

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

การวิเคราะห์ความถดถอยอย่างง่าย แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินที่เปิดเผยในแบบ 56-1 และอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลที่เปิดเผยในงบการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการเส้นตรงและไม่อยู่ในรูปสมการเส้นตรง แต่อย่างไรก็ตาม รูปแบบสมการที่มีความเหมาะสมที่สุดเมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) จะไม่อยู่ในรูปสมการเส้นตรง ซึ่งจากการศึกษานี้สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ตามกลุ่มของอัตราส่วนทางการเงินได้ดังนี้

#### อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร

ผลการทดสอบแต่ละปีในส่วนของอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่เปิดเผยในแบบ 56-1 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) ที่สูงที่สุด พบว่า อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Exponential ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดหวังไว้ แต่อัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Logarithmic ซึ่งเป็นผลมาจากลักษณะของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจบริการ และกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรมที่ทำให้รูปแบบความสัมพันธ์อยู่ในรูปแบบ Logarithmic แสดงให้เห็นว่า ถ้าอัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่สูงในช่วงแรก และหากอัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) ยังคงเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่คงที่ จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ลดลง ซึ่งการที่อัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) เพิ่มขึ้นจนถึงจุดหนึ่ง แต่ผลตอบแทนของหุ้นกลับลดลง อาจเนื่องมาจากอัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) ที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่ได้แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่แท้จริง แต่อาจมาจากยอดขายที่ลดลงแต่ตัวเลขกำไรไม่เปลี่ยนแปลง หรือการเพิ่มขึ้นของยอดขายที่น้อยกว่าการลดลงของกำไร จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) เพิ่มขึ้น ดังนั้น นักลงทุนจึงควรพิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) ที่เพิ่มขึ้นนั้นได้แสดงถึงความสามารถใน

การทำกำไรที่แท้จริงของบริษัทหรือไม่เพื่อให้นักลงทุนสามารถลงทุนในช่วงที่ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงสุด

ผลการทดสอบแต่ละปีในส่วนของอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลในงบการเงิน เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) ที่สูงที่สุด พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Exponential ส่วนอัตราผลตอบแทนจากยอดขาย (ROS) พบความสัมพันธ์ในรูปแบบสมการ Logarithmic เช่นเดียวกับผลการทดสอบส่วนของอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่เปิดเผยในแบบ 56-1 แต่อย่างไรก็ตาม การทดสอบอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลในงบการเงิน กลับไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ จึงแตกต่างกับการทดสอบในส่วนของอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่เปิดเผยในแบบ 56-1 ดังนั้นจึงแสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่เปิดเผยในแบบ 56-1 สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลในงบการเงิน ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากนักลงทุนใช้ข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยมากกว่าการนำข้อมูลมาทำการวิเคราะห์เอง เนื่องจากนักลงทุนเชื่อถือข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยจึงทำให้อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่เปิดเผยในแบบ 56-1 สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลในงบการเงิน

ส่วนอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) และอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) ที่พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในทุกรูปแบบสมการความสัมพันธ์ แต่ผลการทดสอบรายกลุ่มอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่า กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรม และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค พบความสัมพันธ์ของส่วนอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) กับผลตอบแทนต่อหุ้นในรูปแบบสมการ Exponential อย่างมีนัยสำคัญซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดหวังไว้ และกลุ่มทรัพยากร พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Quadratic อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า หากบริษัทมีอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) ที่สูงหรือใกล้เคียงกับศูนย์ก็จะทำให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากกำไรที่เกิดขึ้นนั้นเป็นกำไรที่มีคุณภาพ แต่เมื่ออัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) สูงขึ้นจนถึงระดับหนึ่งแล้ว จะทำให้ผลตอบแทนของหุ้นลดลง ซึ่งเกิดจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นจนส่งผลให้อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) สูงขึ้นนั้น ไม่ได้เกิดจากผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัท แต่อาจเกิดจากส่วนของทางด้านหนี้สินระยะสั้นของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นจนทำให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น จึงส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นลดลง

ดังนั้น หากนักลงทุนต้องการนำอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) มาใช้พิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุนในกลุ่มทรัพยากร นักลงทุนจึงควรพิจารณาว่าอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) ที่เพิ่มขึ้นนั้น เกิดจากผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทจนทำให้เกิดกำไรที่มีคุณภาพหรือไม่ เนื่องจากหากอัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร (CFN) ที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่ได้เกิดจากกำไรที่มีคุณภาพ แล้วทำการลงทุนในหุ้นดังกล่าวจะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนลดลง

### อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพของสินทรัพย์

ผลการทดสอบแต่ละปีในส่วนของอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพของสินทรัพย์ที่เปิดเผยในแบบ 56-1 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) ที่สูงที่สุด พบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Exponential ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบของกลุ่มธุรกิจบริการ โดยแสดงถึง เมื่ออัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) เพิ่มขึ้นในช่วงแรกจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นค่อย ๆ เพิ่มขึ้น และเมื่ออัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มมากขึ้นเรื่อย ๆ ในสัดส่วนที่สูงกว่าในช่วงแรก ก็เนื่องมาจากนอกจากความสามารถในการบริหารสินค้าคงเหลือแล้ว ยังอาจมาจากการที่บริษัทมีความสามารถในการหาสินค้าและบริการมาทดแทนสินค้าของคู่แข่งได้ หรือสามารถหาสินค้าและบริการมาตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้รวดเร็วกว่าคู่แข่ง ด้วยเหตุนี้จึงทำให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ดังนั้น นักลงทุนจึงควรลงทุนในช่วงที่อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) เพิ่มขึ้นนั้นเกิดจากการที่บริษัทมีความสามารถในการแข่งขันสูง โดยสามารถหาสินค้าและบริการมาทดแทนสินค้าของคู่แข่งได้ หรือสามารถหาสินค้าและบริการมาตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้รวดเร็วกว่าคู่แข่งได้จนส่งผลให้อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) เพิ่มขึ้น

ผลการทดสอบแต่ละปีในส่วนของอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพของสินทรัพย์ที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลในงบการเงิน เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ ( $R^2$ ) ที่สูงที่สุด พบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Logarithmic ซึ่งสอดคล้องกับกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม โดยแสดงถึง การที่อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) เพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงแรก แต่เมื่ออัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) เพิ่มสูงขึ้นเรื่อย ๆ ผลตอบแทนของหุ้นก็จะเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ลดลง เพราะการเพิ่มขึ้นของอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) อาจเกิดจากการมีต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของปริมาณการขาย จึงทำให้ผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ลดลง ดังนั้น นักลงทุนจึงควรพิจารณาว่าอัตราการ

หมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) ที่เพิ่มขึ้นนั้นเกิดจากความสามารถในการบริหารสินค้าคงเหลือที่แท้จริงของบริษัทหรือไม่เพื่อให้นักลงทุนสามารถได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในช่วงที่ได้รับผลตอบแทนสูงสุด อย่างไรก็ตาม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวที่มีผลการทดสอบเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดหวังไว้ โดยอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพของสินทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับ ผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบของสมการ Square Root อย่างมีนัยสำคัญ คือ อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) และ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT)

นอกจากนั้น การทดสอบแต่ละปียังพบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) และ อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนของหุ้นในทุกรูปแบบสมการความสัมพันธ์ แต่เมื่อทดสอบรายกลุ่มอุตสาหกรรมได้แสดงให้เห็นถึงลักษณะของความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากขึ้น โดยพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (AT) กับผลตอบแทนของหุ้น คือกลุ่มอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจบริการและกลุ่มเทคโนโลยี อย่างไรก็ตาม อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART) กลับไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม จึงหมายความว่า นักลงทุนไม่ได้สนใจนำอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART) มาประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุน จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART) กับผลตอบแทนของหุ้น

