

ความมีประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต



นางสาวนัยเนตร เกตุสุวรรณ

# สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต


สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE EFFECTIVENESS OF FUNDAMENTAL ANALYSIS ON FUTURE STOCK RETURNS



Miss Naiyanate Kedsuwan

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2006

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของ  
หุ้นในอนาคต

โดย

นางสาวนัยเนตร เกตุสุวรรณ

สาขาวิชา

การบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษา

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พิมพ์พนา ปิตรวัชชัย

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นักศึกษานิพนธ์  
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

..... คุณหญิงไกร ..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(รองศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพณิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ  
(อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทุมมานนท์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พิมพ์พนา ปิตรวัชชัย)

..... กรรมการ  
(คุณวิศิษฐ์ องค์พิพัฒน์กุล)

นัยเนตร เกตุสุวรรณ : ความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต (THE EFFECTIVENESS OF FUNDAMENTAL ANALYSIS ON FUTURE STOCK RETURNS) อ. ที่ปรึกษา: ผศ.ดร. พิมพ์พนา ปิตรวิชัย, จำนวน 87 หน้า.

วิทยานิพนธ์นี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต โดยทำการศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 ยกเว้นกลุ่มธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง บริษัทในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และโครงการจัดการลงทุน

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน แบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน ประกอบด้วยตัวแปร 14 ตัวแปร และ ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ประกอบด้วยตัวแปร 3 ตัวแปร จากปัจจัยพื้นฐานทั้งสองกลุ่ม นำมาพิจารณาให้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งค่าคะแนนของปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน คือ F\_Score และค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท คือ G\_Score จากนั้นทำการแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็นกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานสูง กลาง และต่ำ ตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานที่ได้ เพื่อทดสอบว่ากลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานสูง มีอัตราผลตอบแทนมากกว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำหรือไม่

ผลการทดสอบสมมติฐาน ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % พบว่า ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของบริษัท กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยมากกว่ากลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำ แต่สำหรับปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง ไม่ได้มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ย มากกว่ากลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทต่ำ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากช่วงระยะเวลาที่นำมาศึกษาเป็นช่วงที่นักลงทุนให้ความสำคัญกับความมีเสถียรภาพทางการเงินมากกว่าการเติบโตของกิจการ

ภาควิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่อนิสิต..... นัยเนตร เกตุสุวรรณ  
สาขาวิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....พิมพ์พนา ปิตรวิชัย  
ปีการศึกษา.....2549.....

# # 4682284026 : MAJOR ACCOUNTING

KEY WORDS: FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS, STOCK RETURN, FUNDAMENTAL ANALYSIS

NAIYANATE KEDSUWAN: THE EFFECTIVENESS OF FUNDAMENTAL ANALYSIS ON FUTURE STOCK RETURNS. THESIS ADVISOR: ASST. PROF. PIMPANA PEETATHAWATCHAI, DBA., 87 pp.

The main objective of this thesis is to study the effectiveness of fundamental analysis on future stock returns of firms listed in Stock Exchange of Thailand during 2002-2004 excluding banking, finance and securities, insurance, construction and property development sectors, companies in Market for Alternative Investment (MAI), rehabilitation companies, and investment management projects.

The fundamental analysis is divided into 2 groups: financial fundamental which consists of 14 variables and growth fundamental which consists of 3 variables. From these 2 groups of fundamental, financial fundamental score (called F\_Score) and growth fundamental score (called G\_Score) are calculated and then assigned to high, medium and low fundamental score groups. The study tests that firms in high fundamental score group have more future stock returns than firms in low fundamental score group.

The result, at 95 % confidence interval found, that for financial fundamental, firms in high financial fundamental score group have more future stock returns than low financial fundamental score group. However, for growth fundamental, firms in high growth fundamental score group do not have more future stock returns than the firms in low growth fundamental score group. The plausible reason is that investors value the financial stability more than growth during the period of the study.

Department.....Accountancy.....Student's signature.....*NAIYANATE KEDSUWAN*  
 Field of study.....Accounting.....Advisor's signature.....*Pimpana Peetathawatchai*  
 Academic year.....2006.....

## กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ในครั้งนี้ ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. พิมพ์พนา ปีตรวิรัชชัย อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ให้ความกรุณา ให้คำปรึกษา และกำลังใจที่ดี จนกระทั่งวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ และกราบขอบพระคุณ อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทูมมานนท์ ที่ให้เกียรติเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และช่วยให้คำแนะนำ ข้อเสนอแนะเพิ่มเติมที่ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น รวมถึงขอกราบขอบพระคุณ คุณวิศิษฐ์ องค์กรพัฒนากลุ่ ที่ท่านได้เสียสละเวลาอันมีค่ามาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ จนทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จ ลุล่วงไปได้ด้วยดี รวมถึงคณาจารย์ในภาควิชาการบัญชีทุกท่านที่ได้เสริมสร้างความรู้และทักษะของการศึกษาในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ตลอดจนคณาจารย์ที่ได้ประสิทธิ์ประสาท วิชาความรู้ให้แก่ข้าพเจ้าตั้งแต่อดีต จนถึงปัจจุบันในทุกระดับชั้น

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อพอน และ คุณแม่ออน เกตุสุวรรณ พี่สร้อยเพชร เกตุสุวรรณ สำหรับการให้ความดูแล ห่วงใยทั้งในด้านร่างกายและจิตใจมาโดยตลอดของการเขียน วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตลอดจนเพื่อน ๆ ทุกคนที่ได้ให้การสนับสนุน ช่วยเหลือและเป็นกำลังใจที่ดีให้ ข้าพเจ้าตลอดมา

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
1.5 ระเบียบวิธีวิจัย.....	6
1.6 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย.....	7
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
2.1 แนวคิดและทฤษฎี.....	8
2.1.1 แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ.....	8
2.1.2 การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน.....	10
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	24
2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานกับผลตอบแทน ของหุ้น.....	24
2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการทดสอบความมีประสิทธิภาพของการใช้ ปัจจัยพื้นฐานในการวิเคราะห์หลักทรัพย์.....	26
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย.....	29
3.1 สมมติฐานในการวิจัย.....	29
3.2 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	30
3.3 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	30
3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	31
3.4.1 ปัจจัยพื้นฐาน.....	31

3.4.2 อัตราผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต (Future stock return).....	42
3.5 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	43
3.6 การศึกษาและการวิเคราะห์ข้อมูล.....	45
บทที่ 4 ผลการศึกษา.....	50
4.1 กลุ่มตัวอย่าง.....	50
4.2 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานและสถิติเชิงพรรณนา.....	51
4.2.1 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน.....	51
4.2.2 สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน.....	53
4.2.3 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของ บริษัท.....	63
4.2.4 สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท.....	65
4.2.5 สถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนของหุ้น.....	67
4.3 ผลการทดสอบสมมติฐาน.....	70
4.3.1 ผลการทดสอบสมมติฐานด้านปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน.....	70
4.3.2 ผลการทดสอบสมมติฐานด้านปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท.....	76
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล ข้อจำกัดงานวิจัย และข้อเสนอแนะ.....	79
5.1 สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล.....	79
5.1.1 ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน.....	79
5.1.2 ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท.....	81
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย.....	83
5.3 ประโยชน์ของงานวิจัย.....	83
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต.....	83
รายการอ้างอิง.....	85
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	87



## สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 3.1 แสดงอัตราส่วนทางการเงิน การคำนวณ และสัญลักษณ์ในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินที่ใช้การวิจัย.....	37
ตารางที่ 3.2 แสดงเกณฑ์การพิจารณาค่าคะแนนของแต่ละตัวแปรในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน.....	38
ตารางที่ 3.3 แสดงข้อมูล การคำนวณ และสัญลักษณ์ในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทที่ใช้ในการวิจัย.....	41
ตารางที่ 3.4 แสดงเกณฑ์การพิจารณาค่าคะแนนของแต่ละตัวแปรในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท.....	42
ตารางที่ 4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	50
ตารางที่ 4.2 แสดงจำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างจำแนกตาม คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน .....	51
ตารางที่ 4.3 กลุ่ม คะแนน และจำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่ม จากการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F_Score).....	53
ตารางที่ 4.4 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราส่วนทุนหมุนเวียน.....	54
ตารางที่ 4.5 แสดงความถี่และร้อยละ ของบริษัทที่ทำการออกหุ้นและไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน.....	55
ตารางที่ 4.6 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์.....	57
ตารางที่ 4.7 แสดงค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์.....	58
ตารางที่ 4.8 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราผลตอบแทนในรูปแบบกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม.....	60
ตารางที่ 4.9 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย.....	61
ตารางที่ 4.10 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	63
ตารางที่ 4.11 จำนวนบริษัทจำแนกตาม คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท.....	64

ตารางที่ 4.12	กลุ่ม คะแนน และจำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่ม จากการแบ่งกลุ่มบริษัทตาม คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G_Score).....	65
ตารางที่ 4.13	แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุดของความ แปรปรวนของกำไร.....	66
ตารางที่ 4.14	แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของความ แปรปรวนของยอดขาย.....	67
ตารางที่ 4.15	แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตรา ผลตอบแทนของหุ้นตามกลุ่มคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน.....	68
ตารางที่ 4.16	แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตรา ผลตอบแทนของหุ้นตามกลุ่มคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท.	69
ตารางที่ 4.17	แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างหุ้นที่มี คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูงและหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้าน การเงินต่ำ.....	71
ตารางที่ 4.18	แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างกลุ่ม บริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของบริษัทเป็น 1 และกลุ่มบริษัทที่ มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของบริษัทเป็น 0 ในแต่ละปัจจัย.....	75
ตารางที่ 4.19	แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างหุ้นที่มี คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง และหุ้นที่มีคะแนน ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทต่ำ.....	77
ตารางที่ 4.20	แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างกลุ่ม บริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทเป็น 1 และกลุ่ม บริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทเป็น 0 ในแต่ละปัจจัย	78

## สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	30
ภาพที่ 3.2 แสดงภาพสรุปวิธีการวิจัย.....	49



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการขยายตัวค่อนข้างรวดเร็ว ในระยะเวลาที่ผ่านมา จำนวนบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ระดับราคาและปริมาณการซื้อขายโดยเฉลี่ยปรับตัวสูงขึ้นมาก ทำให้ผู้สนใจเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มจำนวนมากขึ้น ซึ่งการลงทุนในหลักทรัพย์อาจเป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงแต่ก็มีความเสี่ยงสูงเช่นกัน ดังนั้นการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างมีหลักเกณฑ์ ผู้ลงทุนจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยต่างๆ ที่มีผลในการกำหนดมูลค่าและราคาของหลักทรัพย์เพื่อวิเคราะห์ว่าควรเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใดที่จะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นการวิเคราะห์ที่สำคัญวิธีหนึ่งที่ผู้ลงทุนนิยมใช้ในการวิเคราะห์เพื่อเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนี้ ประกอบด้วย การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท โดยวิธีที่นิยมใช้ในการวิเคราะห์บริษัทวิธีหนึ่ง คือ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน เป็นการนำข้อมูลตัวเลขที่แสดงในงบการเงินมาเทียบอัตราส่วนเพื่อหาความสัมพันธ์กัน ซึ่งการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนี้ โดยทั่วไปจะแบ่งตามประเภทของการวิเคราะห์ ได้แก่ การวิเคราะห์สภาพคล่องทางการเงิน การวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน การวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร และการวิเคราะห์ความเสี่ยง ทั้งนี้การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนั้น อาจกล่าวได้ว่าเป็นการนำข้อมูลตัวเลขในงบการเงิน ซึ่งได้จากการจัดทำบัญชีตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป มาใช้ประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุน หรือเพื่อให้การแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักวิเคราะห์ ซึ่งสอดคล้องกับที่แม่บทการบัญชีที่ได้กล่าวถึงลักษณะเชิงคุณภาพของงบการเงินประการหนึ่ง นั่นคือ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ

ปัจจุบันการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานยังเป็นที่นิยมในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของนักลงทุนที่สามารถให้ข้อมูลเบื้องต้นประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่เหมาะสมที่สุด และคาดว่าจะสามารถให้ผลตอบแทนที่ดี และจากการทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยในต่างประเทศ

มีผู้วิจัย [Ou และ Penman (1989), Lev และ Thiagarajan (1993), Abarbanell และ Bushee(1997)] ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานที่ผู้ลงทุนใช้วิเคราะห์หลักทรัพย์กับผลตอบแทนที่เกิดขึ้น และพบข้อสรุปที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ การวิเคราะห์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานสามารถใช้ในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Piotroski (2000) ทำการศึกษาศักยภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการเลือกลงทุนในหุ้นของกิจการที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง ซึ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ผู้วิจัยใช้ในการศึกษา ผลการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นสามารถแยกบริษัทในกลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงออกเป็นบริษัทที่ให้ผลตอบแทนสูง (winner) และบริษัทที่ให้ผลตอบแทนต่ำ (loser) ได้ แสดงให้เห็นว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานช่วยให้นักลงทุนเลือกลงทุนในบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานที่ดีและได้รับผลตอบแทนสูงจากการลงทุน

ต่อมา Mohanram (2003) ได้ศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้วยอัตราส่วนทางการเงินเช่นเดียวกับ Piotroski (2000) แต่ต่างกันตรงที่ Mohanram (2003) ทำการศึกษาในกลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ และได้เพิ่มปัจจัยพื้นฐานที่แสดงถึงการเติบโตของกิจการ ได้แก่ ความมีเสถียรภาพของกำไร ความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขาย ผลต่างระหว่างอัตรากำไรกับอัตรากำไรของยอดขาย ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา รายจ่ายฝ่ายทุน และค่าโฆษณา ซึ่งผลการวิจัยของ Mohanram สามารถสนับสนุนผลการวิจัยของ Piotroski ได้ กล่าวคือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน สามารถแยกบริษัทในกลุ่มที่มีอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ออกเป็นบริษัทที่มีผลตอบแทนสูง(winner) และบริษัทที่มีผลตอบแทนต่ำ(loser) ได้

จากงานวิจัยของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) ถือได้ว่าเป็นการศึกษาถึงประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานโดยใช้วิธีวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินว่า การใช้วิธีดังกล่าวในการพิจารณาลงทุนในหลักทรัพย์จะทำให้ให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่ให้ผลตอบแทนดีหรือไม่ ซึ่งจากผลการศึกษาทั้งสองแสดงให้เห็นว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานสามารถช่วยให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุนได้

สำหรับในประเทศไทยงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ส่วนใหญ่จะทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทน (ทรงภพ จิวากานนท์, 2546) สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมีงานวิจัยของ นพดล (2546) ซึ่งทำการศึกษาถึงกลยุทธ์การเลือกหลักทรัพย์ลงทุน โดยพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตามบัญชีของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อพิจารณาว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนทางการเงินจะมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาตลาดของหลักทรัพย์หรือไม่ ซึ่งผลการวิจัยที่ได้พบว่า การเลือกหลักทรัพย์ลงทุนด้วยการพิจารณาอัตราส่วนทางการเงิน โดยเฉพาะหลักทรัพย์กลุ่มที่มีคะแนนที่ได้จากอัตราส่วนทางการเงินสูง (ให้ผลในทางที่ดีต่อกิจการ) จะมีผลตอบแทนที่สูงกว่าหลักทรัพย์กลุ่มที่มีคะแนนจากอัตราส่วนทางการเงินต่ำ

การศึกษาของนพดล (2546) ทำการศึกษาโดยเลือกกลุ่มตัวอย่างเฉพาะบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูง (บริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูงกว่าค่าเฉลี่ยของทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์) เท่านั้น และใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทสำหรับรอบระยะเวลาสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2544 เพียงปีเดียวเท่านั้น ผู้วิจัยเห็นว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเป็นวิธีที่นิยมและใช้กันโดยทั่วไปในการพิจารณาเพื่อเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ ดังนั้นการศึกษาถึงความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจึงน่าจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและนักวิเคราะห์ ผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการทดสอบความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน และได้ทำการวิจัยครั้งนี้ขึ้นเพื่อทำการศึกษาถึงความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบว่าวิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานดังกล่าว สามารถทำให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและได้รับผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุนหรือไม่ โดยขยายระยะเวลาการศึกษา โดยเป็นการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนและอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในตลอดช่วงระยะเวลา ปี พ.ศ. 2545 ถึง ปี พ.ศ. 2547 และคำนึงถึงปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการเติบโตของบริษัท โดยเพิ่มเป็นตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ด้วย ซึ่งการวิจัยนี้ผู้วิจัยคาดว่าจะจะเป็นประโยชน์และสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนในการเลือกลงทุนโดยใช้วิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานยิ่งขึ้น และยังเป็นการแสดงให้เห็นถึงความมีคุณค่าของข้อมูลทางการเงินที่แสดงในงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้เป็นผลมาจากการจัดทำบัญชี ในลักษณะเชิงคุณภาพด้านความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจอีกด้วย

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาถึงประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการพิจารณาการลงทุนในหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้จะทำการศึกษาความมีประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต โดยมีขอบเขตในการวิจัยดังนี้

1. ศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนและอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 รวม 3 ปี ทุกบริษัท ยกเว้น บริษัทในกลุ่มธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง บริษัทในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และโครงการจัดการลงทุน ซึ่งบริษัทดังกล่าวไม่นำมารวมในการศึกษาครั้งนี้ เนื่องจากบริษัทในกลุ่มดังกล่าวมีโครงสร้างการเงิน กิจกรรมทางการเงินและการดำเนินงาน รวมถึงข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนองบการเงินเป็นลักษณะเฉพาะ แตกต่างไปจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้หลักทรัพย์ของบริษัทในบางอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวโดยปกตินักลงทุนอาจไม่ได้ใช้ข้อมูลทางบัญชีที่เปิดเผยในงบการเงินเพื่อพิจารณาดัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์แต่จะใช้ข้อมูลข่าวสารอื่น ในการตัดสินใจ หากนำบริษัทในกลุ่มมารวมในการศึกษาอาจทำให้ผลจากการศึกษาเกิดความผิดพลาดได้
2. บริษัทที่นำมาศึกษาเป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี

3. ในการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ ปัจจัยพื้นฐานที่นักลงทุนต้องคำนึงถึงเพื่อที่จะนำมาทำการวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ ได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ แต่สำหรับการวิจัยครั้งนี้ ปัจจัยพื้นฐานที่นำมาศึกษาจะใช้เพียงปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น โดยใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและข้อมูลในงบการเงินของบริษัทในการวิเคราะห์
4. อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิจัยนี้จะเลือกใช้เพียงบางอัตราส่วน โดยจะเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาในอดีตของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ศึกษาแบ่งออกเป็น 4 กลุ่ม ดังนี้
  - 4.1 อัตราส่วนสภาพคล่องและการสร้างกระแสเงินสด อัตราส่วนและข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา คือ อัตราส่วนหมุนเวียน และข้อมูลการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท
  - 4.2 อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน อัตราส่วนที่นำมาใช้ในการศึกษา คือ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์
  - 4.3 อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนที่นำมาใช้ในการศึกษา คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย
  - 4.4 อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน อัตราส่วนที่นำมาใช้ในการศึกษา คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น



#### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจ และใช้วิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ เนื่องจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานที่ดีจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตที่ดี

