขวาที่กว้างมาก

จากตารางที่ 4.2 อัตราส่วนทางการเงินในด้านการสร้างอัตราผลตอบแทนจากทรัพย์สิน (ROA, CFROA) พบว่ามีลักษณะการกระจายตัวแบบใกล้เคียงกับ Normal Distribution โดยมีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานใกล้เคียงกัน และข้อมูลส่วนใหญ่อยู่ในช่วง 2 เท่าของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน โดยดูได้จากค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 และ 90 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยของ ROA และ CFROA อยู่ที่ 0.032 และ 0.076 ส่วนในด้านโครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่อง (LEV, LIQ) จะมีลักษณะการกระจายตัวแบบเบ้ซ้ายนั่นคือข้อมูลกระจุกตัวอยู่ฝั่งขวา ซึ่งหมายถึงบริษัทส่วนใหญ่โดยเฉลี่ยใช้แหล่งทุนจากหนี้ในการดำเนินงานทำให้มีความเสี่ยงมากขึ้นและไม่ดีต่อมูลค่าของบริษัท แต่บริษัทส่วนใหญ่ก็มีสภาพคล่องระยะสั้นที่ดี และในสวนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (OPM, TATO) มีลักษณะการกระจายตัวแบบใกล้เคียงกับ Normal Distribution แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยของ OPM และ TATO อยู่ที่ 0.165 และ 0.982

ตารางที่ 4.1

ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) ของข้อมูลพื้นฐานของบริษัท พ.ศ. 2538-2557

Variable	Mean	S.D.	Percentile				
			10th	25th	50th	75th	90th
ตัวอย่างทั้งหมด (6260 ตัวอย่าง) (หน่วย : ล้านบาท ยกเว้น Pr และ DPS มีหน่วยเป็น บาท)							
CuAs	4846	18536	225	481	1144	3217	8651
ToAs	14483	62663	614	1138	2618	7897	26049
CuLia	4046	15190	120	283	847	2546	7501
ToDe	5503	22134	0	87	591	2547	10406
CS	1991	7744	120	205	440	1191	3820
Eq	5847	25111	236	546	1316	3385	11344
CS	1991	7744	120	205	440	1191	3820
NS	1264	4038	22	120	360	993	2973
EV	16178	66539	377	853	2295	7717	28591
Rev	13550	91299	411	927	2247	6198	17405
EBIT	1339	7764	-63	40	176	574	2168
NI	737	4638	-170	8	99	370	1342
OCF	1300	7743	-133	19	159	580	2085
Pr	23.26	163.40	0.72	1.73	4.93	17.10	45.61
DPS	0.83	2.47	0.00	0.00	0.12	0.56	2.00
ดัชนี SET Index (20 ตัวอย่าง) (หน่วย : ไม่มี)							
PI	770.38	376.48	363.30	423.71	693.46	1084.80	1298.38
IDY	3.20	1.14	2.05	2.46	3.40	3.78	4.09

ตัวแปรอิสระในด้านปัจจัยพื้นฐาน (FScore) พบว่ามีลักษณะการกระจายตัวแบบใกล้เคียงกับ Normal Distribution โดยมีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานใกล้เคียงกัน และข้อมูลส่วนใหญ่อยู่ในช่วง 2 เท่าของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานโดยดูได้จากค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10 และ 90 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีค่าเฉลี่ยของ FScore อยู่ที่ 4.738 ส่วนในด้านปัจจัยราคา E/P และ B/P มีลักษณะการกระจายตัวใกล้เคียงกันและมีลักษณะแบบเบ้ซ้าย แต่ E/E มีลักษณะแบบ Normal Distribution

ตัวแปรตามเป็นตัวแปรที่แสดงถึงอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะเห็นว่าค่า ToRe และ MARE มีลักษณะการกระจายตัวแบบเบ้ขวาและมีการกระจายของข้อมูลค่อนข้างสูง โดยดูได้จาก

ค่าเฉลี่ยมีค่ามากกว่ามัธยฐาน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงกว่าค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 90 แสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนการลงทุนของตัวอย่างส่วนใหญ่เกาะกลุ่มอยู่ในฝั่งซ้ายมือ (กลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำ) และส่วนด้านขวามือ (กลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนสูง) จะมีการกระจายตัวค่อนข้างมากจากข้อมูลเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 50,75,90 และจากค่ามัธยฐานของ MARE ที่ -0.037 แสดงให้เห็นว่า มีจำนวนตัวอย่างที่มีผลตอบแทนชนะตลาดน้อยกว่าครึ่งของจำนวนตัวอย่างที่มี

ตารางที่ 4.2

ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนทางการเงิน ตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามของบริษัท พ.ศ. 2538-2557

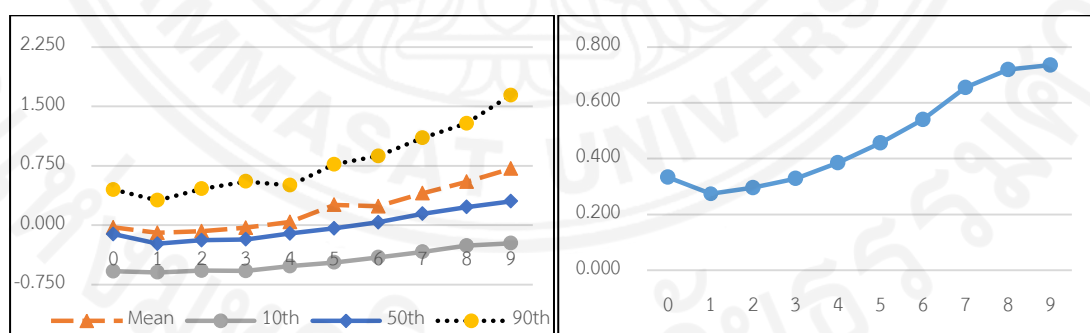
Variable	Mean	S.D.	Percentile				
			10th	25th	50th	75th	90th
ตัวอย่างทั้งหมด (6260 ตัวอย่าง) (หน่วย : ไม่มี)							
ROA	0.032	0.182	-0.070	0.006	0.047	0.091	0.140
CFROA	0.076	0.121	-0.055	0.014	0.076	0.140	0.208
LEV	3.287	129.182	0.000	0.062	0.470	1.142	2.201
LIQ	2.443	7.606	0.545	0.912	1.380	2.418	4.483
OPM	0.165	7.869	-0.060	0.029	0.085	0.162	0.277
TATO	0.982	0.734	0.248	0.514	0.861	1.271	1.781
EPS	-2.067	228.780	-0.551	0.019	0.331	1.295	4.510
BPS	12.138	347.783	0.512	1.541	3.583	14.880	42.641
Fscore	4.738	2.188	2.000	3.000	5.000	6.000	8.000
E/P	-0.127	3.829	-0.212	0.010	0.073	0.136	0.233
B/P	0.017	47.957	0.258	0.483	0.868	1.451	2.329
E/E	0.079	1.423	-0.047	0.033	0.084	0.141	0.226
ToRe	0.316	1.514	-0.449	-0.211	0.052	0.454	1.079
MARE	0.181	1.474	-0.491	-0.289	-0.037	0.292	0.797
WM	0.465	0.499	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

4.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนแบบโดยรวม (Overall)

ตารางที่ 4.3

ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MAR_e) และสัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ของพอร์ตโฟลิโอ FScore

