



ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุนใน  
หลักทรัพย์กรณีศึกษา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

โดย

นายณัฐกานต์ ทรงพัฒนะโยธิน

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุนใน  
หลักทรัพย์กรณีศึกษา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

โดย

นายณัฐกานต์ ทรงพัฒนะโยธิน

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



HOW THE FINANCIAL RATIO AFFECT RETURN AT  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND (SET)

BY

MR. NATTAKARN SONGPHATANAYPTHIN



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

นายณัฐกานต์ ทรงพัฒนะโยธิน

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์  
กรณีศึกษา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อวันที่ 11 3 ค.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร. ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กรณีศึกษา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)
ชื่อผู้เขียน	นายณัฐกานต์ ทรงพัฒนะโยธิน
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นในการศึกษาว่า หากนำอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาพิจารณาร่วมหรือแทนที่กับอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) จะสามารถสร้างตัวแบบจำลองที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญได้ดียิ่งขึ้นหรือไม่ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลังไป 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 และนำอัตราส่วนทางการเงินมาสร้างเป็น 4 ตัวแบบจำลอง เพื่อนำมาเปรียบเทียบว่าตัวแบบจำลองใดสามารถอธิบายความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญได้ดีที่สุดผ่านตัววัดที่ชื่อ Adjusted R Square

ผลการวิจัยพบว่า ตัวแบบจำลองทั้ง 4 ตัวแบบ สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญได้แทบไม่แตกต่างกันจึงเป็นข้อสรุปที่ว่า นักลงทุนในตลาดสามารถใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) หรือเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) ก็ได้ตามแต่สะดวก เนื่องจากให้ผลการวิเคราะห์แทบไม่แตกต่างกัน

**คำสำคัญ:** อัตราส่วนทางการเงิน, อัตราผลตอบแทน, หุ้นสามัญ

Independent Study Title	HOW THE FINANCIAL RATIO AFFECT RETURN AT THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND (SET)
Author	Mr. Nattakarn Songphatanayothin
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Year	2015

### ABSTRACT

Using the historical financial ratio from 2010 to 2014 of the Stock Exchange of Thailand (SET) as a sample, if a cash basic financial ratio is used as a joint measure or to replace the accrual basic financial ratio, can a financial ratio model better explain investment returns?. Four financial models are created to test which best explains the relationship with investment return. The adjusted R-square approach is used.

Results found that the four financial models can virtually explain the relationship with investment returns. It suggests that there is no different between using the cash basic financial ratio or accrual basic financial ratio.

**Keywords:** Financial Ratios, Return, Equity Stock

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทธกุล เป็นอย่างสูงที่ได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาและได้ให้ความรู้ แนวคิด ข้อเสนอแนะ ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องของวิจัยชิ้นนี้มาโดยตลอด รวมถึงขอกราบขอบพระคุณ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ที่กรุณารับเป็นกรรมการที่ปรึกษาและยอมสละเวลาอันมีค่ามาช่วยชี้แนะแนวทางให้งานวิจัยชิ้นนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ผู้วิจัยยังขอขอบคุณเพื่อนร่วมรุ่นที่ได้คอยให้กำลังใจและให้คำปรึกษามาโดยตลอดและขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่คอยอำนวยความสะดวกและคอยช่วยเหลือมาโดยตลอด จนทำให้การศึกษาอิสระครั้งนี้สำเร็จลงได้

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา ตลอดจนบุคคลในครอบครัวของผู้วิจัยที่คอยดูแลและให้กำลังใจมาโดยตลอด จนทำให้การศึกษาอิสระเป็นไปได้อย่างดี

นายณัฐกานต์ ทรงพัฒนะโยธิน

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย	4
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 มาตรฐานการบัญชีเกณฑ์เงินสดและเกณฑ์คงค้าง	5
2.1.2 การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน	5
2.1.2.1 การวิเคราะห์อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัท (Liquidity Ratio)	5
2.1.2.2 การวิเคราะห์อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio)	5
2.1.2.3 การวิเคราะห์อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน (Efficiency Ratio)	6



	(5)
2.1.2.4 การวิเคราะห์อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน (Leverage Ratio)	6
2.1.3 ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient Capital Market Theory)	6
2.1.3.1 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (The Weakly Efficient Market)	6
2.1.3.2 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market)	6
2.1.3.3 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (The Strongly Efficient Market)	7
2.1.4 การบริหารกำไรหรือตกแต่งกำไร (Earning Management)	7
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	11
2.3 กรอบการวิจัย	11
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	13
3.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลและข้อมูลในการทำวิจัย	13
3.2 ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	13
3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล	14
3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย	15
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	17
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)	17
4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient)	18
4.3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)	20
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	35
5.1 สรุปผลการวิจัย	35
5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย	37
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	38

(6)

รายการอ้างอิง

39

ภาคผนวก

43

ประวัติผู้เขียน

44



## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
3.1	สรุปตัวแปรอิสระ ตัวแปรตามและวิธีการคำนวณ	14
4.1.	แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) พ.ศ. 2553-2557	17
4.2	แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient)	19
4.3	แสดงจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของแต่ละช่วงเวลา	20
4.4	แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 1	21
4.5	แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 1	24
4.6	แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 3	27
4.7	แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 4	30
4.8	แสดงการเปรียบเทียบ Adjusted R Square ของแต่ละตัวแบบจำลอง ในแต่ละกลุ่มตัวอย่าง	33

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินใด ๆ ก็ตามย่อมมีสองสิ่งควบคู่กันมาเสมอคืออัตราผลตอบแทนและความเสี่ยง โดยทั่วไปแล้วอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันเสมอ กล่าวคือ ยิ่งนักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนมากเท่าไร นักลงทุนยิ่งต้องยอมแบกรับความเสี่ยงที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน โดยในปัจจุบันการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินประเภทหุ้นสามัญถือเป็นการลงทุนที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลาย เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่าเป็นตราสารที่สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงในระยะเวลายาวนาน ผนวกกับเทคโนโลยีในปัจจุบันก็ก้าวหน้าไปมากทำให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ง่ายและสะดวกมากขึ้น

หุ้นสามัญถือเป็นสินทรัพย์ทางการเงินประเภทหนึ่ง ที่บ่งชี้ว่าผู้ถือผู้ถือตราสารเป็นผู้มีส่วนในการเป็นเจ้าของกิจการนั้น ๆ โดยผู้ที่ถือตราสารดังกล่าวจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนออกมาเป็น 2 รูปแบบ คือ กำไรส่วนเกินจากการขาย (Capital Gain) และเงินปันผล (Dividend Yield) และเนื่องจากหุ้นสามัญถือเป็นสินทรัพย์ทางการเงินที่มีความเสี่ยงสูง นักลงทุนจึงต้องมีการวิเคราะห์โดยอาศัยข้อมูลที่หลากหลายก่อนการลงทุนเสมอ เพื่อที่จะช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนและสร้างผลตอบแทนให้เหมาะสมกับความเสี่ยงนั่นเอง

ในการวิเคราะห์หุ้นสามัญ โดยแนวทางแล้วเรามักแบ่งการวิเคราะห์ออกมาเป็น 2 รูปแบบ คือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) และการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) ซึ่งทั้ง 2 นี้มีหลักการในการวิเคราะห์ที่แตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง กล่าวคือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน คือ การประเมินความสามารถในการสร้างรายได้และกำไรของบริษัทในอนาคต โดยอาศัยการวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจ การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัทผ่านข้อมูลที่เป็นเชิงคุณภาพและปริมาณ โดยอาศัยข้อมูลจากงบการเงิน ซึ่งถือเป็นแหล่งข้อมูลที่นักลงทุนเข้าถึงได้ง่าย สะดวก และไม่เสียค่าใช้จ่าย ในขณะที่ การวิเคราะห์ทางเทคนิค คือ การวิเคราะห์โดยอาศัยข้อมูลย้อนหลังของราคาหรือปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์มาผ่านกระบวนการทางสถิติ เพื่อมาใช้ในการพยากรณ์ราคาหุ้นสามัญในอนาคต โดยมีสมมติฐานที่ว่า การเคลื่อนไหวของราคาในอนาคตจะมีแนวโน้มและมีลักษณะคล้ายคลึงหรือเหมือนกับในอดีต

โดยในงานวิจัยชิ้นนี้จะให้ความสนใจในการศึกษา การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท โดยอาศัยข้อมูลเชิงปริมาณที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินเป็นหลัก เพราะเนื่องจากข้อมูลดังกล่าวเป็น

ข้อมูลที่สามารถวัดผลได้เป็นตัวเลข และสามารถนำไปขยายผลต่อได้ง่ายมีงานวิจัยจำนวนมากในอดีตไม่ว่าจะเป็นกรณีศึกษาของประเทศไทยหรือต่างประเทศ ที่แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินบางตัวมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหรือผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ

ยกตัวอย่างงานวิจัยของ Aras and Yilmaz (2008) ที่ได้ทำการศึกษาว่าอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (M/B Ratio) มีความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) หรือไม่ จากงานวิจัยนี้พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (M/B Ratio) มีความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดเกิดใหม่ระยะเวลา 1 ปีอย่างมีนัยสำคัญ และยังพบอีกว่าตัวแปรอิสระดังกล่าวยังให้ผลการพยากรณ์ที่ออกมาค่อนข้างดี

หรือจะเป็นงานวิจัยของ ภณิดา สัจจะเดชาชัย (2553) ที่ทำการศึกษแล้วพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่เป็น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET) ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