2. แสดงให้เห็นถึงควมมีคุณค่าของข้อมูลในงบการเงิน ในการใช้ประโยชน์เพื่อการตัดสินใจในการลงทุน

#### 1.5 ระเบียบวิธีวิจัย

ระเบียบวิธีวิจัยโดยละเอียดจะกล่าวไว้ในบทที่ 3 ในส่วนนี้ผู้วิจัยขอกล่าวถึงระเบียบวิธีวิจัยไว้โดยสังเขปเท่านั้น กล่าวคือ การวิจัยเรื่อง “การศึกษาความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต” เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลอดต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2545 ถึง ปี พ.ศ. 2547 ยกเว้น บริษัทในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัย และประกันชีวิต บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ หรือ ธุรกิจขนาดกลาง (MAI) บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (REHABCO) โครงการจัดการลงทุน และบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ได้แก่ กลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยบริษัทที่นำมาศึกษาต้องมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด วันที่ 31 ธันวาคม และมีข้อมูลที่เป็นในการศึกษาครบถ้วน ข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ในการศึกษาจะรวบรวมจากฐานข้อมูล SET-SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary data)

การวิเคราะห์ข้อมูล จะทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาในการอธิบายถึงลักษณะทั่วไปของข้อมูลที่นำมาศึกษา และสถิติเชิงอนุมานเพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย ซึ่งในงานวิจัยนี้จะใช้วิธีทางสถิติในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลต่างค่าเฉลี่ยของสองประชากร (Two - sample test) โดยระดับนัยสำคัญที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานคือที่ระดับ 0.05

## 1.6 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

งานวิจัยนี้จะนำเสนอโดยแบ่งเนื้อหาออกเป็น 5 บท ประกอบด้วย

บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตงานวิจัย และวิธีดำเนินงานวิจัย

บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง กล่าวถึง แนวคิดและทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย กล่าวถึง สมมติฐานในการวิจัย กรอบแนวคิดการวิจัย ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและการวัดตัวแปร ประชากรและตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล กล่าวถึง การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล ข้อจำกัดงานวิจัย และข้อเสนอแนะ

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎี

##### 2.1.1 แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (จรัลต์น์ สังข์แก้ว, 2544)

ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ สามารถสะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง แนวคิดนี้มีรากฐานความเชื่อ ว่าผู้ลงทุนซื้บซ้บข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อขาย ดังนั้นราคาในปัจจุบันของหลักทรัพย์ จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่เป็นที่รู้แล้วทั้งหมด ไม่เพียงแต่ข้อมูลในอดีตแต่รวมถึงข้อมูลในปัจจุบันและข่าวที่ประกาศไปแล้วแต่เหตุการณ์นั้นยังไม่เกิดขึ้น

#### ข้อสมมติของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ

ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นได้ ภายใต้เงื่อนไขดังต่อไปนี้

1. ในตลาดมีผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุมีผลและต้องการทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง ผู้ลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ ประเมิน และซื้อขายหุ้น ทั้งนี้การตัดสินใจของผู้ลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาได้
2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูล และผู้ลงทุนแต่ละรายได้รับข่าวสารข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน
3. ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน

4. ผู้ลงทุนสามารถตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

### รูปแบบความมีประสิทธิภาพของตลาด

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด และผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสาร ข้อมูล เพื่อทำผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal return) ได้ เพราะข้อมูลเหล่านี้ได้อยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว ดังนั้น ราคาในตลาดของหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) หากข้อมูลข่าวสารบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์ หรือมีความล่าช้าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูล แสดงว่าตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์

ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน สามารถจำแนกออกเป็น 3 ระดับ คือ

1. ข้อมูลตลาด (Market information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคา และปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว
2. ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public Information) หมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับ ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพผู้บริหาร วิธีการปฏิบัติทางบัญชี การพยากรณ์กำไร เป็นต้น
3. ข้อมูลทุกประเภท (All Information) หมายถึง ข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ตามแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis หรือ EMH)

สามารถจำแนกระดับความมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสารข้อมูล ที่แพร่ไปยังผู้ลงทุนเป็น 3 ระดับ คือ

### 1. ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak- Form Efficiency Market)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ คือ ข้อมูลตลาด ซึ่งได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ ดังนั้นการใช้แนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเพื่อการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

### 2. ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong Form Efficiency Market)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ นอกจากข้อมูลตลาดแล้ว ผู้ลงทุนยังใช้ข้อมูลทั้งหมดซึ่งสาธารณะได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการผลิต การเงิน การบริหาร การบัญชี ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ดังนั้นการใช้แนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคและแนวทางการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

### 3. ประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-Form Efficiency Market)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลทุกประเภททั้งข้อมูลสาธารณะและที่มิใช่ข้อมูลสาธารณะ ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลทุกชนิดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูง จึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดหรือกลุ่มใดเลยที่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

#### 2.1.2 การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

แนวทางการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากการลงทุน ปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ดังกล่าวได้แก่ ปัจจัยด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่

เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ดังนั้น วิธีวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจึงเป็นการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ภาวะอุตสาหกรรม และภาวะบริษัทเพื่อนำมาใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

## 1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป (Economic Analysis)

เป็นการวิเคราะห์ถึงภาวะเศรษฐกิจที่เป็นมาและที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต เพื่อคาดการณ์ทิศทางการขยายตัวของเศรษฐกิจ และกำหนดอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบทั้งในแง่บวกและแง่ลบ โดยการวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป รวมถึงเรื่องต่างๆ ดังต่อไปนี้

1.1 วัฏจักรธุรกิจ เป็นสิ่งที่บ่งบอกลักษณะการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจ ในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง ซึ่งวัฏจักรธุรกิจมีอยู่หลายช่วงด้วยกัน ตั้งแต่ ช่วงขยายตัว (Expansion) ช่วงฟื้นตัวใหม่ (Revival) ช่วงตกต่ำ (Depression) ช่วงถดถอย (Recession) และ ช่วงรุ่งเรือง (Boom) ตัวชี้และเครื่องวัดที่ใช้วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและวัฏจักรธุรกิจมีหลายตัว เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติเบื้องต้น (GNP) ผลผลิตอุตสาหกรรม (Industrial Production) อัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ อัตราการว่างงาน และดัชนีราคาผู้บริโภค เป็นต้น

1.2 นโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล ทั้งนโยบายที่เกี่ยวข้องกับด้านรายรับ รายจ่าย ส่วนเกินและขาดดุลของรัฐบาล และนโยบายทางการเงินซึ่งธนาคารกลางจะเป็นผู้ดำเนินการควบคุมปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในตลาด ซึ่งนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลนี้จะส่งผลทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

## 2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis)

เป็นการวิเคราะห์วงจรอุตสาหกรรม (Industrial Life Cycle) สภาพการตลาดและการแข่งขัน ตลอดจนอนาคตของอุตสาหกรรมว่าจะมีแนวโน้มอัตราการเจริญเติบโตอย่างไร ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน เช่น นโยบายของรัฐบาลที่จะให้การสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรค โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของระบบภาษีของรัฐบาล โครงสร้างของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท เป็นต้น

## 3. การวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis)

หลังจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม เพื่อศึกษาถึงภาวะการลงทุน และประเภทธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่จะเลือกลงทุนแล้ว ขั้นตอนต่อไปจะเป็นการศึกษาถึงบริษัทที่ควรเลือกลงทุนและราคาหลักทรัพย์ที่ควรเลือกซื้อ ดังนี้

### 3.1 ประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์

ขั้นแรกของการวิเคราะห์บริษัท ผู้วิเคราะห์จะต้องทำความเข้าใจเกี่ยวกับประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์ก่อน ทั้งนี้หลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องอยู่ประเภทเดียวกันกับบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ เนื่องจากการพิจารณาประเภทของหลักทรัพย์นอกจากจะพิจารณาความสามารถในการทำกำไรของบริษัทแล้ว ยังต้องพิจารณาลักษณะความเคลื่อนไหวของราคาว่ามีลักษณะเป็นอย่างไรด้วย

ประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์แบ่งได้ 4 ประเภท คือ

#### 3.1.1 Growth Company และ Growth Stock

Growth Company เป็นบริษัทที่มียอดขายและผลกำไรในอดีตสูงกว่ามาตรฐานในอุตสาหกรรมเดียวกัน บริษัทที่มีลักษณะเป็น Growth Company จะมีความสามารถในการบริหาร และมีความเป็นไปได้ที่จะลงทุนในโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าที่คาดไว้ ดังนั้นผลที่ได้รับก็คือ ยอดขายและผลกำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่ามาตรฐาน และของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

สำหรับ Growth Stock เป็นหุ้นของบริษัทที่กำลังก้าวหน้าและมีผลประกอบการดี และจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเป็นสัดส่วนน้อย เนื่องจากบริษัทนำเอากำไรสะสมเป็นเงินทุนสำหรับใช้ในการขยายกิจการ อัตราเงินปันผลตอบแทนจึงมีระดับต่ำ แต่ราคาหลักทรัพย์มักปรับตัวสูงขึ้นอย่างสม่ำเสมอ

### 3.1.2 Defensive Company และ Defensive Stock

Defensive Company เป็นบริษัทที่จะมีผลกำไรที่มีเสถียรภาพ แม้ว่าในอนาคตสภาพเศรษฐกิจโดยทั่วไปจะตกต่ำก็ตาม ได้แก่ กิจการสาธารณูปโภค บริษัทที่ผลิตและจำหน่ายสินค้าที่จำเป็นแก่การครองชีพ เป็นต้น

สำหรับ Defensive Stock หมายถึง หุ้นของบริษัทที่มีผลการประกอบการและจ่ายเงินปันผลในช่วงที่เศรษฐกิจซบเซาได้ดีกว่าหลักทรัพย์อื่นโดยรวม หลักทรัพย์ประเภทนี้มีการเคลื่อนไหวของราคาอย่างช้าๆ แต่มีแนวโน้มสูงขึ้นตลอดเวลา เมื่อมีการคาดการณ์ว่าภาวะเศรษฐกิจจะเป็นไปในทางลบ ผู้ลงทุนควรสนใจลงทุนในหุ้นประเภทนี้ เนื่องจากลักษณะของหุ้นประเภทนี้ราคามักจะเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก เมื่อภาวะเศรษฐกิจไม่แน่นอนหรือตกต่ำ ลักษณะอีกประการหนึ่งของหลักทรัพย์ประเภทนี้คือ มีความสัมพันธ์ของราคากลับกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ราคาหลักทรัพย์นี้จะลดลง ในทางตรงข้าม ถ้าอัตราดอกเบี้ยทั่วไปลดลงหลักทรัพย์จะมีราคาสูงขึ้น หลักทรัพย์ที่จัดอยู่ในประเภท Defensive Stock ได้แก่ หลักทรัพย์ของกิจการสาธารณูปโภค บริษัทผลิตเครื่องดื่ม บริษัทอาหารและยา เป็นต้น

### 3.1.3 Cyclical Company และ Cyclical Stock

Cyclical Company ผลกำไรและยอดขายของบริษัทจะได้รับผลกระทบโดยตรงจากวัฏจักรธุรกิจ กล่าวคือ ยอดขายและกำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเมื่อเศรษฐกิจขยายตัว และจะลดลงเมื่อเศรษฐกิจหดตัว

Cyclical Stock เป็นหุ้นที่มีลักษณะตรงข้ามกับ Defensive Stock คือ เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีกำไรเปลี่ยนแปลงตามวงจรของธุรกิจ เมื่อภาวะเศรษฐกิจดีขึ้นผลประกอบการของธุรกิจจะดีขึ้นและมีการเจริญเติบโต ราคาของหลักทรัพย์ก็จะสูงขึ้นตาม



ในทางตรงกันข้ามเมื่อภาวะเศรษฐกิจซบเซา ผลประกอบการของธุรกิจจะลดลงอย่างมาก หุ้นประเภทนี้ ได้แก่ หลักทรัพย์ของอุตสาหกรรมประเภทวัสดุก่อสร้าง เยื่อกระดาษและกระดาษ เครื่องมือและเครื่องจักร ยานพาหนะและอุปกรณ์วัสดุก่อสร้าง รวมทั้งอุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าฟุ่มเฟือย

### 3.1.4 Speculative Company และ Speculative Stock

Speculative Company คือ บริษัทที่ได้รับผลตอบแทนสูงในขณะที่ยอมรับระดับความเสี่ยงที่สูง บริษัทที่จัดอยู่ในประเภทนี้ ได้แก่ บริษัทที่ริเริ่มคิดค้นสิ่งใหม่ๆ ที่ค่อนข้างใช้ความเสี่ยงสูง เช่น การขุดเจาะน้ำมัน เหมืองแร่ เป็นต้น

สำหรับ Speculative Stock เป็นหลักทรัพย์ที่ดึงดูดผู้ลงทุนที่ต้องการเก็งกำไรในระดับสูง ไม่มีความมั่นคงถาวร และมีการปรับตัวขึ้นลงอย่างรวดเร็วตามอุปสงค์และอุปทานของตลาด ดังนั้นจึงมีอัตราความเสี่ยงสูงมาก

หลังจากที่ทำความเข้าใจเกี่ยวกับประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์แล้ว ลำดับต่อไปคือการวิเคราะห์บริษัททั้งการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis)

## 3.2 การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis)

การวิเคราะห์บริษัทเชิงคุณภาพ เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ข้อมูลที่สำคัญที่ใช้ในการวิเคราะห์ ได้แก่

### 3.2.1 ขนาดของบริษัท (Size of the Firm)

ผู้วิเคราะห์ควรจะพิจารณาขนาดของแต่ละบริษัท ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความได้เปรียบมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง และได้เปรียบในด้านสภาพการแข่งขันในตลาด เป็นต้น

### 3.2.2 อัตราการขยายตัวในอดีต (Past Rate of Growth)

ในการประมาณการผลกำไรของบริษัทในอนาคตเพื่อคำนวณหามูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท ผู้วิเคราะห์อาจใช้อัตราการขยายตัวในอดีตเป็นบรรทัดฐาน ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่อัตราการขยายตัวในอนาคตจะเท่ากับอัตราการขยายตัวในอดีต หรือในกรณีที่บริษัทมีจุดเด่นหรือข้อได้เปรียบที่แสดงให้เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่จะพัฒนาก้าวหน้า ทั้งจากการเปรียบเทียบกับข้อมูลในอดีตและมาตรฐานอุตสาหกรรม อัตราการขยายตัวก็น่าจะสูงขึ้น

### 3.2.3 ลักษณะของผลิตภัณฑ์ (Nature of the Products)

ลักษณะของสินค้าในบริษัทเป็นลักษณะใด หากเป็นสินค้าที่จำเป็นในชีวิตประจำวัน อุปสงค์ในสินค้าจะมีเสถียรภาพมาก ซึ่งจะส่งผลให้กำไรของบริษัทที่ผลิตหรือจำหน่ายสินค้านั้นมีเสถียรภาพมากกว่าสินค้าประเภทอื่น

### 3.2.4 ชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์ (Brand Names)

กรณีที่บริษัทมีชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์เป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายและเป็นที่ยอมรับต่อบุคคลทั่วไป โอกาสในการทำกำไรของธุรกิจก็สูงขึ้นด้วย

### 3.2.5 โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

โครงสร้างเงินทุนจะแตกต่างกันไปตามนโยบายของแต่ละบริษัท ธุรกิจที่มีโครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ ย่อมจะมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่าธุรกิจที่มีเงินทุนส่วนใหญ่มาจากหนี้สิน

### 3.2.6 การกระจายของผลิตภัณฑ์ (Product Diversification)

ธุรกิจที่ผลิตหรือจำหน่ายสินค้าและบริการหลายชนิดและมีชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์หลายชื่อ ย่อมจะสามารถมีส่วนแบ่งในตลาดได้มากกว่าธุรกิจที่มีกระจายของผลิตภัณฑ์น้อย และย่อมสามารถลดความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่แน่นอนของการประกอบการได้มากกว่า

### 3.2.7 ผู้บริหารระดับสูง (Top Management)

คณะผู้บริหารนับเป็นทรัพยากรที่มีค่ายิ่งของธุรกิจ หากผู้บริหารของบริษัทใดมีความสามารถในการบริหาร และเสริมสร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างผู้ได้บังคับบัญชา รวมทั้งมีประสบการณ์และความชำนาญในการประกอบธุรกิจประเภทนั้นแล้ว ย่อมจะทำให้การดำเนินงานของธุรกิจมีโอกาสประสบความสำเร็จสูง

### 3.2.8 ความสามารถทางด้านการคิดค้นและเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ (Research & Product Development Resources)

บริษัทที่มีความสามารถคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่จะเป็นผู้ริเริ่มและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่นั้นในตลาด หากสินค้านั้นเป็นที่ยอมรับในช่วงแรก บริษัทก็จะสามารถทำกำไรได้สูงโดยปราศจากคู่แข่ง และยังสามารถพัฒนาสินค้านั้นให้มีคุณภาพดียิ่งขึ้นมากกว่าที่คู่แข่งจะตามทัน ทำให้บริษัทมีข้อได้เปรียบกว่าบริษัทที่จะก้าวตามเข้ามาเป็นคู่แข่งในตลาดภายหลัง

### 3.2.8 พนักงาน (Human Resources)

พนักงานเป็นทรัพยากรที่สำคัญของบริษัท การดำเนินงานของบริษัทจะราบรื่นไปด้วยดีและมีประสิทธิภาพก็ย่อมต้องอาศัยบุคลากรภายในบริษัท บริษัทจึงควรพัฒนาด้านทรัพยากรบุคคล เพื่อป้องกันการเปลี่ยนงานบ่อยๆ ซึ่งอาจมีผลกระทบถึงการดำเนินงานและผลกำไรของบริษัท

## 3.3 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis)

เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณของธุรกิจซึ่งมักมีที่มาจากงบการเงินของธุรกิจทั้งในปัจจุบันและที่ผ่านมาเพื่อนำผลที่ได้มาใช้ในการประมาณค่าตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ นอกจากนี้การวิเคราะห์บริษัทเชิงปริมาณ เป็นเครื่องมือชี้ว่าขนาดของธุรกิจนั้นควรเป็นไปในลักษณะใด โดยนำเอาข้อมูลต่างๆ ในงบการเงินมาคำนวณหา

สัดส่วนเปรียบเทียบกันในแต่ละช่วงเวลา และเปรียบเทียบกับธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน แล้วตีความเพื่อหาคำตอบต่างๆ ที่ต้องการ การวิเคราะห์เชิงปริมาณ ประกอบด้วย

### 3.3.1 การวิเคราะห์งบการเงิน (Financial Statement Analysis)

งบการเงิน (Financial Statement) หมายถึง รายงานผลประกอบการทางการเงินของบริษัท ซึ่งจัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาบัญชีหนึ่ง ซึ่งอาจจะเป็นรอบ 3 เดือน 6 เดือน หรือ 12 เดือน เพื่อให้ผู้อ่านงบการเงินได้ทราบถึงฐานะและผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทผู้รายงานงบการเงิน จะกำหนดรอบระยะเวลาการบัญชีประจำปีมาบรรจบ ณ เดือนใดเดือนหนึ่งก็ได้ แต่โดยปกติรอบระยะเวลาบัญชีรายงวด 1 ปี มักจะมาบรรจบ ณ สิ้นปีปฏิทิน คือ วันที่ 31 ธันวาคม