FScore	N	Mean	S.D.	Percentile					WM
				10th	25th	50th	75th	90th	
0	54	-0.028	0.872	-0.582	-0.475	-0.113	0.154	0.449	0.333
1	390	-0.096	0.890	-0.596	-0.432	-0.234	0.022	0.313	0.274
2	666	-0.077	0.863	-0.573	-0.396	-0.190	0.053	0.460	0.296
3	837	-0.033	0.736	-0.577	-0.372	-0.180	0.105	0.551	0.329
4	970	0.041	0.876	-0.517	-0.313	-0.105	0.168	0.504	0.386
5	1023	0.257	2.284	-0.472	-0.269	-0.041	0.261	0.768	0.457
6	876	0.239	1.020	-0.407	-0.209	0.037	0.391	0.874	0.540
7	661	0.402	1.494	-0.338	-0.099	0.144	0.482	1.101	0.655
8	505	0.548	2.060	-0.258	-0.027	0.228	0.582	1.285	0.719
9	279	0.714	2.215	-0.228	-0.011	0.302	0.716	1.641	0.735



ภาพที่ 4.1 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของค่า FScore กับค่าเฉลี่ย MAR_e และ WM

จากตาราง 4.3 ที่มีการสร้างพอร์ตโฟลิโอด้วยค่า FScore จะได้พอร์ตโฟลิโอทั้งหมด 10 พอร์ต และนำค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MAR_e) และสัดส่วนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) มาสร้างกราฟจะได้ ภาพที่ 4.1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ค่า FScore มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าเฉลี่ย MAR_e และ WM ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่กล่าวในบทที่ 2 ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Piotroski (2000), Mohanram (2005) หรืองานวิจัยอื่นๆที่แสดงให้เห็นว่าข้อมูลทางการเงินในอดีตที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานสามารถนำมาใช้ในการ

แบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ Winners และ Losers ได้ และจะเห็นอีกว่าค่า FScore ที่สูงขึ้นมีอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าเฉลี่ย MARE ที่สูงขึ้น (ความชันของกราฟเพิ่มขึ้น) แต่ตรงข้ามกับค่าเฉลี่ย WM ที่มีลักษณะกราฟเป็น S Curve ที่เมื่อค่า FScore สูงขึ้นไปในระดับหนึ่งจะมีอัตราเพิ่มขึ้นของค่าเฉลี่ย WM ที่น้อยลง โดยจะลดลงอย่างมากตั้งแต่ FScore ที่ 7

ตารางที่ 4.4

ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) และสัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ของพอร์ตโฟลิโอ FSG

FSG	N	Mean	S.D.	Percentile					WM
				10th	25th	50th	75th	90th	
LF	1109	-0.081	0.873	-0.586	-0.415	-0.204	0.046	0.420	0.290
MF	3706	0.131	1.423	-0.498	-0.299	-0.072	0.229	0.685	0.429
HF	1445	0.513	1.862	-0.298	-0.053	0.203	0.578	1.275	0.693

ตารางที่ 4.5

ผลการวิเคราะห์ด้วย Post Hoc ของพอร์ตโฟลิโอที่แบ่งด้วยปัจจัยพื้นฐาน (FSG) กับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) และสัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM)

FSG	MARE			WM		
	LF	MF	HF	LF	MF	HF
LF						
MF	0.000			0.000		
HF	0.000	0.000		0.000	0.000	

ตารางที่ 4.4 เป็นการสร้างพอร์ตโฟลิโอโดยการรวมกลุ่ม FScore ให้เหลือ 3 กลุ่ม ได้แก่ LF (FScore : 0-2), MF (FScore : 3-6), และ HF (FScore : 7-9) ตามวิธีที่กำหนดในบทที่ 3 เพื่อเพิ่มความมีนัยทางสถิติ ซึ่งข้อมูลจากตารางแสดงให้เห็นว่า พอร์ตโฟลิโอ FSG ที่สร้างขึ้นจากการรวมกลุ่ม FScore ยังมีคงความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าเฉลี่ย MARE และ WM และจากการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของ MARE และ WM ของแต่ละพอร์ตโฟลิโอ ด้วย Post Hoc จะได้ผลดังตารางที่ 4.5 ซึ่งได้ค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ทุกคู่ความสัมพันธ์ทั้ง MARE และ WM ซึ่งมีค่าน้อยกว่า α 0.05 จึงสรุปได้ว่า พอร์ตโฟลิโอที่มีค่า FScore สูง (HF) มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวม

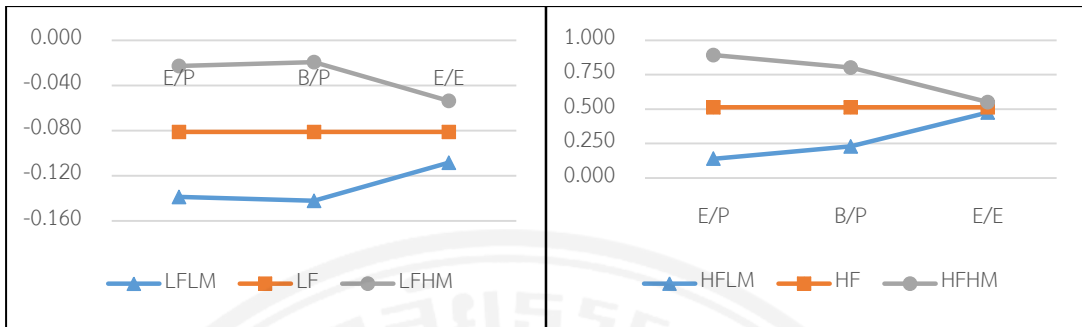
ห้กด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) และสัดส่วนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอที่มีค่า FScore ต่ำ (LF) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.6

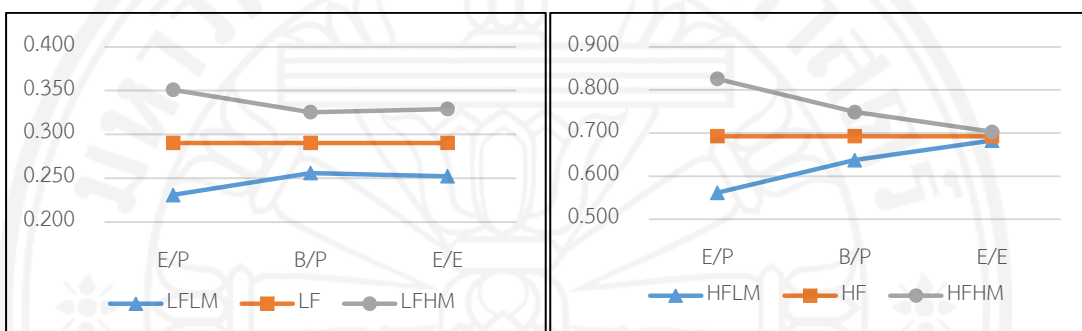
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมห้กด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) และสัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ของพอร์ตโฟลิโอ FSG-EM