แต่ทั้งนี้จากการอ่านงานวิจัยในอดีตทำให้พบว่า อัตราส่วนประเภทการวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) ที่ผู้วิจัยในอดีตนิยมใช้เป็นตัวแปรอิสระในการศึกษาความสัมพันธ์กับราคาหรือผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ผู้วิจัยในอดีตมักใช้อัตราส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) เช่น อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) หรือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์โดยรวม (ROA) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่คำนวณมาจากตัวเลขกำไรสุทธิที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) ในการคำนวณ ในขณะที่ยังไม่ค่อยมีงานวิจัยชิ้นไหนที่ผู้ทำวิจัยในอดีตใช้อัตราส่วนที่ค่านิ่งถึงเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาพิจารณาเป็นตัวแปรอิสระร่วมในการศึกษาหาความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหรือผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ

ทั้ง ๆ ที่ในการประเมินมูลพื้นฐานของหุ้นสามัญ วิธีที่นักวิเคราะห์นิยมใช้กันก็คือวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow) ก็เป็นวิธีที่ค่านิ่งถึงกระแสเงินสดของกิจการเป็นหลัก อีกทั้งกำไรสุทธิที่เป็นเกณฑ์คงค้าง ผู้บริหารยังสามารถบริหารให้มีผลกำไรที่สูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงได้ เพื่อให้ผู้บริหารได้ประโยชน์อย่างใดอย่างหนึ่งจากการทำการบริหารกำไรครั้งนั้น ๆ ซึ่งอาจทำให้อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) ไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการดำเนินกิจการได้ดีที่สุด ด้วยเหตุนี้จึงอาจมีแนวโน้มที่เป็นไปได้ว่า หากมีการใช้อัตราส่วนที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาพิจารณาร่วมด้วยหรือแทนที่อัตราส่วนที่เป็นเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) อาจจะสามารถสร้างตัวแบบจำลองที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหรือผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญได้ดีขึ้นกว่าเดิม

ดังนั้นในงานวิจัยชิ้นนี้ผู้ทำวิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาว่า หากนำอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาพิจารณาร่วมกับอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) หรือหากใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) แทนที่อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) จะสามารถสร้างตัวแบบจำลองที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาหรือผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญได้ดียิ่งขึ้นหรือไม่

## 1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญว่ามีอัตราส่วนใดบ้างที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วง พ.ศ. 2553-2557 ได้

2. เพื่อศึกษาว่าหากมีการนำอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) มาใช้ร่วมกันหรือใช้แทนอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) จะสามารถสร้างสมการหรือตัวแบบจำลองที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้ดียิ่งขึ้นหรือไม่

## 1.3 ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้จะศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แต่จะไม่รวมบริษัทที่อยู่ในแผนฟื้นฟูกิจการ โดยจะทำการศึกษาข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งจะเก็บข้อมูลเป็นรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยชิ้นนี้ทำขึ้นเพื่อให้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนรายย่อยในการนำอัตราส่วนทางการเงินไปใช้ในวิเคราะห์ ตัดสินใจและคัดเลือกหุ้นสามัญเข้าพอร์ตการลงทุน และคาดหวังว่า นักลงทุนรายย่อยจะสามารถนำผลวิจัยดังกล่าวไปขยายผลในการสร้างกลยุทธ์ในการลงทุนในหุ้นสามัญให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้

### 1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

ในงานวิจัยชิ้นนี้จะมีการนำเสนอโดยเรียงลำดับดังต่อไปนี้ บทที่ 2 อธิบายและทบทวนแนวคิด ทฤษฎี รวมทั้งงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บทที่ 3 กล่าวถึงวิธีการวิจัย บทที่ 4 อธิบายผลการวิจัย บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 มาตรฐานการบัญชีเกณฑ์เงินสดและเกณฑ์คงค้าง

เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) คือ วิธีการทางบัญชีที่เป็นหลักในการบันทึกรายได้แล้วค่าใช้จ่ายในงวดต่าง ๆ โดยจะรับรู้เมื่อเกิดขึ้น (Earned) ไม่ใช่เมื่อมีการรับหรือจ่ายเงินสด (Realized) หรือได้รับหรือจ่ายสิ่งซึ่งสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ในอนาคต (Realizable) (สำนักงานบัญชี บริษัท เอ็นเอส เบสท์ จำกัด, ม.ป.ป.)

เกณฑ์เงินสดคือ วิธีการทางบัญชีที่บันทึกรายได้ และค่าใช้จ่ายต่อเมื่อได้รับเงินหรือจ่ายเงินออกไปจริง ทั้งนี้ไม่คำนึงถึงงวดเวลาที่เกี่ยวข้องของเงินที่ได้รับมาหรือจ่ายไปนั้น

##### 2.1.2 การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) เป็นเครื่องมือประเภทหนึ่งที่จะช่วยให้สามารถประเมินฐานะทางการเงินและความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจได้ดีกว่าตัวเลขข้อมูลดิบที่แสดงไว้ในงบการเงิน หรือก็คือ อัตราส่วนทางการเงินเป็นการนำรายการในงบดุล งบกำไรขาดทุน ที่มีส่วนสัมพันธ์กัน มาทำเป็นสัดส่วนเพื่อเปรียบเทียบกัน แล้วทำให้สามารถตีความหมายจากของงบการเงินได้มากขึ้น โดยการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 4 ด้านดังต่อไปนี้

###### 2.1.2.1 การวิเคราะห์อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัท (Liquidity Ratio)

เป็นการวิเคราะห์อัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถของบริษัทว่าบริษัทมีแหล่งเงินทุนสภาพคล่องที่จะทำให้กิจการมีความยืดหยุ่นทางการเงินมากแค่ไหน ตัวอย่างเช่น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover) เป็นต้น

###### 2.1.2.2 การวิเคราะห์อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio)

เป็นการวิเคราะห์อัตราส่วนที่ใช้วัดว่าบริษัทมีความสามารถในการสร้างกำไรได้มากน้อยเพียงไร ตัวอย่างเช่น อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) แสดงถึงความสามารถของบริษัทในการบริหารจัดการต้นทุนสินค้า อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการทำกำไรของของบริษัทหลังหักต้นทุนทุกชนิดแล้ว อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้เท่าไร เป็นต้น



### 2.1.2.3 การวิเคราะห์อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการทำงาน (Efficiency Ratio)

เป็นการวิเคราะห์อัตราส่วนที่ใช้วัดว่าบริษัทมีความสามารถในการใช้สินทรัพย์ในการสร้างรายได้ได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ ตัวอย่างเช่น อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดมากน้อยเพียงไร อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถมากน้อยเพียงไร ในการนำสินทรัพย์ทั้งหมดมาสร้างกำไร เป็นต้น

### 2.1.2.4 การวิเคราะห์อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน (Leverage Ratio)

เป็นการวิเคราะห์อัตราส่วนที่ใช้วัดความเสี่ยงด้านเครดิตว่าบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้สินหรือมีความเสี่ยงที่บริษัทจะล้มละลายมาน้อยเพียงไร ยกตัวอย่างเช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใช้สะท้อนการตัดสินใจของบริษัทเกี่ยวกับโครงสร้างทุนหากอัตราส่วนนี้สูง ย่อมหมายถึงบริษัทมีการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกในรูปแบบของหนี้สินในอัตราส่วนที่สูง ซึ่งส่งผลทำให้บริษัทมีความเสี่ยงด้านเครดิตสูงขึ้น เป็นต้น

## 2.1.3 ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient Capital Market Theory)

ทฤษฎีดังกล่าวว่าด้วยเรื่องของการที่ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดทุนสามารถเปลี่ยนแปลงหรือตอบสนองต่อข้อมูล ข่าวสาร ความเชื่อ ความคาดหวัง ที่เข้ามากระทบได้รวดเร็วและสมบูรณ์เพียงใด โดยสามารถแบ่งระดับของความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนออกเป็น 3 ระดับดังต่อไปนี้

### 2.1.3.1 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (The Weakly Efficient Market)

มีสมมติฐานคือ ข้อมูลที่เป็นราคาในอดีตและปริมาณซื้อขายในอดีตของหุ้นสามัญได้สะท้อนเข้าไปในราคาปัจจุบันหมดแล้ว ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่สามารถที่จะนำข้อมูลดังกล่าวมาสร้างกำไรเกิดปกติได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือนักลงทุนไม่สามารถนำการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) มาสร้างกำไรเกินปกติได้

### 2.1.3.2 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market)

มีสมมติฐานคือ ข้อมูลที่เป็นราคาในอดีต ปริมาณซื้อขายในอดีต และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ถูกสะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นในตลาดโดยทันที ดังนั้นนักลงทุน จึงไม่สามารถนำข้อมูลดังกล่าวมาสร้างกำไรเกินปกติได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ นักลงทุนไม่สามารถนำ

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) และ การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) มาสร้างกำไรเกินปกติได้

### 2.1.3.3 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (The Strongly Efficient Market)

มีสมมติฐานคือ ข้อมูลที่เป็นราคาในอดีต ปริมาณซื้อขายในอดีต ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ และข้อมูลส่วนบุคคลหรือข้อมูลวงใน (Insider Information) ถูกสะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นในตลาดโดยทันที ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารทั้งหมด โดยไม่มีต้นทุน ดังนั้นนักลงทุน จึงไม่สามารถนำข้อมูลดังกล่าวมาสร้างกำไรเกินปกติได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ นักลงทุนไม่สามารถนำ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) และข้อมูลวงใน (Insider Information) มาสร้างกำไรเกินปกติได้