งบการเงิน ประกอบด้วย งบดุล งบกำไรขาดทุน และงบแสดงการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน

#### 1. การวิเคราะห์งบดุล (Balance Sheet Analysis)

งบดุล เป็นงบการเงินที่แสดงสถานภาพทางการเงินของธุรกิจ ในวันสิ้นงวด ณ วันใดวันหนึ่ง โดยงบดุลประกอบด้วยส่วนสำคัญ 3 ส่วนด้วยกัน คือ สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น

ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ เจ้าหนี้ และบุคคลภายนอก สามารถทราบถึงฐานะและความมั่นคงของธุรกิจได้จากงบดุล โดยเฉพาะเจ้าหนี้สามารถทราบว่าธุรกิจนั้นจะอยู่ในฐานะที่ชำระหนี้เมื่อครบกำหนดได้เพียงใด เช่น สามารถวิเคราะห์เพื่อทราบสภาพคล่องของธุรกิจนั้น ซึ่งจะทำให้ทราบถึงความสามารถในการชำระหนี้ได้ นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจตั้งแต่เริ่มกิจการเนื่องจากรายการต่างๆ แสดงตัวเลขในแง่สะสม ทำให้ทราบแนวโน้มของรายการต่างๆ ว่าเป็นไปในทางเพิ่มขึ้นหรือลดลง รวมทั้งความสัมพันธ์ระหว่างรายการหนึ่งกับอีกรายการหนึ่ง ซึ่งเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่าธุรกิจมีสถานภาพเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เครื่องมือในการวิเคราะห์งบดุล ได้แก่

- การวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนตามแนวดิ่ง (Common-size Analysis) เป็นการจัดตัวเลขของแต่ละรายการที่ปรากฏในงบดุลให้เป็นอัตราร้อยละของสินทรัพย์ทั้งหมด เพื่อแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในอัตราส่วนของรายการต่างๆ ในงบดุลเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมด

- Current Asset Proportion เป็นการวิเคราะห์สินทรัพย์แต่ละรายการที่เป็นสินทรัพย์หมุนเวียน เช่น เงินสด ลูกหนี้ และสินค้าคงเหลือ โดยจัดตัวเลขสินทรัพย์แต่ละรายการดังกล่าวเป็นอัตราร้อยละของสินทรัพย์หมุนเวียน เพื่อแสดงให้เห็นว่าการใช้เงินทุนของกิจการเป็นอย่างไร ซึ่งจะสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการจัดการเกี่ยวกับสินทรัพย์หมุนเวียนของบริษัท

- Capital Structure Proportion เป็นการวิเคราะห์เกี่ยวกับโครงสร้างของเงินทุน ซึ่งจะช่วยให้ทราบถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท และเพื่อให้เห็นถึงส่วนของผู้ถือหุ้นให้เด่นชัด พร้อมกับคาดการณ์แนวทางของผู้บริหารที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนดังกล่าว

## 2. การวิเคราะห์งบกำไรขาดทุน (Income Statement

Analysis)

งบกำไรขาดทุน เป็นงบการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง นอกจากนี้การวิเคราะห์โครงสร้างของต้นทุนบริษัทในงบกำไรขาดทุนเป็นการชี้ให้เห็นถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทอีกด้วย

ผลการดำเนินงานของบริษัทในด้านกำไรสุทธิหรือขาดทุนสุทธิ มีผลต่องบดุล กล่าวคือ กรณีมีผลกำไรสุทธิ จะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ส่วนกรณีมีผลขาดทุนสุทธิ ส่วนของผู้ถือหุ้นจะลดลง งบกำไรขาดทุนจึงเป็นงบการเงินที่มีผลต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเกิดจากการดำเนินงานในงวดเวลาหนึ่ง และมีความสัมพันธ์ต่อเนื่องเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของสินทรัพย์ เครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์งบกำไรขาดทุน ได้แก่ การวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนตามแนวดิ่ง (Common-size Analysis)

### 3. การวิเคราะห์งบแสดงการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน (Statement of Changes in Financial Position)

งบแสดงการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน แสดงให้เห็นถึงแหล่งที่มาของเงินทุน (Sources of Funds) และทางที่นำไปของเงินทุน (Uses of Funds) เพื่อทราบว่าในระหว่างปีนั้นเงินทุนของกิจการได้เพิ่มขึ้นหรือลดลงเท่าไร ประกอบด้วย รายการอะไรบ้าง ทำให้นักลงทุนเห็นถึงนโยบายทางการเงินของธุรกิจ คือ การจัดหาเงินทุนเพิ่มเติม การจัดสรรเงินทุนที่มีอยู่ การใช้เงินทุนและผลทางการเงินที่ตามมา การแก้ไขสถานการณ์ทางการเงินเฉพาะหน้า

#### 3.3.2 การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Ratio Analysis)

การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินช่วยให้สามารถประเมินฐานะทางการเงิน และความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ โดยผู้วิเคราะห์อาจนำอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทเทียบกับอัตราส่วนในอดีตที่ผ่านมา หรือเทียบกับบริษัทอื่นที่เป็นคู่แข่ง หรือเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมนั้นๆ โดยทั่วไปการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งออกเป็น 4 ประเภท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546) ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity Ratios) อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratios) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios) และอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage Ratios)

อัตราส่วนแต่ละประเภทจะประกอบด้วยอัตราส่วนต่างๆ ที่นิยมใช้เป็นจำนวนมากนอกจากนี้ยังมีอัตราส่วนที่ผู้วิเคราะห์สามารถกำหนดเองเพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างรายการต่างๆ ตามความต้องการและวัตถุประสงค์ที่สนใจ ดังนั้นในรายละเอียดของอัตราส่วนทางการเงินแต่ละประเภท ผู้วิจัยขอกล่าวถึงเพียงรายละเอียดของอัตราส่วนทางการเงินที่จะนำมาใช้ศึกษาในงานวิจัยต่อไปเท่านั้น

##### 3.3.2.1 อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio)

อัตราส่วนในประเภทนี้แสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการ โดยพิจารณาจากเงินสดและสินทรัพย์ใกล้เคียงเงินสดที่กิจการมีอยู่ในขณะใดขณะหนึ่งว่าเพียงพอที่จะจ่ายภาระผูกพันระยะสั้น คือ หนี้สินหมุนเวียนต่างๆ หรือไม่อย่างไร

อัตราส่วนสภาพคล่องที่นิยมใช้กันทั่วไป เช่น อัตราส่วนหมุนเวียน อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว อัตราเงินสด อัตรากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เป็นต้น

สำหรับอัตราส่วนสภาพคล่องที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ คือ

#### - อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current ratio)

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงฐานะทางการเงินระยะสั้น หรือความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นของธุรกิจ ซึ่งความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นจะมีมากน้อยเพียงใดนั้นขึ้นอยู่กับว่ากิจการมีเงินสดหรือสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสด ในระยะเวลาอันสั้นเป็นจำนวนมากน้อยเพียงใด ดังนั้นการเปรียบเทียบสินทรัพย์หมุนเวียนว่ามีจำนวนเป็นกี่เท่าของหนี้สินหมุนเวียนจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นของกิจการ กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนที่คำนวณได้มีค่าต่ำ แสดงว่ากิจการอาจไม่สามารถชำระหนี้สินระยะสั้นได้เมื่อครบกำหนดและอาจถูกฟ้องล้มละลายได้ แต่ถ้าอัตราส่วนที่คำนวณได้มีค่าสูงแสดงว่ากิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินระยะสั้นหรือมีความคล่องตัวสูงในการชำระหนี้ กิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากพอที่จะชำระหนี้ได้เร็ว เจ้าหนี้ระยะสั้นจะให้ความสำคัญต่ออัตราส่วนนี้มาก เนื่องจากแสดงถึงโอกาสที่จะได้รับชำระหนี้ว่ามีอยู่มากหรือน้อย

#### 3.3.2.2 อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio)

อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงานเป็น อัตราส่วนที่แสดงความสามารถของฝ่ายบริหารในการดำเนินงานซึ่งวัดจากรายได้ที่หามาได้กับจำนวนเงินที่ลงทุนหรือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นซึ่งเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างผลสำเร็จกับความพยายามว่าเหมาะสมหรือไม่ อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่นิยมใช้ทั่วไป เช่น อัตราการหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ อัตราการหมุนเวียนของเจ้าหนี้ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม เป็นต้น

สำหรับอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่นำมาใช้  
ในงานวิจัยนี้คือ

- อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total asset turnover)

$$\text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการว่าสามารถทำให้เกิดยอดขายกลับมาอย่างน้อยเพียงใด ถ้าอัตราส่วนนี้ยิ่งสูง แสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพสูงในการใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่ก่อให้เกิดยอดขาย

### 3.3.2.3 อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios)

อัตราส่วนในประเภทนี้แสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานทั้งหมดของธุรกิจโดยสามารถวัดได้จากทั้งด้านการขายและการลงทุน กล่าวคือ กิจการอาจวัดความสามารถในการทำกำไรโดยเทียบกับยอดขายซึ่งจะสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างผลตอบแทนส่วนที่เหลือกลับคืนไปยังกิจการ หรือ วัดความสามารถในการทำกำไรโดยวัดผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งอาจวัดในรูปของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อโครงสร้างเงินทุน หรืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่นิยมใช้ทั่วไป ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากค่าขาย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อโครงสร้างเงินทุน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้น

สำหรับอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ คือ

- อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets)



$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรสุทธิ+ดอกเบี้ยจ่าย สุทธิจากภาษีเงินได้}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

หรือ

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรสุทธิ+ ดอกเบี้ยจ่าย (1-อัตราภาษี)}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยกำไรที่นำมาคำนวณอัตราผลตอบแทนเป็นกำไรก่อนรายการพิเศษบวกกลับด้วยดอกเบี้ยจ่ายเพื่อให้กำไรเป็นกำไรก่อนหักต้นทุนของการจัดหาเงินทุน และยังเป็นประโยชน์ต่อผู้วิเคราะห์ในการเปรียบเทียบอัตราส่วนนี้ระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกันได้ง่ายขึ้น และเนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีเงินได้ได้ ดังนั้นดอกเบี้ยจ่ายที่นำมาบวกกลับกับกำไรสุทธิหลังภาษีเงินได้จึงเป็นดอกเบี้ยจ่ายสุทธิจากภาษีเงินได้ด้วย

#### - อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash Flow Return on Assets)

$$\begin{array}{l} \text{อัตราผลตอบแทนในรูป -} \\ \text{กระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม} \end{array} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}}{\text{ก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายที่เป็นเงินสด}} \div \text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}$$

อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการแต่เป็นการพิจารณาถึงผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ในรูปของกระแสเงินสด ถ้าอัตราส่วนที่คำนวณได้ยิ่งสูงแสดงว่ากิจการใช้สินทรัพย์ได้ค่อนข้างมีประสิทธิภาพ และเนื่องจากผลตอบแทนที่วัดจากกำไรสุทธิที่คำนวณตามเกณฑ์คงค้างกับกระแสเงินสดที่ได้จากการดำเนินงานซึ่งเป็นเกณฑ์เงินสดนั้นมีความแตกต่างกัน ความแตกต่างระหว่างกำไรสุทธิกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจึงเป็นสิ่งบ่งชี้ถึงคุณภาพของกำไรของกิจการว่ากำไรที่กิจการมีสามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดได้เพียงไร หากความแตกต่างระหว่างกำไรตามเกณฑ์คงค้างกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีน้อยแสดงว่ากำไรเป็นกำไรที่มีคุณภาพ ดังนั้นหากอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่ากำไรของกิจการนั้นถือว่ามีคุณภาพสูง ในงานวิจัยนี้จึงนำอัตราส่วนนี้มาใช้ในการศึกษาด้วย

### - อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross Profit Margin)

$$\text{อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย} = \frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{ยอดขาย}}$$

อัตราส่วนนี้เป็นอีกอัตราส่วนหนึ่งที่นิยมนำมาใช้ในการวัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างยอดขายกับต้นทุนขาย ยิ่งกิจการสามารถควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานได้มากเท่าไรก็ยิ่งเพิ่มศักยภาพในการทำกำไรได้มากเท่านั้น ดังนั้นถ้าอัตราส่วนนี้ยิ่งสูงแสดงว่ากิจการมีความสามารถในการควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่ายการดำเนินงานได้ดีทำให้มีกำไรขั้นต้นที่ได้จากยอดขายสูง

### 3.3.2.4 อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนหรืออัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage Ratios)

อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนหรืออัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ เป็นอัตราส่วนที่ช่วยให้ผู้วิเคราะห์สามารถประเมินความเสี่ยงต่อการชำระหนี้ในระยะยาวและความสามารถในการทำกำไรในอนาคต การที่กิจการจะสามารถชำระหนี้ได้นั้นส่วนหนึ่งก็ขึ้นอยู่กับความสามารถในการสร้างรายได้ที่เพียงพอที่จะจ่ายค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและดอกเบี้ย อัตราส่วนที่นิยมใช้โดยทั่วไป ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย อัตราส่วนจ่ายฝ้ายทุนและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สิน อัตราส่วนเจ้าหนี้การค้าต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนที่นำมาใช้งานวิจัยนี้ คือ

### - อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity ratio)

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงโครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure) ของกิจการว่ามีสัดส่วนของหนี้สินรวมของกิจการเมื่อเทียบกับส่วนของทุนหรือส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นเท่าใด เป็นการวัดว่ากิจการใช้เงินทุนจากภายนอก (จากการกู้ยืม) เมื่อเทียบกับทุนภายในของกิจการเองว่ามีสัดส่วนเท่าใด ซึ่งหนี้สินเป็นแหล่งเงินทุนที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายไม่ว่าผลการดำเนินงานจะเป็นอย่างไร ถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงสูง

### 3.4 การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

วัตถุประสงค์ของการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ คือการหามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญเพื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญเพื่อพิจารณาว่าหุ้นสามัญมีราคาตลาดสูงกว่าหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หากพบว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ (Underpriced) ก็ควรซื้อหุ้นสามัญนั้น แต่หากพบว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่คำนวณได้ (Overpriced) ก็ไม่ควรซื้อหุ้นสามัญนั้น หรือหากถือหุ้นสามัญนั้นอยู่ก็ควรขายหุ้นสามัญนั้นไป

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### 2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานกับผลตอบแทนของหุ้น

Ou และ Penman (1989) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต จากการศึกษาแสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนทางการเงินซึ่งเป็นข้อมูลจากงบการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณชนนั้นมีความสามารถในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตได้อย่างแม่นยำ

ต่อมา Lev และ Thiagarajan (1993) ได้เลือกปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน 12 ปัจจัยที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ให้ความสนใจในการนำไปใช้ประเมินราคาหลักทรัพย์ มาศึกษาถึงความมีคุณค่าส่วนเพิ่มของข้อมูลปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ในการอธิบายผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้น (excess stock return) ซึ่งปัจจัยพื้นฐาน 12 ปัจจัยที่นำมาใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ สินค้าคงเหลือ ลูกหนี้ ค่าใช้จ่ายในการลงทุน ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สักรองหนี้สงสัยจะสูญ อัตราผลตอบแทนของภาษี (Effective tax rate) สินค้าค้างส่ง (Order

backlog) กำลังแรงงาน (Labor force) กำไรจากการตีราคาสินค้าคงเหลือโดยวิธีเข้าหลังออกก่อน (Lifo earning) ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบมีเงื่อนไข (Audit qualification) ผู้วิจัยทำการทดสอบโดยใช้สมการถดถอยสองสมการ สมการแรกเป็นสมการถดถอยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้น เปรียบเทียบกับสมการที่สองซึ่งเป็นสมการถดถอยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรร่วมกับปัจจัยพื้นฐาน 12 ปัจจัยกับผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้น ผลการศึกษาพบว่า ค่าความสัมพันธ์ (adjusted  $R^2$ ) ของสมการที่สองที่นำปัจจัยพื้นฐาน 12 ปัจจัยเข้าไปร่วมในการศึกษาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนส่วนเกินเพิ่มขึ้นจากค่า  $R^2$  ของสมการแรก ประมาณ 70% แสดงให้เห็นว่าปัจจัยพื้นฐานมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้น

Abarbanell และ Bushee (1997) ได้แสดงถึงการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนโดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน โดยนำปัจจัยพื้นฐาน 9 ปัจจัยที่ใช้ในงานวิจัยของ Lev และ Thiagarajan (1993) ได้แก่ สินค้าคงเหลือ ลูกหนี้ ค่าใช้จ่ายในการลงทุน กำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร อัตราผลกระทบบของภาษี กำไรจากการตีราคาสินค้าคงเหลือโดยวิธีเข้าหลังออกก่อน ความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบมีเงื่อนไข และกำลังแรงงาน มาทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยพื้นฐานแต่ละตัวกับกำไรในอนาคต โดยใช้สมการถดถอย เพื่อพิจารณาว่า การเปลี่ยนแปลงของกำไรในปัจจุบันและปัจจัยพื้นฐานดังกล่าว มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตอย่างไร โดยพบว่าสินค้าคงเหลือ กำไรขั้นต้น อัตราผลกระทบบของภาษี กำไรจากการตีราคาสินค้าคงเหลือโดยวิธีเข้าหลังออกก่อน กำลังแรงงาน มีความสัมพันธ์กับกำไรในหนึ่งปีข้างหน้าอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร และความเห็นของผู้สอบบัญชีแบบมีเงื่อนไข ไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรในหนึ่งปีข้างหน้า นอกจากนี้การนำปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ ไปรวมกับกำไรในปัจจุบันเพื่อพยากรณ์กำไรในอนาคต ปรากฏว่าค่าความสัมพันธ์ที่มีการนำปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ร่วมในการพยากรณ์นั้น ดีกว่าการใช้เพียงแต่กำไรในปัจจุบันเพียงตัวเดียวในการพยากรณ์ นอกจากนี้ Abarbanell และ Bushee (1998) ได้ทำการทดสอบโดยใช้สมการถดถอยเพื่อพิจารณาว่า การทบทุนการพยากรณ์ในหนึ่งปีข้างหน้า และระยะยาว มีผลต่อกำไรเกินคาดหวัง (Abnormal return) อย่างไร ซึ่งพบว่าการทบทุนการพยากรณ์ในระยะสั้นและยาว มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับกำไรเกินคาดหวัง (Abnormal return)

สำหรับในประเทศไทยมีงานวิจัยของ ทรงภพ (2546) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินคาดหวังกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย โดยตัวแปรปัจจัยพื้นฐานทางการเงินที่ผู้วิจัยนำมาศึกษาครั้งนี้แบ่งเป็น 4 กลุ่ม 13 ตัวแปร ได้แก่ กลุ่มที่ 1 การทำกำไรของบริษัท ประกอบด้วย ผลต่างระหว่างการเปลี่ยนแปลงของกำไรขั้นต้นกับการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนยอดขายต่อค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร อัตรารส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กลุ่มที่ 2 อัตรารส่วนสภาพคล่อง ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนการหมุนเวียนของลูกหนี้ การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน กลุ่มที่ 3 ประสิทธิภาพในการบริหารงาน ประกอบด้วย การเติบโตของยอดขาย การเปลี่ยนแปลงอัตรารส่วนกำไรขั้นต้น การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และกลุ่มที่ 4 โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การเปลี่ยนแปลงของอัตรารส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ผลการศึกษาพบว่า มีเพียงอัตรารส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของอัตรารกำไรขั้นต้น ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินคาดหวังในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน สำหรับอัตรารส่วนอื่นที่ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานผู้วิจัยได้ให้เหตุผลว่า อาจเนื่องมาจากในช่วงเวลาของข้อมูลที่นำมาศึกษาเป็นช่วงที่ประเทศไทยประสบภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจ นักลงทุนจึงไม่มีความเชื่อมั่นในตัวบริษัท นอกจากนี้ในการลงทุนนักลงทุนส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทและลงทุนในบริษัทที่มีผลประกอบการในด้านการทำกำไรที่ดี จึงอาจเป็นอีกเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ผลการศึกษาครั้งนี้มีเพียงสองอัตรารส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินคาดหวังอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### 2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการทดสอบความมีประสิทธิภาพของการใช้ปัจจัยพื้นฐานในการวิเคราะห์หลักทรัพย์