FSG-EM	N	Mean	S.D.	Percentile					WM
				10th	25th	50th	75th	90th	
FSG-E/P									
LFLM	559	-0.139	0.871	-0.688	-0.482	-0.295	-0.010	0.389	0.231
LFHM	550	-0.023	0.872	-0.485	-0.330	-0.122	0.099	0.427	0.351
HFLM	728	0.140	0.594	-0.404	-0.179	0.056	0.329	0.689	0.562
HFHM	717	0.892	2.518	-0.100	0.080	0.374	0.857	1.929	0.826
FSG-B/P									
LFLM	559	-0.142	0.733	-0.654	-0.478	-0.253	0.009	0.394	0.256
LFHM	550	-0.019	0.992	-0.493	-0.349	-0.155	0.077	0.438	0.325
HFLM	728	0.229	0.667	-0.365	-0.120	0.131	0.412	0.864	0.637
HFHM	717	0.801	2.523	-0.203	-0.003	0.299	0.748	1.912	0.749
FSG-E/E									
LFLM	559	-0.108	0.885	-0.674	-0.470	-0.264	0.007	0.519	0.252
LFHM	550	-0.054	0.861	-0.504	-0.344	-0.148	0.079	0.383	0.329
HFLM	728	0.476	1.591	-0.338	-0.071	0.185	0.582	1.274	0.683
HFHM	717	0.551	2.100	-0.235	-0.042	0.213	0.572	1.273	0.703

ตารางที่ 4.6 เป็นการสร้างพอร์ตโฟลิโอโดยการนำพอร์ตโฟลิโอ FSG มาแบ่งอีกครั้งด้วยค่ามัธยฐานของค่า EM ซึ่งมีด้วยกัน 3 ตัวได้แก่ E/P, B/P, และ E/E และได้กลุ่มย่อย 4 กลุ่ม ได้แก่ LFLM, LFHM, HFLM, และ HFHM ตามวิธีที่กำหนดในบทที่ 3 และเมื่อนำค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมห้กด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) และสัดส่วนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) มาสร้างกราฟจะได้ ภาพที่ 4.2, 4.3, 4.4

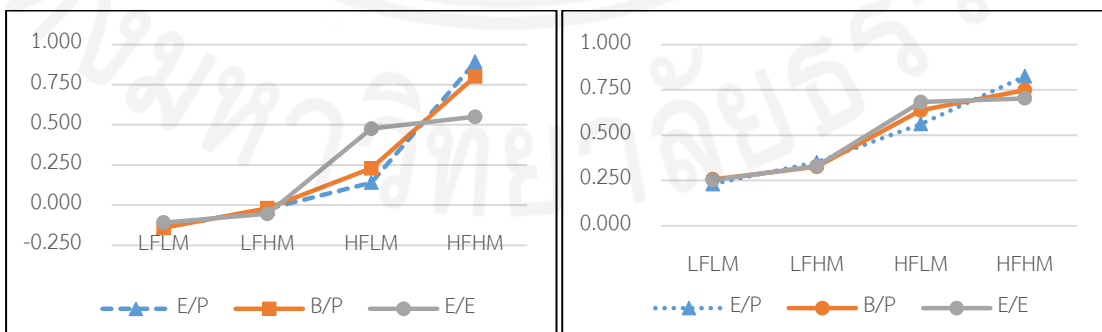


ภาพที่ 4.2 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของค่า EM กับค่าเฉลี่ย MARE ในแต่ละพอร์ตโฟลิโอ



ภาพที่ 4.3 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของค่า EM กับค่าเฉลี่ย WM ในแต่ละพอร์ตโฟลิโอ

ภาพที่ 4.2 และ 4.3 เป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย MARE และ WM ระหว่างพอร์ตโฟลิโอ ก่อนและหลังที่มีการแบ่งด้วยค่า EM แต่ละตัว ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ค่ามัธยฐานของค่า EM สามารถแบ่งแยกตัวอย่างในพอร์ตโฟลิโอ FSG ให้มีค่าเฉลี่ย MARE และ WM ที่ดีขึ้นได้แต่ค่า EM แต่ละตัวให้ผลที่ไม่เท่ากัน ซึ่งจากกราฟจะเห็นว่า ค่า E/P สามารถแบ่งพอร์ตโฟลิโอได้ดีที่สุดเกือบทุกกราฟ ยกเว้นในพอร์ตโฟลิโอ LF ที่แบ่งแล้วได้ค่าเฉลี่ย MARE ใกล้เคียงกับค่า B/P



ภาพที่ 4.4 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอ FSG-EM กับค่าเฉลี่ย MARE และ WM ที่แบ่งด้วยค่า EM แต่ละตัว

จากภาพที่ 4.4 เป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย MARE และ WM ระหว่างพอร์ตโฟลิโอที่มีการแบ่งด้วยค่า EM แต่ละตัว เพื่อดูขนาดความแตกต่างของค่าเฉลี่ย ซึ่งจากกราฟแสดงให้เห็นว่าขนาดของความแตกต่างระหว่างพอร์ตโฟลิโอ LF มีขนาดเล็กมากหรือไม่เห็นความแตกต่างเมื่อเทียบกับขนาดความแตกต่างระหว่างพอร์ตโฟลิโอ HF โดยค่า EM ทั้ง 3 ตัวสามารถแบ่งได้ไปในทางเดียวกัน แต่ค่า EM แต่ละตัวให้ขนาดความแตกต่างที่ไม่เท่ากัน ซึ่งจากกราฟจะเห็นว่า ค่า E/P แบ่งพอร์ตโฟลิโอได้ดีที่สุด

จากการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ของ MARE และ WM ของแต่ละพอร์ตโฟลิโอ FSG-EM และในแต่ละกรณีของค่า EM ด้วย Post Hoc จะได้ผลดังตารางที่ 4.7 ซึ่งเห็นได้ว่าคู่ความสัมพันธ์ LFLM กับ LFHM ของทุกกรณี EM ของค่า MARE มีค่า Sig. ที่มากกว่า α 0.05 จึงสรุปได้ว่า พอร์ตโฟลิโอ LFLM มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) ไม่แตกต่างกับพอร์ตโฟลิโอ LFHM อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในทุกกรณีของค่า EM และหากดูคู่ความสัมพันธ์ HFHM กับพอร์ตโฟลิโออื่นๆ จะได้ค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ทุกคู่ความสัมพันธ์ของทุกกรณี EM ทั้งค่า MARE และ WM ซึ่งมีค่าน้อยกว่า α 0.05 จึงสรุปได้ว่า พอร์ตโฟลิโอ HFHM มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) และสัดส่วนหุ้นที่มีผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) สูงกว่าพอร์ตโฟลิโออื่นๆอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในทุกกรณีของค่า EM

ตารางที่ 4.7

ผลการวิเคราะห์ด้วย Post Hoc ของพอร์ตโฟลิโอที่แบ่งด้วยปัจจัยราคา (FSG-EM) กับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมทั้งด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) และสัดส่วนตัวอย่างที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM)

FSG-EM	MARE				WM			
	LFLM	LFHM	HFLM	HFHM	LFLM	LFHM	HFLM	HFHM
FSG-E/P								
LFLM								
LFHM	0.764				0.000			
HFLM	0.008	0.342			0.000	0.000		
HFHM	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	
FSG-B/P								
LFLM								
LFHM	0.722				0.145			
HFLM	0.000	0.030			0.000	0.000		
HFHM	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	
FSG-E/E								
LFLM								
LFHM	0.989				0.081			
HFLM	0.000	0.000			0.000	0.000		
HFHM	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	

4.3 การวิเคราะห์ผลตอบแทนแบบอนุกรมเวลา (Time Series)