### อัตราส่วนแสดงสภาพคล่อง

ผลการทดสอบแต่ละปีของอัตราส่วนสภาพคล่อง ไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนสภาพคล่องกับผลตอบแทนของหุ้นในทุกรูปแบบสมการความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดหวังไว้ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า นักลงทุนไม่ได้นำอัตราส่วนสภาพคล่องมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยรวมของตลาด แต่อย่างไรก็ดี การทดสอบรายกลุ่มอุตสาหกรรมได้แสดงให้เห็นว่า กลุ่มอุปโภคบริโภคมีอัตราส่วนแสดงสภาพคล่องที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Quadratic ได้แก่ อัตราส่วนกลับสภาพคล่องกระแสเงินสด (CFR) โดยหากอัตราส่วนกลับสภาพคล่องกระแสเงินสด (CFR) เพิ่มสูงขึ้นก็จะแสดงถึงความมีสภาพคล่องของบริษัทที่ดีขึ้น ผลตอบแทนของหุ้นจึงเพิ่มสูงขึ้น แต่ถ้าหากอัตราส่วนกลับสภาพคล่องกระแสเงินสด (CFR) เพิ่มสูงขึ้นจนถึงระดับหนึ่ง ผลตอบแทนของหุ้นจะลดลง ก็เนื่องมาจากบริษัทอาจมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มากเกินไป มีกระแสเงินสดมากเกินไปจนไม่สามารรถนำไปขยายการลงทุน หรือนำไปลงทุนในด้านอื่นเพื่อให้เกิดประโยชน์กลับมาแก่นักลงทุนได้ ผลตอบแทนของหุ้นจึงลดลง ดังนั้น นักลงทุนจึงควรลงทุนในช่วงที่อัตราส่วนกลับสภาพคล่องกระแสเงินสด (CFR) เกิดจากความมีสภาพคล่องของบริษัทที่แท้จริง รวมทั้งพิจารณาว่าเป็น

กระแสเงินสดที่มากเกินไปจนความจำเป็นหรือไม่ เพื่อให้ นักลงทุนสามารถลงทุนในช่วงที่ได้รับผลตอบแทนสูงที่สุด

ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนแสดงสภาพคล่องกับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงแสดงให้เห็นว่าการที่การทดสอบแต่ละปีไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญของอัตราส่วนสภาพคล่องกับผลตอบแทนของหุ้นนั้นก็ เป็นผลมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมนั่นเอง รวมทั้งอัตราส่วนแสดงสภาพคล่องอาจไม่มีผลต่อการนำไปใช้ในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนในลักษณะโดยรวมของตลาด

### อัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระหนี้

ผลการทดสอบแต่ละปีของอัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระหนี้ พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ที่เปิดเผยในแบบ 56-1 กับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Exponential ซึ่งสอดคล้องกับกลุ่มทรัพยากรและกลุ่มธุรกิจบริการ และการทดสอบแต่ละปีไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนกลับแสดงความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (INVT) กับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มธุรกิจบริการ กลับพบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนกลับแสดงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบสมการ Exponential ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า เมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลตอบแทนสะสมจากหลักทรัพย์ (CR) ค่อย ๆ ลดลงในช่วงแรก เนื่องมาจากนักลงทุนมองเห็นความเสี่ยงของกิจการ และขาดความมั่นใจในตัวบริษัทว่าจะสามารถดำรงอยู่ได้หรือไม่ จึงทำการเทขายหุ้นราคาหุ้นจึงลดต่ำลง แต่ไม่มีแรงซื้อมารองรับ ดังนั้นผลตอบแทนสะสมจากหลักทรัพย์ (CR) จึงลดลงเรื่อย ๆ เมื่ออัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวเพิ่มขึ้น ดังนั้นจึงแสดงให้เห็นว่า เมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพิ่มขึ้น นักลงทุนไม่ควรลงทุนในบริษัทดังกล่าว เพราะการที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพิ่มขึ้นนั้นจะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นลดลงและจะลดลงอย่างรวดเร็วเมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ

จากการเปรียบเทียบผลการทดสอบความสัมพันธ์พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่เปิดเผยในแบบ 56-1 และอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลในงบการเงินมีรูปแบบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นแตกต่างกัน ก็เนื่องมาจาก ถึงแม้ว่าสูตรที่ใช้ในการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินเหมือนกัน แต่ตัวเลขที่บริษัทและผู้วิจัยนำมาคำนวณนั้นอาจจะนำมาจากคนละรายการกันจึงส่งผลให้รูปแบบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นแตกต่างกัน ดังนั้นนักลงทุนจึงควรระมัดระวังในการนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน รวมทั้งการที่พบว่า ผลการทดสอบ

ไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดหวังไว้ และไม่ได้เป็นไปตามผลการวิจัยของต่างประเทศ (Omran ; 2004) ก็อาจเนื่องมาจากความแตกต่างของลักษณะของอุตสาหกรรม และลักษณะของตลาดในประเทศไทยและนโยบายการบัญชีของประเทศไทยมีความแตกต่างกับงานวิจัยของต่างประเทศที่ได้เคยทำการศึกษาไว้ จึงทำให้ผลการทดสอบไม่เป็นไปตามงานวิจัยของต่างประเทศ

สำหรับผลของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ในงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินเปิดเผยในแบบ 56-1 และจากที่ผู้วิจัยคำนวณจากข้อมูลในงบการเงินกับผลตอบแทนสะสมจากหลักทรัพย์ (CR) และผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์ (BHR) มีตัวแบบความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน โดยผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุแต่ละปี พบว่า มีเพียงบางอัตราส่วนทางการเงินเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่การทดสอบรายกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนทางการเงินในสมการถดถอยเชิงพหุทุกอัตราส่วนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม รวมทั้ง อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันตามลักษณะของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ซึ่งหมายความว่า การพิจารณารายกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถแสดงความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นที่ชัดเจนกว่าความสัมพันธ์แต่ละปี อีกทั้งการที่อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม จึงทำให้ผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุแต่ละปี มีเพียงบางอัตราส่วนทางการเงินเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

## 5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. ในการเก็บข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งได้มาจากรายงานประจำปี และแบบ 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการเก็บข้อมูลพบว่ารายงานประจำปีและแบบ 56-1 ของบางบริษัทไม่สามารถติดตามได้ทำให้ไม่สามารถรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงินได้อย่างครบถ้วนตามจำนวนรายชื่อของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ. 2543-2547

2. เนื่องจากข้อมูลในแบบ 56-1 ได้เปิดเผยอัตราส่วนทางการเงินที่ต้องการศึกษาไม่ครบถ้วน จึงทำให้ไม่สามารถนำบางอัตราส่วนทางการเงินมาใช้ในการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้วิจัยได้คำนวณจากข้อมูลในงบการเงินได้ คือ อัตราส่วนเงินสดต่อการทำกำไร

3. จากผลการศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นนั้นไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยภายนอกอื่น ๆ บางประการที่เกี่ยวข้อง เช่น การกำหนดนโยบายการบัญชีที่แตกต่างกัน การตกแต่งตัวเลขทางการเงินบัญชี เป็นต้น ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นเพราะผู้วิจัยไม่มีข้อมูลที่ครบถ้วนและเชื่อถือได้ในงบการเงินหรือจากแหล่งอื่นที่จะสามารถช่วยในการปรับผลกระทบดังกล่าวได้

4. การจัดกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำการศึกษานี้ได้ทำการจัดกลุ่มตามการจัดกลุ่มของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอาจมีผลต่อการอธิบายผลการวิจัยรายกลุ่มอุตสาหกรรม เช่น ผลการทดสอบของอัตราส่วนเวียนของสินค้าคงเหลือของกลุ่มธุรกิจบริการ ที่ประกอบด้วยกลุ่มบริษัทที่มีสินค้าคงเหลือ และกลุ่มบริษัทที่ไม่มีสินค้าคงเหลือ เป็นต้น

5. การเลือกช่วงเวลาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้คือช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 – พ.ศ. 2547 ซึ่งอาจไม่ครอบคลุมได้ทั้งวงจรเศรษฐกิจ (Economic Cycle) เนื่องจากข้อจำกัดในด้านฐานข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยที่ไม่สามารถรวบรวมได้ครอบคลุมทั้งวงจรเศรษฐกิจ รวมทั้งเนื่องจากประเทศไทยประสบกับภาวะวิกฤตของเศรษฐกิจจึงทำให้ไม่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้ครบตามวงจรเศรษฐกิจ

### 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

1. การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์โดยคำนึงถึงตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว ดังนั้นจึงควรพิจารณาข้อมูลเชิงคุณภาพหรือปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีผลต่อผลตอบแทนของหุ้นเข้ามาในการวิเคราะห์ด้วย เช่น นโยบายทางการเงินของแต่ละบริษัท สภาพเศรษฐกิจ มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ การจ่ายเงินปันผล เป็นต้น

2. ควรนำอัตราส่วนทางการเงินที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์ เช่น Price-Earning Ratio หรือ Price-Book Value Ratio เป็นต้น โดยอาจทำการสำรวจหรือสอบถามจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ว่าในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั้นได้นำอัตราส่วนทางการเงินใดมาใช้ประกอบการวิเคราะห์

3. ควรใช้ระยะเวลาในการวิจัยให้ครบทั้งวงจรเศรษฐกิจ (Economic Cycle) เพื่อให้ผลการทดสอบที่ได้มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น