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการทดสอบความมีประสิทธิภาพของการใช้ปัจจัยพื้นฐานในการวิเคราะห์หลักทรัพย์นั้น มีงานวิจัยของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) โดยที่ Piotroski (2000) ทำการศึกษาเกี่ยวกับ การนำวิธีวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) มาใช้ในการพัฒนากลยุทธ์การลงทุนในบริษัทที่มีอัตรารส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาด (book-to-market) สูง ผู้วิจัยได้อ้างเหตุผลว่างบการเงินในอดีตนั้นเป็นที่มาที่สำคัญสำหรับการวิเคราะห์มูลค่าของบริษัท Piotroski จึงนำปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน จำนวน 9 ปัจจัย ประกอบด้วย อัตรารผลตอบแทนจากสินทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลง

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ รายการคงค้าง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพเสี่ยง การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนสภาพคล่อง การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนกำไรขั้นต้น การเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์ มาใช้ในการวิเคราะห์กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูง เพื่อแยกบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดังกล่าวออกเป็นบริษัทที่มีผลตอบแทนจากหุ้นสูง (winner) ออกจากบริษัทที่มีผลตอบแทนของหุ้นต่ำ (loser) ผลการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์ที่ปัจจัยพื้นฐานนั้นช่วยให้สามารถแยกบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูง ออกเป็นบริษัทที่ให้ผลตอบแทนสูงและบริษัทที่ให้ผลตอบแทนต่ำได้ ซึ่งการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในบริษัทที่ให้ผลตอบแทนสูงได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

ต่อมา Mohanram (2003) ได้ศึกษาถึงประสิทธิผลของการใช้วิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินเช่นเดียวกับ Piotroski แต่ต่างกันตรงกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา โดย Piotroski เลือกบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูงเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา แต่ Mohanram เลือกบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดต่ำ เป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเพื่อทดสอบว่า การใช้วิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่สามารถแยกบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดต่ำ ออกเป็นบริษัทที่มีผลตอบแทนสูง (winner) และบริษัทที่มีผลตอบแทนต่ำ (loser) ได้ เช่นเดียวกับตามงานวิจัยของ Piotroski หรือไม่ ปัจจัยพื้นฐานที่นำมาศึกษานอกจากปัจจัยพื้นฐาน 9 ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาของ Piotroski(2000) แล้ว Mohanram ได้เพิ่มปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการเติบโตของบริษัท ได้แก่ ความมีเสถียรภาพของกำไร ความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขาย ผลต่างระหว่างอัตรากำไรเติบโตของกำไรกับอัตรากำไรเติบโตของยอดขาย ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา รายจ่ายฝ่ายทุน และค่าโฆษณา อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยที่ได้ สนับสนุนผลการวิจัยของ Piotroski กล่าวคือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงินนั้น สามารถแยกกลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดต่ำ ออกเป็นบริษัทที่มีผลตอบแทนสูง (Winner) และบริษัทที่มีผลตอบแทนต่ำ (Loser) ได้

สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการทดสอบประสิทธิผลของการใช้ปัจจัยพื้นฐานในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ในประเทศไทย มีงานวิจัยของ นพดล (2546) ที่ทำการศึกษาถึงกลยุทธ์การเลือกหลักทรัพย์ลงทุนโดยพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตามบัญชีของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2544 ซึ่งมีอยู่ทั้งหมดจำนวน 312 หลักทรัพย์ แต่ผู้วิจัยเลือกหลักทรัพย์ที่จะนำมาเป็นตัวอย่างในการศึกษา โดยคำนวณหาอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดของแต่ละหลักทรัพย์

และนำอัตราส่วนดังกล่าวของทุกหลักทรัพย์มาหาค่าเฉลี่ย ซึ่งได้ เท่ากับ 1.92 และเลือกเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูงกว่า 1.92 ซึ่งมีจำนวน 84 หลักทรัพย์มาเป็นตัวอย่างในการศึกษา จากนั้นทำการแบ่งหลักทรัพย์จำนวน 84 หลักทรัพย์ดังกล่าวออกเป็นกลุ่มลงทุน โดยใช้เกณฑ์การพิจารณาอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์และอัตราส่วนทางการเงินเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่ม อัตราส่วนทางการเงินที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ประกอบด้วย 1. อัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น 2. อัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารสภาพคล่อง ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 3. อัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการบริหาร การปฏิบัติงาน ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย การเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรสุทธิของผู้ถือหุ้น ผู้วิจัยนำอัตราส่วนดังกล่าวทั้ง 6 อัตราส่วนมาเปรียบเทียบเป็นคะแนน โดยกำหนดว่าหากอัตราส่วนมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่เป็นผลดีต่อกิจการ แต่ละอัตราส่วนจะมีค่าเท่ากับ 1 คะแนน และในทำนองกลับกันหากอัตราส่วนมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ไม่เป็นผลดีต่อกิจการจะมีคะแนนเท่ากับ 0 คะแนน ซึ่งจะทำให้คะแนนรวมของอัตราส่วนทางการเงินอยู่ระหว่าง 0-6 คะแนน ผู้วิจัยแบ่งหลักทรัพย์จำนวน 84 หลักทรัพย์ที่เลือกมาเป็นตัวอย่างในการศึกษา ออกเป็นกลุ่มดังนี้

1. กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูงและมีคะแนนจากอัตราส่วนทางการเงินสูง
2. กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูงแต่มีคะแนนจากอัตราส่วนทางการเงินต่ำ
3. กลุ่มที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดต่ำ
4. กลุ่มที่มีระดับคะแนนจากอัตราส่วนทางการเงินสูง
5. กลุ่มที่มีระดับคะแนนจากอัตราส่วนทางการเงินต่ำ

นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้เลือกหลักทรัพย์อีก 2 กลุ่มโดยวิธีสุ่ม ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนมีคะแนนที่ได้จากอัตราส่วนทางการเงินสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาตลาดของหลักทรัพย์ และเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ หากอัตราส่วนทางการเงินมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ดีขึ้นราคาตลาดของหลักทรัพย์ก็มีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงเพิ่มสูงขึ้นด้วย ในทำนองเดียวกันหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนทางการเงินไม่เปลี่ยนแปลง หรือเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ลดลง แนวโน้มราคาตลาดของหลักทรัพย์ก็จะทรงตัวหรือมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงลดลงด้วย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสรุปว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์โดยตรงต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหลักทรัพย์ ซึ่งผลที่ได้นี้แสดงให้เห็นว่า การพิจารณาปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้ เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary data) คือ ข้อมูลจากงบการเงินและข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งรวบรวมจากฐานข้อมูล SET – SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 3.1 สมมติฐานในการวิจัย

เนื่องจากการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เป็นวิธีการที่นักลงทุนทำการวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ได้แก่ ปัจจัยพื้นฐานด้านภาวะเศรษฐกิจ ภาวะการเมือง ปัจจัยด้านภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และปัจจัยที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน รวมทั้งฐานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เพื่อใช้ในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์และพิจารณาว่าควรลงทุนในหลักทรัพย์นั้นหรือไม่ และจากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยของต่างประเทศ [Ou และ Penman (1989), Lev และ Thiagarajan (1993), Abarbanell และ Bushee(1997)] พบว่า ปัจจัยพื้นฐานมีความสัมพันธ์กับกำไรและผลตอบแทนในอนาคต นอกจากนี้ จากการศึกษาของ นพดล (2546) พบว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์โดยตรงต่อการเปลี่ยนแปลงราคาตลาดของหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่า การใช้อัตราส่วนทางการเงินซึ่งเป็นวิธีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน แต่เนื่องจากการศึกษาของ นพดล (2546) ทำการศึกษาจากหลักทรัพย์และข้อมูลจากงบการเงินเพียง ปี พ.ศ. 2544 และเลือกเพียงหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดสูงมาใช้ในการศึกษาเท่านั้น ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาเพื่อทดสอบว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมีผลต่อผลตอบแทนในอนาคตอย่างไร โดยขยายการศึกษาเป็นศึกษาหลักทรัพย์ของบริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีรอบระยะเวลาสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2545 ถึง วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2547 และผู้วิจัยตั้งสมมติฐานสำหรับการวิจัยครั้งนี้คือ



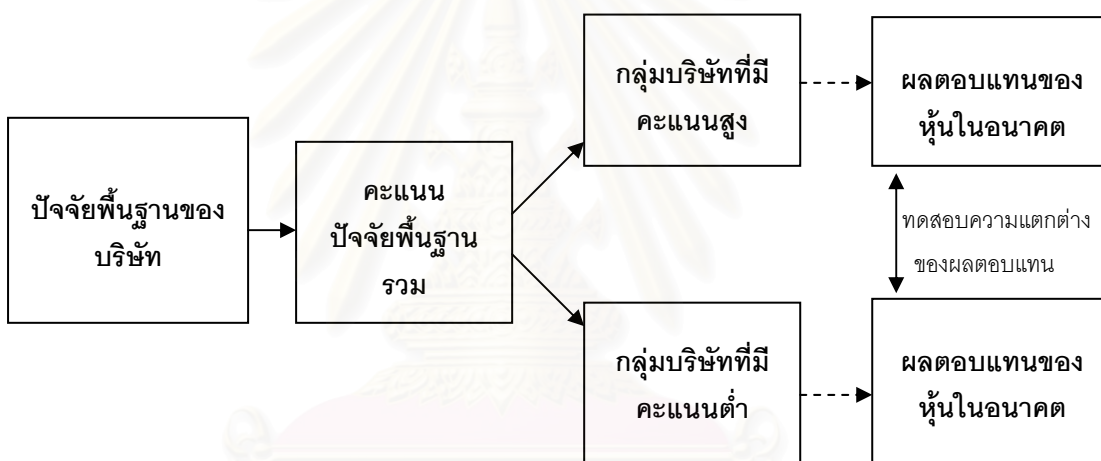
หุ้นที่มีคะแนนของปัจจัยพื้นฐานสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้น มากกว่า หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำ

### 3.2 กรอบแนวคิดในการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ว่ามีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตอย่างไร โดยสามารถเขียนเป็นกรอบแนวคิดตามที่แสดงไว้ในภาพที่

3.1

ภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดการวิจัย



### 3.3 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยครั้งนี้ เป็นงานวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary data) คือ จากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัท ซึ่งรวบรวมจากฐานข้อมูลจาก SET – SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ ปัจจัยพื้นฐาน ว่ามีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตอย่างไร ดังนั้นข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบไปด้วย ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐาน และข้อมูลเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนของหุ้น ข้อมูลดังกล่าวจะนำมาพิจารณาและกำหนดเป็นตัวแปรต่างๆ เพื่อทำการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

#### 3.4.1 ปัจจัยพื้นฐาน

การศึกษานี้ผู้วิจัยทำการแบ่งปัจจัยพื้นฐานที่ต้องการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่ม คือ ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน และ ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ซึ่งปัจจัยดังกล่าวเป็นปัจจัยเดียวกับที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยของ Piotroski(2000) และ Mohanram(2003) ปัจจัยพื้นฐานในแต่ละด้านจะประกอบด้วยตัวแปรต่างๆ รายละเอียดการคำนวณและการพิจารณาดังต่อไปนี้

##### 3.4.1.1 ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน

ข้อมูลนำมาศึกษาในปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินคือ ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ อัตราส่วนที่นำมาใช้ในการศึกษา ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่องและการสร้างเงินสด อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน ข้อมูลดังกล่าวจะถูกพิจารณาและกำหนดเป็นตัวแปรในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน ซึ่งตัวแปรในกลุ่มนี้จะมีทั้งหมด 14 ตัวแปร โดยแทนตัวแปรแต่ละตัวด้วย F1 ถึง F14 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ เป็นตัวแปรที่ถูกใช้ในงานวิจัยของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003) และตัวแปรที่ผู้วิจัยพิจารณาเพิ่มขึ้น เพื่อให้เหมาะสมยิ่งขึ้น รายละเอียดเกี่ยวกับข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและข้อมูลจากงบการเงินที่เกี่ยวข้อง การคำนวณ การพิจารณาและกำหนดตัวแปรดังกล่าวข้างต้น มีดังนี้

##### ตัวแปรกลุ่มที่ 1 : F1 ถึง F3

อัตราส่วนสภาพคล่องและการสร้างเงินสด (Liquidity Ratio and Cash generation)

ตัวแปรในกลุ่มนี้จะให้ค่าคะแนนโดยพิจารณาจากอัตราส่วนสภาพคล่องและการสร้างเงินสดของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่องที่นำมาใช้ในพิจารณา คือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current ratio) คำนวณโดย

$$\text{อัตราส่วนทุนหมุนเวียน} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

และ สำหรับการสร้างเงินสดของบริษัท จะพิจารณาจากข้อมูลการออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งจากข้อมูลอัตราส่วนทุนหมุนเวียนและการออกหุ้นเพิ่มทุนนี้ จะพิจารณาให้ค่าคะแนนตัวแปร F1 – F3 ดังนี้

F1 เปรียบเทียบอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของบริษัทปีปัจจุบันกับปีก่อน หาก อัตราส่วนทุนหมุนเวียนปีปัจจุบัน มากกว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนปีก่อน ( $Liq_t > Liq_{t-1}$ ) จะให้ค่าคะแนน เท่ากับ 1 และ เท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

F2 เปรียบเทียบอัตราส่วนทุนหมุนเวียนปีปัจจุบันกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยที่อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่นำมาเปรียบเทียบจะคำนวณค่าเฉลี่ยจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของทุกบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมที่นำมาศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ หากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของบริษัทปีปัจจุบัน มากกว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ( $Liq_t > Indus\_Mean$ ) จะให้ค่าคะแนน เท่ากับ 1 และ เท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

F3 พิจารณาว่าบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ หากบริษัทไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแสดงว่าบริษัทนั้นมีสภาพคล่องที่ดี จะให้ค่าคะแนน เท่ากับ 1 และเท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

## ตัวแปรกลุ่มที่ 2 : F4 ถึง F5

### อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratios)

ตัวแปรในกลุ่มนี้จะให้ค่าคะแนน โดยพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ อัตราส่วนที่จะนำมาทำการพิจารณา คือ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset turnover) ซึ่งคำนวณโดย

$$\text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์} = \frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}$$

จากอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ข้างต้น จะพิจารณาให้ค่าคะแนน F4 - F5 ดังนี้

F4 เปรียบเทียบอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ของบริษัทปีปัจจุบันกับปีก่อน หากอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ปีปัจจุบันมากกว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ปีก่อน ( $\text{Turn}_t > \text{Turn}_{t-1}$ ) จะให้ค่าคะแนน เท่ากับ 1 และเท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

F5 เปรียบเทียบอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ของบริษัทกับอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม ซึ่งอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่นำมาเปรียบเทียบจะคำนวณค่าเฉลี่ยจากอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ของทุกบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมที่นำมาศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ หากอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ของบริษัท มากกว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม ( $\text{Turn}_t > \text{Indus\_Mean}$ ) จะให้ค่าคะแนนเท่ากับ 1 และเท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

## ตัวแปรกลุ่มที่ 3 : F6 ถึง F12

### อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร(Profitability Ratio)

ตัวแปรในกลุ่มนี้จะให้ค่าคะแนนโดยพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์จากอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ที่นำมาใช้ในการศึกษานี้ มี 3 อัตราส่วน คือ 1.อัตรา

ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) 2.อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ (Cash Flow Return on Assets) 3.อัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขาย

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ใช้พิจารณาให้ค่าคะแนน F6 - F8 ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ คำนวณโดย

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} (1 - \text{อัตราภาษี})}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

F6 พิจารณาจากค่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่ได้จากการคำนวณ ว่ามีค่าเป็นบวกหรือลบ หากอัตราผลตอบแทนของบริษัทมีค่าเป็นบวกแสดงถึงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรหรือบริษัทมีผลกำไรจากการดำเนินงาน ( $ROA_t > 0$ ) ซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท จะให้ค่าคะแนนตัวแปร เป็น 1 แต่หากอัตราผลตอบแทนของบริษัทมีค่าเป็นลบแสดงว่าบริษัทมีผลขาดทุนจากการดำเนินงาน ดังนั้นให้ค่าคะแนนตัวแปรเป็น 0

F7 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทปีปัจจุบันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีก่อน หากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีปัจจุบันมากกว่าปีก่อน ( $ROA_t > ROA_{t-1}$ ) แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น ซึ่งส่งผลดีต่อบริษัท ดังนั้นจะให้คะแนนตัวแปร เป็น 1 หากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในปีปัจจุบันเท่ากับ หรือ น้อยกว่าปีก่อน แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรคงที่หรือลดลง ซึ่งเป็นผลเสียต่อบริษัท ดังนั้นให้ค่าคะแนนตัวแปร เป็น 0

F8 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทปีปัจจุบันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม ซึ่งอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่นำมาเปรียบเทียบจะคำนวณค่าเฉลี่ยจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของทุกบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมที่นำมาศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ หากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท มากกว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม ( $ROA_t > Indus\_Mean$ ) จะให้ค่าคะแนน เท่ากับ 1 และเท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

2. อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ (Cash Flow Return on Assets) ใช้พิจารณาให้ค่าคะแนน F9 ถึง F10 ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์คำนวณโดย

$$\frac{\text{อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์}}{\text{อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์}} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายที่เป็นเงินสด}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$$

F9 พิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ (CFROA) มีค่าเป็นบวกหรือลบ หากอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัทมีค่าเป็นบวก ( $CFROA_t > 0$ ) แสดงถึงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรหรือบริษัทมีผลกำไรจากการดำเนินงาน ซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท จะให้ค่าคะแนนตัวแปร เป็น 1 แต่หากอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ของบริษัทมีค่าเป็นลบแสดงว่าบริษัทมีผลขาดทุนจากการดำเนินงาน ดังนั้นจะให้ค่าคะแนนตัวแปรเป็น 0

F10 เปรียบเทียบอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับอัตราส่วนผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ (CFROA) หากอัตราส่วนผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ มากกว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์แสดงว่า การทำกำไรหรือความสามารถในการทำกำไรของบริษัทนั้นมีประสิทธิภาพซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท จะให้ค่าคะแนนตัวแปรเป็น 1 แต่ถ้าอัตราส่วนผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ น้อยกว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แสดงว่า การทำกำไรหรือความสามารถในการทำกำไรของบริษัทนั้นไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นจะให้ค่าคะแนนตัวแปรเป็น 0

3. อัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขาย ใช้ในการพิจารณาค่าคะแนนตัวแปร F11 และ F12 ซึ่งอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขาย คำนวณโดย

$$\text{อัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขาย} = \frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{ยอดขาย}}$$

F11 เปรียบเทียบอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของบริษัทปีปัจจุบันกับอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีก่อน หากอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของบริษัทปีปัจจุบัน

มากกว่าปีก่อน แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น ซึ่งส่งผลดีต่อบริษัท ดังนั้นจะให้คะแนนตัวแปร เป็น 1 หากอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายปีปัจจุบันเท่ากับ หรือ น้อยกว่าปีก่อน แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรคงที่หรือลดลง ซึ่งเป็นผลเสียต่อบริษัท ดังนั้นจะให้ค่าคะแนนตัวแปร เป็น 0

F12 เปรียบเทียบอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายปีปัจจุบันของบริษัทกับอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่นำมาเปรียบเทียบ จะคำนวณค่าเฉลี่ยจากอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายของทุกบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมที่นำมาศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ หากอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของบริษัทมากกว่าอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะให้ค่าคะแนนเป็น 1 และเท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

#### ตัวแปรกลุ่มที่ 4 : F13 ถึง F14 อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปรในกลุ่มนี้จะพิจารณาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์จากอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน เพื่อใช้พิจารณาค่าคะแนนตัวแปร F13 และ F14 ซึ่งอัตราส่วนที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณโดย

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

F13 เปรียบเทียบอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทปีปัจจุบันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีก่อน หากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทปีปัจจุบันน้อยกว่าปีก่อน แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงลดลง ซึ่งส่งผลดีต่อบริษัท ดังนั้นจะให้คะแนนตัวแปร เป็น 1 หากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีปัจจุบันเท่ากับ หรือ มากกว่าปีก่อน แสดงว่ากิจการมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลเสียต่อบริษัท ดังนั้นจะให้ค่าคะแนนตัวแปร เป็น 0

F14 เปรียบเทียบอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทปีปัจจุบันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน

ของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่นำมาเปรียบเทียบจะคำนวณจากค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของทุกบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมที่นำมาศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ หากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท น้อยกว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะให้ค่าคะแนน เท่ากับ 1 และ เท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

ตารางที่ 3.1 และ 3.2 แสดงถึงอัตราส่วนทางการเงิน การคำนวณ สัญลักษณ์ และเกณฑ์การพิจารณาให้ค่าคะแนนตัวแปรแต่ละตัว

ตารางที่ 3.1 แสดงอัตราส่วนทางการเงิน การคำนวณ และสัญลักษณ์ในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินที่ใช้ในการวิจัย

อัตราส่วน	การคำนวณ	สัญลักษณ์
1. อัตราส่วนสภาพคล่องและการสร้างเงินสด อัตราส่วนหมุนเวียน	$\frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$	Liq
การออกหุ้นเพิ่มทุน	บริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่	EQ_OFF
2. อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	$\frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$	TURN
3. อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	$\frac{\text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย (1-อัตราภาษี)}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$	ROA
อัตราผลตอบแทนในรูปแบบกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม	$\frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน} + \text{ดอกเบี้ยจ่ายที่เป็นเงินสด}}{\text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}}$	CFROA
อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย	$\frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{ยอดขาย}}$	Margin



ตารางที่ 3.1 (ต่อ) แสดงอัตราส่วนทางการเงิน การคำนวณ และสัญลักษณ์ในกลุ่ม  
ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินที่ใช้ในการวิจัย

อัตราส่วน	การคำนวณ	สัญลักษณ์
4. อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	$\frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$	Lev

ตารางที่ 3.2 แสดงเกณฑ์การพิจารณาค่าคะแนนของแต่ละตัวแปรในกลุ่มปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านการเงิน

ตัวแปร	เกณฑ์การพิจารณา	คะแนน
F1	$Liq_t > Liq_{t-1}$	1
F2	$Liq_t > Indus\_Mean$	1
F3	$EQ\_OFF=0$	1
F4	$Turn_t > Turn_{t-1}$	1
F5	$Turn_t > Indus\_Mean$	1
F6	$ROA_t > 0$	1
F7	$ROA_t > ROA_{t-1}$	1
F8	$ROA_t > Indus\_Mean$	1
F9	$CFROA_t > 0$	1
F10	$CFROA_t > ROA_t$	1
F11	$Margin_t > Margin_{t-1}$	1
F12	$Margin_t > Indus\_Mean$	1
F13	$Lev_t < Lev_{t-1}$	1
F14	$Lev_t < Indus\_Mean$	1

### 3.4.1.2 ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท

การพิจารณาปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท จะพิจารณาจาก ข้อมูล ความแปรปรวนของกำไร ความแปรปรวนของยอดขาย และการเปรียบเทียบระหว่างอัตรา การเติบโตของกำไรกับอัตราการเติบโตของยอดขาย และกำหนดเป็นตัวแปรเพื่อใช้ในการศึกษา โดยตัวแปรในกลุ่มนี้มีทั้งหมด 3 ตัวแปร แทนด้วย G1 ถึง G3 ซึ่งเป็นตัวแปรที่ถูกใช้ในงานวิจัยของ Mohanram (2003) โดยตัวแปรแต่ละตัว มีรายละเอียดการคำนวณและการพิจารณา ดังนี้

G1 จะพิจารณาให้ค่าคะแนนจาก การวิเคราะห์ความแปรปรวนของกำไร โดย ความแปรปรวนของกำไร จะคำนวณจากความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในช่วงระยะเวลา 5 ปี (ปีที่ t ถึง ปีที่ t-4) โดยคำนวณจากสูตร

$$\text{ความแปรปรวนของกำไร (VARROA)} = \frac{\sum_{i=t}^{t-4} (ROA_{it} - \overline{ROA})^2}{n-1}$$

โดยที่  $ROA_{it}$  = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ปีที่ t

โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่นำมาคำนวณ คือ อัตรา ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีที่ t ถึง ปีที่ t-4

$\overline{ROA}$  = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัท ปีที่ t ถึง ปีที่ t-4

n = 5 (จำนวนอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่นำมา คำนวณ คือ 5)

ค่าความแปรปรวนของกำไรของบริษัทที่คำนวณได้จะนำมาเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยความแปรปรวนของกำไรของอุตสาหกรรม (Indus\_Mean) ในช่วงเวลาเดียวกัน หากค่า ความแปรปรวนของกำไรของบริษัทน้อยกว่าความแปรปรวนของกำไรเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแสดง ว่ากำไรของบริษัทมีความมั่นคง น่าเชื่อถือ ซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท ดังนั้นจะให้คะแนนตัวแปรเป็น 1 ในทางตรงข้าม หากค่าความแปรปรวนของกำไรของบริษัทมากกว่าความแปรปรวนของกำไรเฉลี่ย ของอุตสาหกรรม แสดงว่ากำไรของบริษัทมีความไม่แน่นอนมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่ม อุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งเป็นผลเสียต่อบริษัท คะแนนของตัวแปรจะให้เป็น 0

G2 จะพิจารณาให้ค่าคะแนนจากการวิเคราะห์ความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขาย โดยความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขาย จะคำนวณความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายในช่วงระยะเวลา 5 ปีย้อนหลัง (ปีที่ t ถึง ปีที่ t-4) โดยคำนวณจากสูตรดังนี้

ความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขาย (VARSGR)

$$= \frac{\sum_{t=t}^{t-4} (SGR_{it} - \overline{SGR})^2}{n-1}$$

โดยที่  $SGR_{it}$  = อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGR) ของบริษัท i ปีที่ t ซึ่งคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGR)} = \frac{\text{ยอดขาย}_t - \text{ยอดขาย}_{t-1}}{\text{ยอดขาย}_{t-1}}$$

โดยอัตราการเติบโตของยอดขายที่นำมาคำนวณความแปรปรวนนี้ คืออัตราการเติบโตของยอดขายของปีที่ t ถึง ปีที่ t-4

$\overline{SGR}$  = ค่าเฉลี่ยของอัตราการเติบโตของยอดขาย (SGR) ของบริษัท ปีที่ t ถึง ปีที่ t-4

$n$  = 5 (จำนวนยอดขายของบริษัทที่นำมาคำนวณ คือ 5)

ค่าความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของบริษัทที่คำนวณได้จะนำมาเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของอุตสาหกรรม (Indus\_Mean) ในช่วงเวลาเดียวกัน หากค่าความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของบริษัทน้อยกว่าความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแสดงว่าการเติบโตของยอดขายของบริษัทมีความมั่นคง น่าเชื่อถือ ซึ่งเป็นผลดีต่อบริษัท ดังนั้นจะให้คะแนนตัวแปรเป็น 1 ในทางตรงข้าม หากค่าความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของบริษัทมากกว่าความ

แปรปรวนของการเติบโตของยอดขายเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแสดงว่าการเติบโตของยอดขายของบริษัทมีความไม่แน่นอนมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งเป็นผลเสียต่อบริษัท คะแนนของตัวแปรจะให้เป็น 0

G3 จะพิจารณาให้ค่าคะแนนโดยทำการเปรียบเทียบอัตราการเติบโตของกำไรกับอัตราการเติบโตของยอดขาย ซึ่งอัตราการเติบโตของกำไรและอัตราการเติบโตของยอดขายที่จะนำมาเปรียบเทียบกันคำนวณจากสูตรดังนี้

$$\text{อัตราการเติบโตของกำไร (EGR)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}_t - \text{กำไรสุทธิ}_{t-1}}{\text{กำไรสุทธิ}_{t-1}}$$

$$\text{อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGR)} = \frac{\text{ยอดขาย}_t - \text{ยอดขาย}_{t-1}}{\text{ยอดขาย}_{t-1}}$$

หากอัตราการเติบโตของกำไรเท่ากับหรือมากกว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย จะให้ค่าคะแนนเท่ากับ 1 และเท่ากับ 0 ถ้าเป็นอย่างอื่น

การคำนวณ สัญลักษณ์ เกณฑ์การพิจารณาค่าคะแนน ของปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท แสดงในตารางที่ 3.3 และ 3.4

ตารางที่ 3.3 ข้อมูล การคำนวณ และสัญลักษณ์ในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลของบริษัท	การคำนวณ	สัญลักษณ์
1. ความแปรปรวนกำไร	$\frac{\sum_{i=t}^{t-4} (ROA_{it} - \overline{ROA})^2}{n-1}$	VARROA
2. ความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขาย	$\frac{\sum_{i=t}^{t-4} (SGR_{it} - \overline{SGR})^2}{n-1}$	VARSGR
3. เปรียบเทียบอัตราการเติบโตของกำไรกับอัตราการเติบโตของยอดขาย	$\left[ \frac{\text{กำไรสุทธิ}_t - \text{กำไรสุทธิ}_{t-1}}{\text{กำไรสุทธิ}_{t-1}} \right] - \left[ \frac{\text{ยอดขาย}_t - \text{ยอดขาย}_{t-1}}{\text{ยอดขาย}_{t-1}} \right]$	EGR-SGR

ตารางที่ 3.4 เกณฑ์การพิจารณาค่าคะแนนของแต่ละตัวแปรในกลุ่มปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านการเติบโตของบริษัท

ตัวแปร	เกณฑ์การพิจารณา	คะแนน
G1	VARROA < Indus_Mean	1
G2	VARSGR < Indus_Mean	1
G3	EGR ≥ SGR	1

### 3.4.2 อัตราผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต (Future stock return)

อัตราผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตที่นำมาศึกษาในการวิจัยนี้ คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสะสมเฉลี่ยในช่วง 12 เดือน โดยคำนึงถึงการซื้อและถือหลักทรัพย์ (Buy and Hold Return) อัตราผลตอบแทนจะคำนวณจากข้อมูลราคาของหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเวลา 12 เดือนด้วยวิธีค่าเฉลี่ยเรขาคณิต (Geometric mean) (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544) ซึ่งคำนวณตามสูตรดังนี้

$$BHR_i = \left[ \prod_{m=1}^n (1 + R_{im}) \right]^{1/n} - 1$$

โดยที่  $BHR_i$  = อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสะสมเฉลี่ยในช่วง 12 เดือน  
ของบริษัท  $i$

$R_{im}$  = อัตราผลตอบแทนรายเดือนของบริษัท  $i$

$n$  = 12 (อัตราผลตอบแทนของหุ้นที่นำมาคำนวณ 12 เดือน)

อัตราผลตอบแทนรายเดือนของบริษัท  $i$  ( $R_{im}$ ) คำนวณจากสูตร ดังนี้

$$R_{im} = [(P_{im} - P_{im-1}) + \text{div}_{im}] / P_{im-1}$$

โดยที่

$P_{im}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์บริษัท  $i$  ณ วันสุดท้ายของเดือน  $m$

$P_{im-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์บริษัท  $i$  ณ วันสุดท้ายของเดือน  $m-1$

$\text{Div}_{im}$  = เงินปันผลที่บริษัท  $i$  จ่ายในเดือน  $m$

ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสะสมเฉลี่ย 12 เดือน สำหรับในงานวิจัยนี้ อัตราผลตอบแทนเดือนแรกจะเริ่มคำนวณจากเดือนเมษายนของปีนั้น ไปสิ้นสุดเดือนมีนาคมของปีถัดไป เพื่อให้อัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้เป็นอัตราผลตอบแทนที่สะท้อนถึงข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทในงบการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณชน

### 3.5 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

**ประชากร** คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**กลุ่มตัวอย่าง** กลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา มีเกณฑ์และวิธีการเลือก ดังต่อไปนี้

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกบริษัท ยกเว้น
  - บริษัทในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต
  - บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ หรือ ธุรกิจขนาดกลาง (MAI)
  - บริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (REHABCO)
  - โครงการจัดการลงทุน

เนื่องจากบริษัทในกลุ่มดังกล่าวข้างต้นมีโครงสร้างการเงิน กิจกรรมทางการเงิน และการดำเนินงาน รวมถึงข้อบังคับในการจัดทำและนำเสนองบการเงินเป็นลักษณะเฉพาะแตกต่างไปจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2. ในงานวิจัยนี้จะไม่นำบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ได้แก่ กลุ่มวัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มารวมในการศึกษา เนื่องจากในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวโดยปกติแล้วนักลงทุนอาจไม่ได้ใช้ข้อมูลทางบัญชีที่เปิดเผยในงบการเงินเป็นข้อมูลหลักเพื่อพิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ แต่จะใช้ข้อมูลข่าวสารอื่นๆ ในการตัดสินใจ ดังนั้นหากนำบริษัทในกลุ่มมารวมในการศึกษาอาจทำให้ผลที่ได้จากการศึกษาเกิดความผิดพลาดไม่เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยได้

3. บริษัทที่นำมาศึกษาเป็นบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต่อเนื่องตลอดระยะเวลา 3 ปี คือ ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547

#### 4. บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม

5. มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาตามที่กล่าวไว้ในหัวข้อตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ครอบคลุม ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้จะทำการสรุปผลการศึกษามีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่มีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตในช่วงเวลาปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 เท่านั้นแต่เนื่องจากมีข้อมูลที่จะต้องนำมาพิจารณาเป็นตัวแปรบางตัวที่ใช้ในการศึกษาต้องใช้ข้อมูลที่ย้อนหลังจากปี พ.ศ. 2545 และหลังจากปี พ.ศ. 2547 ทำให้ข้อมูลที่นำมาศึกษามีช่วงระยะเวลาต่างกัน ดังนี้

5.1 ข้อมูลที่จำเป็นในการคำนวณตัวแปรปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน จะใช้ข้อมูลจากงบการเงินของแต่ละบริษัท สำหรับรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2545 พ.ศ. 2546 และ พ.ศ. 2547 รวม 3 ปี

5.2 ข้อมูลที่จำเป็นในการคำนวณตัวแปรปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ในการคำนวณความแปรปรวนของกำไรและความแปรปรวนของยอดขายจะต้องใช้ข้อมูล อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ ยอดขายของแต่ละบริษัทเป็นเวลา 5 ปี ดังนั้นข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณ ROA และยอดขายของแต่ละบริษัทที่จะนำมาใช้จะครอบคลุมช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2541 ถึง ปี พ.ศ. 2547

5.3 อัตราผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต จะใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงเป็นรายเดือนของแต่ละบริษัท ผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่จะนำมาศึกษาความสัมพันธ์กับปัจจัยพื้นฐานนั้นจะใช้อัตราผลตอบแทนที่เริ่มคำนวณจากเดือนเมษายนไปสิ้นสุดเดือนมีนาคมของปีถัดไป กล่าวคือ ถ้าปัจจัยพื้นฐานที่จะศึกษา เป็นข้อมูล ณ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2545 อัตราผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตที่นำมาเปรียบเทียบจะเริ่มคำนวณจาก เดือน เมษายน พ.ศ.2545 ไปสิ้นสุดเดือน มีนาคม พ.ศ. 2546 รวม 12 เดือน ดังนั้น ข้อมูลราคาหุ้นที่จะนำมาใช้ในการศึกษานี้จะครอบคลุมช่วงระยะเวลาเริ่มต้นตั้งแต่เดือน เมษายน พ.ศ. 2545 จนถึง เดือน มีนาคม พ.ศ. 2548

### 3.6 การศึกษาและการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาถึงประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต โดยจะทำการเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดี และผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานไม่ดี โดยมีขั้นตอนการศึกษาดังนี้

1. รวบรวมข้อมูลตัวแปรที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษา ได้แก่ ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหุ้น ทำการคำนวณและพิจารณาให้ค่าคะแนนตามหลักเกณฑ์ที่กล่าวไว้ในหัวข้อตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

2. เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดี และผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานไม่ดี โดยแบ่งบริษัทที่เป็นตัวอย่างในการศึกษาทั้งหมดออกเป็นกลุ่มตามคะแนนรวมของปัจจัยพื้นฐานที่ได้ ดังนี้

- 2.1 ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน ตัวแปรในกลุ่มนี้มีทั้งหมด 14 ตัวแปร คือ F1 ถึง F 14 ตามที่แสดงไว้ในหัวข้อตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คะแนนรวมของปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน เรียกว่า F\_SCORE [Piotroski (2000), Mohanram (2003)] โดยคำนวณดังนี้

$$F\_SCORE = F1 + F2 + F3 + F4 + F5 + F6 + F7 + F8 + F9 + F10 + F11 + F12 + F13 + F14$$

ดังนั้น คะแนนรวมของปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_SCORE) ของแต่ละบริษัทที่เป็นตัวอย่างในการศึกษา จะมีค่าคะแนนอยู่ระหว่าง 0 (คะแนนต่ำสุด) ถึง 14 (คะแนนสูงสุด)

จากนั้นทำการแบ่งกลุ่มบริษัทที่เป็นตัวอย่างทั้งหมด ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_SCORE) สูง กลาง และต่ำ ตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_SCORE) ด้วยวิธี Cumulative Square Root Frequency Rule ของ Dalenius (1957)

- 2.2 ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ตัวแปรในกลุ่มนี้มีทั้งหมด 3 ตัวแปร คือ G1 ถึง G3 ตามที่แสดงไว้ในหัวข้อตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คะแนนรวมของปัจจัยพื้นฐานด้าน