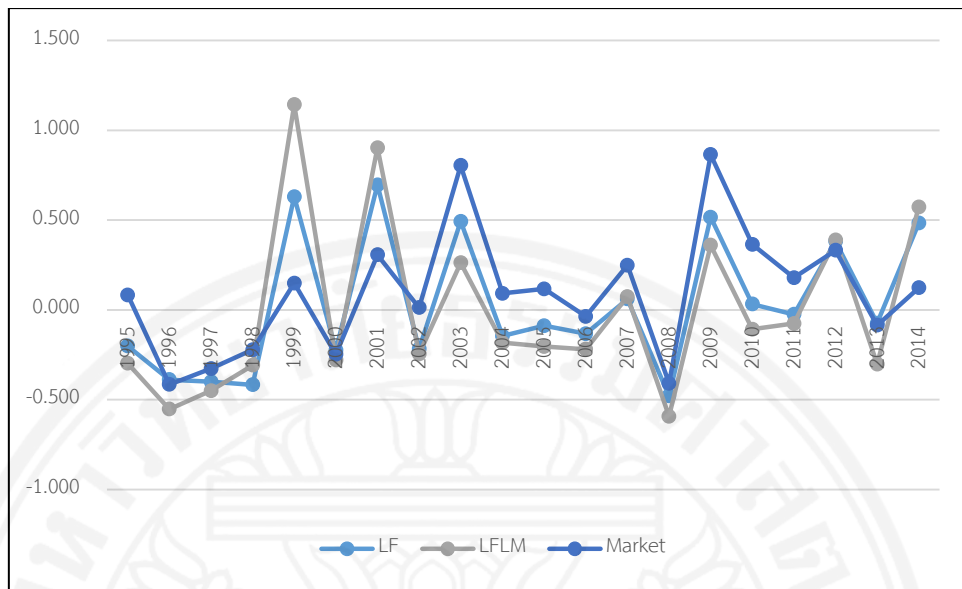
ตารางที่ 4.8

ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) และอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ และตลาดรายปี

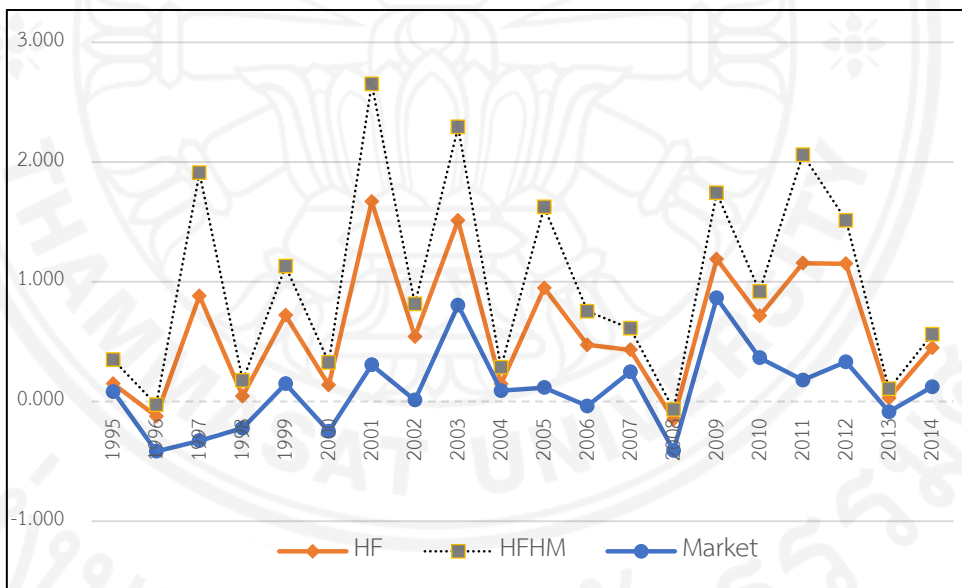
Year	ToRe					MARE			
	FSG		FSG-E/P		Market	FSG		FSG-E/P	
	LF	HF	LFLM	HFHM		LF	HF	LFLM	HFHM
1995	-0.201	0.149	-0.298	0.349	0.083	-0.284	0.066	-0.381	0.266
1996	-0.389	-0.123	-0.553	-0.027	-0.416	0.027	0.293	-0.138	0.388
1997	-0.400	0.882	-0.450	1.911	-0.328	-0.073	1.210	-0.122	2.239
1998	-0.417	0.046	-0.308	0.175	-0.222	-0.195	0.269	-0.086	0.397
1999	0.630	-0.721	1.142	1.129	0.149	0.481	0.572	0.993	0.980
2000	-0.224	0.137	-0.280	0.327	-0.248	0.024	0.386	-0.032	0.575
2001	0.696	1.670	0.903	2.653	0.306	0.390	1.363	0.597	2.347
2002	-0.218	0.543	-0.246	0.815	0.012	-0.230	0.531	-0.259	0.802
2003	0.493	1.512	0.262	2.293	0.804	-0.312	0.708	-0.543	1.489
2004	-0.145	0.146	-0.183	0.285	0.092	-0.237	0.055	-0.275	0.193
2005	-0.089	0.950	-0.204	1.624	0.116	-0.205	0.833	-0.321	1.508
2006	-0.133	0.474	-0.220	0.754	-0.037	-0.096	0.511	-0.183	0.791
2007	0.060	0.432	0.074	0.611	0.249	-0.188	0.184	-0.175	0.362
2008	-0.480	-0.148	-0.593	-0.066	-0.409	-0.071	0.261	-0.184	0.343
2009	0.516	1.190	0.360	1.742	0.865	-0.349	0.325	-0.504	0.877
2010	0.032	0.715	-0.108	0.920	0.365	-0.333	0.350	-0.473	0.556
2011	-0.025	1.156	-0.076	2.062	0.179	-0.204	0.977	-0.255	1.883
2012	0.381	1.152	0.388	1.513	0.331	0.050	0.820	0.057	1.182
2013	-0.074	0.030	-0.303	0.105	-0.086	0.012	0.116	-0.217	0.191
2014	0.483	0.448	0.573	0.562	0.123	0.360	0.325	0.450	0.439
Min	-0.480	-0.148	-0.593	-0.066	-0.416	-0.349	0.055	-0.543	0.191
Max	0.696	1.670	1.142	2.653	0.865	0.481	1.363	0.993	2.347
Mean	0.025	0.604	-0.006	0.987	0.096	-0.072	0.508	-0.103	0.891
SD	0.365	0.528	0.459	0.809	0.337	0.236	0.362	0.371	0.657
Geomean	-0.038	0.518	-0.098	0.827	0.045	-0.098	0.468	-0.163	0.791

ตารางที่ 4.8 เป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) และอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARE) รายปีของพอร์ตโฟลิโอ 4 พอร์ต ได้แก่ LF, HF, LFLM, HFHM ซึ่งเป็นพอร์ตโฟลิโอที่ได้ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนน้อยสุดและมากสุดในการจัดพอร์ตแต่ละชั้นตามวิธีที่กำหนดในบทที่ 3 โดยค่า EM ที่ให้นำมาในการจัดพอร์ตจะใช้ค่า E/P ซึ่งเป็นผลที่ได้จากการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.6 และ 4.7 และจากข้อมูลค่าเฉลี่ย ToRe ของตลาดจะพบว่าปี 1996, 2003, 2008, และ 2009 เป็นปีที่มีผลตอบแทนแตกต่างจากปีอื่นมาก ซึ่งเป็นผลมาจากภาวะเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างผิดปกติ โดยในปี 1996 และ 2008 จะเห็นได้ว่าผลตอบแทนของตลาดติดลบ (ขาดทุน) มากในระดับที่มากกว่า 40% ซึ่งเป็นผลมาจากวิกฤติเศรษฐกิจต้มยำกุ้งที่เกิดขึ้นในประเทศไทยและวิกฤติซับไพร์มหรือแฮมเบอร์เกอร์ (Subprime or Hamburger Crisis) ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาตามลำดับ ส่วนในปี 2003 และ 2009 จะเห็นได้ว่าผลตอบแทนของตลาดมีค่ามากกว่า 80% โดยในปี 2003 เป็นปีที่การส่งออกของประเทศไทยมีการเติบโตสูงที่สุดในประวัติศาสตร์ รวมถึงมีการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลังและการเงินต่างๆ จากทั้งรัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทย และในปี 2009 เป็นปีที่เพิ่งผ่านวิกฤติซับไพร์มที่มีผลกระทบทั่วโลกครั้งใหญ่และมีการใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงินของธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา (FED) ทั้งการลดอัตราดอกเบี้ยให้เหลือระดับใกล้ 0% และอัดฉีดสภาพคล่องขนาดใหญ่กว่าในอดีตที่เคยมีมา ทำให้มีเงินจำนวนมากไหลเข้าไปลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลก

เมื่อนำค่าเฉลี่ย ToRe และ MARE มาสร้างกราฟจะได้ภาพที่ 4.5, 4.6, และ 4.7 ซึ่งจากภาพ 4.5 กราฟมีลักษณะสลับกันมีค่าเฉลี่ย ToRe ที่มากกว่ากัน ไม่มีพอร์ตโฟลิโอใดที่มีค่าเฉลี่ย ToRe สูงกว่าพอร์ตอื่นตลอดระยะเวลาทั้ง 20 ปี และในบางปีพบว่าพอร์ตโฟลิโอ LFLM มีค่าเฉลี่ย ToRe ที่สูงกว่าตลาดมากๆ เช่น ปี 1999, 2001, และ 2014 ซึ่งผิดไปจากการคาดการณ์ขั้นต้นที่พอร์ตโฟลิโอ LF และ LFLM ที่ควรมีค่า ToRe ที่ต่ำกว่าตลาด แต่จากการคิดค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนทบต้นระยะยาว 20 ปี (GeoMean) ของพอร์ตโฟลิโอ LF, LFLM, และตลาดมีค่าเท่ากับ -0.038, -0.098, และ 0.045 ตามลำดับ ซึ่งในระยะยาวพอร์ตโฟลิโอ LFLM ก็ยังมีค่าน้อยที่สุดใน 3 พอร์ต แต่ในภาพรวมแล้วจากหลักฐานจากการวิเคราะห์แบบโดยรวม (Overall) และแบบอนุกรมเวลา (Time Series) แสดงให้เห็นว่าวิธีแบ่งแยกหุ้นที่ทำการศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดสำหรับการแบ่งแยก Losers



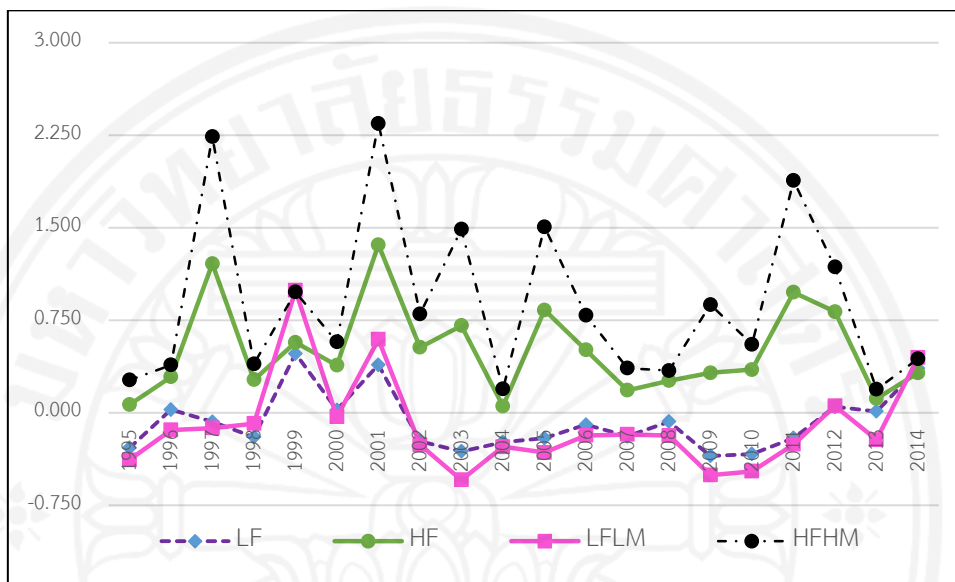
ภาพที่ 4.5 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอ LF, LFLM, และตลาดกับค่า ToRe รายปี



ภาพที่ 4.6 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอ HF, HFHM, และตลาดกับค่า ToRe รายปี

จากภาพ 4.6 จะเห็นได้ว่าเส้นกราฟของพอร์ตโฟลิโอ HFHM มีค่าเฉลี่ย ToRe รายปีส่วนใหญ่มากกว่าศูนย์ยกเว้นปี 1996 และ 2008 ที่เกิดวิกฤติทางเศรษฐกิจ แต่ยังมีค่าสูงกว่าพอร์ตโฟลิโอ HF และตลาดตลอดระยะเวลาทั้ง 20 ปี ซึ่งตรงข้ามกับพอร์ตโฟลิโอ LF และ LFLM นอกจากนั้นการคิดค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนทบต้นระยะยาว 20 ปี (GeoMean) ของพอร์ตโฟลิโอ HF, HFHM, และตลาดมีค่าเท่ากับ 0.518, 0.821, และ 0.045 ตามลำดับ ทำให้เห็นว่าในระยะยาวพอร์ตโฟลิโอ HFHM สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอ HF และตลาดถึง 1.586 และ

18.159 เท่าตามลำดับ ซึ่งเป็นหลักฐานสนับสนุนเพิ่มเติมจากการวิเคราะห์แบบโดยรวม (Overall) ที่แสดงให้เห็นว่าวิธีแบ่งแยกหุ้นที่ทำการศึกษานี้สามารถแยก Winners ที่ให้อัตรผลตอบแทนในการลงทุนที่สูงได้



ภาพที่ 4.7 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ กับค่า MARE รายปี

จากภาพที่ 4.7 ซึ่งเป็นกราฟแสดงการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย MARE รายปีของแต่ละพอร์ตโฟลิโอจะเห็นได้ว่า ช่องว่างหรือส่วนต่างของค่าเฉลี่ย MARE รายปีของพอร์ตโฟลิโอ FSG สูงและต่ำ ซึ่งส่วนใหญ่มีค่าเป็นบวกยกเว้นบางปีที่ติดลบหรือค่าใกล้กันมาก เช่น ปี 1999, 2013, และ 2014 โดยเป็นผลจากพอร์ตโฟลิโอ FSG ต่ำ และแสดงให้เห็นว่าเครื่องมือในการแบ่งแยกหุ้นที่ทำการศึกษาในครั้งนี้มีข้อจำกัดจึงควรระวังในการนำไปใช้งานซึ่งอาจนำไปสู่การขาดทุนได้หากนำไปใช้งานอย่างไม่ระมัดระวัง