### 2.1.4 การบริหารกำไรหรือตกแต่งกำไร (Earning Management)

Healy and Wahlen (1999, p. 368) ได้ให้คำจำกัดความไว้ว่า การบริหารกำไรหรือการตกแต่งบัญชีจะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารตัดสินใจใช้อำนาจของตนในการปรับเปลี่ยนรายการบางอย่างในงบการเงิน ส่งผลให้งบการเงินสื่อความผิดเพี้ยนไปจากสิ่งที่มันควรจะเป็น ซึ่งส่งผลให้ผู้มีส่วนได้เสียเข้าใจผิดถึงสาระสำคัญบางอย่าง ไม่ว่าจะจะเป็นความสามารถในการแข่งขันของบริษัทหรือผลลัพธ์ที่แสดงอยู่ในงบการเงิน โดยที่เป้าหมายแรงจูงใจที่ทำให้ผู้บริหารทำการทุจริตตกแต่งกำไรสามารถอธิบายด้วยแนวคิดทฤษฎี 2 ทฤษฎีดังต่อไปนี้ (สมชาย สุภัทรกุล, 2558)

1. **Transaction Cost Theory** ทฤษฎีนี้ได้อธิบายถึงแรงจูงใจของผู้บริหารในการตกแต่งกำไรไว้ว่า การที่บริษัทรายงานผลกำไรออกมาลดลงหรือขาดทุนหรือมีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ลดลงอาจทำให้บริษัทมีต้นทุนในการดำเนินกิจการที่สูงขึ้น ดังนั้นผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจที่จะทำการตกแต่งกำไรทางบัญชี

2. **Prospect Theory** ทฤษฎีนี้ได้อธิบายไว้ว่า มนุษย์ไม่ได้มีความเป็นเหตุเป็นผลในการตัดสินใจ โดยมนุษย์จะมีความรู้สึกสูญเสีย (Loss) กับความรู้สึกเมื่อได้ (Gain) ที่แตกต่างกัน โดยที่ความรู้สึกสูญเสีย (Loss) จะมีความรุนแรงกว่า ความรู้สึกเมื่อได้ (Gain) ดังนั้นผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจที่จะตกแต่งผลกำไรเพื่อให้เป็นไปตามคาดหวังของตลาด

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตทำให้พบว่าม้งานวิจัยจำนวนมากทั้งของประเทศไทย และต่างประเทศที่ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยงานวิจัยของ เดือนศิริ ดวงแก้ว (2556) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วน

ทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI พบว่า มีอัตราส่วนทางการเงินบางตัวสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ โดยพบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นหลักทรัพย์กลุ่มที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ MAI

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ ธาราทิพย์ สิริจินดา (2553) ที่ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2552 ทั้งหมด 506 บริษัท แล้วจึงนำมาทดสอบวิเคราะห์สหสัมพันธ์และทดสอบสมการถดถอยทำให้พบว่า ในกรณีของการทดสอบวิเคราะห์สหสัมพันธ์จะมีเพียงอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (M/B Ratio) เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่กรณีของการทดสอบสมการถดถอยก็ให้ผลการทดสอบเดียวกันคือมีเพียงอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (M/B Ratio) เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้

งานวิจัยที่สนับสนุนอีกงานหนึ่งคืองานวิจัยของ นันทภา กุลสัมพันธ์โกศล (2557) ที่ทำการศึกษาเรื่องของการใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทำการเก็บข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินรายปีทั้งหมด 5 ตัวคือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ในช่วงเวลา พ.ศ. 2548-2555 ตามงานวิจัยของ Piotroski (2000) แล้วจึงมาทำการทดสอบโดยใช้เครื่องมือวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) พบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่หากศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินรายไตรมาสกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง พ.ศ. 2548-2555 โดยใช้เครื่องมือวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) จะพบว่า อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อีกทั้งยังมีงานวิจัยของต่างประเทศของ Aras and Yilmaz (2008) ที่ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน 3 ตัว คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี

ต่อหุ้น (M/B Ratio) ว่ามีความสัมพันธ์หรือมีความสามารถในการพยากรณ์ราคาหุ้นสามัญในตลาดเกิดใหม่ทั้ง 12 ตลาดได้หรือไม่ โดยอาศัยเครื่องมือการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) พบว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (M/B Ratio) มีความสัมพันธ์หรือสามารถพยากรณ์ราคาหุ้นสามัญในตลาดเกิดใหม่ทั้ง 12 ตลาด ในระยะเวลา 1 ปีได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยิ่งพบอีกว่าตัวแบบจำลองดังกล่าวให้ผลพยากรณ์ที่ออกมาค่อนข้างน่าพึงพอใจ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Martani, Mulyono, และ Khairurizka (2009) ที่ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทหมวดอุตสาหกรรมการผลิตซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย พบว่าหากทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมที่ปรับด้วยตลาด จะพบว่าอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (M/B Ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover) สินทรัพย์รวม (Total Asset) และอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (Net Operating Cash Flow from Operation/Total Sales) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์

ส่วนทางด้านงานวิจัยที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหุ้นสามัญพบว่ามีงานวิจัยของ ภณิตา สัจจะเดชาชัย (2550) ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยทำการรวบรวมตัวอย่าง 30 บริษัท และเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส เพื่อนำมาวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และ วิเคราะห์สัมประสิทธิ์ความถดถอย (Regression Analysis) พบว่าจากการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ในขณะที่หากทำการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ความถดถอย (Regression Analysis) พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ คืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เพียงอัตราส่วนเดียว

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ มาโนช สุอำพัน (2552) ที่ทำการศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดหลักทรัพย์ กรณีศึกษา SET50 และ MAI พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ใน SET50 อย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Ratio) และกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning Per Share)

ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาด MAI อย่างมีนัยสำคัญคือ อัตราผลตอบแทนต่อยอดขาย (Return on Sales) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) กำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning Per Share) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (Price Earning Ratio) และ ราคาตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value Per Share) และอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ทั้งใน SET50 และตลาด MAI อย่างมีนัยสำคัญได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อยอดขาย (Return on Sales) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) กำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning Per Share) และ ราคาตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value Per Share)

อีกงานวิจัยที่สนับสนุนจะเป็นงานวิจัยของ สิริกาญจน์ ตายนะศานติ (2556) ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI โดยเก็บข้อมูลทางการเงินตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2553 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2555 และเลือกใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละไตรมาสในการวิจัย ได้ทดสอบความสัมพันธ์ 2 วิธี คือ การทดสอบโดยการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) และการทดสอบโดยการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ความถดถอย (Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่า มีอัตราส่วนทางการเงินบางตัวที่สามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด MAI ได้นั้นคือ อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (D/A Ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) กำไรสุทธิต่อหุ้น (Earning Per Share) และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield)

อีกทั้งยังมีงานวิจัยของ บุญนาค เกิดสินธุ์ (2555) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาสและนำมาทดสอบโดยการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) ได้ผลการศึกษาว่า มีอัตราส่วนทางการเงินบางตัวที่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ในกลุ่มพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั้นคือ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Ratio) อัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (D/A Ratio) นั้นเอง

ส่วนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องอีกงานหนึ่งที่ศึกษาเกี่ยวกับการแบ่งประเภทของหุ้นโดยใช้อัตราส่วนแสดงมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Value Ratio) ของ อลิษา มกรพันธ์ (2554) ศึกษาผลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์เติบโตในตลาดหุ้นไทย ช่วง พ.ศ. 2543-2553 โดยใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Ratio) และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งประเภทหลักทรัพย์คุณค่าและหลักทรัพย์เติบโต

พบว่า อัตราส่วนแสดงมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Value Ratio) ทั้ง 2 ตัว สามารถใช้เป็นเกณฑ์ในการแบ่งแยกประเภทหลักทรัพย์ได้ดี แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนดังกล่าวสามารถสะท้อนการเติบโตของบริษัทได้

จากการทบทวนงานวิจัยทั้งหมดตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นพบว่า มีอัตราส่วนทางการเงินบางตัวที่สามารถใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญ หรืออีกนัยหนึ่งคือมีอัตราส่วนทางการเงินบางตัวที่มีความสัมพันธ์กับราคาหรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ทั้งนี้ยังไม่มียงานวิจัยไหนที่มีการนำอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาร่วมพิจารณาในการหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จะทำการศึกษาโดยเพิ่มอัตราส่วนทางการเงินที่เป็น เกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้าไป เพื่อศึกษาว่าการเพิ่มอัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวเข้าไปจะทำให้ได้ตัวแบบจำลองที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีขึ้นหรือไม่

### 2.3 กรอบการวิจัย

จากการทบทวนงานวิจัยในอดีต ผู้วิจัยจะทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยผู้วิจัยจะเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินทั้งหมด 7 ตัว ซึ่งทั้ง 7 อัตราส่วนดังกล่าว ผู้วิจัยคิดว่าสามารถสะท้อนปัจจัยที่กระทบกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ครอบคลุมทั้งหมดโดย 1. ด้านความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ ใช้อัตราส่วน อัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวแทน 2. ด้านความเสี่ยงของบริษัท ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) เป็นตัวแทน 3. ด้านความสามารถในการเติบโต ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Ratio) เป็นตัวแทน 4. ขนาดของกิจการ ใช้อลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log of Market Cap) เป็นตัวแทน

ส่วนทางด้านอัตราส่วนทางการเงินอีก 3 ตัว ที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) ผู้วิจัยจะสร้างอัตราส่วนทางการเงินขึ้นมาใหม่ เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบได้ว่าหากนำอัตราส่วนดังกล่าวมาใช้แทนหรือพิจารณาร่วมกับ อัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) จะทำให้ได้ตัวแบบจำลองที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีขึ้นหรือไม่ ซึ่งอัตราส่วนทั้ง 3 ตัว ประกอบไปด้วย 1. กระเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Net Operating Cash Flow/Total Asset) 2. อัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อ