การเติบโตของบริษัท เรียกว่า G\_SCORE [Piotroski (2000), Mohanram (2003)] โดยคำนวณ ดังนี้

$$G\_SCORE = G1 + G2 + G3$$

ดังนั้น คะแนนรวมของปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) ของแต่ละบริษัทที่เป็นตัวอย่างในการศึกษา จะมีค่าคะแนนอยู่ระหว่าง 0 (คะแนนต่ำสุด) ถึง 3 (คะแนนสูงสุด)

จากนั้นทำการแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) สูง กลาง และ ต่ำ ตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโต (G\_Score)

3. การวิเคราะห์ข้อมูล งานวิจัยนี้วิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรม SPSS เวอร์ชัน 12 ซึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. วิเคราะห์เชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะของข้อมูลที่น่ามาศึกษา โดยวิเคราะห์ข้อมูลในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. วิเคราะห์เชิงอนุมาน เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐาน การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตอย่างไร โดยมีสมมติฐานในการวิจัย ดังนี้

**หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้น มากกว่า หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำ**

ซึ่งในการวิจัยนี้แบ่งปัจจัยพื้นฐานที่ศึกษาออกเป็น 2 ด้าน คือ ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน และปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ในการทดสอบจะทำการทดสอบสมมติฐานของปัจจัยพื้นฐานที่ละด้าน ดังนี้

1. ทดสอบสมมติฐานปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน จากสมมติฐานการวิจัยข้างต้น สามารถเขียนให้อยู่ในรูปสมมติฐานเพื่อการทดสอบทางสถิติได้ดังนี้

$H_0$  : หุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นน้อยกว่าหรือเท่ากับหุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE ต่ำ

$H_1$  : หุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นมากกว่าหุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE ต่ำ

หรือ

$$H_0 : \mu_1 - \mu_2 \leq 0$$

$$H_1 : \mu_1 - \mu_2 > 0$$

โดยที่  $\mu_1$  = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE สูง  
 $\mu_2$  = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE ต่ำ

2. ทดสอบสมมติฐานปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท จากสมมติฐานการวิจัยข้างต้น สามารถเขียนให้อยู่ในรูปสมมติฐานเพื่อการทดสอบทางสถิติได้ดังนี้

$H_0$  : หุ้นที่มีคะแนน G\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นน้อยกว่าหรือเท่ากับหุ้นที่มีคะแนน G\_SCORE ต่ำ

$H_1$  : หุ้นที่มีคะแนน G\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นมากกว่าหุ้นที่มีคะแนน G\_SCORE ต่ำ

หรือ

$$H_0 : \mu_1 - \mu_2 \leq 0$$

$$H_1 : \mu_1 - \mu_2 > 0$$

โดยที่  $\mu_1$  = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหุ้นที่มีคะแนน G\_SCORE สูง  
 $\mu_2$  = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนของหุ้นที่มีคะแนน G\_SCORE ต่ำ

การทดสอบสมมติฐานของปัจจัยพื้นฐานทั้งด้านการเงินและด้านการเติบโตของบริษัท  
ข้างต้น จะใช้วิธีทางสถิติในการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลต่างค่าเฉลี่ยของสองประชากร (Two  
- sample test) โดยจะใช้ค่าสถิติ t ในการทดสอบ ซึ่งคำนวณจากสูตร

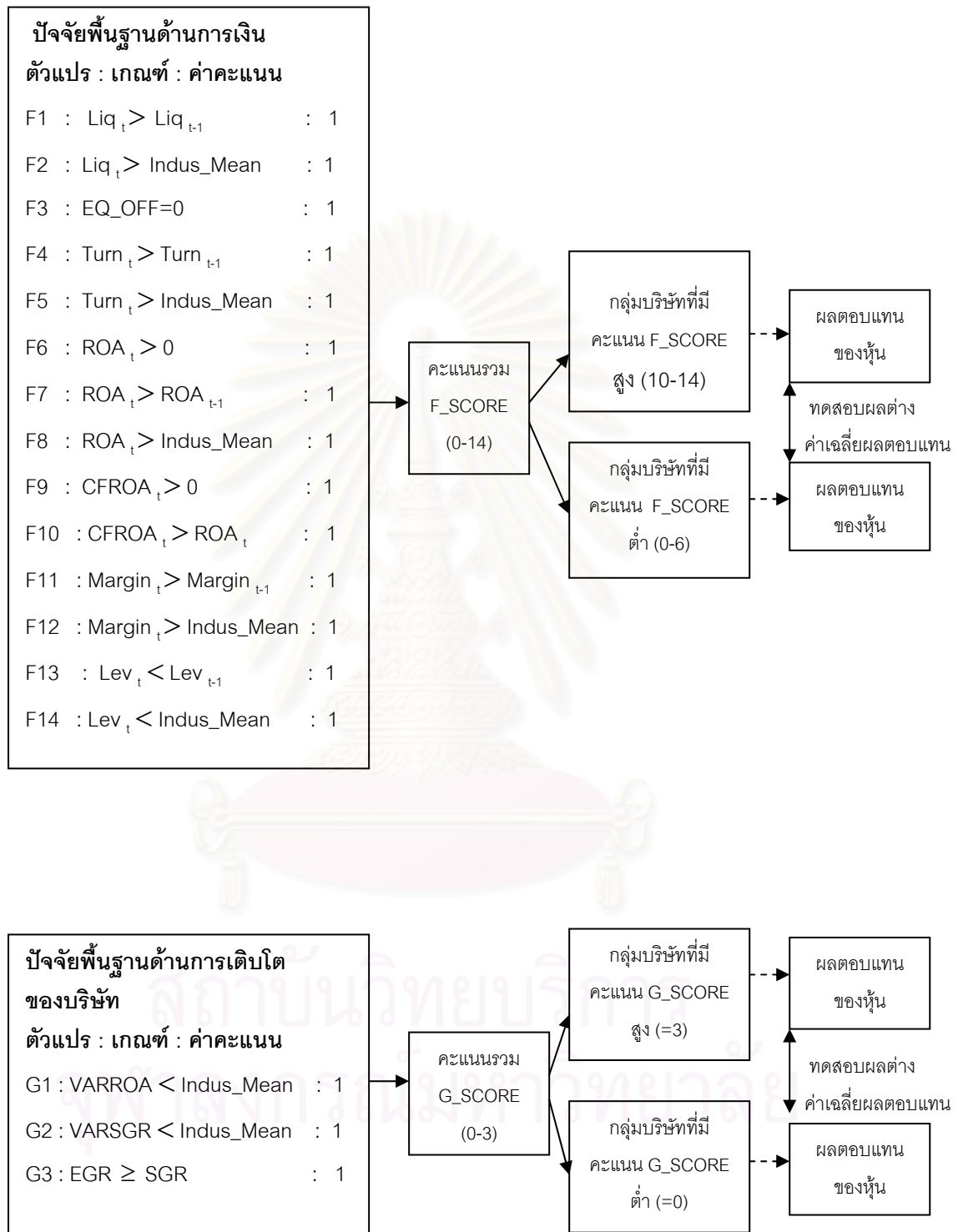
$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - d_0}{\sqrt{s_1^2/n_1 + s_2^2/n_2}}$$

โดยในการวิจัยครั้งนี้กำหนดระดับความเชื่อมั่น 95% หรือ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่ง  
วิธีการวิจัยทั้งหมดสามารถสรุปเป็นแผนภาพ ดังที่แสดงในภาพที่ 3.2 หน้า 49



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาพที่ 3.2 แสดงภาพสรุปวิธีการวิจัย



## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

จากข้อมูลที่รวบรวมได้ตามเงื่อนไขและหลักเกณฑ์ต่างๆ ตามที่กำหนดไว้ในบทที่ 3 ในบทนี้จะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว โดยจะนำเสนอแยกเป็น 2 ส่วน คือ การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา และการทดสอบสมมติฐานด้วยสถิติเชิงอนุมาน

#### 4.1 กลุ่มตัวอย่าง

จากการรวบรวมข้อมูลตามเงื่อนไขในการเลือกตัวอย่างเพื่อใช้ในการศึกษาดังกล่าวไว้ในบทที่ 3 มีบริษัทที่เป็นไปตามเงื่อนไขดังกล่าวในเบื้องต้น จำนวน 498 ตัวอย่าง ซึ่งประกอบด้วยบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ดังที่ปรากฏในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน(ตัวอย่าง)	ปี 2545-2547
สินค้าอุปโภคและบริโภค	31	93
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	35	105
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	36	108
ทรัพยากร	7	21
บริการ	57	171
<b>รวม</b>	<b>166</b>	<b>498</b>

และจากตัวอย่างที่ได้ทั้งหมดจำนวน 498 ตัวอย่าง เพื่อลดการเบี่ยงเบนของผลการวิเคราะห์ข้อมูล ในการประมวลผลทางสถิติ ผู้วิจัยจึงทำการตัดบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับ และบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำสุด 5 อันดับออก เป็นจำนวนรวมทั้งหมด 10 ตัวอย่าง ดังนั้นจึงทำให้มีบริษัทที่เหลือเป็นกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยนี้จำนวน 488

งานวิจัยนี้มีตัวอย่างที่นำมาศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ดังนี้

1. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค จำนวน 92 ตัวอย่าง
2. กลุ่มอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 105 ตัวอย่าง
3. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 106 ตัวอย่าง
4. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร จำนวน 20 ตัวอย่าง และ
5. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ จำนวน 165 ตัวอย่าง

#### 4.2 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานและสถิติเชิงพรรณนา

##### 4.2.1 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน

จากการพิจารณาให้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score) มีบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานรวม ดังที่แสดงในตารางที่ 4.2 โดยบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score) เท่ากับ 0, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14 คะแนน มีจำนวน 0, 0, 3, 14, 14, 23, 50, 63, 54, 91, 77, 55, 31, 11 และ 2 บริษัท ตามลำดับ

ตารางที่ 4.2 แสดงจำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างจำแนกตาม คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน

คะแนนรวม (F_SCORE)	จำนวน (บริษัท)
0	0
1	0
2	3
3	14
4	14
5	23
6	50
7	63
8	54
9	91
10	77

ตารางที่ 4.2 (ต่อ) แสดงจำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างจำแนกตาม คะแนน  
ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน

คะแนนรวม (F_SCORE)	จำนวน (บริษัท)
11	55
12	31
13	11
14	2
<b>รวม</b>	<b>488</b>

และจากคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของแต่ละบริษัท สามารถแบ่งกลุ่มด้วยวิธี Cumulative Square Root Frequency Rule ของ Dalenius (1957) ออกเป็น 3 กลุ่ม ตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.3 ดังนี้

1. กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูง คือ บริษัทที่มีค่าคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_SCORE) เท่ากับ 10 – 14 คะแนน ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 176 บริษัท
2. กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินกลาง คือ บริษัทที่มีค่าคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_SCORE) เท่ากับ 7 – 9 คะแนน ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 208 บริษัท
3. กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำ คือ บริษัทที่มีค่าคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_SCORE) เท่ากับ 0 - 6 คะแนน ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 104 บริษัท

ตารางที่ 4.3 กลุ่ม คะแนน และจำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่ม จากการแบ่งกลุ่มบริษัทตาม  
คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score)

F_Score	คะแนน	จำนวน (บริษัท)
สูง	10-14	176
กลาง	7-9	208
ต่ำ	0-6	104
<b>รวม</b>		<b>488</b>

ดังนั้น ในการทดสอบความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูงและบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยนี้ จึงเป็นการทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนของหุ้นสามัญระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูง ซึ่งมีจำนวน 176 บริษัทและกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำ ซึ่งมีจำนวน 104 บริษัท

#### 4.2.2 สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน

##### 4.2.2.1 อัตราส่วนสภาพคล่องและการสร้างเงินสด

###### 1. อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current ratio)

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.4 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียน มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.0224 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 18.5032 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 2.1417 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.1049 และเมื่อแบ่งข้อมูลออกเป็นกลุ่มบริษัท ตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินรวม (F\_Score) ตามที่ได้กล่าวไว้ในระเบียบวิธีการวิจัยในบทที่ 3 พบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)สูง จำนวน 176 บริษัท มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน ต่ำสุด เท่ากับ 0.1718 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 14.5922 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 2.6225 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.1314 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)กลาง จำนวน 208 บริษัท มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน ต่ำสุด เท่ากับ 0.0917 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 18.5032 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 2.1363 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.1348 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน



(F\_Score) ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนต่ำสุด เท่ากับ 0.0224 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 16.6017 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.3388 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.7394

**ตารางที่ 4.4 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราส่วน  
ทุนหมุนเวียน**

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	0.9154	0.4346	0.4258	1.2560
3	14	0.8589	0.3349	0.2092	1.5394
4	14	1.2433	0.6458	0.5384	3.1947
5	23	1.3087	0.8880	0.0224	4.2716
6	50	1.5392	2.3952	0.0787	16.6017
7	63	1.9650	1.9379	0.2436	10.6975
8	54	2.3936	2.9291	0.0917	18.5032
9	91	2.1023	1.6678	0.2242	8.7015
10	77	2.5524	2.4044	0.4871	14.5922
11	55	2.6714	2.3064	0.1718	12.3828
12	31	2.5576	1.1786	0.4115	5.2674
13	11	2.8812	1.5146	0.5810	6.0769
14	2	3.5620	0.7920	3.0020	4.1221
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	1.3388	1.7394	0.0224	16.6017
กลาง (F Score = 7-9)	208	2.1363	2.1348	0.0917	18.5032
สูง (F Score=10-14)	176	2.6225	2.1314	0.1718	14.5922
รวม	488	2.1417	2.1049	0.0224	18.5032

## 2 การออกหุ้นเพิ่มทุน

ดังที่แสดงในตารางที่ 4.5 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่ามีบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 44 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 9 และบริษัทที่ไม่ทำการการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 444 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 91 และเมื่อพิจารณาตามกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) สูง กลาง และต่ำ พบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) สูง จำนวน 176 บริษัท มีบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 3 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 1.70 และบริษัทที่ไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 173 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 98.30 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) กลาง จำนวน 208 บริษัท มีบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 23 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 11.10 และบริษัทที่ไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 185 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 88.90 และกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 18 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 17.30 และบริษัทที่ไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 86 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 82.70

ตารางที่ 4.5 แสดงความถี่และร้อยละ ของบริษัทที่ทำการออกหุ้นและไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน

F_Score	N	ออกหุ้นเพิ่มทุน		ไม่ออกหุ้นเพิ่มทุน	
		จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	2	66.70	1	33.30
3	14	2	14.30	12	85.70
4	14	2	14.30	12	85.70
5	23	2	8.70	21	91.30
6	50	10	20.00	40	80.00
7	63	8	12.70	55	87.30
8	54	5	9.30	49	90.70
9	91	10	11.00	81	89.00
10	77	1	1.30	76	98.70
11	55	1	1.80	54	98.20

ตารางที่ 4.5 (ต่อ) แสดงความถี่และร้อยละ ของบริษัทที่ทำการออกหุ้นและไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน

F_Score	N	ออกหุ้นเพิ่มทุน		ไม่ออกหุ้นเพิ่มทุน	
		จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
12	31	1	3.20	30	96.80
13	11	0	0.00	11	100.00
14	2	0	0.00	2	100.00
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	18	17.30	86	82.70
กลาง (F Score = 7-9)	208	23	11.10	185	88.90
สูง (F Score =10-14)	176	3	1.70	173	98.30
รวม	488	44	9.00	444	91.00

#### 4.2.2.2 อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

##### อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset turnover)

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.6 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.0421 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 3.3754 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.0414 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.5801 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินรวม(F\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)สูง จำนวน 176 บริษัท มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ต่ำสุด เท่ากับ 0.0421 เท่า สูงสุด เท่ากับ 2.9826 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.0552 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.4934 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score)กลาง จำนวน 208 บริษัท มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ต่ำสุด เท่ากับ 0.0421 เท่า สูงสุด เท่ากับ 2.8851 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.0401 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.6098 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ต่ำสุด เท่ากับ 0.1033 เท่า สูงสุด เท่ากับ 3.3754 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.0205 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.6554

ตารางที่ 4.6 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราการ  
หมุนเวียนของสินทรัพย์

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	0.8471	0.6008	0.1547	1.2314
3	14	0.8943	0.6590	0.2003	2.5233
4	14	1.2759	0.7196	0.4540	2.4521
5	23	1.1349	0.6871	0.2320	2.9562
6	50	0.9422	0.6215	0.1033	3.3754
7	63	1.1656	0.7116	0.0421	2.8851
8	54	0.9557	0.5427	0.1881	2.5198
9	91	1.0032	0.5625	0.1172	2.8673
10	77	1.0579	0.4784	0.0421	2.6296
11	55	0.9648	0.4640	0.0502	2.2148
12	31	1.1054	0.5399	0.2738	2.9826
13	11	1.3326	0.5850	0.7987	2.6012
14	2	1.1324	0.1571	1.0212	1.2435
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	1.0205	0.6554	0.1033	3.3754
กลาง (F Score = 7-9)	208	1.0401	0.6098	0.0421	2.8851
สูง (F Score=10-14)	176	1.0552	0.4934	0.0421	2.9826
รวม	488	1.0414	0.5801	0.0421	3.3754

### 4.2.2.3 อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร

#### 1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset)

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.7 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่า มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีค่าต่ำสุด เท่ากับ -0.3900 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.5300 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0751 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0750 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานรวม (F\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) สูง จำนวน 176 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ต่ำสุด เท่ากับ -0.0800 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.5300 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1148 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0689 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) กลาง จำนวน 208 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ต่ำสุด เท่ากับ -0.0500 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.2500 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0741 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0501 และกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ต่ำสุด เท่ากับ -0.3900 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1600 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0098 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0807

ตารางที่ 4.7 แสดงค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	-0.0933	0.1892	-0.3100	0.0400
3	14	-0.0314	0.0558	-0.1500	0.0400
4	14	-0.0528	0.1184	-0.3900	0.0600
5	23	0.0147	0.0563	-0.1100	0.1300
6	50	0.0428	0.0536	-0.1600	0.1600
7	63	0.0568	0.0515	-0.0500	0.2500
8	54	0.0692	0.0432	-0.0200	0.1500
9	91	0.0891	0.0489	-0.0100	0.2000

ตารางที่ 4.7 (ต่อ) แสดงค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
10	77	0.1035	0.0685	-0.0800	0.4400
11	55	0.1116	0.0614	0.0100	0.2900
12	31	0.1403	0.0806	0.0700	0.5300
13	11	0.1381	0.0620	0.0800	0.3000
14	2	0.1150	0.0212	0.1000	0.1300
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	0.0098	0.0807	-0.3900	0.1600
กลาง (F Score = 7-9)	208	0.0741	0.0501	-0.0500	0.2500
สูง (F Score=10-14)	176	0.1148	0.0689	-0.0800	0.5300
รวม	488	0.0751	0.0750	-0.3900	0.5300

## 2. อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.8 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่า อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุด เท่ากับ -0.1980 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.6622 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1091 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0977 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินรวม (F\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)สูง จำนวน 176 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ต่ำสุด เท่ากับ -0.0587 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.6622 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1677 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0937 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) กลาง จำนวน 208 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ต่ำสุด เท่ากับ -0.1779 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.3848 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1001 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0707 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ต่ำสุด เท่ากับ -0.1980 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.2743 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0282 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0865