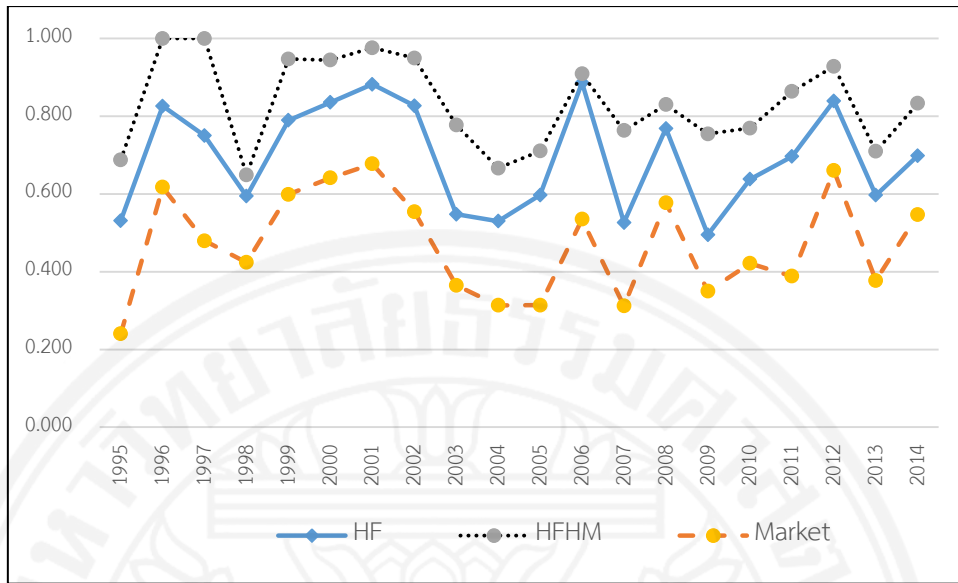
ตารางที่ 4.9 เป็นการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยสัดส่วนหุ้นที่มีอัตรผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตรผลตอบแทนตลาด (WM) และจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ (N) รายปีของพอร์ตโฟลิโอ 2 พอร์ต ได้แก่ HF และ HFHM และเมื่อนำค่า WM และ N มาสร้างกราฟจะได้ภาพที่ 4.8 และ 4.9 ซึ่งจากภาพ 4.8 จะเห็นได้ว่า เส้นกราฟของพอร์ตโฟลิโอ HFHM มีค่าเฉลี่ย WM สูงกว่าพอร์ตโฟลิโอ HF และตลาดตลอดระยะเวลาทั้ง 20 ปี โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.826 มากกว่าพอร์ตโฟลิโอ HF และตลาดที่ 0.693 และ 0.470 ตามลำดับ ซึ่งหากมีการเลือกลงทุนในหุ้นโดยการเลือกหุ้นจากพอร์ตโฟลิโอต่างๆ จะพบว่า การเลือกหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ HFHM มีโอกาสในการได้หุ้นที่มีอัตรผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตรผลตอบแทนตลาด (WM) ได้สูงกว่าพอร์ตอื่นๆ แสดงให้เห็นถึงหลักฐานสนับสนุนวิธีแบ่งแยกหุ้น Winners ที่ทำการศึกษานี้ที่จะทำให้มีโอกาสได้หุ้นที่มีผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตรผลตอบแทน

ตลาด นอกจากนั้นในภาพที่ 4.9 ที่แสดงถึงจำนวนหุ้นในตลาดที่มีแนวโน้มเติบโตมากขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้มีหุ้นที่นำมาพิจารณามากขึ้นตามเวลา ซึ่งด้วยวิธีแบ่งแยกหุ้นในการศึกษาครั้งนี้ทำให้มีจำนวนหุ้นที่ต้องนำมาพิจารณาลดลง โดยหากเลือกหุ้นจากพอร์ตโฟลิโอ HF และ HFHM จะมีสัดส่วนจำนวนหุ้นที่อยู่ในพอร์ตต่อจำนวนหุ้นในตลาดเฉลี่ยตลอด 20 ปีอยู่ที่ 23.1% และ 11.5% ตามลำดับ ซึ่งเมื่อรวมกับการวิเคราะห์ในภาพที่ 4.8 จึงเป็นหลักฐานสนับสนุนที่ทำให้วิธีแบ่งแยกหุ้น Winners ที่ทำการศึกษานี้สามารถลดปริมาณงานและโอกาสในการได้หุ้นที่ชนะตลาดได้

ตารางที่ 4.9

ค่าเฉลี่ยสัดส่วนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) และจำนวนหุ้น (N) ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ และตลาดรายปี

Year	WM			N		
	FSG	FSG-E/P	Market	FSG	FSG-E/P	Market
	HF	HFHM		HF	HFHM	
1995	0.531	0.688	0.240	32	16	154
1996	0.826	1.000	0.617	23	11	183
1997	0.750	1.000	0.479	16	8	194
1998	0.595	0.649	0.424	74	37	210
1999	0.789	0.947	0.599	38	19	197
2000	0.836	0.944	0.641	73	36	198
2001	0.882	0.976	0.678	85	42	273
2002	0.827	0.950	0.554	81	40	276
2003	0.548	0.778	0.365	73	36	285
2004	0.530	0.667	0.314	66	33	306
2005	0.597	0.711	0.314	77	38	347
2006	0.886	0.909	0.535	88	44	370
2007	0.526	0.763	0.312	76	38	391
2008	0.768	0.830	0.578	95	47	400
2009	0.495	0.755	0.350	107	53	406
2010	0.638	0.769	0.422	105	52	408
2011	0.697	0.864	0.388	89	44	412
2012	0.839	0.929	0.660	112	56	415
2013	0.597	0.710	0.378	62	31	400
2014	0.699	0.833	0.547	73	36	435
Min	0.495	0.649	0.240	16	8	154
Max	0.886	1.000	0.678	112	56	435
Mean	0.693	0.834	0.470	72	36	313



ภาพที่ 4.8 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ กับค่า WM รายปี



ภาพที่ 4.9 กราฟแสดงความสัมพันธ์ของพอร์ตโฟลิโอต่างๆ กับสัดส่วนจำนวนหุ้นในพอร์ตโฟลิโอ กับจำนวนหุ้นในตลาดรายปี

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลงานวิจัย

ตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยที่กำหนดไว้ในบทที่ 1 ที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ของค่า FScore และ Equity Multiple กับอัตราผลตอบแทนในการลงทุนของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำมาสรุปได้ 4 ประเด็นดังนี้

5.1.1 ค่า FScore สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นแรกออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ได้หรือไม่

จากการวิเคราะห์แบบโดยรวม (Overall) จากการดูค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวมหักด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (MARe) แสดงให้เห็นว่า ค่า FScore สามารถแบ่งแยกได้ทั้ง Winners (HF) และ Losers (LF) ซึ่งดูได้จากค่าเฉลี่ย MARe ที่ 0.513 และ -0.081 ตามลำดับ รวมถึงผลจากการวิเคราะห์ด้วย Post Hoc ที่ได้ค่า Sig. เท่ากับ 0.000 แต่เมื่อวิเคราะห์แบบอนุกรมเวลาจากการดูค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) พบว่าในกลุ่ม Losers ไม่มีความสม่ำเสมอในการมีค่าเฉลี่ย ToRe ที่น้อยกว่าตลาด แสดงให้เห็นว่า ค่า FScore ไม่สามารถแบ่งแยก Losers ได้ ซึ่งอาจเป็นผลมาจากหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานไม่ดีทำให้นักลงทุนในตลาดให้ราคาต่ำเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่มีและเมื่อผลประกอบในอนาคตที่ออกมาไม่ดีก็จะไม่ทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลงมาก อีกทั้งยังมีเรื่องการทำ Earning Management ของผู้บริหารที่ใช้เทคนิค Big Bath ซึ่งจะส่งผลกับอัตราส่วนทางการเงินทำให้ค่า FScore มีคะแนนที่ต่ำและกระทบกับราคาหุ้นในปัจจุบันแต่จะทำให้ผลประกอบการในอนาคตดูดี ซึ่งทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นมากเพื่อตอบสนองต่อข่าวที่เกิดขึ้น แต่สำหรับกลุ่ม Winners จะพบว่า มีความสม่ำเสมอในการมีค่าเฉลี่ย ToRe สูงกว่าตลาด แสดงให้เห็นว่า ค่า FScore สามารถแบ่งแยกหุ้น Winners ในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ได้

5.1.2 ค่า Equity Multiple สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นที่สองออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ได้หรือไม่

จากข้อสรุป 5.1.1 ที่ค่า FScore ไม่สามารถแบ่งแยกกลุ่ม Losers ได้ ทำให้เมื่อนำ Losers ที่ได้จากการแบ่งด้วยค่า FScore มาแบ่งอีกครั้งด้วยค่า EM ทำให้ลักษณะอัตราผลตอบแทนที่ได้ยังคงเหมือนเดิม คือ ยังไม่มีความสม่ำเสมอในการที่มีค่าเฉลี่ย ToRe น้อยกว่าตลาด ซึ่งน่าจะมีสาเหตุเดียวกัน แต่สำหรับในกลุ่ม Winners พบว่า ค่า EM สามารถแบ่งแยกกลุ่ม Winners ที่แบ่งด้วยค่า FScore (FSG) ออกเป็นกลุ่มย่อย 2 กลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนต่างกันได้ โดยจากการ

วิเคราะห์แบบโดยรวมกลุ่มที่มีค่า EM สูงจะมีค่าเฉลี่ย MARE ที่สูงของทุกค่า EM แต่ค่า EM แต่ละตัวให้ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ไม่เท่ากัน แสดงให้เห็นว่า ค่า Equity Multiple สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นที่สองของกลุ่ม Winners ที่ได้จากการแบ่งด้วยค่า FScore ออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ย่อยในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ได้

5.1.3 ค่า Equity Multiple ตัวไหนที่สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นที่สองออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ที่ดีกว่ากัน

จากการวิเคราะห์แบบโดยรวมเพื่อดูการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ย MARE ของพอร์ตโฟลิโอ FSG-EM ในกลุ่ม Winners ที่แบ่งแยกแยกด้วยค่า FScore (HF) จะพบว่า ค่าเฉลี่ย MARE ของพอร์ตโฟลิโอ HFHM ที่แบ่งแยกด้วยค่า E/P, B/P, และ E/E มีค่าเท่ากับ 0.892, 0.801, 0.501 ซึ่งจะเห็นได้ว่า พอร์ตโฟลิโอ HFHM ที่แบ่งแยกด้วยค่า E/P ให้ค่าเฉลี่ย MARE สูงที่สุด แสดงให้เห็นว่า ค่า E/P เป็น Equity Multiple ที่สามารถแบ่งแยกหุ้นในชั้นที่สองออกเป็นกลุ่ม Winners และ Losers ย่อยในด้านอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) ได้ดีที่สุด และจากการวิเคราะห์แบบอนุกรมเวลาจะได้ค่าเฉลี่ย ToRe ทบตันรายปีตลอดระยะเวลา 20 ปีของพอร์ตโฟลิโอ HFHM ที่แบ่งแยกด้วยค่า E/P เท่ากับ 0.827 เทียบกับค่าเฉลี่ยของตลาดที่ 0.045

5.1.4 ค่า FScore และ Equity Multiple สามารถลดจำนวนหุ้น (N) ในการวิเคราะห์และเพิ่มโอกาสในการได้หุ้นที่อัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ได้หรือไม่

จากการวิเคราะห์แบบอนุกรมเวลาของพอร์ตโฟลิโอ HF และ HFHM ที่แบ่งด้วย E/P เทียบกับตลาด จะพบว่ามีจำนวนหุ้นรายปีเฉลี่ยตลอดระยะเวลา 20 ปีเท่ากับ 72, 36, และ 313 หุ้นตามลำดับ ซึ่งสามารถคิดเป็นสัดส่วนจำนวนหุ้นในกลุ่มเทียบกับตลาดเฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 23.1% และ 11.5% แสดงให้เห็นว่า ค่า FScore และ Equity Multiple E/P สามารถลดจำนวนหุ้นที่นำมาพิจารณาได้ และเมื่อพิจารณาถึงโอกาสในการได้หุ้นที่มีผลตอบแทนชนะตลาดสามารถดูได้จากการวิเคราะห์แบบโดยรวมและอนุกรมเวลาซึ่งให้ผลแบบเดียวกันในพอร์ตโฟลิโอ HF และ HFHM โดยในการวิเคราะห์แบบอนุกรมเวลาพอร์ตโฟลิโอ HF และ HFHM ให้ค่าเฉลี่ย WM รายปีตลอดระยะเวลา 20 ปีเท่ากับ 0.693 และ 0.834 เมื่อเทียบกับตลาดที่ 0.470 แสดงให้เห็นว่า ค่า FScore และ Equity Multiple สามารถเพิ่มโอกาสในการได้หุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) ได้

จากข้อสรุปใน 4 ประเด็นข้างต้นสามารถนำมาสรุปในภาพรวมได้ว่า วิธีการแบ่งแยกหุ้นออกเป็น Winners และ Losers ที่ได้ทำการศึกษาในครั้งนี้โดยใช้ค่า FScore แทนปัจจัยด้านพื้นฐานและค่า Equity Multiple แทนปัจจัยด้านราคาสามารถแบ่งแยกได้เฉพาะกลุ่ม Winners ที่มีอัตราผลตอบแทนชนะตลาดแต่ไม่สามารถแบ่งแยกกลุ่ม Losers ได้โดยคาดเดาสาเหตุตามที่ได้ตั้ง

ข้อสังเกตไว้ในข้อสรุปประเด็นที่ 5.1.1 และค่า EM ที่สามารถแบ่งแยกในชั้นที่สองที่ดีที่สุดได้แก่ค่า E/P ซึ่งจากการศึกษาพบว่า พอร์ตโฟลิโอ HF และ HFHM ที่แบ่งด้วยค่า E/P ให้ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนรวม (ToRe) รายปีทบต้นตลอด 20 ปีมีค่าเท่ากับ 0.518 และ 0.827 เทียบกับค่าเฉลี่ยทบต้นของตลาดที่ 0.045 และมีค่าเฉลี่ยสัดส่วนหุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนรวมมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาด (WM) รายปีตลอด 20 ปีมีค่าเท่ากับ 0.693 และ 0.834 เทียบกับค่าเฉลี่ยของตลาดที่ 0.470 อีกทั้งยังสามารถลดสัดส่วนจำนวนหุ้นในกลุ่มเทียบกับตลาดเฉลี่ยตลอด 20 ปีมีค่าเท่ากับ 23.1% และ 11.5% และด้วยข้อสรุปที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้สามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการคัดกรองหุ้นที่สามารถตอบสนองต่อประเด็นปัญหาที่ตั้งไว้ในบทที่ 1 ที่สามารถเพิ่มโอกาสในการได้หุ้นที่มีอัตราผลตอบแทนสูงและลดปริมาณงานหรือจำนวนหุ้นที่ต้องพิจารณาลงได้

5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยนี้ไม่ได้นำผลของสภาพคล่องของหุ้นหรือปริมาณการซื้อขายของหุ้นรายวันรายตัวมาพิจารณาในขั้นตอนการซื้อและขายหุ้น ซึ่งจะกระทบกับราคาและปริมาณหุ้นในการซื้อและขาย หรือช่วงเวลาในการซื้อและขายที่อาจต้องใช้เวลานานขึ้น หากขนาดของพอร์ตโฟลิโอที่ลงทุนในหุ้นมีขนาดใหญ่และหุ้นในตลาดที่ต้องการลงทุนมีสภาพคล่องของหุ้นต่ำ (ปริมาณซื้อขายรายวันน้อย) จะทำให้เวลาซื้อและขายหุ้นตัวดังกล่าวคลาดเคลื่อนไปได้มากทั้งราคาและจำนวนหุ้นที่ต้องการลงทุน โดยในขณะที่ทำการซื้อจะทำให้ราคาหุ้นวิ่งขึ้นอย่างรวดเร็วหรือซื้อไม่ได้จำนวนตามที่วางแผน และในขณะที่ทำการขายจะทำให้ราคาหุ้นลงอย่างรวดเร็วหรือขายได้ไม่หมดตามที่วางแผน ส่งผลให้กระทบกับผลตอบแทนที่จะได้รับ นอกจากนี้ปริมาณซื้อขายหุ้นบางครั้งยังมีลักษณะเป็นไปตามข่าวสารที่เกิดขึ้นซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ได้ในอนาคต ทำให้อาจเกิดเหตุการณ์ที่ตอนซื้อมีราคาและจำนวนที่ต้องการแต่เมื่อถึงเวลาขายกลับไม่เป็นไปตามที่วางแผนหรืออาจกลับกันก็ได้

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้ได้นำเอางานวิจัยของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2005) มาเป็นตัวต้นแบบและพัฒนาปรับปรุงอัตราส่วนการเงิน โดยได้ใช้วิธีการวัดคะแนนแบบ Binary แบบเดิมซึ่งเป็นการวัดในเชิงทิศทางแต่ไม่ได้วัดในด้านปริมาณหรือน้ำหนักจึงเป็นการให้น้ำหนักทุกตัวเท่ากันหมด ซึ่งผลจากการศึกษาวิจัยพบว่า ค่า FScore มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งอาจนำมาหาความสัมพันธ์เพิ่มเติมในกลุ่มที่มี FScore มากกว่า 5 โดยการสร้าง scale ในการให้คะแนนเพื่อดูว่าอัตราส่วนใดที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนมากกว่า และนำมาหาน้ำหนักในการให้คะแนนในอัตราส่วนนั้นเพิ่มเติม

งานวิจัยนี้ได้ใช้ค่ามัธยฐานของค่า EM ในการแบ่งพอร์ตโฟลิโอ FSG ซึ่งส่งผลกับอัตราผลตอบแทนที่มีนัยสำคัญกับพอร์ตโฟลิโอ HF เท่านั้น โดยหลังจากการแบ่งทำให้มีอัตราผลตอบแทนที่มากขึ้น และถ้าเทียบกับงานวิจัยของ Piotroski (2000) ที่ใช้ค่า BM ในการแบ่งกลุ่มหุ้นพบว่า กลุ่มควินไทล์สูงจะให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นตั้งนั้นแล้วอาจศึกษาเพิ่มเติมโดยการกำหนดตัวแปรต้นเป็นค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ของค่า EM ที่ทำให้ได้ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

- ปาริชาติ สุกาญจนพงษ์. (2550). *Stock Trading Strategy Based on Historical Financial Ratio*. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบริหารการเงิน.
- พรคง ปัญญาภม. (2555). *การวัดมูลค่าบริษัทด้วย Enterprise Multiple และโอกาสในการทำกำไรแบบ Arbitrage*. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบริหารการเงิน.
- พรเทพ ตันติพาณิชย์กุล. (2553). *การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยด้วยการวิเคราะห์งบการเงิน*. (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบริหารการเงิน.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). *รายงานประจำปี*. สืบค้นจาก http://www.set.or.th/th/about/annual/annual_p1.html.
- ธีระพล ลาขโรจน์. (2556). *แนวทางสนับสนุนการทำโครงการสะสมหุ้นสำหรับพนักงานของบริษัทจดทะเบียนไทย*, Capital Market Research Forum, 2556(2). สืบค้นจาก https://www.set.or.th/setresearch/files/microstructure/forum20130329_presentation.pdf.
- นรินทร์ โอพารกิจอนันต์. (2542). *ผลตอบแทนของ Warren Buffett*. สืบค้นจาก <http://www.settrade.com/blog/1001ii/2009/01/14/442>.
- แมงเม่าคลับ. (2554). *การกระจายตัวของผลตอบแทนในตลาดหุ้น : DISTRIBUTION OF RETURNS*. สืบค้นจาก <http://mangmaoclub.com/distribution-of-return>.
- สถาบันวิจัยตลาดทุน. (2556). *จุดเปลี่ยนเศรษฐกิจโลก : โอกาสและความท้าทายในการลงทุน*, Capital Market Research Forum, 2556(4). สืบค้นจาก https://www.set.or.th/setresearch/files/microstructure/forum20130418_presentation.pdf.

Books

Gray, W. R., & Carlisle, T. E. (2013). *Quantitative Value: A Practitioner's Guide to Automating Intelligent Investment and Eliminating Behavioral Errors*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Articles

De Bondt, W. F. M., & Thaler R. (1985). *Does the Stock Market Overreact?* Journal of Finance 40(3), 793-805.

Mohanram, P. (2005). *Separating Winners from Losers among Low Book-to-Market Stocks using Financial Statement Analysis*. Review of Accounting Studies 10(2/3), 133-170.

Piotroski, J. D. (2000). *Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers*. Journal of Accounting Research, 38(3), 1-41.

Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., & Deng, Z. (2001, November). *Valuation Multiples: A Primer*. Global Equity Research, Issue 1.

Electronic Media

Tarver, E. (n.d.). *Does the tradeoff model or the pecking order play a greater role in capital budgeting?* Retrieved from <http://www.investopedia.com/ask/answers/052215/does-tradeoff-model-or-pecking-order-play-greater-role-capital-budgeting.asp>.



ภาคผนวก

ชุดข้อมูลของ Thomson Reuters Datastream ที่นำมาใช้

ตัวย่อ	Datastream Code	Datastream Description
CuAs	WC02201	Current Assets Total
ToAs	WC02999	Total Assets
CuLia	WC03101	Current Liabilities Total
ToDe	WC03255	Total Debt
Eq	WC03501	Common Equity
CS	WC03480	Common Stock
NS	WC05301	Common Shares Outstanding
EV	WC18100	Enterprise Value
Rev	WC01001	Net Sales or Revenues
EBIT	WC18191	Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)
NI	WC01551	Net Income Before Extra Items/Preferred Dividends
OCF	WC04860	Net Cash Flow Operating Activities
Pr	P	Price (Adjusted - Default)
DPS	DPS	Dividend Per Share
PI	PI	Price Index
IDY	DY	Dividend Yield

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายประเสริฐ อินทนากรวิวัฒน์
วันเดือนปีเกิด	17 พฤศจิกายน 2525
ประวัติการศึกษา	ปีการศึกษา 2548: วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ประสบการณ์ทำงาน	2557-2552 เจ้าหน้าที่ควบคุมคุณภาพ บริษัทเอแพคทีไซน์จำกัด