สินทรัพย์รวม (Cash Adjusted Item/Total Asset) 3. อัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ (Net Operating Cash Flow/Net Income)

โดยที่อัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Net Operating Cash Flow/Total Asset) และ อัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash Adjusted Item/Total Asset) ผู้วิจัยจะนำมาใช้แทนอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เพื่อนำมาเปรียบเทียบว่าหากใช้อัตราส่วนดังกล่าวจะสามารถสร้างตัวแบบจำลองที่อธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีขึ้นหรือไม่ โดยอัตราส่วนดังกล่าวมีแนวคิดมาจากการแยกองค์ประกอบของกำไรสุทธิจากสูตรการคำนวณอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ดังนี้

ถ้าอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) คำนวณจากการนำ กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมโดยที่ กำไรสุทธิ (Net Income) เท่ากับ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Cash Flow) ลบด้วยรายการปรับให้เป็นเงินสด (Cash Adjusted Item)

ดังนั้นหากเราแทนกำไรสุทธิ (Net Income) ด้วยกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Cash Flow) ลบด้วยรายการปรับให้เป็นเงินสด (Cash Adjusted Item) เข้าไปในสูตรการคำนวณอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) จะทำให้ได้อัตราส่วนใหม่คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Net Operating Cash Flow/Total Asset) และ อัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash Adjusted Item/Total Asset) นั้นเอง

ในขณะที่อัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ (Net Operating Cash Flow/Net Income) จะนำมาใช้พิจารณาร่วมเท่านั้น

## บทที่ 3

### วิธีการวิจัย

#### 3.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลและข้อมูลในการทำวิจัย

ผู้ทำวิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ โดยเก็บข้อมูลงบการเงินและราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นรายปี ย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 โดยทำการตัดหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลไม่ครบและหลักทรัพย์ที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ที่ 1 เปอร์เซ็นไทล์ และ 99 เปอร์เซ็นไทล์ ออกจากการวิเคราะห์ โดยข้อมูลทุติยภูมิดังกล่าว ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลมาจาก SetSMART และ Bloomberg

#### 3.2 ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

การทบทวนงานวิจัยในอดีตผู้วิจัยตัดได้สนใจเลือกอัตราส่วนทางการเงินที่นำมาใช้วิเคราะห์ทั้งหมด 7 ตัวเป็นตัวแปรอิสระ ซึ่งประกอบไปด้วย 1. อัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) 2. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) 3. อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Ratio) 4. ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log of Market Cap) 5. กระเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Net Operating Cash Flow/Total Asset) 6. อัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash Adjusted Item/Total Asset) 7. อัตราส่วนกระเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ (Net Operating Cash Flow/Net Income) ทั้งนี้ผู้วิจัยไม่ได้ใช้ อัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กระเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Net Operating Cash Flow/Total Asset) อัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash Adjusted Item/Total Asset) อัตราส่วนกระเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ (Net Operating Cash Flow/Net Income) มาเป็นตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิเคราะห์เลย แต่จะทำการคำนวณให้เป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนดังกล่าวก่อนเพื่อให้ตัวแปรอิสระสอดคล้องกับตัวแปรตามที่เป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งมีวิธีการคำนวณและสามารถสรุปเป็นตารางได้ดังนี้



ตารางที่ 3.1

สรุปตัวแปรอิสระ ตัวแปรตามและวิธีการคำนวณ

ชื่อตัวแปร	ประเภทตัวแปร	วิธีการคำนวณ
ROA	ตัวแปรอิสระ	Net income/Total Asset
$\Delta$ ROA	ตัวแปรอิสระ	$ROA_t - ROA_{t-1}$
D/E Ratio	ตัวแปรอิสระ	Total Debt/Total Equity
PBV	ตัวแปรอิสระ	ดึงจาก Setsmart
Log Market Cap	ตัวแปรอิสระ	ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด
OCF/TA	ตัวแปรอิสระ	Net Operating Cash Flow/Total Asset
Cash Adjusted Item/TA	ตัวแปรอิสระ	(Net Operating Cash Flow – Net income) /Total Asset
OCF/NI	ตัวแปรอิสระ	Net Operating Cash Flow/Net income
$\Delta$ OCF/TA	ตัวแปรอิสระ	$OCF/TA_t - OCF/TA_{t-1}$
$\Delta$ Cash Adjusted Item/TA	ตัวแปรอิสระ	$Cash\ Adjusted\ Item/TA_t - Cash\ Adjusted\ Item/TA_{t-1}$
$\Delta$ OCF/NI	ตัวแปรอิสระ	$OCF/NI_t - OCF/NI_{t-1}$
Return	ตัวแปรตาม	$(Price_t - Price_{t-1}) / Price_{t-1}$

### 3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้เครื่องมือทางสถิติในการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) ในการทดสอบว่าตัวแปรอิสระดังที่ได้กล่าวไปข้างต้นมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่ หลังจากนั้นจึงนำตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัว มาแบ่งให้เป็นตัวแบบจำลองทั้งหมด 4 ตัวแบบจำลอง เพื่อทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อนำมาเปรียบเทียบว่าตัวแบบจำลองใดสามารถอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด ผ่านตัววัดที่ชื่อ Adjusted R Square

### 3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแบบจำลองที่ 1 สามารถตั้งสมการการถดถอยเชิงพหุได้ดังนี้

$$y = \alpha + \beta_1 \Delta ROA + \beta_2 D/E \text{ Ratio} + \beta_3 \text{Log Market Cap} + \beta_4 PBV$$

โดยที่  $y$  = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

$\Delta ROA$  = การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน  
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

D/E Ratio = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

Log Market Cap = ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์  
ตามราคาตลาด

PBV = อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

ตัวแบบจำลองที่ 2 สามารถตั้งสมการการถดถอยเชิงพหุได้ดังนี้

$$y = \alpha + \beta_1 \Delta ROA + \beta_2 D/E \text{ Ratio} + \beta_3 \text{Log Market Cap} + \beta_4 PBV + \beta_5 \Delta OCF/NI$$

โดยที่  $y$  = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

$\Delta ROA$  = การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน  
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

D/E Ratio = อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

Log Market Cap = ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์  
ตามราคาตลาด

PBV = อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

$\Delta OCF/NI$  = การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิ  
จากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ

ตัวแบบจำลองที่ 3 สามารถตั้งสมการการถดถอยเชิงพหุได้ดังนี้

$$y = \alpha + \beta_1 \Delta \text{OCF/TA} - \beta_2 \Delta \text{Cash Adjusted Item/TA} + \beta_3 \text{D/E Ratio} + \beta_4 \text{Log Market Cap} + \beta_5 \text{PBV}$$

โดยที่	y	=	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์
	$\Delta \text{OCF/TA}$	=	การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม
	$\Delta \text{Cash Adjusted Item/TA}$	=	การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม
	D/E Ratio	=	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน
	Log Market Cap	=	ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด
	PBV	=	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นตัว

ตัวแบบจำลองที่ 4 สามารถตั้งสมการการถดถอยเชิงพหุได้ดังนี้

$$y = \alpha + \beta_1 \Delta \text{OCF/TA} - \beta_2 \Delta \text{Cash Adjusted Item/TA} + \beta_3 \text{D/E Ratio} + \beta_4 \text{Log Market Cap} + \beta_5 \text{PBV} + \beta_6 \Delta \text{OCF/NI}$$

โดยที่	y	=	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์
	$\Delta \text{OCF/TA}$	=	การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม
	$\Delta \text{Cash Adjusted Item/TA}$	=	การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม
	D/E Ratio	=	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน
	Log Market Cap	=	ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด
	PBV	=	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น
	$\Delta \text{OCF/NI}$	=	การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากข้อมูลที่ผู้วิจัยได้เก็บมาแล้วในบทที่ 3 ผู้วิจัยจะรายงานผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ 1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) 2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) 3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ตามลำดับ

#### 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

งานวิจัยฉบับนี้ได้ใช้กลุ่มตัวอย่างคือหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 โดยทำการตัดหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลไม่ครบและหลักทรัพย์ที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ที่ 1 เปอร์เซ็นไทล์ และ 99 เปอร์เซ็นไทล์

ตารางที่ 4.1

แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) พ.ศ. 2553-2557

อัตราส่วนทางการเงิน	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
$\Delta$ ROA (%)	1785	-745.90	126.13	-0.69	21.83
$\Delta$ OCF/TA (%)	1785	-141.01	92.52	-0.71	13.40
$\Delta$ Cash Adjusted Item/ TA (%)	1785	-163.10	744.06	-0.02	25.32
$\Delta$ OCF/NI (เท่า)	1785	-895.75	23,326.82 <sup>1</sup>	12.63	553.92
DE_Ratio (เท่า)	1785	-5.59	196.22	1.96	6.94
Log Market Cap	1785	5.07	8.98	6.69	0.73
PBV (เท่า)	1785	0.21	291.26	2.59	8.58
Return (%)	1785	-76.28	2583.33	30.50	96.53

<sup>1</sup> สามารถดูวิธีการคำนวณได้ที่ภาคผนวก ก.

จากตารางที่ 4.1 แสดงค่าเฉลี่ย (Mean) ของแต่ละตัวแปรคือ การเปลี่ยนแปลงของ อัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวมการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์รายปีคือ -0.69 -0.71 -0.02 12.63 1.96 6.69 2.59 และ 30.50 ตามลำดับ

#### 4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient)

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามสามารถสรุปผลออกมาได้เป็นดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.2

แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient)

		$\Delta$ OCF/TA	$\Delta$ Cash Adjusted Item/TA	$\Delta$ OCF/NI	DE_Ratio	Log Market Cap	PBV	Return
$\Delta$ ROA	Pearson Correlation	0.0256	<b>-0.8485**</b>	-0.0016	-0.0137	-0.0204	0.0228	<b>0.0826**</b>
	Sig. (2-tailed)	0.2796	0.0000	0.9476	0.5616	0.3897	0.3359	0.0005
$\Delta$ OCF/TA	Pearson Correlation		<b>0.5072**</b>	<b>0.0541*</b>	0.0304	0.0214	-0.0136	<b>-0.0767**</b>
	Sig. (2-tailed)		0.0000	0.0222	0.1985	0.3658	0.5646	0.0012
$\Delta$ Cash Adjusted Item/TA	Pearson Correlation			0.0300	0.0280	0.0289	-0.0269	<b>-0.1118**</b>
	Sig. (2-tailed)			0.2053	0.2376	0.2223	0.2566	0.0000
$\Delta$ OCF/NI	Pearson Correlation				0.0299	0.0334	0.0090	0.0015
	Sig. (2-tailed)				0.2071	0.1588	0.7028	0.9486
DE_Ratio	Pearson Correlation					0.0291	<b>0.5082**</b>	-0.0004
	Sig. (2-tailed)					0.2195	0.0000	0.9882
Log Market Cap	Pearson Correlation						<b>0.0845**</b>	<b>0.0648**</b>
	Sig. (2-tailed)						0.0004	0.0062
PBV	Pearson Correlation							<b>0.1936**</b>
	Sig. (2-tailed)							0.0000

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99% และ \*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

จากตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นว่าหากทดสอบค่าสหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Coefficient) ณ ระดับนัยสำคัญที่ 99% จะพบว่ามีความสัมพันธ์ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ในขณะที่ตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม

#### 4.3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ผู้วิจัยได้นำตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัว มาแบ่งให้เป็นตัวแบบจำลองทั้งหมด 4 ตัวแบบจำลอง เพื่อนำมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) และนำมาเปรียบเทียบว่าตัวแบบจำลองใด สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด ผ่านตัววัดที่ชื่อ Adjusted R Square โดยผู้วิจัยจะทำการแยกการวิเคราะห์ทั้งแบบรวม 5 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ พ.ศ. 2553-2557 และทั้งแบบแยกรายปี ซึ่งจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของแต่ละช่วงเวลา สามารถแบ่งได้ดังตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.3

แสดงจำนวนของกลุ่มตัวอย่างของแต่ละช่วงเวลา

Year	N
2553	329
2554	333
2555	343
2556	389
2557	391
2553 - 2557	1785

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของทั้ง 4 ตัวแบบจำลองสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ออกมาเป็นตารางได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.4

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 1

$$y = \alpha + \beta_1 \Delta ROA + \beta_2 D/E \text{ Ratio} + \beta_3 \text{Log Market Cap} + \beta_4 \text{PBV}$$

Variable	2553 - 2557			2553			2554		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	-16.1180	0.4311		-126.5896	0.0017		-19.1045	0.4913	
$\Delta$ ROA	<b>0.3363**</b>	0.0010	1.0019	<b>1.4790*</b>	0.0220	1.0267	0.0195	0.7662	1.0051
D/E Ratio	<b>-1.8051**</b>	0.0000	1.3499	-3.6642	0.0905	<b>20.9998</b>	-0.9612	0.0972	1.0686
Log Market Cap	<b>6.4271*</b>	0.0351	1.0080	<b>26.8219**</b>	0.0000	1.0315	1.1938	0.7805	1.1083
PBV Ratio	<b>2.8561**</b>	0.0000	1.3590	2.3604	0.0640	<b>21.0108</b>	<b>7.1912**</b>	0.0000	1.1753
N	1785			329			333		
Adjusted R Square	0.0565			0.0611			0.0741		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99%

\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%



ตารางที่ 4.4

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 1 (ต่อ)

$$y = \alpha + \beta_1 \Delta ROA + \beta_2 D/E \text{ Ratio} + \beta_3 \text{Log Market Cap} + \beta_4 \text{PBV}$$

Variable	2555			2556			2557		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	63.4372	0.0926		2.7420	0.8718		206.8858	0.0001	
$\Delta ROA$	<b>1.7001**</b>	0.0000	1.0063	0.2512	0.1610	1.0027	<b>2.9972**</b>	0.0000	1.0333
D/E Ratio	-1.1119	0.5095	1.0681	-0.5101	0.2994	1.0390	<b>-1.7289**</b>	0.0015	1.0684
Log Market Cap	-0.8713	0.8774	1.0682	-0.8301	0.7464	1.0836	<b>-35.6003**</b>	0.0000	1.0573
PBV Ratio	<b>1.6098**</b>	0.0002	1.0172	<b>1.3261**</b>	0.0014	1.0874	<b>28.8963**</b>	0.0000	1.1003
N	343			389			391		
Adjusted R Square	0.0991			0.0231			0.5532		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99%

\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

จากตารางที่ 4.4 แสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 1 ซึ่งประกอบไปด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ( $\Delta ROA$ ) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) ในกรณีใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2553-2557 จะมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระเท่ากับ 0.3363 -1.8051 6.4271 และ 2.8561 ตามลำดับ

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยมีการทดสอบว่าตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 1 ของแต่ละกลุ่มตัวอย่าง มีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) หรือไม่ ซึ่งจะพิจารณาจากค่า VIF โดยมีเกณฑ์คือ หากค่า VIF มีค่าเกิน 10 จะถือว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Sekaran & Bougie, 2010)

ผลจากทดสอบออกมาพบว่า มีเพียงกลุ่มตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2553 เท่านั้น ที่พบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองหรือเกิดปัญหา Multicollinearity ในขณะที่กลุ่มตัวอย่างอื่นไม่พบว่ามีปัญหาดังกล่าว โดยตัวแปรอิสระที่พบว่ามีค่าความสัมพันธ์กันเองในกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2553 คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) ซึ่งหมายความว่า หากนักลงทุนจะนำตัวแบบจำลองดังกล่าวไปใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในปี พ.ศ. 2553 นักลงทุนจะต้องระมัดระวังในการใช้ตัวแบบจำลองดังกล่าว โดยที่นักลงทุนจะต้องตรวจสอบความถูกต้องและเพิ่มการวิเคราะห์ข้อมูลให้มากยิ่งขึ้น

หากพิจารณาค่า P-Value ซึ่งเป็นค่าที่ใช้ทดสอบความน่าจะเป็นของสมมติฐานเกี่ยวกับค่าสัมประสิทธิ์ จะพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ( $\Delta ROA$ ) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05

ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01

ซึ่งจะเห็นได้ว่าแม้จะแยกการวิเคราะห์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างแยกเป็นรายปี ผลของการวิเคราะห์ก็ให้ผลแทบไม่แตกต่างกันกับการวิเคราะห์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี โดยจะมีเพียงแค่ปี พ.ศ. 2557 ที่ ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ซึ่งให้ผลการวิเคราะห์แตกต่างจากการใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี

ตารางที่ 4.5

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 2

$$y = \alpha + \beta_1 \Delta ROA + \beta_2 \text{D/E Ratio} + \beta_3 \text{Log Market Cap} + \beta_4 \text{PBV} + \beta_5 \Delta \text{OCF/NI}$$

Variable	2553 - 2557			2553			2554		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	-16.0734	0.4327		-127.2694	0.0017		-19.0984	0.4917	
$\Delta$ ROA	<b>0.3363**</b>	0.0010	1.0019	<b>1.4797*</b>	0.0222	1.0267	0.0254	0.7006	1.0201
D/E Ratio	<b>-1.8059**</b>	0.0000	1.3511	-3.5686	0.1055	<b>21.7191</b>	-0.9546	0.0998	1.0688
Log Market Cap	<b>6.4201*</b>	0.0354	1.0091	<b>26.9278**</b>	0.0000	1.0371	1.1824	0.7827	1.1083
PBV Ratio	<b>2.8563**</b>	0.0000	1.3592	2.3063	0.0752	<b>21.6751</b>	<b>7.1825**</b>	0.0000	1.1754
$\Delta$ OCF/NI	0.0000	0.9445	1.0020	0.0000	0.8112	1.0422	0.0007	0.4602	1.0153
N	1785			329			333		
Adjusted R Square	0.0560			0.0584			0.0728		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99%

\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

ตารางที่ 4.5

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 2 (ต่อ)

$$y = \alpha + \beta_1\Delta ROA + \beta_2 D/E \text{ Ratio} + \beta_3 \text{Log Market Cap} + \beta_4 \text{PBV} + \beta_5 \Delta \text{OCF/NI}$$

Variable	2555			2556			2557		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	61.4406	0.1036		4.5350	0.7903		207.9741	0.0001	
$\Delta ROA$	<b>1.6828**</b>	0.0000	1.0084	0.2507	0.1616	1.0027	<b>2.9995**</b>	0.0000	1.0334
D/E Ratio	-1.3119	0.4391	1.0809	-0.4998	0.3090	1.0393	<b>-1.7271**</b>	0.0016	1.0685
Log Market Cap	-0.5023	0.9293	1.0720	-1.0759	0.6760	1.0906	<b>-35.7399**</b>	0.0000	1.0604
PBV Ratio	<b>1.6059**</b>	0.0002	1.0173	<b>1.3233**</b>	0.0014	1.0874	<b>28.8887**</b>	0.0000	1.1007
$\Delta \text{OCF/NI}$	0.0024	0.2782	1.0153	-0.0004	0.2326	1.0071	0.0003	0.7470	1.0040
N	343			389			391		
Adjusted R Square	0.0996			0.0242			0.5521		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99%

\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

จากตารางที่ 4.5 แสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 2 ซึ่งประกอบไปด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ( $\Delta ROA$ ) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) และการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ ( $\Delta OCF/TA$ ) ในกรณีใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2553-2557 จะมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระเท่ากับ 0.3363 -1.8059 6.4201 2.8563 และ 0.0000 ตามลำดับ

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยมีการทดสอบว่าตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 2 ในแต่ละกลุ่มตัวอย่างเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ โดยใช้เกณฑ์ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นในตัวแบบจำลองที่ 1

พบว่าไม่มีเพียงกลุ่มตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2553 เท่านั้น ที่พบว่าตัวแปรอิสระเกิดปัญหา Multicollinearity โดยตัวแปรอิสระที่พบว่ามีความสัมพันธ์กันเองในกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV)

หากพิจารณาค่า P-Value ซึ่งเป็นค่าที่ใช้ทดสอบความน่าจะเป็นของสมมติฐานเกี่ยวกับค่าสัมประสิทธิ์ จะพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ( $\Delta ROA$ ) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05

ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01

ซึ่งจะเห็นได้ว่าแม้จะแยกการวิเคราะห์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างแยกเป็นรายปี ผลของการวิเคราะห์ก็ให้ผลแทบไม่แตกต่างกันกับการวิเคราะห์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี โดยจะมีเพียงแค่ปี พ.ศ. 2557 ที่ ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ซึ่งให้ผลการวิเคราะห์แตกต่างจากการใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี

ตารางที่ 4.6

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 3

$$Y = \alpha + \beta_1 \Delta \text{OCF/TA} - \beta_2 \Delta \text{Cash Adjusted Item/TA} + \beta_3 \text{D/E Ratio} + \beta_4 \text{Log Market Cap} + \beta_5 \text{PBV}$$

Variable	2553 - 2557			2553			2554		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	-18.0386	0.3773		-130.1602	0.0013		-18.1959	0.5126	
$\Delta$ OCF/TA	-0.1774	0.3549	1.3472	1.2771	0.0573	5.5482	0.2163	0.3642	1.0678
$\Delta$ Cash Adjusted Item/TA	<b>-0.3452**</b>	0.0007	1.3492	<b>-1.5885*</b>	0.0152	5.5891	-0.0178	0.7855	1.0696
D/E Ratio	<b>-1.7528**</b>	0.0000	1.3526	-3.6878	0.0884	<b>21.0020</b>	-0.9500	0.1014	1.0691
Log Market Cap	<b>6.6578*</b>	0.0287	1.0086	<b>27.2332**</b>	0.0000	1.0357	1.1036	0.7969	1.1090
PBV Ratio	<b>2.8213**</b>	0.0000	1.3609	2.3945	0.0603	<b>21.0238</b>	<b>7.1514**</b>	0.0000	1.1766
N	1785			329			333		
Adjusted R Square	0.0612			0.0616			0.0733		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99% และ \*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

ตารางที่ 4.6

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 3 (ต่อ)

$$Y = \alpha + \beta_1 \Delta \text{OCF/TA} - \beta_2 \Delta \text{Cash Adjusted Item/TA} + \beta_3 \text{D/E Ratio} + \beta_4 \text{Log Market Cap} + \beta_5 \text{PBV}$$

Variable	2555			2556			2557		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	63.4661	0.0924		2.7499	0.8716		197.4599	0.0001	
$\Delta$ OCF/TA	<b>1.9925**</b>	0.0000	2.2734	0.3258	0.1771	2.8010	1.1354	0.1215	3.3870
$\Delta$ Cash Adjusted Item/TA	<b>-1.6916**</b>	0.0000	2.2825	-0.2587	0.1510	2.7963	<b>-3.6076**</b>	0.0000	3.4621
D/E Ratio	-1.2536	0.4587	1.0758	-0.5081	0.3017	1.0391	<b>-1.4728**</b>	0.0049	1.0754
Log Market Cap	-0.8663	0.8781	1.0682	-0.8350	0.7452	1.0836	<b>-33.8846**</b>	0.0000	1.0587
PBV Ratio	<b>1.6684**</b>	0.0001	1.0369	<b>1.3426**</b>	0.0013	1.0956	<b>27.9304**</b>	0.0000	1.1166
N	343			389			391		
Adjusted R Square	0.0991			0.0211			0.5916		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99% และ \*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

จากตารางที่ 4.6 แสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 3 ซึ่งประกอบไปด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta OCF/TA$ ) การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta Cash \text{ Adjusted Item}/TA$ ) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) ในกรณีใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2553-2557 จะมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระเท่ากับ -0.1774 -0.3452 -1.7528 6.6578 และ 2.8213 ตามลำดับ

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยมีการทดสอบว่าตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 3 ในแต่ละกลุ่มตัวอย่างเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ โดยใช้เกณฑ์ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นในตัวแบบจำลองที่ 1

พบว่าไม่มีเพียงกลุ่มตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2553 เท่านั้น ที่พบว่าตัวแปรอิสระเกิดปัญหา Multicollinearity โดยตัวแปรอิสระที่พบว่ามีความสัมพันธ์กันเองคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV)

และหากพิจารณาค่า P-Value จะพบว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ส่วนลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05

ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta Cash \text{ Adjusted Item}/TA$ ) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01

ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่ามีเพียงกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2555 ที่ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta OCF/TA$ ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ซึ่งเป็นเพียงปีเดียวที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีเพียงกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2557 ที่แสดงให้เห็นว่า ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ซึ่งให้ผลการวิเคราะห์แตกต่างจากการใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี



ตารางที่ 4.7

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 4

$$Y = \alpha + \beta_1 \Delta \text{OCF/TA} - \beta_2 \Delta \text{Cash Adjusted Item/TA} + \beta_3 \text{D/E Ratio} + \beta_4 \text{Log Market Cap} + \beta_5 \text{PBV} + \beta_6 \Delta \text{OCF/NI}$$

Variable	2553 - 2557			2553			2554		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	-17.8954	0.3814		-130.4902	0.0013		-18.3770	0.5089	
$\Delta$ OCF/TA	-0.1794	0.3501	1.3498	1.2800	0.0572	5.5542	0.1802	0.4727	1.1807
$\Delta$ Cash Adjusted Item/TA	<b>-0.3453**</b>	0.0007	1.3492	<b>-1.5875*</b>	0.0154	5.5899	-0.0221	0.7381	1.0909
D/E Ratio	<b>-1.7552**</b>	0.0000	1.3536	-3.6349	0.0992	<b>21.7368</b>	-0.9478	0.1026	1.0692
Log Market Cap	<b>6.6349*</b>	0.0293	1.0096	<b>27.2864*</b>	0.0000	1.0404	1.1143	0.7952	1.1090
PBV Ratio	<b>2.8219**</b>	0.0000	1.3609	2.3643	0.0684	<b>21.7142</b>	<b>7.1536**</b>	0.0000	1.1766
$\Delta$ OCF/NI	0.0000	0.8139	1.0048	0.0000	0.8959	1.0530	0.0005	0.6412	1.1584
N	1785			329			333		
Adjusted R Square	0.0607			0.0587			0.0711		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99%

\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

ตารางที่ 4.7

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ของตัวแบบจำลองที่ 4 (ต่อ)

$$Y = \alpha + \beta_1 \Delta \text{OCF/TA} - \beta_2 \Delta \text{Cash Adjusted Item/TA} + \beta_3 \text{D/E Ratio} + \beta_4 \text{Log Market Cap} + \beta_5 \text{PBV} + \beta_6 \Delta \text{OCF/NI}$$

Variable	2555			2556			2557		
	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF	Coefficient	P-Value	VIF
Constant	61.7453	0.1021		4.5747	0.7887		199.0758	0.0001	
$\Delta \text{OCF/TA}$	<b>1.9260**</b>	0.0000	2.3318	0.3332	0.1674	2.8028	1.1345	0.1222	3.3870
$\Delta \text{Cash Adjusted Item/TA}$	<b>-1.6782**</b>	0.0000	2.2866	-0.2589	0.1504	2.7963	<b>-3.6125**</b>	0.0000	3.4628
D/E Ratio	-1.4005	0.4101	1.0855	-0.4976	0.3117	1.0394	<b>-1.4694**</b>	0.0050	1.0755
Log Market Cap	-0.5502	0.9226	1.0722	-1.0856	0.6735	1.0906	<b>-34.0908**</b>	0.0000	1.0618
PBV Ratio	<b>1.6547**</b>	0.0001	1.0381	<b>1.3416**</b>	0.0013	1.0956	<b>27.9167**</b>	0.0000	1.1171
$\Delta \text{OCF/NI}$	0.0020	0.3602	1.0523	-0.0004	0.2255	1.0087	0.0004	0.6116	1.0048
N	343			389			391		
Adjusted R Square	0.0986			0.0223			0.5908		

\*\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 99%

\*ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 95%

จากตารางที่ 4.7 แสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 4 ซึ่งประกอบไปด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta OCF/TA$ ) การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta Cash Adjusted Item/TA$ ) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) และ การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ ( $\Delta OCF/NI$ ) ในกรณีใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2553-2557 จะมีค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระเท่ากับ -0.1794 -0.3453 -1.7552 6.6349 2.8219 และ 0.0000 ตามลำดับ

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยมีการทดสอบว่าตัวแปรอิสระในตัวแบบจำลองที่ 4 ในแต่ละกลุ่มตัวอย่างเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ โดยใช้เกณฑ์ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นในตัวแบบจำลองที่ 1

พบว่า มีเพียงกลุ่มตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2553 เท่านั้น ที่พบว่าตัวแปรอิสระเกิดปัญหา Multicollinearity โดยตัวแปรอิสระที่พบว่ามีความสัมพันธ์กันเองคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV)

และหากพิจารณาค่า P-Value จะพบว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ส่วนลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05

ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta Cash Adjusted Item/TA$ ) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01

ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่ามีเพียงกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2555 ที่ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta OCF/TA$ ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ซึ่งเป็นเพียงปีเดียวที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีเพียงกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2557 ที่แสดงให้เห็นว่า ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) ในปีนั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 ซึ่งให้ผลการวิเคราะห์แตกต่างจากการใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี

เมื่อทราบถึง ค่าสัมประสิทธิ์ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในแต่ละตัวแบบจำลองแล้ว ในส่วนต่อมาผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ค่า Adjusted R Square ของแต่ละตัวแบบจำลองในแต่ละกลุ่มตัวอย่าง เพื่อตอบวัตถุประสงค์ของงานวิจัยที่ต้องการหาคำตอบที่ว่า หากมีการใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) มาแทนที่อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) หรือมีการนำอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาพิจารณาร่วมกับอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) จะสามารถสร้างตัวแบบจำลองที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้นหรือไม่ ซึ่งสามารถสรุปผลการวิเคราะห์มาได้เป็นตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.8

*แสดงการเปรียบเทียบ Adjusted R Square ของแต่ละตัวแบบจำลองในแต่ละกลุ่มตัวอย่าง*

Model	2553 - 2557	2553	2554	2555	2556	2557
	Adjusted R square	Adjusted R square	Adjusted R square	Adjusted R square	Adjusted R square	Adjusted R square
Model 1	0.0565	0.0611	<b>0.0741</b>	0.0991	0.0231	0.5532
Model 2	0.0560	0.0584	0.0728	<b>0.0996</b>	<b>0.0242</b>	0.5521
Model 3	<b>0.0612</b>	<b>0.0616</b>	0.0733	0.0991	0.0211	<b>0.5916</b>
Model 4	0.0607	0.0587	0.0711	0.0986	0.0223	0.5908

จากตารางที่ 4.8 จะเห็นได้ว่ามีเพียงกลุ่มตัวอย่างของปี พ.ศ. 2554 เท่านั้นที่ตัวแบบจำลองที่ 1 ซึ่งเป็นตัวแบบจำลองที่ไม่ได้นำตัวแปรอิสระที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาแทนที่หรือพิจารณาร่วมอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) มีค่า Adjusted R Square ดีกว่าตัวแบบจำลองอื่น

ในขณะที่ตัวแบบจำลองที่ 2 ซึ่งเป็นตัวแบบจำลองที่นำตัวแปรอิสระที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาพิจารณาร่วมอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดในช่วงกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2555 และ พ.ศ. 2556

ส่วนทางด้านตัวแบบจำลองที่ 3 ซึ่งเป็นตัวแบบจำลองที่นำตัวแปรอิสระที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาแทนที่อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง

(Accrual Basic) จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีที่สุดในช่วงกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2553 พ.ศ. 2557 และย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2553-2557

แต่ทั้งนี้เมื่อพิจารณาแล้ว แม้ว่าตัวแบบจำลองที่ 2 และ 3 จะให้ค่า Adjusted R Square ดีกว่าตัวแบบที่ 1 ก็ตาม แต่ก็ให้ค่าที่แทบไม่แตกต่างจากตัวแบบจำลองที่ 1 เท่าใดนัก



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

วัตถุประสงค์ของงานวิจัยฉบับนี้ต้องการหาว่า การใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) นำมาแทนที่หรือนำมาพิจารณาพร้อมกับอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) จะสามารถสร้างตัวแบบจำลองที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้นหรือไม่ โดยใช้เครื่องมือการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) สามารถสรุปประเด็นออกมาได้ดังนี้

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยมีการทดสอบว่าตัวแปรอิสระในแต่ละตัวแบบจำลองของแต่ละกลุ่มตัวอย่าง มีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) หรือไม่ ซึ่งจะพิจารณาจากค่า VIF โดยมีเกณฑ์คือ หากค่า VIF มีค่าเกิน 10 จะถือว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Sekaran และ Bougie, 2010)

ผลจากทดสอบออกมาพบว่าทุกตัวแบบจำลองเกิดปัญหา Multicollinearity ในช่วงกลุ่มตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2553 เพียงปีเดียว โดยตัวแปรอิสระที่พบว่ามีค่าความสัมพันธ์กันเองในกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2553 คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) ซึ่งหมายความว่า หากนักลงทุนจะนำตัวแบบจำลองดังกล่าวไปใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในปี พ.ศ. 2553 นักลงทุนจะต้องระมัดระวังในการใช้ตัวแบบจำลองดังกล่าว โดยที่นักลงทุนจะต้องตรวจสอบความถูกต้องและเพิ่มการวิเคราะห์ข้อมูลให้มากยิ่งขึ้น

จากการวิเคราะห์ค่า P-Value ของแต่ละตัวแปรอิสระในแต่ละตัวแบบจำลองสำหรับกรณีกลุ่มตัวอย่างย่อยหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2553-2557 พบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ( $\Delta$ ROA) ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเหตุที่ผลการวิเคราะห์ออกมาเช่นนี้อาจเพราะ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดกำไร ดังนั้นหากบริษัทสามารถเพิ่มความสามารถในการใช้สินทรัพย์ในปีถัดมา ยิ่งสะท้อนว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์มากขึ้นซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) ยิ่งมากยิ่งขึ้นส่งผลดีต่ออัตราผลตอบแทนจาก

การลงทุนในหลักทรัพย์ อาจเป็นเพราะ บริษัทที่มีขนาดกิจการใหญ่ ส่วนใหญ่แล้วเป็นบริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงิน จึงเป็นที่สนใจของนักลงทุนทุกกลุ่ม ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อย สถาบัน หรือแม้แต่ นักลงทุนต่างชาติ ที่มีบทบาทสำคัญในการผลักดันให้ตลาดหลักทรัพย์ขึ้นหรือลง อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (PBV) ที่สัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์อาจเป็นเพราะ อัตราส่วนดังกล่าวสามารถสะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนในตลาดเกี่ยวกับอัตราการเติบโตของกำไรของบริษัทในอนาคต ดังนั้นยิ่งอัตราส่วนนี้ยิ่งสูงย่อมหมายถึง นักลงทุนในตลาดมีความคาดหวังกับผลกำไรที่บริษัทจะสามารถสร้างได้ในอนาคตมากตามไปด้วย

ในขณะที่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta$ Cash Adjusted Item/TA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนถึงความเสี่ยงบริษัท ดังนั้นหากบริษัทมีอัตราส่วนนี้ยิ่งต่ำ ย่อมหมายถึงความเสี่ยงในการดำเนินกิจการย่อมต่ำไปด้วย จึงส่งผลให้ต้นทุนในการกู้ยืมหรือต้นทุนของเงินทุนของบริษัทต่ำ เป็นเหตุให้บริษัทมีความได้เปรียบในเชิงการแข่งขันอีกทั้งยังทำให้มูลค่าปัจจุบันของบริษัทสูงขึ้นด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta$ Cash Adjusted Item/TA) ที่สัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ก็เพราะ อัตราส่วนดังกล่าวถูกคำนวณมาจากการแยกองค์ประกอบของกำไรสุทธิให้เท่ากับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานลบด้วยรายการปรับให้เป็นเงินสด ดังนั้นยิ่งอัตราส่วนดังกล่าวยิ่งมากย่อมหมายถึง บริษัทมีรายการที่เป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินจำนวนสมมาก ซึ่งอาจอยู่ในรูปของค่าเสื่อมราคา โดยค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดดังกล่าวนี้ จะไม่ใช่เงินที่บริษัทต้องจ่ายออกไปจริงๆ แต่ต้องแสดงในงบกำไรขาดทุน จึงเป็นเหตุให้ยังมีรายการดังกล่าวมากยิ่งเป็นตัวกดดันกำไรของบริษัท

ส่วนทางด้าน การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta$ OCF/TA) การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ ( $\Delta$ OCF/NI) นั้น ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจาก อัตราส่วนทางการเงินตัวอื่นที่นำมาใช้พิจารณาส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

ทั้งนี้หากทำการวิเคราะห์โดยค่า P-Value โดยแยกกลุ่มตัวอย่างเป็นรายปีจะพบว่า ลอการิทึมฐาน e ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Log Market Cap) ในปี 2557 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ ซึ่งให้ผลการวิเคราะห์แตกต่างจากการใช้กลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี นั้นอาจเป็นเพราะ บริษัทที่มีขนาดหลักทรัพย์

ตามมูลค่าตลาดต่ำ ส่วนใหญ่มักเป็นหลักทรัพย์เชิงกำไรที่มีราคาตลาดต่อหน่วยต่ำ ซึ่งสามารถทำกำไรได้เร็ว โดยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาอาจเป็นช่วงที่นักลงทุนในตลาดให้ความสนใจกับหลักทรัพย์ดังกล่าวมากก็เป็นได้

จากการวิเคราะห์ค่า Adjusted R Square จะพบว่ามีเพียงกลุ่มตัวอย่างของปี พ.ศ. 2554 เท่านั้นที่ตัวแบบจำลองที่ 1 ซึ่งเป็นตัวแบบจำลองที่ไม่ได้นำตัวแปรอิสระที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาแทนที่หรือพิจารณาพร้อมอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) มีค่า Adjusted R Square ดีกว่าตัวแบบจำลองอื่น โดยมีค่า Adjusted R Square เท่ากับ 0.0714 นอกนั้นในการวิเคราะห์ค่า Adjusted R Square ในกลุ่มตัวอย่างอื่นๆ ที่นอกเหนือจากปี พ.ศ. 2554 จะพบว่า ตัวแบบจำลองที่นำตัวแปรอิสระที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) เข้ามาแทนที่หรือพิจารณาพร้อมอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) มีค่า Adjusted R Square ดีกว่าทั้งหมด ดังจะเห็นได้จากกลุ่มตัวอย่างช่วงปี พ.ศ. 2555 และปี พ.ศ. 2556 ตัวแบบจำลองที่ 2 ให้ค่า Adjusted R Square ดีที่สุดที่ 0.0996 และ 0.0242 ตามลำดับและจากกลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 ปี พ.ศ. 2553 และปี พ.ศ. 2557 ตัวแบบจำลองที่ 3 ให้ค่า Adjusted R Square ดีที่สุดที่ 0.0612 0.0616 และ 0.5916 ตามลำดับ แต่ทั้งนี้ถึงแม้ว่าตัวแบบจำลองที่ 2 และ 3 จะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ได้ดีกว่าตัวแบบจำลองที่ 1 ก็ตาม แต่กลับพบว่าตัวแบบจำลองที่ 2 และ 3 ก็ให้ค่า Adjusted R Square แทบไม่แตกต่างจากตัวแบบจำลองที่ 1 เท่าใดนัก

จึงสามารถสรุปได้ว่านักลงทุนในตลาดอาจไม่ได้ทำการแยกองค์ประกอบของกำไรสุทธิตามที่ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานไว้ ซึ่งนำไปสู่บทสรุปที่ว่านักลงทุนในตลาดสามารถใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) หรือเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basic) อย่างใดอย่างหนึ่งมาใช้ในการวิเคราะห์ก็ได้ตามแต่สะดวก เนื่องจากให้ผลการวิเคราะห์แทบไม่แตกต่างกัน

## 5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยนี้มุ่งเน้นการใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นเกณฑ์เงินสด (Cash Basic) ที่เป็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta OCF/TA$ ) การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนรายการปรับให้เป็นเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ( $\Delta Cash Adjusted Item/TA$ ) ซึ่งเกิดจากการแยกองค์ประกอบของกำไรสุทธิในอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ ( $\Delta OCF/NI$ ) เท่านั้น ซึ่งในความเป็นจริงแล้วอาจมีอัตราส่วนอื่นๆ อีกที่สามารถทำให้ตัวแบบจำลองสามารถอธิบาย



อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดีกว่าอัตราส่วนที่ผู้วิจัยใช้ อีกทั้งงานวิจัยชิ้นนี้ยังมุ่งเน้นในการใช้อัตราส่วนทางการเงินที่ได้จากงบการเงินมาหาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์เพียงอย่างเดียว ทั้งที่ในความเป็นจริงแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆอีกมากมายที่สามารถส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นได้ เช่น สภาพภาวะการเมือง อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ เม็ดเงินลงทุนทางตรงและทางอ้อมของต่างชาติ เป็นต้น ซึ่งล้วนแต่เป็นปัจจัยที่งานวิจัยชิ้นนี้ไม่ได้นำมาพิจารณาทั้งสิ้น

### 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในอนาคตสามารถนำอัตราส่วนทางการเงินตัวอื่นมาร่วมพิจารณาเพิ่มเติมเพื่อให้ตัวแบบจำลองสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ให้ดียิ่งขึ้นได้ นอกจากนี้ยังสามารถนำปัจจัยอื่นๆ ที่นอกเหนือจากอัตราส่วนทางการเงินมาร่วมพิจารณาเพิ่มเติมด้วย เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่ครอบคลุมความเป็นจริงมากขึ้น

## รายการอ้างอิง

### หนังสือและบทความในหนังสือ

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2548). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล*. กรุงเทพฯ: ธรรมสาร.
- ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์. (2556). *การทุจริตโดยการตกแต่งงบการเงิน*. การประชุมวิชาการระดับชาติ ประจำปี 2556.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2546). *เทคนิคการวิเคราะห์งบการเงินบริษัทจดทะเบียน*. กรุงเทพฯ: เทวา ศรีเอชเอ็น.
- เทมเปิล ปีเตอร์. (2552). *ตัวเลขมหัศจรรย์:33 อัตราส่วนทางการเงินสำคัญที่นักลงทุนทุกคนต้องรู้*. แปลโดย สิปปกร ขาวสอาด. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดยูเคชั่น.
- สมชาย สุภัทรกุล. (2554). *งบการเงิน : ข้อมูลสำหรับการสื่อสารและการตัดสินใจทางธุรกิจ*. กรุงเทพฯ: คณะบุคคลอิมเมจิเนียร์ริง

### วิทยานิพนธ์

- เดือนศิริ ดวงแก้ว. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ชญัญญ์รี กุลศิริเสถียร. (2555). *ความสัมพันธ์ระหว่างการวิเคราะห์งบการเงินกับความสำเร็จจากการลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของนักลงทุนรายย่อยในเขตกรุงเทพมหานคร*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ธราทิพย์ สิริจินดา. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบริหารการเงิน.
- นันทนา ศรีสุริยาภรณ์. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, คณะบริหารธุรกิจ.

- นันทภา กุลสัมพันธ์โกศล. (2557). *การใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินในการเลือกหลักทรัพย์ลงทุน: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบริหารการเงิน.
- บุญนาถ เกิดสินธุ์. (2555). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์ กลุ่มพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี, คณะบริหารธุรกิจ, สาขาการบัญชี.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2546). *การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชี และมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ภนิดา สัจจะเดชาชัย. (2550). *การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity ratio: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio: D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา: หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- มานิช สุอำพัน. (2552). *การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์ กรณีศึกษา : SET50 และ MAI*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ยุพดี เกษมสุข. (2547). *ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษา : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มพลังงาน*. (งานวิจัยส่วนบุคคลปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะเศรษฐศาสตร์, สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ.
- วัฒน์ ไม้วัฒนา. (2554). *การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเงินทุนและหลักทรัพย์*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ.

สิริกาญจน์ ตายนะสานติ. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์ MAI*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ).

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ.

อลิษา มกรพันธ์. (2554). *การศึกษามลตอบแทนในกลุ่มหลักทรัพย์คุณค่า และหลักทรัพย์เติบโตในตลาดหุ้นไทย พ.ศ. 2543-2553*. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ).

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาการบริหารการเงิน.

### สื่ออิเล็กทรอนิกส์

สำนักงานบัญชี บริษัท เอ็นเอส เบสท์ จำกัด. (ม.ป.ป.). *แม่บทบัญชี*. สืบค้นเมื่อวันที่ 20 กันยายน 2558, จาก <http://www.nsbest.com/bunchee%20talk1.htm>

### Books

Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. New York: Springer Science+Business Media, LLC.

Sekaran, U., Bougie, R. (2010). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. (5th ed.). West Sussex: John Wiley & Sons.

### Articles

Aras, G., & Yilmaz, M. K. (2008). Price-Earnings Ratio, Dividen yield, and Market-to-Book Ratio to predict return on stock market: Evidence from the emerging markets. *Journal of Global Business and Technology*, 4(1), 18-30.

Lee, C., & Lee, W. H. (2008). Can financial ratios predict the Malaysian stock return ?. *Integration & Dissemination* , 2, 7-8.

Martani, D., Mulyono, A., & Khairurizka, R. (2009). *The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return*. *Chinese Business Review*, 44-55.

Kheradyar, S., Ibrahim, I., & Nor, F. M. (2011). Stock Return Predictability with Financial Ratios. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(5), 391-396.





ภาคผนวก

ตัวอย่างการคำนวณการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนการเงินสดสุทธิ  
จากการดำเนินงานต่อกำไรสุทธิ

หลักทรัพย์	NI2552	OCF2552	OCF2552/NI2552
CIMBT	1,667.00	-38,892,939.80	-23,331.10
OGC	-1,300.00	323,268.00	-248.67
TWP	-2,239.00	242,912.10	-108.49
AFC	561.00	163,633.90	291.68
TGCI	1,774.70	550,383.50	310.13
S	73,738.00	-12,190.80	-0.17

หลักทรัพย์	NI2553	OCF2553	OCF2553/NI2553
CIMBT	828,846.30	-3,549,346.30	-4.28
OGC	94,096.00	226,220.00	2.40
TWP	43,441.70	99,635.30	2.29
AFC	20,133.00	27,838.60	1.38
TGCI	323,014.50	610,274.00	1.89
S	1,122.30	-427,556.90	-380.96

หลักทรัพย์	OCF2552/NI2552	OCF2553/NI2553	$\Delta$ OCF/NI_2553
CIMBT	-23,331.10	-4.28	23,326.82
OGC	-248.67	2.40	251.07
TWP	-108.49	2.29	110.78
AFC	291.68	1.38	-290.30
TGCI	310.13	1.89	-308.24
S	-0.17	-380.96	-380.80

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายณัฐกานต์ ทรงพัฒนะโยธิน
วันเดือนปีเกิด	23 กรกฎาคม 2533
ประวัติการศึกษา	ปีการศึกษา 2555: บริหารธุรกิจบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ตำแหน่ง	ผู้จัดการเงินทุนส่วนบุคคล บริษัทหลักทรัพย์กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
ประสบการณ์ทำงาน	2555-2558: ผู้จัดการเงินทุนส่วนบุคคล บริษัทหลักทรัพย์กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)