ตารางที่ 4.8 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตรา  
ผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	-0.0963	0.0737	-0.1705	-0.0231
3	14	-0.0059	0.0913	-0.1440	0.1029
4	14	0.0008	0.0727	-0.1409	0.1286
5	23	0.0121	0.0568	-0.1572	0.1093
6	50	0.0602	0.0883	-0.1980	0.2743
7	63	0.0778	0.0697	-0.1779	0.2082
8	54	0.1010	0.0756	-0.0325	0.3848
9	91	0.1149	0.0649	-0.0645	0.2938
10	77	0.1574	0.1046	-0.0587	0.4966
11	55	0.1575	0.0717	0.0043	0.3018
12	31	0.2061	0.0976	0.0666	0.6622
13	11	0.1868	0.0865	0.1058	0.4051
14	2	0.1472	0.0242	0.1300	0.1644
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	0.0282	0.0865	-0.1980	0.2743
กลาง (F Score = 7-9)	208	0.1001	0.0707	-0.1779	0.3848
สูง (F Score=10-14)	176	0.1677	0.0937	-0.0587	0.6622
รวม	488	0.1091	0.0977	-0.1980	0.6622

### 3. อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.9 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่า อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย มีค่าต่ำสุด เท่ากับ -0.3656 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.9319 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.2641 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.1724 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) สูง จำนวน 176 บริษัท มีอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย ต่ำสุด เท่ากับ 0.0469 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.9319 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.3226 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.1736 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score) กลาง จำนวน 208 บริษัท มีอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย ต่ำสุด เท่ากับ 0.0460 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.7368 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.2636 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.1615 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย ต่ำสุด เท่ากับ -0.3656 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.6596 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1662 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.1465

ตารางที่ 4.9 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	-0.0865	0.2459	-0.3656	0.0985
3	14	0.1086	0.0747	-0.0191	0.2158
4	14	0.1181	0.0808	0.0277	0.2622
5	23	0.1562	0.1224	-0.0443	0.4929
6	50	0.2156	0.1570	-0.0027	0.6596
7	63	0.2340	0.1727	0.0460	0.7368
8	54	0.2713	0.1613	0.0590	0.6968
9	91	0.2794	0.1524	0.0470	0.6965
10	77	0.2999	0.1597	0.0469	0.9082



ตารางที่ 4.9 (ต่อ) แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของ อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
11	55	0.3400	0.1725	0.0708	0.9249
12	31	0.3633	0.2083	0.0970	0.9319
13	11	0.3005	0.1696	0.0892	0.6324
14	2	0.2130	0.0213	0.1979	0.2282
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	0.1662	0.1465	-0.3656	0.6596
กลาง (F Score = 7-9)	208	0.2636	0.1615	0.0460	0.7368
สูง (F Score=10-14)	176	0.3226	0.1736	0.0469	0.9319
รวม	488	0.2641	0.1724	-0.3656	0.9319

#### 4.2.2.4 อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน

##### อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.10 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุด เท่ากับ -9.5384 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 37.6025 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.1186 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.3382 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินรวม(F\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)สูง จำนวน 176 บริษัท มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ 0.0044 เท่า สูงสุด เท่ากับ 16.5249 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.8181 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.5294 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)กลาง จำนวน 208 บริษัท มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำสุด เท่ากับ -5.4807 เท่า สูงสุด เท่ากับ 37.6025 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.1903 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.9266 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ -9.5384 เท่า สูงสุด เท่ากับ 13.2114 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.4837 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.0886

ตารางที่ 4.10 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราส่วน  
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	1.8748	0.5049	1.5024	2.4495
3	14	1.9564	0.8587	0.8507	3.7019
4	14	1.7320	2.0076	0.2792	8.2609
5	23	1.5272	3.6944	-9.5384	13.2114
6	50	1.2383	1.2702	0.0573	6.4110
7	63	1.6446	4.7409	0.0045	37.6025
8	54	1.0073	1.2413	0.0301	6.4339
9	91	0.9844	1.7609	-5.4807	12.4358
10	77	0.9578	1.1822	0.0044	5.6235
11	55	0.9338	2.3142	0.0053	16.5249
12	31	0.4705	0.3776	0.0964	1.5273
13	11	0.3423	0.2368	0.1152	0.8235
14	2	0.2647	0.0621	0.2208	0.3087
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	1.4837	2.0886	-9.5384	13.2114
กลาง (F Score = 7-9)	208	1.1903	2.9266	-5.4807	37.6025
สูง (F Score=10-14)	176	0.8181	1.5294	0.0044	16.5249
รวม	488	1.1186	2.3382	-9.5384	37.6025

#### 4.2.3 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท

จากจำนวนกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาทั้งหมด 488 บริษัท มีบริษัทที่ได้คะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.11 ดังนี้ บริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) เท่ากับ 0, 1, 2, และ 3 คะแนน มีจำนวน 36, 104, 225, 123 บริษัท ตามลำดับ

ตารางที่ 4.11 จำนวนบริษัทจำแนกตาม คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท

G_SCORE	จำนวน (บริษัท)
0	36
1	104
2	225
3	123
<b>รวม</b>	<b>488</b>

และจากการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) ออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง กลาง และ ต่ำ ด้วยวิธี Cumulative Square Root Frequency Rule ของ Dalenius (1957) เพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูงและบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำ สามารถแบ่งกลุ่มดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.12 ดังนี้

1. กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง คือ บริษัทที่มีค่าคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) เท่ากับ 3 คะแนน ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 123 บริษัท
2. กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทระดับกลาง คือ บริษัทที่มีค่าคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) เท่ากับ 1 - 2 คะแนน ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 329 บริษัท
3. กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทต่ำ คือ บริษัทที่มีค่าคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) เท่ากับ 0 คะแนน ซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 36 บริษัท

ดังนั้น ในการทดสอบความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูงและบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยนี้ จึงเป็นการทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนของหุ้นสามัญระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง ซึ่งมีจำนวน 123

บริษัทและกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนรวมปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทต่ำ ซึ่งมีจำนวน 36 บริษัท

**ตารางที่ 4.12 กลุ่ม คะแนน และจำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่ม จากการแบ่งตามคะแนน ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_Score)**

G_Score	คะแนน	จำนวน (บริษัท)
สูง	3	123
กลาง	1-2	329
ต่ำ	0	36
<b>รวม</b>		<b>488</b>

**4.2.4 สถิติเชิงพรรณนาของปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท**

**4.2.4.1 ความแปรปรวนของกำไร (VARROA)**

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.13 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัทพบว่า ค่าความแปรปรวนของกำไร ต่ำสุด เท่ากับ 0.0000 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.1362 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0052 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0128 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทรวม(G\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score)สูง จำนวน 123 บริษัท มีค่าความแปรปรวนของกำไร ต่ำสุด เท่ากับ 0.0000 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.0112 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0012 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0014 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score)กลาง จำนวน 329 บริษัท มีค่าความแปรปรวนของกำไร ต่ำสุด เท่ากับ 0.0000 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1363 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0049 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0120 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score) ต่ำ จำนวน 36 บริษัท มีค่าความแปรปรวนของกำไร ต่ำสุด เท่ากับ 0.0030 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1117 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0215 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0244

ตารางที่ 4.13 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของความแปรปรวนของกำไร

G_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min	Max
0	36	0.0215	0.0244	0.0030	0.1117
1	104	0.0072	0.0142	0.0000	0.1254
2	225	0.0038	0.0108	0.0000	0.1363
3	123	0.0012	0.0014	0.0000	0.0112
ต่ำ (G Score = 0)	36	0.0215	0.0244	0.0030	0.1117
กลาง (G Score = 1-2)	329	0.0049	0.0120	0.0000	0.1363
สูง (G Score =3)	123	0.0012	0.0014	0.0000	0.0112
รวม	488	0.0052	0.0128	0.0000	0.1362

#### 4.2.4.2 ความแปรปรวนของยอดขาย VARSGR

ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.14 จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัทพบว่า ค่าความแปรปรวนของยอดขาย ต่ำสุด เท่ากับ 0.0003 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 227.1308 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.9703 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 14.3835 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score)สูง จำนวน 123 บริษัท มีค่าความแปรปรวนของกำไร ต่ำสุด เท่ากับ 0.0012 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1599 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0154 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0179 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score)กลาง จำนวน 329 บริษัท มีค่าความแปรปรวนของยอดขาย ต่ำสุด เท่ากับ 0.0003 เท่า สูงสุด เท่ากับ 2.1692 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0536 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.2029 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score) ต่ำ จำนวน 36 บริษัท มีค่าความแปรปรวนของยอดขายต่ำสุด เท่ากับ 0.0212 เท่า สูงสุด เท่ากับ 227.1308 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 12.6096 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 52.2285

ตารางที่ 4.14 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของความแปรปรวนของยอดขาย

G_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min	Max
0	36	12.6096	52.2285	0.0212	227.1308
1	104	0.0797	0.2429	0.0018	1.7916
2	225	0.0416	0.1809	0.0003	2.1692
3	123	0.0154	0.0179	0.0012	0.1599
ต่ำ (G Score = 0)	36	12.6096	52.2285	0.0212	227.1308
กลาง (G Score = 1-2)	329	0.0536	0.2029	0.0003	2.1692
สูง (G Score =3)	123	0.0154	0.0179	0.0012	0.1599
รวม	488	0.9703	14.3835	0.0003	227.1308

#### 4.2.5 สถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนของหุ้น

อัตราผลตอบแทนของหุ้นในขนาดที่นำมาศึกษาในการวิจัยนี้ คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสะสมเฉลี่ยในช่วง 12 เดือน โดยคำนึงถึงการซื้อและถือหลักทรัพย์ (Buy and Hold Return) อัตราผลตอบแทนจะคำนวณจากข้อมูลราคาของหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเวลา 12 เดือนด้วยวิธีค่าเฉลี่ยเรขาคณิต (Geometric mean)

จากตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด จำนวน 488 บริษัท พบว่าอัตราผลตอบแทน มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.1760 ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.1444 และค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.0009 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0497 และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินรวม(F\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)สูง จำนวน 176 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ -0.1673 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1444 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0083 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0537 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score) กลาง จำนวน 208 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ -0.1760 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1152 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.0040 เท่า และ

ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0479 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score)ต่ำ จำนวน 104 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ -0.1729 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1267 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.0102 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0436 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.15

ตารางที่ 4.15 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นตามกลุ่มคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน

F_Score	N	Mean	Standard Deviation	Min.	Max.
0	0	-	-	-	-
1	0	-	-	-	-
2	3	-0.0167	0.0244	-0.0344	0.0111
3	14	-0.0193	0.0398	-0.1100	0.0431
4	14	-0.0141	0.0370	-0.0530	0.0970
5	23	-0.0052	0.0213	-0.0531	0.0571
6	50	-0.0085	0.0542	-0.1729	0.1267
7	63	-0.0066	0.0470	-0.1735	0.0959
8	54	-0.0022	0.0369	-0.1391	0.0629
9	91	-0.0033	0.0543	-0.1760	0.1152
10	77	0.0078	0.0513	-0.1656	0.1444
11	55	-0.0067	0.0626	-0.1673	0.1122
12	31	0.0276	0.0379	-0.1284	0.0841
13	11	0.0290	0.0425	-0.0408	0.1089
14	2	0.0286	0.0417	-0.0008	0.0581
ต่ำ (F Score = 0-6)	104	-0.0102	0.0436	-0.1729	0.1267
กลาง (F Score = 7-9)	208	-0.0040	0.0479	-0.1760	0.1152
สูง (F Score = 10-14)	176	0.0083	0.0537	-0.1673	0.1444
รวม	488	-0.0009	0.0497	-0.1760	0.1444

และเมื่อทำการแบ่งกลุ่มบริษัทตามคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทรวม (G\_Score) แล้วพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score)สูง จำนวน 123 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ -0.1730 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1122 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0027 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0569 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score) กลาง จำนวน 329 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ -0.1760 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1445 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.0018 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0469 กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score) ต่ำ จำนวน 36 บริษัท มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น ต่ำสุด เท่ากับ -0.1446 เท่า สูงสุด เท่ากับ 0.1152 เท่า และค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.0053 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0490 ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.16

**ตารางที่ 4.16 แสดงค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นตามกลุ่มคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท**

G_SCORE	N	Mean	Standard Deviation	Min	Max
0	36	-0.0053	0.0490	-0.1446	0.1152
1	104	-0.0022	0.0481	-0.1562	0.1320
2	225	-0.0016	0.0465	-0.1760	0.1445
3	123	0.0027	0.0569	-0.1730	0.1122
ต่ำ (G Score = 0)	36	-0.0053	0.0490	-0.1446	0.1152
กลาง (G Score = 1-2)	329	-0.0018	0.0469	-0.1760	0.1445
สูง (G Score =3)	123	0.0027	0.0569	-0.1730	0.1122
รวม	488	-0.0009	0.0497	-0.1760	0.1445



### 4.3 ผลการทดสอบสมมติฐาน

การวิจัยครั้งนี้ ใช้วิธีการทดสอบผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของ 2 ประชากร (Independent-Sample t - test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในการทดสอบสมมติฐาน โดยในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ซึ่งมีสมมติฐานการวิจัยดังนี้

หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้น มากกว่า หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำ

ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัยข้างต้น ได้ทำการทดสอบปัจจัยพื้นฐาน 2 กลุ่มคือ ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน และ ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐาน เป็นดังนี้

#### 4.3.1 ผลการทดสอบสมมติฐานด้านปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน

จากสมมติฐานการวิจัยที่กล่าวไว้ข้างต้น นั่นคือ หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้น มากกว่า หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำ นำมาเขียนเป็นสมมติฐานเพื่อการทดสอบทางสถิติ สำหรับปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินได้ดังนี้

$H_0$  : หุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นน้อยกว่าหรือเท่ากับหุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE ต่ำ

$H_1$  : หุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น มากกว่า หุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE ต่ำ

#### ผลการทดสอบสมมติฐาน

จากการทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_SCORE) สูง และหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_SCORE) ต่ำ ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.17 ได้ค่าทดสอบทางสถิติ  $t = 2.997$  และมีค่า Sig. (2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อย

กว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน กล่าวคือ หุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นมากกว่า หุ้นที่มีคะแนน F\_SCORE ต่ำ

ตารางที่ 4.17 แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูง และหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำ

คะแนน F_SCORE	N	Mean	Mean Difference	T - statistic	Sig. (2-tailed)
สูง	176	0.0083	0.0186	2.997	0.001*
ต่ำ	104	-0.0103			

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

นอกจากการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้นระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) สูงกับกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score) ต่ำ แล้ว ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมโดย ทำการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่ได้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินเป็น 0 และ 1 ในแต่ละตัวแปร ตั้งแต่ F1 ถึง F14 เพื่อศึกษาว่า กลุ่มบริษัทที่ได้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินเป็น 1 มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ย มากกว่ากลุ่มบริษัทที่ได้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินเป็น 0 หรือไม่ ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.18 ผลการทดสอบเป็นดังนี้

1. ตัวแปร F1 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F1 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนปีปัจจุบันมากกว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของปีก่อน จำนวน 251 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้นเท่ากับ -0.0025 กับ กลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน เป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนน้อยกว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของปีก่อน จำนวน 237 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0008 พบว่า มี ค่าสถิติ t เท่ากับ -0.746 และค่า sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.228 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

2. ตัวแปร F2 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F2 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนปีปัจจุบันมากกว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 161 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตรา

ผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0037 กับ กลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน เป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนน้อยกว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 327 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0032 พบว่า มี ค่าสถิติ t เท่ากับ 1.463 และ ค่า sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.072 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

3. ตัวแปร F3 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F3 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 444 บริษัท อัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ย เท่ากับ 0.0016 กับ กลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งมีจำนวน 44 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0266 พบว่า มี ค่าสถิติ t เท่ากับ 2.705 และ ค่า sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.004 จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

4. ตัวแปร F4 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F4 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) ปีปัจจุบันมากกว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ปีก่อน จำนวน 290 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0050 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ปีปัจจุบันน้อยกว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ปีก่อน จำนวน 198 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0097 พบว่า มีค่าสถิติ t เท่ากับ 3.258 และ ค่า sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.000 จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

5. ตัวแปร F5 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F5 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) ของบริษัทมากกว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 224 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0021 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ของบริษัทน้อยกว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 264 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0001 พบว่า มีค่าสถิติ t เท่ากับ -0.503 และ ค่า sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.307 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

6. ตัวแปร F6 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F6 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีปัจจุบันเป็นบวก จำนวน 439 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ  $-0.0006$  กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีปัจจุบันเป็นลบ จำนวน 49 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ  $-0.0034$  พบว่า มีค่าสถิติ  $t$  เท่ากับ  $0.525$  และ ค่า sig. (2-tailed) เท่ากับ  $0.300$  จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$

7. ตัวแปร F7 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F7 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีปัจจุบันมากกว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีก่อน ซึ่งมีจำนวน 236 บริษัท อัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยเท่ากับ  $0.0113$  กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีปัจจุบันน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีก่อน ซึ่งมีจำนวน 252 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ  $-0.0123$  พบว่า มีค่าสถิติ  $t$  เท่ากับ  $5.407$  และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ  $0.00$  จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$

8. ตัวแปร F8 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F8 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทมากกว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 241 บริษัท อัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยเท่ากับ  $0.0032$  กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 247 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน เท่ากับ  $-0.0049$  พบว่า มีค่าสถิติ  $t$  เท่ากับ  $1.805$  และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ  $0.036$  จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.05$

9. ตัวแปร F9 ซึ่งหมายถึง ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F9 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์มีค่าเป็นบวก จำนวน 442 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ  $0.0009$  กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดที่มีค่าเป็นลบ จำนวน 46 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้นเท่ากับ -

0.0189 พบว่า มีค่าสถิติ  $t$  เท่ากับ 2.601 และ ค่า Sig.(2-tailed) เท่ากับ 0.005 จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

10. ตัวแปร F10 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F10 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์มากกว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ จำนวน 359 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0013 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์น้อยกว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ จำนวน 129 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0073 พบว่า มีค่าสถิติ  $t$  เท่ากับ 1.706 และ ค่า Sig.(2-tailed) เท่ากับ 0.044 จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

11. ตัวแปร F11 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F11 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายปีปัจจุบันมากกว่าอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีก่อน จำนวน 225 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0059 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายปีปัจจุบันน้อยกว่าอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีก่อน จำนวน 263 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0067 พบว่า มีค่าสถิติ  $t$  เท่ากับ 2.843 และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.002 จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

12. ตัวแปร F12 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F12 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของบริษัทมากกว่าอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 218 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0031 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของบริษัทน้อยกว่าอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 270 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0008 พบว่า มีค่าสถิติ  $t$  เท่ากับ -0.885 และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.188 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

13. ตัวแปร F13 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F13 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีปัจจุบันน้อยกว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีก่อน จำนวน 275 บริษัท อัตราผลตอบแทน

ของหุ้นเฉลี่ย เท่ากับ -0.0014 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีปัจจุบัน มากกว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีก่อน จำนวน 213 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0002 พบว่ามีค่าสถิติ t เท่ากับ -0.263 และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.396 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

14. ตัวแปร F14 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน F14 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทย่อยกว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 324 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0011 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทมากกว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จำนวน 164 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0006 พบว่ามีค่าสถิติ t เท่ากับ -0.099 และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.460 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

**ตารางที่ 4.18 แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของบริษัทเป็น 1 และกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของบริษัทเป็น 0 ในแต่ละปัจจัย**

ปัจจัย (ตัวแปร)	คะแนน = 1		คะแนน = 0		เปรียบเทียบผลต่าง ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน	
	N	Mean	N	Mean	ค่าสถิติ t	Sig. (2-tailed)
F1	251	-0.0025	237	0.0008	-0.746	0.228
F2	161	0.0037	327	-0.0032	1.463	0.072
F3	444	0.0016	44	-0.0266	2.705	0.004*
F4	290	0.0050	198	-0.0096	3.258	0.000*
F5	224	-0.0021	264	0.0001	-0.503	0.307
F6	439	-0.0006	49	-0.0034	0.525	0.300
F7	236	0.0113	252	-0.0123	5.407	0.000*
F8	241	0.0032	247	-0.0049	1.805	0.036*
F9	442	0.0009	46	-0.0189	2.601	0.005*

ตารางที่ 4.18 (ต่อ) แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของบริษัทเป็น 1 และกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินของบริษัทเป็น 0 ในแต่ละปัจจัย

ปัจจัย (ตัวแปร)	คะแนน = 1		คะแนน = 0		เปรียบเทียบผลต่าง ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน	
	N	Mean	N	Mean	ค่าสถิติ t	Sig. (2-tailed)
F10	359	0.0013	129	-0.0073	1.706	0.044*
F11	225	0.0059	263	-0.0067	2.843	0.002*
F12	218	-0.0031	270	0.0008	-0.885	0.188
F13	275	-0.0014	213	-0.0002	-0.263	0.396
F14	324	-0.0011	164	0.0006	-0.099	0.460

\* sig. ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

#### 4.3.2 ผลการทดสอบสมมติฐานด้านปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท

จากสมมติฐานการวิจัยที่กล่าวไว้ข้างต้น นั่นคือ หุ่นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้น มากกว่า หุ่นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำ นำมาเขียนเป็นสมมติฐานเพื่อการทดสอบทางสถิติ สำหรับปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทได้ดังนี้

H0 : หุ่นที่มีคะแนน G\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น น้อยกว่าหรือเท่ากับ หุ่นที่มีคะแนน G\_SCORE ต่ำ

H1 : หุ่นที่มีคะแนน G\_SCORE สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น มากกว่า หุ่นที่มีคะแนน G\_SCORE ต่ำ

#### ผลการทดสอบสมมติฐาน

จากการทดสอบผลต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างหุ่นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_SCORE) สูง และหุ่นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) ต่ำ ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.19 ได้ค่าทดสอบทางสถิติ t = 0.761

และมีค่า Sig. = 0.224 ซึ่งสูงกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดคือ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน กล่าวคือ หุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) สูง มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นไม่มากกว่าหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_SCORE) ต่ำ

ตารางที่ 4.19 แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง และหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทต่ำ

คะแนน G_SCORE	N	Mean	Mean Difference	T- statistic	Sig. (2-tailed)
สูง	123	0.0027	0.0079	0.761	0.224
ต่ำ	36	-0.0053			

\* ระดับนัยสำคัญ 0.05

นอกจากการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้นระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท(G\_Score) สูง กับ กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_Score) ต่ำ แล้ว ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยทำการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่ได้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทเป็น 0 และ 1 ในแต่ละตัวแปร ตั้งแต่ G1 ถึง G3 เพื่อศึกษาว่า กลุ่มบริษัทที่ได้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทเป็น 1 มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ย มากกว่ากลุ่มบริษัทที่ได้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานเป็น 0 หรือไม่ ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.20 ผลการทดสอบเป็น ดังนี้

1. ตัวแปร G1 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน G1 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีค่าความแปรปรวนของกำไรของบริษัทน้อยกว่าค่าเฉลี่ยความแปรปรวนของกำไรของอุตสาหกรรม จำนวน 360 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0007 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีค่าความแปรปรวนของกำไรของบริษัทมากกว่าค่าเฉลี่ยความแปรปรวนของกำไรของอุตสาหกรรม จำนวน 128 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0014 พบว่ามีค่าสถิติ t เท่ากับ 0.122 และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.451 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05



2. ตัวแปร G2 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน G2 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีค่าความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของบริษัทน้อยกว่าค่าเฉลี่ยความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของอุตสาหกรรม จำนวน 362 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0011 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีค่าความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของบริษัทมากกว่าค่าเฉลี่ยความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขายของอุตสาหกรรม จำนวน 126 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0004 พบว่ามีค่าสถิติ t เท่ากับ -0.126 และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.450 จึงปฏิเสธสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

3. ตัวแปร G3 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนหุ้น ระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนน G3 เป็น 1 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรเท่ากับหรือมากกว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย จำนวน 201 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ 0.0035 กับกลุ่มบริษัทที่มีค่าคะแนนเป็น 0 ซึ่งหมายถึง กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรน้อยกว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย จำนวน 287 บริษัท ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนของหุ้น เท่ากับ -0.0040 พบว่ามีค่าสถิติ t เท่ากับ 1.649 และ ค่า Sig. (2-tailed) เท่ากับ 0.050 จึงยอมรับสมมติฐาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 4.20 แสดงผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทเป็น 1 และกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทเป็น 0 ในแต่ละปัจจัย

ปัจจัย (ตัวแปร)	คะแนน = 1		คะแนน = 0		เปรียบเทียบผลต่าง ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน	
	N	Mean	N	Mean	ค่าสถิติ t	Sig. (2-tailed)
G1	360	-0.0007	128	-0.0014	0.122	0.451
G2	362	-0.0011	126	-0.0004	-0.126	0.450
G3	201	0.0035	287	-0.0040	1.649	0.050*

\*sig. ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาค้นคว้านี้มีประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต นี้ ได้ทำการศึกษาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ โดยรวบรวมข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วง ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 และจากกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 488 บริษัท สามารถสรุปผลการวิจัยได้ดังนี้

#### 5.1 สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เป็นการศึกษาประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต โดยในการสรุปผลการวิจัยนี้ ผู้วิจัยจะนำเสนอผลการศึกษาประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งมี 2 กลุ่ม คือ กลุ่มปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน และกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท โดยในการสรุปผลและการอภิปรายผลจะจำแนกตามกลุ่มปัจจัยพื้นฐาน ดังนี้

##### 5.1.1 ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน

สำหรับข้อมูลที่น่ามาศึกษาในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินนั้น เป็นข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท ได้แก่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน ข้อมูลการออกหุ้นเพิ่มทุน อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งผู้วิจัยได้นำข้อมูลเหล่านี้มาทำการวิเคราะห์ และให้ค่าคะแนนตามเกณฑ์การพิจารณา ซึ่งคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน ในการวิจัยนี้เรียกว่า F\_Score ทั้งหมด 14 ตัว (F1-F14) จากนั้นทำการแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน (F\_Score) สูง (10-

14 คะแนน) กลุ่มที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score) กลาง (7-9 คะแนน) และกลุ่มที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน(F\_Score)ต่ำ (0-6 คะแนน) ซึ่งในแต่ละกลุ่มมีจำนวน 176, 208 และ 104 บริษัท ตามลำดับ จากนั้นจึงนำข้อมูลที่ได้มาทำการทดสอบตามสมมติฐานของการวิจัยครั้งนี้ คือ หุ้นที่มีคะแนนของปัจจัยพื้นฐานสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้นมากกว่าหุ้นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำ

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูง หรือ กลุ่มของบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานเท่ากับ 10 – 14 คะแนน มีจำนวน 176 บริษัท อัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยเท่ากับ 0.0083 สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำ หรือ กลุ่มของบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานเท่ากับ 0-6 คะแนน จำนวน 104 บริษัท อัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยเท่ากับ -0.0103 และจากการทดสอบสมมติฐาน โดยใช้วิธีทางสถิติในการทดสอบผลต่างค่าเฉลี่ยของสองประชากร (Two – sample test) โดยใช้ค่าสถิติ t ในการทดสอบ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ได้ค่าทดสอบทางสถิติ  $t = 2.997$  และมีค่า Sig. (2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน แสดงว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินสูง มีอัตราผลตอบแทนมากกว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินต่ำ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ แสดงให้เห็นว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านการเงิน โดยการนำข้อมูลจากงบการเงินของบริษัท มาวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินเพื่อใช้ในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์นั้น สามารถทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีผลการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่ดี และสามารถได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูง ซึ่งให้ผลสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ที่ทำการศึกษาพบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้น และสามารถใช้ในการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงกำไร และผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตได้ [(Ou และ Penman (1989), Lev และ Thiagarajan(1993), Abarbanell และ Bushee(1997), Abarbanell และ Bushee(1998), นพดล (2546), ทรงภพ(2546)] และนอกจากนี้ผลการวิจัยยังสามารถสนับสนุนผลการวิจัยของ Piotroski (2000) และ Mohanram (2003)

และเมื่อผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยทดสอบความแตกต่างค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนระหว่างกลุ่มบริษัทได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินเป็น 1 กับกลุ่มบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินเป็น 0 ทีละตัวแปร พบว่า กลุ่มบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานเป็น 1 และมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่า กลุ่มบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานเป็น 0 ได้แก่กลุ่มบริษัทดังต่อไปนี้

1. กลุ่มบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน
2. กลุ่มบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ปีปัจจุบันมากกว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ปีก่อน
3. กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีปัจจุบัน มากกว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ปีก่อน
4. กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท มากกว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของอุตสาหกรรม
5. กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์มีค่าเป็นบวก
6. กลุ่มบริษัทที่มีอัตราส่วนผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ มากกว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
7. กลุ่มบริษัทที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายปีปัจจุบันมากกว่าอัตรากำไรขั้นต้นต่อยอดขายของปีก่อน

กลุ่มบริษัทเหล่านี้มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยมากกว่า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อเทียบกับกลุ่มบริษัทที่ได้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินเป็น 0 และเป็นสิ่งที่สังเกตได้ว่า กลุ่มบริษัทที่มีผลตอบแทนมากกว่า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิตินั้น เป็นกลุ่มบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเงินดี ในด้าน สภาพคล่องและการสร้างกระแสเงินสด ความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอัตราส่วนด้านความสามารถในการทำกำไร มีความสำคัญและยังคงเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจ และให้ความสำคัญในการพิจารณาเลือกลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ ทองภพ (2546) ที่พบทำการศึกษาพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรขั้นต้น ที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินคาดหวังในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### 5.1.2 ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท

สำหรับข้อมูลที่นำมาศึกษาในกลุ่มปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ได้แก่ ความแปรปรวนของกำไร ความแปรปรวนของการเติบโตของยอดขาย และการเปรียบเทียบระหว่างอัตราการเติบโตของกำไรกับอัตราการเติบโตของยอดขาย ซึ่งผู้วิจัยได้นำข้อมูลเหล่านี้มาทำการวิเคราะห์

และให้ค่าคะแนนตามเกณฑ์การพิจารณา ซึ่งคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท ในการวิจัยนี้เรียกว่า G\_Score ทั้งหมด 3 ตัว (G1-G3) จากนั้นทำการแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_Score) สูง (G\_Score = 3 คะแนน) กลุ่มที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_Score) กลาง (G\_Score = 1-2 คะแนน) และกลุ่มที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_Score) ต่ำ (G\_Score = 0 คะแนน) ซึ่งในแต่ละกลุ่มมีจำนวน 123, 329 และ 36 บริษัท ตามลำดับ จากนั้นจึงนำข้อมูลที่ได้มาทำการทดสอบตามสมมติฐานของการวิจัยครั้งนี้ คือ หุ่นที่มีคะแนนของปัจจัยพื้นฐานสูงมีอัตราผลตอบแทนของหุ้นมากกว่าหุ่นที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานต่ำ

จากข้อมูลที่ศึกษา กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง หรือ กลุ่มของบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_Score) เท่ากับ 3 คะแนน มีจำนวน 123 บริษัท อัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยเท่ากับ 0.0027 สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทต่ำ หรือ กลุ่มของบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัท (G\_Score) เท่ากับ 0 คะแนน จำนวน 36 บริษัท อัตราผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยเท่ากับ -0.0053 จากการทดสอบสมมติฐาน โดยใช้วิธีทางสถิติในการทดสอบผลต่างค่าเฉลี่ยของสองประชากร (Two – sample test) โดยใช้ค่าสถิติ t ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ได้ค่าทดสอบทางสถิติ  $t = 0.0761$  และมีค่า Sig. (2-tailed) = 0.224 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้คือ 0.05 จึงยอมรับปฏิเสธสมมติฐาน แสดงว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทสูง ไม่มีอัตราผลตอบแทนมากกว่า กลุ่มบริษัทที่มีคะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทต่ำ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ เนื่องจาก ในช่วงเวลา พ.ศ. 2545 – พ.ศ. 2547 เป็นช่วงที่สภาพแวดล้อมของเศรษฐกิจและนักลงทุนให้ความสำคัญกับความมีเสถียรภาพทางการเงินมากกว่าการเติบโตของกิจการ ดังนั้นจึงอาจมีผลทำให้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทไม่สามารถเชื่อมโยงกับอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับได้

และเมื่อผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยทดสอบความแตกต่างค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนระหว่างกลุ่มบริษัทได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของแต่ละบริษัทเป็น 1 กับกลุ่มบริษัทที่ได้คะแนนปัจจัยพื้นฐานด้านการเติบโตของบริษัทเป็น 0 ทีละตัวแปร(G1-G3) พบว่ากลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไร เท่ากับหรือมากกว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย จะมีอัตราผลตอบแทนของหุ้นมากกว่ากลุ่มบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของกำไรน้อยกว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย

## 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

1. ในการศึกษาครั้งนี้ อัตราภาษีที่ใช้ในการคำนวณ ROA คือ 30% ทั้งหมด โดยไม่ได้พิจารณาในกรณีที่อัตราภาษีของบางบริษัท ไม่เท่ากับ 30% เช่น 25% หรือ กรณีบริษัทที่ได้รับ BOI เป็นต้น และกำไรที่ใช้คำนวณ ROA คือ กำไรสุทธิก่อนส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (MI)
2. ในงานวิจัยนี้มีการพิจารณาให้ค่าคะแนนปัจจัยพื้นฐานแต่ละปัจจัยเท่ากันคือเป็น 1 และเป็น 0 ในทุกอัตราส่วนและทุกกลุ่มอุตสาหกรรม แต่ในความเป็นจริงบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างกันอาจจะให้ความสำคัญในอัตราส่วนทางการเงินแต่ละประเภทไม่เท่ากัน
3. การศึกษาเป็นการทดสอบในภาพรวมของบริษัทที่นำมาเป็นตัวอย่างรวมกันทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ไม่ได้ทำการทดสอบแยกแต่ละอุตสาหกรรม เนื่องจากหากทำการแยกประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมและแบ่งแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นกลุ่มที่มีปัจจัยพื้นฐาน สูง กลาง และต่ำแล้ว จะทำให้มีจำนวนตัวอย่างที่จะนำมาทดสอบทางสถิติน้อยเกินไป ไม่สามารถให้ผลการทดสอบทางสถิติที่ถูกต้องได้

## 5.3 ประโยชน์ของงานวิจัย

จากผลการศึกษา ความมีประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตนี้สามารถสนับสนุน และทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจว่า การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เพื่อประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ สามารถเป็นข้อมูลช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจ เลือกลงทุนในบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดี และสามารถได้รับผลตอบแทนสูง และแสดงให้เห็นว่าข้อมูลจากงบการเงิน ซึ่งเป็นผลจากการทำบัญชีนั้น มีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ซึ่งเป็นด้านหนึ่งในลักษณะคุณภาพของงบการเงินที่กำหนดไว้ในแม่บทการบัญชี

## 5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

เนื่องจากการศึกษาความมีประสิทธิผลของการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของหุ้นในอนาคตครั้งนี้ ปัจจัยพื้นฐานที่นำมาศึกษาเป็นเพียงข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงินในอดีตของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และวิเคราะห์ด้วยวิธีการวิเคราะห์

อัตราส่วนทางการเงินและข้อมูลในงบการเงินของบริษัท ซึ่งเป็นเพียงส่วนหนึ่งของวิธีการวิเคราะห์ ปัจจัยพื้นฐานทั้งหมด และช่วงระยะเวลาในการศึกษา คือข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่ออก หลักทรัพย์ ในช่วงระยะเวลา ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2547 รวมระยะเวลา 3 ปีเท่านั้น ดังนั้นในการศึกษา วิจัยในอนาคต ผู้วิจัยเสนอว่า ควรมีการเพิ่มเติมข้อมูล หรืออัตราส่วนทางการเงิน ข้อมูล อื่นๆ ที่จะนำมาทำการวิเคราะห์เพื่อการทดสอบ รวมถึงปัจจัยพื้นฐานด้านอื่นๆ ที่เป็นข้อมูลเชิง คุณภาพเข้าร่วมในการทดสอบด้วย และการขยายระยะเวลาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเพื่อให้ เห็นถึงผลในระยะยาว และให้ผลลัพธ์ที่ได้มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ อาจทำการศึกษาแยกตามประเภทของกลุ่มธุรกิจ เพื่อให้เห็นว่ากลุ่ม ธุรกิจแต่ละกลุ่ม มีความแตกต่างกันในควมมีประสิทธิผลของปัจจัยพื้นฐานต่อผลตอบแทนของ หุ้นในอนาคตหรือไม่



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

กัลยา วานิชย์บัญชา. 2538. การวิเคราะห์สถิติเพื่อธุรกิจ:สถิติเพื่อการตัดสินใจทางธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

กัลยา วานิชย์บัญชา. 2544. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์ ซี เค แอนด์ เอส โฟโต้สตูดิโอ.

จิรัตน์ สังข์แก้ว. 2544. การลงทุน. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2546. การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน. พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพฯ: เทวาครีเอชั่น.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. ข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

ทรงภพ จิวากานนท์. 2546. การศึกษาผลตอบแทนเกินค่าคาดหวังเทียบกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชาบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

นพดล วิมลธรรมวัฒน์. 2546. กลยุทธ์การเลือกหลักทรัพย์ลงทุนโดยพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตามบัญชี. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชาบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. 2547. มิติใหม่ของการเงินและการวิเคราะห์. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: ธรรมนิติ เพรส.



**ภาษาอังกฤษ**

Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee. 1997. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. Journal of Accounting Research 35, 1 (Spring): 1-24.

Lev, B., and S. R. Thiagarajan. 1993. Fundamental information analysis. Journal of Accounting Research 31, 2 (Autumn): 190-215.

Ou, J., and S. Penman. 1989. Accounting Measures, Price-Earnings Ratio and the Information Content of Security Prices. Journal of Accounting Research 27 (Supplement): 111-143.

Partha S. Mohanram. 2003. Is Fundamental Analysis Effective for Growth Stocks. Working Paper, New York University, New York.

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

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวนัยเนตร เกตุสุวรรณ เกิดวันที่ 7 ตุลาคม พ.ศ. 2524 ที่จังหวัด กรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี บริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี เกียรตินิยมอันดับ 1 คณะบริหารธุรกิจ ศูนย์กลางสถาบันเทคโนโลยีราชมงคล ในปีการศึกษา 2545 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2546 ในขณะที่ศึกษาระดับปริญญาโทมหาบัณฑิต ได้รับทุนผู้ช่วยสอน ภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย