

ตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทน  
ของหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ 50

นายอัครกมลดีด หลงสถา

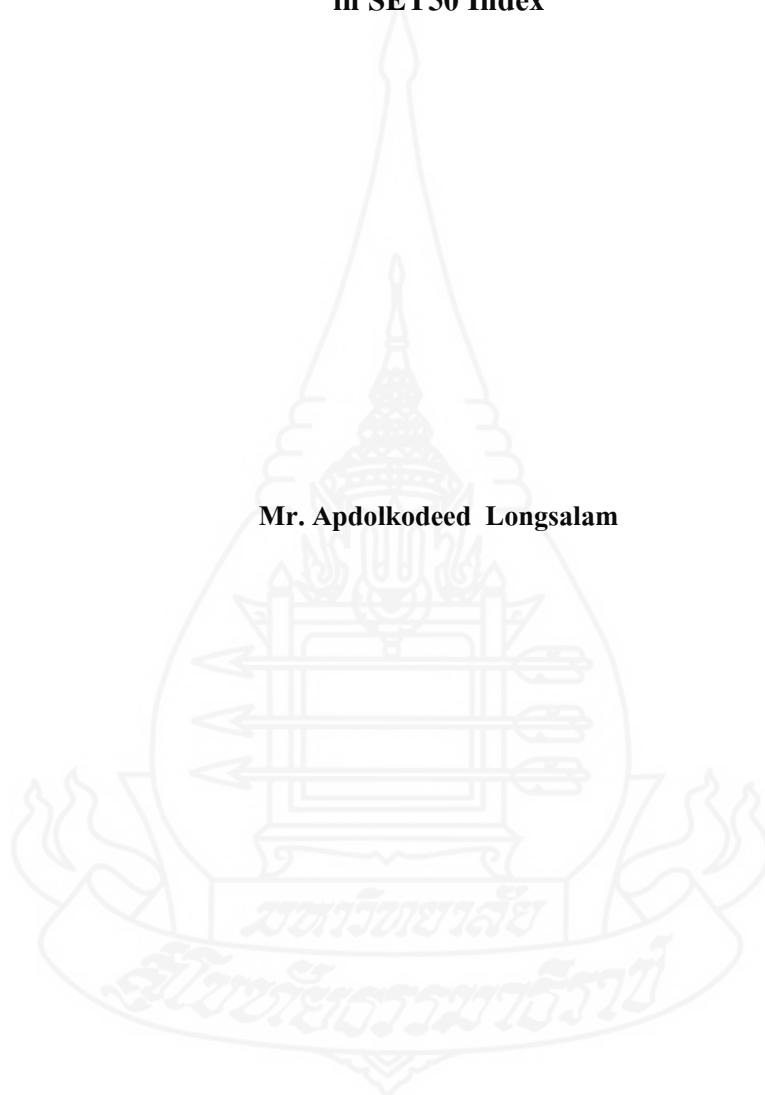


การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
แขนงวิชาบริหารธุรกิจ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

พ.ศ. 2558

**Financial Variables Explaining the Variation in Stock Returns  
in SET50 Index**

**Mr. Apdolkodeed Longsalam**



An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for  
the Degree of Master of Business Administration  
School of Management Science  
Sukhothai Thammathirat Open University  
2015

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ      ตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของ  
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ 50  
ชื่อและนามสกุล                              นายอับดุลกอดีด หลงสล้า  
แขนงวิชา                                        บริหารธุรกิจ  
สาขาวิชา                                        วิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช  
อาจารย์ที่ปรึกษา                              รองศาสตราจารย์ ดร. กัลยานี ภาคอืด

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 6 สิงหาคม 2559

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ

กัลยานี ภาคอืด

ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร. กัลยานี ภาคอืด)

ชงการ ภมรมาศ

กรรมการ

(อาจารย์ ดร. ชงการ ภมรมาศ)

สุรีย์ เข้มทอง

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สุรีย์ เข้มทอง)

ประธานกรรมการประจำสาขาวิชาวิทยาการจัดการ

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระเรื่อง ตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ 50 ฉบับนี้ ได้เสร็จสมบูรณ์เป็นอย่างดี โดยได้รับความช่วยเหลือจากบุคคลหลายท่าน เฉพาะอย่างยิ่งขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาคอ๊ต อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษาและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาค้นคว้าอิสระในทุกขั้นตอน และขอขอบคุณคณาจารย์สาขาวิชาวิทยาการจัดการทุกท่านที่ได้อบรม สั่งสอน และให้ความรู้ที่สามารถนำมาประยุกต์ใช้ได้เป็นอย่างดี เป็นผลให้การศึกษาสำเร็จตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ขอขอบคุณ อาจารย์โยธิน ทวีกิติกุล ที่ให้ความรู้ด้านโปรแกรมการเงิน และคำแนะนำทางการเงิน รวมทั้งจัดหาข้อมูลที่เป็นประโยชน์สำหรับการศึกษาค้นคว้าอิสระในครั้งนี้

ท้ายที่สุด ผู้ศึกษาขอขอบคุณ และมอบความสำเร็จทั้งหมดจากการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้แด่บิดา มารดา และทุกๆ คนในครอบครัว ที่ช่วยส่งเสริม สนับสนุน และเป็นกำลังใจที่สำคัญของผู้ศึกษา

การศึกษานี้ ผู้ศึกษาหวังว่าจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน นักวิจัย นักวิชาการ หรือผู้ที่สนใจทั่วไป ที่จะนำผลการศึกษาไปประยุกต์ใช้สำหรับการทำวิจัย ทำงาน หรือใช้เป็นข้อมูลสำหรับการลงทุนในหุ้นสามัญ ดัชนี SET50 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

อับดุลกอดิด หลงสล่า

สิงหาคม 2558

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญตาราง .....	ช
สารบัญภาพ .....	ฌ
บทที่ 1 บทนำ .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา .....	3
ขอบเขตการศึกษา .....	4
กรอบแนวคิดของการศึกษา .....	4
นิยามศัพท์เฉพาะ .....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ .....	6
บทที่ 2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง .....	7
แนวคิดเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย .....	7
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ .....	15
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	19
บทที่ 3 วิธีดำเนินการศึกษา .....	27
บทที่ 4 ผลการศึกษา .....	29
ผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 .....	29
ผลของสมการถดถอย .....	36
บทที่ 5 สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	37
สรุปการศึกษา .....	37
อภิปรายผล .....	38
ข้อเสนอแนะ .....	39
บรรณานุกรม .....	40
ประวัติผู้ศึกษา .....	44

## สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1 บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 พ.ศ.2557.....	12
ตารางที่ 4.1 ผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 พ.ศ. 2557 .....	29
ตารางที่ 4.2 ผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนรายสัปดาห์ ในกลุ่ม SET50 พ.ศ. 2557.....	33



ณ

## สารบัญภาพ

หน้า

ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดของการศึกษา..... 4



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์มีประโยชน์ต่อการจัดสรรเงินออมและการลงทุนในระยะยาว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นสถาบันการเงินที่มีความสำคัญในตลาดทุนและตลาดการเงินไทย ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และเป็นกลไกหรือตัวกลางในการระดมเงินออมหรือเงินทุนส่วนเกินจากภาคครัวเรือนมาจัดสรรสู่ภาคการผลิตที่ต้องการเงินทุน ทำให้การออมและการลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ผู้มีเงินออมมีแรงจูงใจในการออมและมีทางเลือกในการออมและการลงทุนเพิ่มมากขึ้น เมื่อเงินออมเข้าสู่ระบบการเงินผ่านกลไกตลาดทุนมากขึ้น ก็จะมีช่องทางและโอกาสในการระดมทุนระยะยาวในตลาดทุนเพิ่มขึ้นด้วย ทำให้การใช้ทรัพยากรหรือเงินออมเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ สนับสนุนการพัฒนาธุรกิจและระบบเศรษฐกิจโดยตรง เป็นประโยชน์ต่อการปรับโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจ

การระดมเงินทุนจากตลาดทุน โดยผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนของธุรกิจต่างๆ นอกเหนือจากการกู้เงินจากสถาบันการเงินโดยทั่วไป ทำให้กิจการนั้นสามารถระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อใช้ในการลงทุนและดำเนินธุรกิจได้ตามที่ต้องการโดยไม่ต้องมีภาระจากดอกเบี้ยเงินกู้และสัดส่วนหนี้ที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น โดยเปิดโอกาสให้ประชาชนมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ การที่บริษัทจดทะเบียนสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนโดยการออกหลักทรัพย์และเสนอขายต่อผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไปนั้น ถือเป็นโอกาสอันดีสำหรับผู้ลงทุนหรือผู้มีเงินออมที่จะได้มีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการต่างๆ ที่เสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวช่วยขยายฐานภาษีของรัฐบาล เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ เป็นกิจการที่มีการบริหารจัดการที่เป็นมาตรฐานและโปร่งใส ซึ่งมีระบบบัญชีที่ดีรวมทั้งมีการจัดทำงบการเงินและรายงานผลการดำเนินงานที่ถูกต้องและเป็นไปตามมาตรฐาน และมีการเปิดเผยข้อมูลไปยังผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องอื่นๆ อย่างแพร่หลาย ซึ่งข้อมูลและรายงานทางการเงินดังกล่าวนอกจากจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการวิเคราะห์การลงทุนและเป็นประโยชน์ต่อเจ้าหน้าที่ของบริษัทในการวิเคราะห์การลงทุนและติดตามฐานะทางการเงินของธุรกิจแล้ว ยังเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องอีกด้วย โดยเป็นข้อมูลฐานภาษีที่ถูกต้องและจะช่วยให้



การจัดเก็บภาษีที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทเป็นไปอย่างสะดวก ถูกต้องและครบถ้วน อีกด้วย ช่วยลดภาระหนี้ต่างประเทศ การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อต้องการระดมทุนนั้น นับเป็นการระดมเงินทุนโดยผ่านตลาดทุนในประเทศเพื่อธุรกิจภายในประเทศ เงินทุนที่บริษัทจดทะเบียนต่างๆ ระดมมาได้นั้น จะถูกใช้ไปในกระบวนการดำเนินธุรกิจที่เกิดขึ้นในประเทศเป็นหลัก ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในธุรกิจประเภทใหม่หรือขยายกิจการ

ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญที่ช่วยตอบสนองความต้องการเงินทุนของธุรกิจภายในประเทศซึ่งนอกจากจะลดความต้องการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินภายในประเทศแล้ว ยังช่วยลดความต้องการกู้ยืมเงินตราจากต่างประเทศได้อีกด้วย เป็นดัชนีชี้การพัฒนาด้านเศรษฐกิจของประเทศ ตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นทั้งแหล่งระดมทุนและแหล่งลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นที่สนใจของธุรกิจที่ต้องการเงินทุน และผู้ที่มีเงินออมที่ต้องการจะลงทุน รวมทั้งเป็นกลไกสำคัญในการระดมเงินทุนและจัดสรรเงินทุนระยะยาวให้แก่ภาคธุรกิจต่างๆ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ดังนั้นภาวการณ์ซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะนั้นๆ จะมีความสำคัญและสัมพันธ์กับทิศทางและแนวโน้มของพัฒนาการทางเศรษฐกิจ เนื่องจากกลไกตลาดทุนในขณะนั้นจะสะท้อนถึงความต้องการเพื่อการลงทุนของภาคการผลิตและความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าพัฒนาการและภาวะของตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นดัชนีชี้การพัฒนาด้านเศรษฐกิจของประเทศที่สำคัญประการหนึ่ง ([www.set.or.th](http://www.set.or.th))

ดัชนี SET50 (SET50 Index) เป็นดัชนีที่จัดทำขึ้นเพื่อให้เป็นดัชนีอ้างอิง โดยคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงจำนวน 50 หลักทรัพย์และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านเกณฑ์ที่กำหนด และ SET50 ยังเป็นดัชนีชี้นำดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั้งตลาดได้ และ SET50 ยังเป็นเครื่องมือวัดสถานะตลาดสำหรับกองทุนรวมต่างๆ และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้มีการพิจารณาปรับรายการหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ SET50 Index ทุกๆ 6 เดือน ทั้งนี้เพื่อความเหมาะสมและสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้นกับภาวการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ เช่น กรณีที่มีบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ หรือกรณีที่มีการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนซึ่งอาจส่งผลให้หุ้นสามัญบางตัวที่ไม่ได้ถูกคัดเลือกมาก่อนมีคุณสมบัติครบถ้วนขึ้น และสามารถนำมาใช้ในการคำนวณ SET50 Index ได้ ซึ่งหุ้นใน SET50 จะเป็นที่ยอมรับของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนทั่วไป นักลงทุนจึงรับสามารถลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าวได้ เนื่องจากเป็นหลักทรัพย์ที่มีประวัติการดำเนินงานยาวนาน มีปัจจัยพื้นฐานที่ดี มีความเสี่ยงน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมาก

การเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หุ้นสามัญโดยทั่วไปได้รับผลกระทบ ปัจจัยต่างๆ ที่กำหนดราคาหุ้นเหล่านี้ล้วนเป็นพื้นฐานสำคัญที่กำหนดการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนหุ้น คือ ภาวะเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม และผลการดำเนินงานของบริษัท การเมื่อง ดังนั้น ภาวะเศรษฐกิจ ถ้าเศรษฐกิจดี ราคาหุ้นมักจะเพิ่มขึ้น เพราะผู้ลงทุนมองว่าโอกาสที่บริษัทจะขาดทุนในช่วงนี้มีน้อย จึงกล้าที่จะลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้น กล่าวคือ ในช่วงที่เศรษฐกิจดี ประชาชนจะจับจ่ายใช้สอยเพิ่มขึ้นส่งผลให้ยอดขายและผลกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น เมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้น บริษัทก็จะสามารถจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนได้มากขึ้นตามไปด้วย ในทางตรงกันข้าม ถ้าเศรษฐกิจไม่ดี ราคาหุ้นก็จะลดลง เพราะผู้ลงทุนมีความกังวลในผลประกอบการของบริษัท กล่าวคือ ช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดี กำลังซื้อของประชาชนลดลง ยอดขายของบริษัทจะลดลง กำไรของบริษัทก็จะลดลง หรืออาจจะขาดทุน ท้ายที่สุดผู้ลงทุนก็จะไม่ได้รับการจัดสรรกำไรจากบริษัท เหตุการณ์ดังกล่าวทำให้ผู้ลงทุนรู้สึกถึงความเสี่ยงจากการลงทุน จึงมีการขายหุ้นออกมาเมื่อมีการขายหุ้นออกมาจำนวนมากก็จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงในที่สุด

การศึกษาครั้งนี้จึงให้ความสนใจที่จะศึกษาตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ซึ่งตัวแปรทางการเงินประกอบด้วย มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด(Mcap) อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น(P/E) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี(P/B) โดยปัจจัยดังกล่าวสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ได้จริง จึงต้องการรู้ว่าถ้าในช่วงสภาวะเศรษฐกิจปี2557 ซึ่งได้รับผลกระทบจากปัจจัยการเมือง ตัวแปรทางการเงินจะสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ได้หรือไม่

## 2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์

2.1 เพื่อศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50

2.2 เพื่อศึกษาตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50

2.3 เพื่อระบุตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50

### 3. ขอบเขตการศึกษา

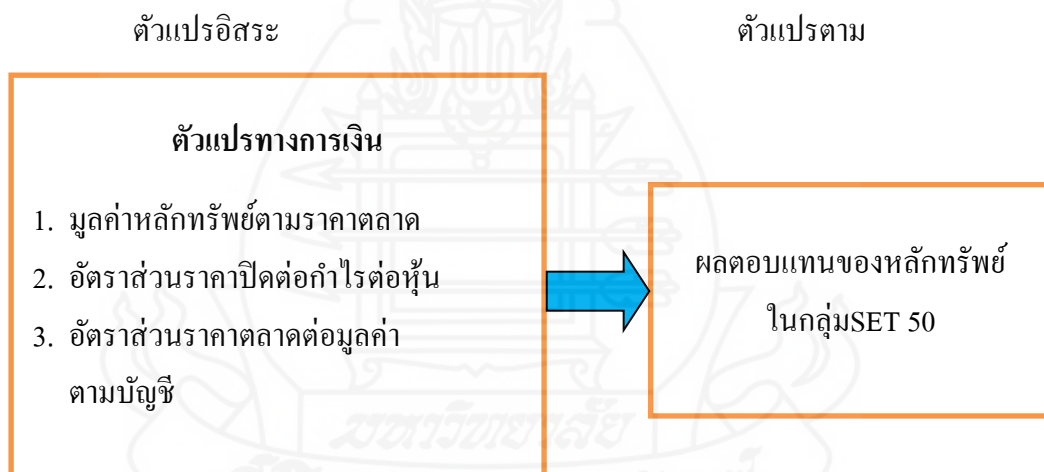
การศึกษาครั้งนี้มีขอบเขตการศึกษา ดังนี้

3.1 ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มSET 50 ในปี 2557 ที่มีข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วนในปี 2557

3.2 ตัวแปรทางการเงิน คือ อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มSET 50 ซึ่งประกอบด้วย มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด(Mcap) อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/B)

3.3 ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ ปี2557 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากหลายปัจจัย โดยเฉพาะปัจจัยทางการเมือง ภาวะเศรษฐกิจ และการต่างประเทศ

### 4. กรอบแนวคิดของการศึกษา



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดของการศึกษา

## 5. นวัตกรรมพิเศษ

คำอธิบายศัพท์เฉพาะประกอบด้วย

**5.1 ดัชนีหลักทรัพย์ SET50 (SET50 Index)** หมายถึง ดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 50 ตัว ที่มีมูลค่าตลาดสูงและการซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ โดยสูตรและวิธีการคำนวณเช่นเดียวกับการคำนวณดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้วันที่ 16 สิงหาคม พ.ศ. 2538 เป็นวันฐาน ทั้งนี้จะมีการปรับรายชื่อหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่นำมาใช้คำนวณทุก 6 เดือน

**5.2 ตัวแปรทางการเงิน (Financial Variables)** คือตัวแปรที่นำมาใช้เป็นตัวแปรอิสระที่จะทดสอบว่าสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ได้หรือไม่ ประกอบด้วย

**5.2.1 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization)** หมายถึงมูลค่าตามราคาตลาด โดยรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งเป็นค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียน คูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนปัจจุบัน (Listed Shares)

**5.2.2 อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E)** หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน หรือในรอบ 1 ปีล่าสุด

**5.2.3 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV)** หมายถึง อัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น ตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหุ้นสามัญ ซึ่งแสดงราคาหุ้น ณ ขณะนั้นเป็นกี่เท่าของมูลค่าตามบัญชี

**5.3 ผลตอบแทน (Returns)** หรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่ม SET50 หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่คำนวณจากส่วนต่างของราคาที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กลุ่ม SET50

## 6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

จากผลการศึกษาจะได้ประโยชน์ ดังต่อไปนี้

6.1 บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 50 สามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นแนวทางในการปรับปรุงการดำเนินงาน เพื่อสร้างผลตอบแทนให้สูงขึ้น

6.2 นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50

6.3 นักวิชาการหรือนักวิจัยสามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นพื้นฐานสำหรับการศึกษาวิจัยในครั้งต่อไป



## บทที่ 2

### วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะอธิบายถึงแนวคิดเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET50 และบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 รวมทั้งทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทในกลุ่ม SET50 Index โดยทฤษฎีจะอธิบายถึงทฤษฎีการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (CAPM) ทฤษฎี 3 ปัจจัย (Three-Factor Model) และอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) ส่วนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง จะทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรต่างๆ ที่ผู้ศึกษานำมาใช้ทดสอบความสามารถในการอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

#### 1. แนวคิดเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การอธิบายตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะอธิบายถึง 1) ข้อมูลทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) ดัชนีหลักทรัพย์ 50 และ 3) บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ 50 ซึ่งอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1.1 ข้อมูลทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand - SET) จัดตั้งขึ้น โดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแล โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ทำหน้าที่เป็นตลาดรอง เพื่อแลกเปลี่ยนซื้อขายตราสารทุนของบริษัทต่างๆ ที่ขึ้นทะเบียนไว้และเพื่อให้สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้โดยสะดวก ปัจจุบันการดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์ โดยรับหลักทรัพย์จดทะเบียนดังนี้

1. บริษัทจดทะเบียนประกอบด้วยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

1.1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET)

1.2 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

2. หลักทรัพย์จดทะเบียน ได้แก่

2.1 หุ้นสามัญ (Common Stocks)

2.2 หุ้นบุริมสิทธิ (Prefer Stocks)

2.3 หน่วยลงทุน (Unit Trusts)

2.4 ใบสำคัญแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย

(NVDR)

2.5 ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์หรือวอแรนท์ (Warrant)

2.6 ใบสำคัญแสดงสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ (Transferable

Subscription Right: TSR)

2.7 ใบสำคัญแสดงสิทธิที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (Deposit Receipt: DR)

2.8 ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์หรือวอแรนท์อนุพันธ์ (Derivative Warrants:

DW)

2.9 กองทุน ETF (Exchange Traded Fund)

2.10 หุ้นกู้ (Debentures)

2.11 พันธบัตร (Bond)

บทบาทของตลาดหลักทรัพย์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ตลาดหลักทรัพย์มีประโยชน์ต่อการจัดสรรเงินออมและการลงทุนในระยะยาว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นสถาบันการเงินที่มีความสำคัญในตลาดทุนและตลาดการเงินไทย ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ และเป็นกลไกหรือตัวกลางในการระดมเงินออมหรือเงินทุนส่วนเกินจากภาคครัวเรือนมาจัดสรรสู่ภาคการผลิตที่ต้องการเงินทุน ทำให้การออมและการลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ผู้มีเงินออมมีแรงจูงใจในการออมและมีทางเลือกในการออมและการลงทุนเพิ่มมากขึ้น เมื่อเงินออมเข้าสู่ระบบการเงินผ่านกลไกตลาดทุนมากขึ้น ก็จะมีช่องทางและโอกาสในการระดมทุนระยะยาวในตลาดทุนเพิ่มขึ้นด้วย ทำให้การใช้ทรัพยากรหรือเงินออมเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ สนับสนุนการพัฒนาธุรกิจและระบบเศรษฐกิจโดยตรง ดังนี้



1. ประโยชน์ต่อการปรับโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจ การระดมเงินทุนจากตลาดทุนโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนของธุรกิจต่างๆ นอกเหนือจากการกู้เงินจากสถาบันการเงินโดยทั่วไป ทำให้กิจการนั้นสามารถระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อใช้ในการลงทุนและดำเนินธุรกิจได้ตามที่ต้องการ โดยไม่ต้องมีภาระจากดอกเบี้ยเงินกู้และสัดส่วนหนี้ที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น

2. เปิดโอกาสให้ประชาชนมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ การที่บริษัทจดทะเบียนสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุน โดยการออกหลักทรัพย์และเสนอขายต่อผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไป นั้น ถือเป็นโอกาสอันดีสำหรับผู้ลงทุนหรือผู้มีเงินออมที่จะได้มีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการต่างๆ ที่เสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว

3. ช่วยขยายฐานภาษีของรัฐบาล เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด เอ็ม เอ ไอ เป็นกิจการที่มีการบริหารจัดการที่เป็นมาตรฐานและโปร่งใส มีระบบบัญชีที่รัดกุมทั้งมีการจัดทำงบการเงินและรายงานผลการดำเนินงานที่ถูกต้องและเป็นไปตามมาตรฐาน และมีการเปิดเผยข้อมูลไปยังผู้ลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้องอื่นๆ อย่างแพร่หลาย ซึ่งข้อมูลและรายงานทางการเงินดังกล่าวนอกจากจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการวิเคราะห์การลงทุนและเป็นประโยชน์ต่อเจ้าหน้าที่ของบริษัทในการวิเคราะห์การลงทุนและติดตามฐานะทางการเงินของธุรกิจแล้ว ยังเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องอีกด้วย โดยเป็นข้อมูลฐานภาษีที่ถูกต้องและจะช่วยให้การเก็บภาษีที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทเป็นไปอย่างสะดวก ถูกต้อง และครบถ้วนอีกด้วย

4. ช่วยลดภาระหนี้ต่างประเทศ การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อต้องการระดมทุนนั้น นับเป็นการระดมเงินทุนโดยผ่านตลาดทุนในประเทศเพื่อธุรกิจภายในประเทศ เงินทุนที่บริษัทจดทะเบียนต่างๆ ระดมมาได้นั้น จะถูกใช้ไปในกระบวนการดำเนินธุรกิจที่เกิดขึ้นในประเทศเป็นหลัก ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในธุรกิจประเภทใหม่หรือขยายกิจการ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญที่ช่วยตอบสนองความต้องการเงินทุนของธุรกิจภายในประเทศซึ่งนอกจากจะลดความต้องการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินภายในประเทศแล้ว ยังช่วยลดความต้องการกู้ยืมเงินตราจากต่างประเทศได้อีกด้วย

5. เป็นดัชนีชี้การพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ ตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นทั้งแหล่งระดมทุนและแหล่งลงทุนที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นที่สนใจของธุรกิจที่ต้องการเงินทุน และผู้ที่มีเงินออมที่ต้องการจะลงทุนรวมทั้งเป็นกลไกสำคัญในการระดมเงินทุนและจัดสรรเงินทุนระยะยาวให้แก่ภาคธุรกิจต่างๆ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ดังนั้นภาวการณ์ที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในขณะนั้นๆ จะมีความสำคัญและสัมพันธ์กับทิศทางและแนวโน้มของ



พัฒนาการทางเศรษฐกิจ เนื่องจากกลไกตลาดทุนในขณะนั้นจะสะท้อนถึงความต้องการเพื่อการลงทุนของภาคการผลิตและความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าพัฒนาการและภาวะของตลาดหลักทรัพย์เป็นดัชนีชี้การพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่สำคัญประการหนึ่ง

**1.2 ดัชนีหลักทรัพย์ 50 หรือดัชนี SET50** เป็นดัชนีที่จัดทำขึ้นเพื่อให้เป็นดัชนีอ้างอิง โดยคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูง จำนวน 50 หลักทรัพย์ ตามหลักเกณฑ์ดังนี้

**1.2.1 หลักเกณฑ์การคัดเลือกหลักทรัพย์สำหรับดัชนี SET50** มีรายละเอียดคือ

1) รอบระยะเวลาในการทบทวน (Index Review Period) การทบทวนรายชื่อหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 จะดำเนินการทุกครึ่งปี ในช่วงเดือนมิถุนายน (สำหรับรายชื่อที่ใช้ในช่วงครึ่งหลังของปี) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 มิถุนายนปีก่อนหน้า ถึง 31 พฤษภาคมของปีที่ทำกรคัดเลือก และช่วงเดือนธันวาคม (สำหรับรายชื่อที่ใช้ในช่วงครึ่งแรกของปีถัดไป) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 ธันวาคมปีก่อนหน้า ถึง 30 พฤศจิกายน ของปีที่ทำกรคัดเลือก

2) การคัดเลือกหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 ในแต่ละรอบทบทวน

หลักทรัพย์ที่จะเป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 ต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้

(1) เป็นหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ และเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนมาแล้วไม่น้อยกว่า 6 เดือน ยกเว้นกรณีหลักทรัพย์เข้าใหม่ที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนใหม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (เช่น เป็นหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะมีมูลค่าตลาดมากกว่าร้อยละ 1 ของมูลค่าตลาดรวมของหลักทรัพย์ที่รวมในการคำนวณ SET Index หรือคาดว่าจะมีมูลค่าตลาดรวมอยู่ในช่วง 20 ลำดับแรกของหลักทรัพย์ในดัชนี SET50 ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะนำหลักทรัพย์ดังกล่าวมารวมในการคำนวณดัชนี SET50 โดยจะประกาศให้ผู้ลงทุนทราบล่วงหน้าเป็นการทั่วไป

(2) ไม่เป็นหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายดังต่อไปนี้

- อาจถูกเพิกถอนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ
- อยู่ระหว่างดำเนินการเพิกถอนจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน
- ถูกสั่งพักการซื้อขาย (ขึ้นเครื่องหมาย SP) เป็นระยะเวลานาน
- มีแนวโน้มที่จะถูกพักการซื้อขายเป็นระยะเวลานาน (เช่น 3 เดือน

เนื่องจากไม่สามารถนำส่งงบการเงินได้ เป็นต้น)

(3) เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงสุด 20 ลำดับแรก โดยพิจารณาจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลัง 3 เดือน ทั้งนี้ ในกรณีของหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบที่มีข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดไม่ถึง 3 เดือน จะพิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลังตั้งแต่วันที่หลักทรัพย์นั้นเข้าจดทะเบียนซื้อขาย

(4) เป็นหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free-float) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว โดยพิจารณาข้อมูลล่าสุดตามรอบระยะเวลาในการทบทวน

(5) เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอตามสภาพปกติของตลาด โดยมูลค่าซื้อขายของหลักทรัพย์นั้น ไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญทั้งตลาดในเดือนเดียวกัน เป็นเวลาไม่ต่ำกว่า 9 ใน 12 เดือน หรือไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 สำหรับหลักทรัพย์ที่เข้าซื้อขายน้อยกว่า 12 เดือน แต่มากกว่า 6 เดือน ทั้งนี้ กรณีหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบ มูลค่าซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นต้องผ่านเกณฑ์ดังกล่าวเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของระยะเวลาที่หลักทรัพย์เข้าซื้อขาย

(6) เป็นหลักทรัพย์ที่มีจำนวนหุ้นซื้อขายไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนของหลักทรัพย์นั้นๆ ในเดือนที่มูลค่าซื้อขายของหลักทรัพย์ผ่านเงื่อนไขตามข้อ 4.2.5

(7) หากมีจำนวนหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้นน้อยกว่า 105 หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะดำเนินการดังต่อไปนี้

- ลดอัตราส่วนของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์จากร้อยละ 50 ลงครึ่งละร้อยละ 5 ทั้งนี้ การลดอัตราส่วนของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 20

- ลดจำนวนเดือนที่หลักทรัพย์ต้องผ่านเกณฑ์ด้านมูลค่าการซื้อขายจาก 9 เดือน ลงครึ่งละ 1 เดือน ทั้งนี้ ต้องไม่ต่ำกว่า 6 เดือน ยกเว้นหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบ

- ลดอัตราส่วนของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายจากร้อยละ 5 ลงครึ่งละร้อยละ 0.5 ทั้งนี้ ต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 10 นี้ เพื่อให้ได้หลักทรัพย์ครบตามจำนวนที่กำหนด ตลาดหลักทรัพย์ฯ อาจพิจารณาปรับลดอัตราส่วนของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ หรืออัตราส่วน of จำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายลงอีก ทั้งนี้ เป็นไปตามที่คณะกรรมการด้านดัชนีเห็นว่าเหมาะสม

หลักทรัพย์ที่ผ่านคุณสมบัติข้างต้น จะได้รับการจัดลำดับตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ย โดยหลักทรัพย์ในลำดับที่ 1 - 50 จะเป็นหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี

**1.2.2 หลักทรัพย์สำรอง (Reserve List)** ประกอบด้วย หลักทรัพย์อันดับที่ 51 - 55 เป็นรายชื่อสำรองของหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 (หลักเกณฑ์การจัดทำดัชนีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

สูตรการคำนวณดัชนีราคา SET50

$$SET50\ Index = \frac{Current\ Market\ Value\ SET50}{Base\ Market\ Value\ SET50} \times Base\ Value\ SET50$$

โดยที่

Current Market Value (CMV) SET50 = มูลค่าตามราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดของ SET50 ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี ณ วันปัจจุบัน

Base Market Value (BMV) SET50 = มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมดของ SET50 ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี ณ วันฐาน

Base Value = ค่าฐานของดัชนี SET50

(ที่มา: หลักเกณฑ์การจัดทำดัชนีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

**1.3 บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50** ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำดัชนี SET50 ขึ้น เพื่อแสดงระดับความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ที่เป็นส่วนประกอบในดัชนี โดยจะคัดเลือก 50 หลักทรัพย์ หรือ 50 บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องและปริมาณการหมุนเวียนของหุ้นสูงอย่างสม่ำเสมอ รวมถึงมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free float) ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 ในปี 2557 แสดงได้ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 พ.ศ.2557

ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์
1	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC
2	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT
3	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์
4	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)	BAY
5	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BBL
6	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	BCP
7	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน)	BGH
8	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	BH
9	บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	BIGC
10	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	BJC
11	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	BLA
12	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS
13	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	CENTEL
14	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	CK
15	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL
16	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF
17	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN
18	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA
19	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	DTAC
20	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCO
21	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	GLOBAL
22	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	GLOW
23	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)	HEMRAJ
24	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	HMPRO
25	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	INTUCH
26	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	IRPC
27	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)	IVL

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์
28	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	JAS
29	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK
30	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTB
31	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	LH
32	บริษัท ไมเนอร์ อินเทอร์เน็ตชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT
33	บริษัท พญา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)	PS
34	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT
35	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP
36	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC
37	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RATCH
38	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	ROBINS
39	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	SCB
40	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	SCC
41	บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)	SCCC
42	บริษัท ทุนธนาชาติ จำกัด (มหาชน)	TCAP
43	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	THAI
44	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	THCOM
45	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)	TMB
46	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP
47	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)	TTW
48	บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TU
49	บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TRUE
50	บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน)	VGI

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทน

การศึกษาครั้งนี้จะอธิบายถึงทฤษฎีสำคัญ ที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนและปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทน 2 ทฤษฎีคือ 1) แบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ทุนและ 2) ทฤษฎีสถิตปัจจัย รวมทั้งอธิบายอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ 3 อัตราส่วน ซึ่งอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

### 2.1 แบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM)

ความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์นั้นเป็นปัจจัยที่สำคัญในการวิเคราะห์ความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ กล่าวคือ ความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์จะส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ของผู้ลงทุน ซึ่งความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์นั้น ได้แก่ ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่เป็นระบบ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เบต้าเป็นตัวบ่งบอกถึงความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้ ดังนั้นในการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในตลาดที่มีประสิทธิภาพ จึงควรพิจารณาความเสี่ยง โดยดูที่ค่าสัมประสิทธิ์เบต้ามากกว่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ดังนั้น จึงได้มีการพัฒนาทฤษฎีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ขึ้นมาเพื่อช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถ วิเคราะห์และวัดความเสี่ยงระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงได้ ซึ่งทฤษฎี CAPM เป็นตัวแบบสำหรับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ต่างๆ ให้เหมาะสมกับสภาพความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2543: 249)

ทฤษฎี CAPM ถูกกำหนดขึ้นมาเพื่อใช้ในการกำหนดราคาสินทรัพย์ต่างๆ โดยใช้ความต้องการในผลตอบแทนและความเสี่ยงในการเลือกหลักทรัพย์ โดยสามารถแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละชนิดตามทฤษฎี CAPM แสดงด้วยเส้นตลาดหลักทรัพย์ (Security Market Line: SML) คือ เส้นแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง ประกอบด้วย ความเสี่ยงที่มีระบบ และความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ ดังนั้น การพิจารณาผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจะนำค่าความเสี่ยงที่มีระบบของหลักทรัพย์นั้นๆ มาร่วมพิจารณาผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์นั้นๆ สามารถแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งโดยใช้เส้นตลาดหลักทรัพย์ (SML) แสดงดังรูปต่อไปนี้

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] B_i$$



- $E(R_i)$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ได้รับของสินทรัพย์ทางการเงิน  $i$
- $R(R_i)$  คือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงิน
- $B_i$  คือ Beta Coefficient ซึ่งวัดความเสี่ยงที่ไม่สามารถจัดได้จากการกระจายความเสี่ยงของสินทรัพย์  $i$
- $E(R_m)$  คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่คาดว่าจะได้รับหรือผลตอบแทนของตลาด (Market Return)
- $R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงถ้า  $E(R_i)$  อยู่ใต้เส้นตลาดหลักทรัพย์แสดงว่า  $E(R_i)$  น้อยกว่า  $R(R_i)$  หมายความว่า หลักทรัพย์ดังกล่าวมีราคาสูงไป ดังนั้นนักลงทุนควรจะตัดสินใจขายหลักทรัพย์นั้น ถ้า  $E(R_i)$  อยู่เหนือเส้นตลาดหลักทรัพย์แสดงว่า  $E(R_i)$  มากกว่า  $R(R_i)$  หมายความว่า หลักทรัพย์ดังกล่าวมีราคาต่ำไป ดังนั้น นักลงทุนควรจะตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์นั้นเพราะในอนาคตอันใกล้ราคาของหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น (นันทพงษ์ มยุรศักดิ์, 2555)

**2.2 ทฤษฎีสถิตสามปัจจัย (Three Factor Model)** Fama และ French (1992) มีแนวคิดว่าการปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคตาม ทฤษฎี APT (Ross, 1976) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยทางอ้อม คือ มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ เช่น มีผลต่ออัตราการเจริญเติบโตของกิจการ ยอดขาย กำไร หนี้สิน ฯลฯ ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อีกทอดหนึ่ง Fama และ French (1992) จึงทำการวิจัยเพื่อหาตัวแทน (Proxy) ของความเสี่ยงที่เป็นระบบพบว่า ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Book to market ratio: B/M ratio) สามารถเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เนื่องจากขนาดของกิจการ (Size) ที่มีขนาดเล็กหรือหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market value หรือ Market equity) ต่ำ จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูง ส่วนหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่หรือมูลค่าตลาดสูง จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำ ดังนั้น ธุรกิจขนาดเล็กย่อมมีความเสี่ยงมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ และในส่วนอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Book to market ratio: B/M ratio) อาจจะได้ถึงการคาดการณ์ความเสี่ยงของการลงทุน เช่น หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตลาดน้อยกว่าหรือใกล้เคียงกับมูลค่าบัญชี แสดงให้เห็นว่านักลงทุนคาดการณ์ถึงอนาคตที่ไม่ดีของหลักทรัพย์นั้น เช่นเดียวกับปัจจัยความเสี่ยงตลาด (Market risk) จึงได้นำเสนอแบบจำลอง 3 ปัจจัยเพื่อทดสอบสมมติฐานหาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อค่าคาดหวังของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง Fama และ French (1993) ได้พัฒนาแบบจำลอง 3 ปัจจัยบนพื้นฐานของการศึกษาที่ผ่านมา ซึ่งกำหนดให้ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ประกอบด้วย 3 ปัจจัย

ได้แก่ ความเสี่ยงตลาด (Market risk) ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (B/M ratio) เช่นเดิม แต่ได้กำหนดรูปแบบสมการและวิธีการที่ชัดเจนยิ่งขึ้น คือ

1. ค่าชดเชยความเสี่ยงตลาด (Market risk premium) หาจากอัตราผลตอบแทนของตลาด ลบด้วย อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ( $R_m - R_f$ ) ซึ่งเหมือนกับแบบจำลอง CAPM

2. ค่าชดเชยความเสี่ยงจากขนาด (Size premium) สร้างขึ้นโดยแบ่งหลักทรัพย์เป็นกลุ่มตามขนาด คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กและกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ แล้วคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยทั้ง 2 กลุ่ม และนำอัตราผลตอบแทนที่ได้จากกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ลบด้วย ค่าอัตราผลตอบแทนที่ได้จากกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ จะได้ปัจจัยอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กกับหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ (Return of small size minus return of big size: SMB) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{SMB} &= \text{Average returns of Small size minus Big size} \\ &= 1/3 * (S/L + S/M + S/H) - 1/3 * (B/L + B/M + B/H) \end{aligned}$$

3. ค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชี (Value premium) สร้างขึ้นโดยจัดกลุ่มหลักทรัพย์ตาม B/M ratio โดยกลุ่มแรกเป็นร้อยละ 30 ของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่มีค่า B/M ratio สูงที่สุด (High B/M ratio) กลุ่มที่สองเป็นร้อยละ 30 ของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่มีค่า B/M ratio ต่ำที่สุด (Low B/M ratio) หลังจากนั้นหาผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของทั้ง 2 กลุ่ม (Return of high B/M minus return of low B/M ratio: HML) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{HML} &= \text{Average returns of High B/M ratio minus Low B/M ratio} \\ &= 1/2 * (S/H + B/H) - 1/2 * (S/L + B/L) \end{aligned}$$

สมการแบบจำลอง 3 ปัจจัย สามารถแสดงได้ดังนี้

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i (\text{SMB}_t) + h_i (\text{HML}_t) + e_{i,t}$$

โดย	$R_{i,t}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ $i$ ณ เวลา $t$
	$R_{f,t}$	คือ	อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง ณ เวลา $t$
	$R_{m,t}$	คือ	อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด ณ เวลา
	$t a_i$	คือ	ค่าคงที่ของหลักทรัพย์ $i$ $b_i$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ $i$
	$R_{m,t} - R_{f,t}$	คือ	ค่าชดเชยความเสี่ยงที่คาดหวังจากตลาด (Market Risk Premium) ณ เวลา $t$



SMBt คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากขนาด (Size Premium) คำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีขนาดเล็ก และกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีขนาดใหญ่ ณ เวลา t

HMLt คือ ค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่า (Value Premium) คำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีมูลค่าของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูง และกลุ่มหลักทรัพย์ของกิจการที่มีมูลค่าของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ ณ เวลา t

$e_{i,t}$  คือ ค่าความคาดเคลื่อนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

(ทัดพงษ์ อภิโรชนานนท์ และวีระพงษ์ อุทธารัตน์, 2558)

**2.3 อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio)** เป็นการนำตัวเลขที่อยู่ในงบการเงินมาหาอัตราส่วนเพื่อใช้ในการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับกิจการอื่น หรือ เปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานในอดีต ช่วยให้วิเคราะห์ประเมินผลการดำเนินงาน แนวโน้ม และความเสี่ยงของกิจการได้ดียิ่งขึ้น(<https://th.wikipedia.org>) อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด มีรายละเอียดดังนี้

**2.3.1 อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (Price-Earnings Ratio: P/E Ratio)** คือ อัตราส่วนระหว่างราคาตลาดต่อหุ้นกับกำไรต่อหุ้น ที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือน หรือในรอบ 1 ปีล่าสุด ซึ่งผู้ลงทุนจะสนใจอัตราส่วนนี้มาก เพราะเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนที่เขาควรจะได้รับ อัตราส่วนนี้จะแสดงให้เห็นถึงคุณภาพการทำกำไรและผลดำเนินงานของกิจการ อัตราส่วนนี้ยิ่งสูงแสดงว่าฝ่ายบริหารมีความสามารถในการบริหารได้ดี ทำกำไรได้มากจนผู้ลงทุนยอมรับและราคาตลาดของกิจการจึงสูงตามไปด้วย สูตรในการคำนวณได้แก่

$$\text{อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (เท่า)} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้นสามัญ}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

**2.3.2 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price/Book Value Ratio: P/B Ratio)** คือ อัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ 1 หุ้น ตามงบการเงินล่าสุดของบริษัทผู้ออกหุ้นสามัญ ซึ่งแสดงราคาหุ้น ณ ขณะนั้นเป็นที่เท่าของมูลค่าตามบัญชี ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าสูงแสดงว่าผู้ลงทุนให้ความสนใจในหุ้นของบริษัทนั้น เนื่องจากผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของบริษัท จึงทำให้ราคาตลาดของหุ้นมีแนวโน้มสูงขึ้น สูตรในการคำนวณได้แก่

$$\text{อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (เท่า)} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้นสามัญ}}{\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสามัญ}}$$

**2.3.3 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization: Mcap)** คือ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด โดยรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งเป็นค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียน คูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนปัจจุบัน (Listed Shares) ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าสูงแสดงว่าผู้ลงทุนให้ความสนใจในหุ้นของบริษัทนั้น เนื่องจากผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของบริษัท จึงทำให้ราคาตลาดของหุ้นมีแนวโน้มสูงขึ้น สูตรในการคำนวณได้แก่

$$\text{มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด(ล้านบาท)} = \frac{\text{ราคาปิดของหุ้น} \times \text{ปริมาณหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์}}$$

### 3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

รัชนิ รุ่งศรีรัตนวงศ์ (2553) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET 50 ซึ่งปัจจัยที่นำมาใช้ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (MLR) ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJIA) มูลค่าการซื้อขายถัวเฉลี่ยรายเดือนของนักลงทุนรายย่อย (LOCAL) อัตราแลกเปลี่ยนถัวเฉลี่ยรายเดือนค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (THB) และราคาทองคำต่างประเทศถัวเฉลี่ยรายเดือน (GOLD) เป็นข้อมูลทุติยภูมิรายเดือน โดยช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม ปี พ.ศ. 2548 ถึง เดือนมิถุนายน ปี พ.ศ. 2553 จำนวนทั้งหมด 66 เดือน ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนโดยวิธีประมาณค่ากำลังสองน้อยที่สุด จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET 50 คือ ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJIA) และมูลค่าการซื้อขายถัวเฉลี่ยรายเดือนของนักลงทุนรายย่อย (LOCAL) ที่ระดับนัยสำคัญ ร้อยละ 99 ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET 50

แก้วมณี อุทธิรัมย์ และกนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินิทธิ (2557) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วน กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวิธีวิจัยโดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินปี 2553 ถึงปี 2555 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ผลการวิจัยพบว่า

ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรม ธุรกิจการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อัตราส่วนทางการเงินทั้ง 20 อัตราส่วน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังในกลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีเพียงอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังในกลุ่มอุตสาหกรรม ทรัพยากรมีเพียงอัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการขายสินค้า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตรากำไรสุทธิ อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวังในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี อัตราส่วนทางการเงินทุกอัตราส่วนต่างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง ยกเว้นอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง และในกลุ่มรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีเพียงอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนที่คาดหวัง

ชาลินี แสงสร้อย (2558) ได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ทั้งนี้ อุตสาหกรรมบริการจัดเป็นกลุ่มที่มีความสำคัญในเศรษฐกิจของประเทศไทย และเป็นตัวกลางในการขับเคลื่อนหลายด้านในเศรษฐกิจ ทั้งยังเป็นกลุ่มที่ได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้ใช้ตัวแปรอิสระคือ กลุ่มของอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ อัตราเงินทุนหมุนเวียน อัตราเงินทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราหมุนเวียนลูกหนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนวัดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ อัตราส่วนระยะเวลาในการเก็บหนี้ อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร อัตราการ

หมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ อัตราระยะเวลาหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสระหว่าง ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2551 จนถึง ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ.2557 (โดยภาคบริการทั้งสิ้น 82 บริษัท 25 ช่วงเวลา)

จากการประมาณค่าแบบจำลองโดยวิธี Random Effect พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม มีนัยสำคัญทิศทางตรงกันข้ามกันกับราคาหลักทรัพย์ตามลำดับ ในขณะที่อัตราส่วนการทางการเงินอื่นๆ นั้นไม่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์

นันทนา ศรีสุริยาภรณ์ (2557) การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 9 ธนาคาร (180 ตัวอย่าง) ศึกษาในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2552-2556 โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิจัยอธิบายฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของธนาคาร 4 ด้าน คือ ด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ด้านประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency) ด้านความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage) และด้านมูลค่าตลาดหรือการเติบโต (Market Value or Growth) โดยเลือกใช้ราคาปิดของหลักทรัพย์แต่ละไตรมาส เพื่อให้เห็นว่าข้อมูลทางการเงินในไตรมาสนั้นๆ มีความสัมพันธ์และสะท้อนให้เห็นถึงราคาหลักทรัพย์ในไตรมาสเดียวกันได้โดยวิธีทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์คือ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และวิเคราะห์สมการถดถอย

ผลการศึกษาพบว่า ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 อัตราส่วนทางการเงินที่สามารถใช้ในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีทั้งสิ้น 3 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนกำไรสุทธิ และอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร โดยที่อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนกำไรสุทธิ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารอย่างมีนัยสำคัญ

สุภาพร ศรีสุกใส (2556) การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นบริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (PTTEP) ปัจจัยที่นำมาพิจารณาในการศึกษาในครั้งนี้ ได้แก่ ดัชนีราคากลุ่มพลังงาน (ENERG) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (INT) ราคาน้ำมันดิบ (NYMEX) ราคาทองคำ (GOLD) อัตราเงินเฟ้อ (INF) โดยใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงปริมาณเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือน มกราคม 2551 ถึง เดือนธันวาคม 2555 รวมระยะเวลา 60 เดือน โดยวิธีการสร้างสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Linear Regressions) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS)

ผลการศึกษาค้นพบว่า ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 95 ตัวแปรที่สามารถอธิบายราคาหุ้นบริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (PTTEP) ได้แก่ ดัชนีราคากลุ่มพลังงาน (ENERG) ราคาน้ำมันดิบ (NYMEX) โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน (INT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ทวิศักดิ์ จันอุทัย (2557) การศึกษาค้นคว้ามีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาแบบจำลอง Fama France Three Factor Model ได้วิเคราะห์ถึงความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนำปัจจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับขนาดของธุรกิจ และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนด้วยมูลค่าตลาดมาพิจารณาร่วมกับปัจจัยตลาด ทั้งนี้ ได้ทำการศึกษาลักษณะของหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน จำนวน 12 หลักทรัพย์ ได้แก่ หลักทรัพย์ BAFS, BANPU, BCP, EASTW, EGGO, IRPC, LANNA, PTT, PTTEP, RATCH, STRD และ SUSCO โดยเก็บข้อมูลทูลิติภูมิจากบริการตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ (SETSMART) และธนาคารแห่งประเทศไทย โดยใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ทางสถิติในการคำนวณแบบ Multiple Regression ซึ่งแบ่งช่วงการศึกษาเป็นรายเดือน รวมเป็น 48 เดือน และรายไตรมาส รวม 16 ไตรมาส ในช่วงระยะเวลาระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2556

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยทางขนาดและอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีส่วนด้วยมูลค่าตลาดมีความสอดคล้องตามหลักของแบบจำลองสามปัจจัยของ Fama และ French โดยพบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์พลังงานทั้ง 12 หลักทรัพย์เป็นรายเดือน มีอัตราผลตอบแทนรวมเฉลี่ยที่ร้อยละ 5.22 ซึ่งหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุด 5 อันดับเป็นหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ส่วนอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังรวมรายไตรมาสเป็น 5.38 และ 5 หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่คาดหวังสูงที่สุดเป็นหลักทรัพย์ขนาดเล็กเช่นกัน

ปภินทิพย์ กุศลรักษาสกุล (2552) การศึกษาค้นคว้ามีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบอิทธิพลของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และมูลค่าหลักทรัพย์ทางบัญชี ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ด้วยแบบจำลอง Fama French Three Factor Model โดยใช้หลักทรัพย์ที่อยู่ในดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 50 หลักทรัพย์ เมื่อวันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2552 เป็นกลุ่มตัวอย่างทดสอบ ซึ่งพบว่าหลักทรัพย์จำนวนทั้งสิ้น 42 หลักทรัพย์ ที่มีการซื้อขายตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2547 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2551 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 60 เดือน อัตราผลตอบแทนของตลาดที่ใช้ในการทดสอบ คือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 50 หลักทรัพย์ หลัก (SET50) อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง คือ ดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี หลักทรัพย์ทั้ง 42 หลักทรัพย์ มีการแบ่งออกเป็น 6 กลุ่ม ตามมูลค่า



หลักทรัพย์และตามมูลค่าทางบัญชี กล่าวคือ แบ่งตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์จะได้กลุ่ม S และกลุ่ม B ขณะที่แบ่งตามมูลค่าหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีจะได้กลุ่ม H กลุ่ม M และกลุ่ม L เมื่อนำการแบ่งหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทมารวมกันจะได้หลักทรัพย์กลุ่ม S/L กลุ่ม S/M กลุ่ม S/H กลุ่ม B/L กลุ่ม B/M และกลุ่ม B/H ผลการวิจัยพบว่า เมื่อทดสอบในภาพรวมพบว่าปัจจัยทั้งสาม ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อทดสอบรายกลุ่มพบว่า กลุ่ม S/H มีอัตราผลตอบแทนของตลาดและมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยที่ส่งผลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่ม B/L มีอัตราผลตอบแทนของตลาดและมูลค่าหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และกลุ่ม B/M มีอัตราผลตอบแทนของตลาดเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ขณะที่กลุ่ม S/L กลุ่ม S/M และกลุ่ม B/H นั้น ปัจจัยทั้งสามไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

วิรัชชา ชลานนท์นิวัฒน์ (2554) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของมูลค่าตามบัญชี กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ ค.ศ. 2001-2010 ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีอัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชีที่สูง มักจะมีแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนต่ำ หรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

หัตพงษ์ อวิโรชานนท์ และวิระพงศ์ อุตชารัตน์ (2558) ได้ศึกษาและเปรียบเทียบปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัย ด้วยการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Indus) เฉพาะกลุ่มย่อยปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ (Petro) และกลุ่มย่อยบรรจุภัณฑ์ (PKG) โดยเก็บข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม 2552 ถึงเดือนกันยายน 2556 พบว่า เมื่อใช้แบบจำลอง CAPM วิเคราะห์หลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงตลาดมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ส่วนแบบจำลอง 3 ปัจจัย อัตราผลตอบแทนของทุกหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับปัจจัยความเสี่ยงตลาด (Market risk) แต่มีบางหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับค่าชดเชยความเสี่ยงจากขนาด (SMB) และค่าชดเชยความเสี่ยงจากมูลค่าตามบัญชี (HML) ซึ่งการใช้แบบจำลอง 3 ปัจจัย จะให้ผลการวิเคราะห์ที่แม่นยำกว่าการใช้แบบจำลอง CAPM โดยให้ค่า R square ที่สูงกว่าทั้งหมด

อภิรัช ถาวรสุข (2554) ผลการศึกษาค่าความเสี่ยงหรือค่าเบต้า ( $\beta$ ) ของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง พบว่า หลักทรัพย์ที่มีค่า  $\beta$  เป็นบวกมี 19 หลักทรัพย์ ได้แก่ CK, UMI, MBK, SCC, SC, TTCL, LPN, SIRI, UV, TPOLY, PS, SENA, ROJNA, NNCL, AP, SCCC, QH, EVER และ UNIQ ซึ่งหมายความว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด ส่วนหลักทรัพย์ที่มีค่า  $\beta$  เป็นลบ มี

เพียง 1 หลักทรัพย์ ได้แก่ STPI ซึ่งหมายความว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของตลาด โดยหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่มากนัก (Defensive Stock) หรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งก็คือหลักทรัพย์ที่มีค่า  $\beta$  น้อยกว่า 1 ได้แก่ UMI, MBK, SC, TTCL, LPN, SIRI, UV, TPOLY, PS, SENA, NNCL, AP, SCCC และ EVER ส่วนหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง (Aggressive Stock) หรืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงมากกว่าอัตราผลตอบแทนตลาดซึ่งก็คือ มีค่าเบต้า ( $\beta$ ) มากกว่า 1 ได้แก่ CK, SCC, ROJNA, QH และ UNIQ ในส่วนของการศึกษาประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยการวิเคราะห์ค่าคงที่ได้จากสมการการถดถอยและการนำค่าเบต้า ( $\beta$ ) และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์แต่ละตัวมาเปรียบเทียบกับเส้นตลาดหลักทรัพย์เพื่อวิเคราะห์ว่าหลักทรัพย์ใดมีราคาสูงกว่า (Over Value) หรือต่ำกว่า (Under Value) ราคาที่เหมาะสม ผลของการศึกษาพบว่า หลักทรัพย์ที่มีหลักทรัพย์ที่อยู่เหนือเส้น SML ทั้งสิ้น 7 หลักทรัพย์ ได้แก่ STPI, UMI, MBK, SC, TTCL, LPN และ SIRI เนื่องจากค่า  $\alpha > 0$  หมายความว่า หลักทรัพย์มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalued) และหลักทรัพย์ที่อยู่ต่ำกว่าเส้น SML มีจำนวนทั้งสิ้น 13 หลักทรัพย์ ได้แก่ CK, SCC, UV, TPOLY, PS, SENA, ROJNA, NNCL, AP, SCCC QH, EVER และ UNIQ เนื่องจากค่า  $\alpha < 0$  หมายความว่า ราคาหลักทรัพย์สูงกว่าระดับที่เหมาะสม (Over Value)

รัชวัสส์ วิพุทธิกุล (2553) ได้ศึกษาผลตอบแทนของการจัดกลุ่มการลงทุนซึ่งจัดแบ่งตามขนาด อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/B Ratio) การจัดกลุ่มการลงทุนตามปัจจัยดังกล่าวเป็นการจัดตามทฤษฎี Three Factor Model ของ Fama and French ซึ่งเสนอว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E และ P/B ratio ต่ำจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E และ P/B ratio สูง งานศึกษาชิ้นนี้เริ่มจากขั้นตอนการเลือกหลักทรัพย์จากกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสภาพคล่องสูง โดยคัดเลือกได้ 14 กลุ่มอุตสาหกรรม จากทั้งหมด 27 กลุ่มอุตสาหกรรม การคัดเลือกดังกล่าวใช้ค่า Stock Turnover เป็นตัวบ่งชี้ถึงสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรม ภายหลังจากการคัดเลือกพบว่าใน 14 กลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีหลักทรัพย์ทั้งหมด 284 หลักทรัพย์ ตัดหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ และหลักทรัพย์ที่มีค่า P/E และ P/B ratio เป็นลบ

งานศึกษาครั้งนี้รวบรวมข้อมูลอัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่ม การลงทุนระหว่างช่วง พ.ศ. 2553 และใช้อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาเดียวกันเป็น benchmark สำหรับการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎี Three Factor Model ของ Fama and French กล่าวคือการลงทุน หลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มการลงทุนของหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ กลุ่ม การลงทุนของหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นต่ำ มีอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่ม หลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นสูง และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทาง บัญชีต่ำ มีอัตราผลตอบแทนมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีสูง

ศิริมอร ขาวฟอง (2011) ได้ศึกษาโดยระบุตัวแปรสำคัญทางเศรษฐกิจและการเงิน รวมทั้งวิเคราะห์บทบาทของตัวแปรดังกล่าวในการอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนหุ้น สามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดที่มีใช้สถาบันการเงิน กลุ่มธุรกิจประกันภัย และกลุ่ม โรงพยาบาล ระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัยเริ่มตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2549 ถึง 31 ธันวาคม 2551 การวิจัยใช้ Time series Regression เพื่อระบุตัวแปรสำคัญและวิเคราะห์บทบาทของตัวแปรดังกล่าว ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยทางการเงินและปัจจัยทางเศรษฐกิจคือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีขนาดของ กิจการและอัตราแลกเปลี่ยน สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญได้โดย มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ส่วนราคาน้ำมันมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนหุ้น สามัญ

Jeffrey Pontiff (1998) ได้ศึกษาปัจจัยมูลค่าทางบัญชีต่ออัตราส่วนค่าเฉลี่ยตลาด หลักทรัพย์ Dow Jones Industrial เพื่อคาดการณ์ผลตอบแทนของตลาด และผลตอบแทนส่วนเกิน ของบริษัทขนาดเล็ก ในปี 1926-1994 ใช้กลุ่มตัวอย่าง 1960 ตัวอย่าง พบว่า มูลค่าทางบัญชีมีความ สัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต

Pin-Huang Chou, Robin K. Chou a, and Jane-Sue Wang (2004) ได้ศึกษามูลค่าหลักทรัพย์ ตามราคาตลาด (SIZE) และมูลค่าทางบัญชีต่อราคาตลาด (BM) พบว่า มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคา ตลาดและมูลค่าทางบัญชีต่อราคาตลาด (BM) มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ในระยะเวลาปี ค.ศ. 1982-2001 และปี ค.ศ. 1990-2001 ตามลำดับ แต่ช่วงก่อนปี ค.ศ. 1982 พบว่า มูลค่าหลักทรัพย์ตาม ราคาตลาดและมูลค่าทางบัญชีต่อราคาตลาด (BM) ไม่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์



Veysel Eraslan (2013) การศึกษาครั้งนี้เป็นการทดสอบความถูกต้องของทฤษฎีสามปัจจัย (Fama and French) โดยศึกษาเก็บข้อมูลผลตอบแทนหุ้นส่วนเกินเป็นรายเดือนในช่วงปี ค.ศ. 2003-2010 ถูกนำมาใช้ในการวิเคราะห์ พบว่า บริษัทขนาดใหญ่มีผลตอบแทนส่วนเกินสูงกว่าค่าเฉลี่ยของพอร์ตการลงทุนที่มีบริษัทขนาดเล็ก และพบว่าบริษัทที่มี book- to-market ต่ำกว่ามีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่สูงกว่าบริษัทที่มี book- to-market สูง มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อผลตอบแทนบริษัทขนาดใหญ่ แต่จะมีผลต่อบริษัทขนาดกลาง และขนาดเล็ก

Fabrizio Rossi (2012) ได้ศึกษาตามของทฤษฎีสามปัจจัย (Fama and French) เกี่ยวกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดประเทศอิตาลี ซึ่งได้ทำการศึกษาในปี ค.ศ.1989-2004 ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีผลกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์

Fama และ French (1992) มีแนวคิดที่ว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคตามทฤษฎี APT (Ross, 1976) มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์โดยทางอ้อม คือ มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ เช่น มีผลต่ออัตราการเจริญเติบโตของกิจการ ยอดขาย กำไร หนี้สิน ฯลฯ ซึ่งจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อีกทอดหนึ่ง Fama และ French (1992) จึงทำการวิจัยเพื่อหาตัวแทน (Proxy) ของความเสี่ยงที่เป็นระบบ และพบว่า ขนาดของกิจการ (Size) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (Book to market ratio: B/M ratio) สามารถเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เนื่องจากขนาดของกิจการ (Size) ที่มีขนาดเล็กหรือหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market value หรือ Market equity) ต่ำ จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูง ส่วนหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่หรือมูลค่าตลาดสูง จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ต่ำ



### บทที่ 3

## วิธีดำเนินการศึกษา

เพื่อศึกษาผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 รวมทั้งระบุตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 การศึกษาดำเนินการตามขั้นตอนดังนี้

1. การกำหนดประชากร การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 ซึ่งมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน สำหรับปี พ.ศ.2557 (ดูตารางที่ 2.1 บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 พ.ศ. 2557 หน้า 12-14)
2. การเก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่ใช้การศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประกอบด้วยราคาปิดรายสัปดาห์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 ประกอบด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นรายสัปดาห์ สำหรับระยะเวลาเดียวกันคือ ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ.2557 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2557
3. การคำนวณผลตอบแทนรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 แสดงการคำนวณได้ ดังนี้

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \times 100$$

เมื่อ  $R_i$  = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50  
 $P_t$  = ราคาปิดรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ณ สัปดาห์ที่  $t$   
 $P_{t-1}$  = ราคาปิดรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ณ สัปดาห์ที่  $t-1$

4. การคำนวณค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 แต่ละบริษัท ซึ่งแสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาได้ดังตารางที่ 4.1
5. การใช้ Log ธรรมชาติเพื่อปรับค่าและขนาดของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 50

6. การใช้สมการถดถอยภาคตัดขวาง (Cross-sectional regression) เพื่อระบุตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50
7. การวิเคราะห์ข้อมูล ดังรายละเอียดในบทที่ 4



## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

การอธิบายผลของการศึกษาแยกออกเป็นสองส่วนคือ 1) ผลการศึกษาผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 และ 2) ผลของสมการถดถอย ซึ่งสามารถอธิบายรายละเอียดได้ ดังนี้

#### ผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50

ผลการศึกษาผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 แสดงได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 พ.ศ. 2557

No	Name	Return (%)	Market Capitalization (พันล้านบาท)	P/E (เท่า)	P/B (เท่า)
1	ADVANC	0.490	663.37	18.559	16.05
2	AOT	1.16	303.571	19.75	3.22
3	BANPU	-0.231	74.194	20.03	1.01
4	BAY	0.819	257.158	22.00	2.06
5	BBL	0.207	364.864	10.25	1.20
6	BCP	0.365	42.923	9.63	1.20
7	BGH	0.861	246.500	38.11	5.93
8	BH	1.03	83.809	32.94	8.49
9	BIGC	0.619	172.020	24.64	4.56
10	BJC	-0.298	74.327	34.32	5.02
11	BLA	-0.39	87.243	29.48	3.95
12	BTS	0.223	107.389	24.11	1.84

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

No	Name	Return (%)	Market Capitalization (พันล้านบาท)	P/E (เท่า)	P/B (เท่า)
13	CENTEL	0.412	45.855	38.85	4.44
14	CK	1.08	36.55	12.74	2.14
15	CPALL	0.023	391.629	38.72	13.96
16	CPF	-0.213	221.679	27.67	1.97
17	CPN	0.265	203.233	31.58	5.50
18	DELTA	0.645	76.522	13.71	3.09
19	DTAC	0.089	253.583	23.47	7.33
20	EGCO	0.510	77.082	10.43	1.09
21	GLOBAL	-0.63	39.46	49.69	3.29
22	GLOW	0.543	122.543	15.81	2.92
23	HEMRAJ	0.852	36.61	8.56	2.61
24	HMPRO	-0.139	100.726	32.66	7.54
25	INTUCH	0.332	234.947	16.31	10.61
26	IRPC	-0.038	68.801	203.60	0.92
27	IVL	0.132	115.190	70.99	1.92
28	JAS	0.297	53.894	17.39	4.68
29	KBANK	0.791	489.790	11.43	2.13
30	KTB	0.680	290.353	8.93	1.37
31	LH	0.121	102.779	15.58	2.88
32	MINT	1.02	117.394	28.24	4.56
33	PS	0.900	60.437	9.83	2.35
34	PTT	0.332	919.62	9.57	1.31
35	PTTEP	-0.65	612.14	11.30	1.54
36	PTTGC	-0.74	300.077	9.93	1.25
37	RATCH	0.400	79.499	12.27	1.34
38	ROBINS	0.024	57.584	29.18	5.04
39	SCB	0.533	578.51	11.41	2.26
40	SCC	0.305	522.85	14.87	3.20

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

No	Name	Return (%)	Market Capitalization (พันล้านบาท)	P/E (เท่า)	P/B (เท่า)
41	SCCC	-0.065	93.438	18.03	4.60
42	TCAP	0.037	43.741	5.61	0.86
43	*THAI	0.265	31.44	N/A	0.60
44	THCOM	-0.205	42.378	34.43	2.72
45	TMB	0.779	116.061	22.90	1.83
46	TOP	-0.50	102.629	14.09	1.12
47	TTW	0.325	43.449	16.93	4.05
48	TU	0.471	82.443	23.94	2.06
49	VGI	0.525	40.73	36.40	20.61
50	*TRUE	1.01	171.894	N/A	24.95
X		0.29	177.32	26.38	4.32
	Maximum	1.16	919.62	203.60	24.95
	Minimum	-0.74	31.44	5.61	0.60
	Std. Dev.	0.48	194.73	28.91	4.95

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

\*หลักทรัพย์ THAI และ TRUE ไม่ได้นำมาคำนวณค่า P เนื่องจากมีผลขาดทุนในปี 2557

จากตารางที่ 4.1 พบว่า ในภาพรวมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 มีผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับ 0.29% โดยผลตอบแทนสูงสุดประมาณ 1.16% ในขณะที่ผลตอบแทนต่ำสุดมีค่าเป็นลบคือ -0.74% บริษัทจดทะเบียนที่แสดงผลตอบแทนสูงสุดคือ บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) หรือ AOT รองลงมาคือ บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) หรือ CK บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน) หรือ BH บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) หรือ MINT และบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ TRUE ที่ให้ผลตอบแทนประมาณ 1% บริษัทจดทะเบียนที่ให้ผลตอบแทนเป็นลบและน้อยที่สุดคือ บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) หรือ PTTGC ที่มีผลตอบแทน -0.74% รองลงมาคือ บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) หรือ PTTEP บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) หรือ

GLOBAL และบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) หรือ TOP ที่มีผลตอบแทน - 0.65% - 0.63% และ - 0.50% ตามลำดับ สำหรับบริษัทจดทะเบียนที่ให้ผลตอบแทนเป็นลบส่วนที่เหลือแสดงผลตอบแทนอยู่ระหว่าง -0.23% ถึง -0.06%

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรทางการเงิน Mcap P/E และ P/B แล้ว บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 มีขนาดของกิจการเฉลี่ย 177.32 พันล้านบาท P/E เฉลี่ยเท่ากับ 26.38 เท่า ในขณะที่ P/B เฉลี่ยคือ 4.32 เท่า สำหรับค่าสูงสุดและต่ำสุดนั้น บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดของกิจการใหญ่ที่สุดคือ 919.62 พันล้านบาท มีค่า P/E สูงที่สุดถึง 203.60 เท่า และค่า P/B เท่ากับ 24.95 เท่า ส่วนขนาดของบริษัทจดทะเบียนที่เล็กที่สุดมีค่า Mcap ประมาณ 31.44 พันล้านบาท ในขณะที่ P/E เท่ากับ 5.61 เท่า และ P/B เท่ากับ 0.60 เท่า

บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดของกิจการหรือ Mcap ใหญ่ที่สุดคือ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) หรือ PTT มี Mcap เท่ากับ 919.62 พันล้านบาท รองลงมาคือ บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) หรือ ADVANC บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) หรือ PTTEP ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) หรือ SCB ที่มีขนาดของกิจการหรือ Mcap เท่ากับ 663.37 612.14 578.51 พันล้านบาท ตามลำดับ ในทำนองเดียวกันบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดของ Mcap เล็กที่สุดคือ บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) หรือ THAI มี Mcap เท่ากับ 31.44 พันล้านบาท รองลงมาคือ บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) หรือ CK บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน) หรือ HEMRAJ บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) หรือ GLOBAL ที่มีค่า Mcap ประมาณ 36.55 36.61 39.46 พันล้านบาท ตามลำดับ

บริษัทจดทะเบียนที่มีอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้นหรือ P/E สูงสุดคือ บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) หรือ IRPC มี P/E เท่ากับ 203.60 เท่า รองลงมาคือ บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) หรือ IVL บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) หรือ GLOBAL บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน) หรือ CENTEL ที่มี P/E เท่ากับ 70.99 49.69 38.85 เท่าตามลำดับ ในทำนองเดียวกันบริษัทจดทะเบียนที่มี P/E ต่ำสุดคือ บริษัท ทูมธนาชาติ จำกัด (มหาชน) หรือ TCAP มี P/E เท่ากับ 5.61 เท่า รองลงมาคือ บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน) หรือ HEMRAJ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) หรือ KTB บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) หรือ PTT ที่มีค่า P/E ประมาณ 8.56 8.93 9.57 เท่าตามลำดับ

บริษัทจดทะเบียนที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีหรือ P/B สูงสุดคือ บริษัท ทูมคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ TRUE มี P/B เท่ากับ 24.95 เท่า รองลงมาคือ บริษัท วีจีไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน) หรือ VGI บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) หรือ ADVANC บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) หรือ CPALL ที่มี P/B เท่ากับ 20.61 16.05 13.96 เท่า

ตามลำดับ ในทำนองเดียวกันบริษัทจดทะเบียนที่มี P/B ต่ำสุดคือ บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) หรือ THAI มี P/B เท่ากับ 0.60 เท่า รองลงมาคือ บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (มหาชน) หรือ TCAP บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) หรือ IRPC บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) หรือ BANPU ที่มีค่า P/B ประมาณ 0.86 0.92 1.01 เท่า ตามลำดับ

ตารางที่ 4.2 ผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนรายสัปดาห์ในกลุ่ม SET50 พ.ศ. 2557

สัปดาห์	Return (%)	Market Capitalization (พันล้านบาท)	P/E (เท่า)	P/B (เท่า)
1	-6.30	102.67	40.87	3.86
2	2.17	104.81	41.80	3.92
3	4.12	109.04	43.18	4.12
4	0.97	110.04	43.88	4.13
5	-3.03	106.67	41.96	4.03
6	1.86	108.59	43.28	4.13
7	1.92	110.63	44.32	4.13
8	-0.53	109.90	20.73	4.05
9	1.79	111.83	20.96	4.08
10	2.51	114.59	21.40	4.24
11	1.29	116.02	21.72	4.32
12	-1.25	114.51	21.68	4.29
13	1.07	115.68	21.95	4.30
14	2.18	118.14	22.26	4.36
15	-0.76	117.22	22.14	4.34
16	0.74	118.04	22.26	4.37



ตารางที่ 4.2 (ต่อ)

สัปดาห์	Return (%)	Market Capitalization (พันล้านบาท)	P/E (เท่า)	P/B (เท่า)
17	-0.47	117.45	22.26	4.37
18	1.06	119.02	22.46	4.42
19	-3.17	115.53	21.57	4.30
20	2.10	117.91	22.54	4.06
21	-0.23	117.60	22.50	4.05
22	2.77	120.71	23.11	4.18
23	2.79	124.08	23.73	4.28
24	0.41	124.44	23.50	4.30
25	0.39	124.86	23.61	4.34
26	1.13	126.21	23.87	4.39
27	0.47	126.76	23.92	4.39
28	1.33	128.60	24.20	4.45
29	1.72	130.66	24.49	4.57
30	1.55	132.51	24.88	4.58
31	-3.38	127.92	24.03	4.53
32	1.11	129.26	22.23	4.55
33	2.36	132.25	23.40	4.74
34	0.86	133.32	23.37	4.77
35	0.29	133.66	23.56	4.84
36	1.18	135.17	23.79	4.81
37	-1.20	134.87	23.38	5.02
38	-0.06	134.76	23.30	5.02
39	1.52	136.76	23.69	5.10
40	-2.38	133.43	23.12	4.97

ตารางที่ 4.2 (ต่อ)

สัปดาห์	Return (%)	Market Capitalization (พันล้านบาท)	P/E (เท่า)	P/B (เท่า)
41	-1.45	131.36	22.90	4.91
42	-1.64	129.15	22.54	4.84
43	0.18	129.42	22.67	4.83
44	2.68	132.84	23.15	5.00
45	-0.83	131.62	23.89	4.91
46	-0.54	131.17	25.01	4.96
47	0.21	131.40	25.01	4.12
48	1.23	132.94	25.42	4.22
49	0.89	134.06	25.82	4.30
50	-5.67	126.37	24.28	4.07
51	0.52	127.00	24.38	4.09
52	-0.53	127.14	24.27	4.09
X	0.31	123.28	25.85	4.42
Maximum	4.12	136.76	44.32	5.10
Minimum	-6.30	102.67	20.73	3.86
Std. Dev.	2.04	9.44	6.83	0.34

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากตารางที่ 4.2 พบว่า ในภาพรวมผลตอบแทนเฉลี่ยรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 มีค่าเท่ากับ 0.31% โดยผลตอบแทนสูงสุดประมาณ 4.12% ในขณะที่ผลตอบแทนต่ำสุดมีค่าเป็นลบเท่ากับ -6.30% สัปดาห์ที่ 3 เป็นสัปดาห์ที่มีผลตอบแทนสูงสุด รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 23 สัปดาห์ที่ 22 และสัปดาห์ที่ 44 ซึ่งมีผลตอบแทนเท่ากับ 2.79% 2.77% และ 2.68% ตามลำดับ ส่วนสัปดาห์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดและมีค่าเป็นลบ คือ สัปดาห์ที่ 1 รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 50 สัปดาห์ที่ 31 และสัปดาห์ที่ 19 ซึ่งมีผลตอบแทนเท่ากับ -5.67% -3.38% และ -3.17% ตามลำดับ ส่วนสัปดาห์ที่เหลือมีผลตอบแทนเป็นลบอยู่ระหว่าง -3.03% ถึง -0.06%

เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรทางการเงิน Mcap P/E และ P/E แล้ว แต่ละตัวแปรแสดงค่าเฉลี่ยค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด คือ โดยเฉลี่ย 52 สัปดาห์ ขนาดของกิจการหรือ Mcap มีค่าเท่ากับ 123.28 พันล้านบาท ในขณะที่ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด คือ 136.76 และ 102.67 พันล้านบาท ตามลำดับ รายสัปดาห์ที่มีค่า Mcap สูงสุดคือ สัปดาห์ที่ 39 รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 36 สัปดาห์ที่ 37 และสัปดาห์ที่ 38 ที่มีค่า Mcap เท่ากับ 135.17 134.87 และ 134.76 พันล้านบาท ตามลำดับ ในทางตรงกันข้ามสัปดาห์ที่มีค่า Mcap ต่ำที่สุดคือ สัปดาห์ที่ 1 รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 2 สัปดาห์ที่ 5 และสัปดาห์ที่ 6 ซึ่งมีค่า Mcap เท่ากับ 104.81 106.67 และ 108.59 พันล้านบาท ตามลำดับ

ในการทำงานเดียวกันค่า P/E เฉลี่ยรายสัปดาห์มีค่าเท่ากับ 25.85 เท่า ในขณะที่ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดคือ 44.32 และ 20.73 เท่า ตามลำดับ สัปดาห์ที่มีค่า P/E สูงสุดคือ สัปดาห์ที่ 7 รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 4 สัปดาห์ที่ 6 และสัปดาห์ที่ 3 ที่มีค่า P/E เท่ากับ 43.88 43.28 และ 43.18 เท่า ตามลำดับ ในทางตรงกันข้ามสัปดาห์ที่มีค่า P/E ต่ำที่สุดคือ สัปดาห์ที่ 8 รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 9 สัปดาห์ที่ 10 และสัปดาห์ที่ 19 ซึ่งมีค่า P/E เท่ากับ 20.96 21.40 และ 21.57 เท่า ตามลำดับ

ส่วน P/B ก็เช่นกันค่า P/B เฉลี่ยรายสัปดาห์มีค่าเท่ากับ 4.42 เท่า ในขณะที่ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดคือ 5.10 และ 3.86 เท่า ตามลำดับ สำหรับสัปดาห์ที่มีค่า P/B สูงสุดคือ สัปดาห์ที่ 39 รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 38 สัปดาห์ที่ 37 และสัปดาห์ที่ 44 ที่มีค่า P/B เท่ากับ 5.02 5.02 และ 5.00 เท่า ตามลำดับ ในทางตรงกันข้ามสัปดาห์ที่มีค่า P/B ต่ำที่สุดคือ สัปดาห์ที่ 1 รองลงมาคือ สัปดาห์ที่ 2 สัปดาห์ที่ 5 และสัปดาห์ที่ 21 ซึ่งมีค่า P/B เท่ากับ 3.92 4.03 และ 4.05 เท่า ตามลำดับ

## ผลของสมการถดถอย

ผลของสมการถดถอยที่สามารถระบุตัวแปรการเงินที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 แสดงสมการได้ดังนี้

$$R_i = -0.00660 + 0.000038S - 0.00005PE + 0.00026PB + E_i$$

$$(-0.26328) \quad (0.39842) \quad (-1.04727) \quad (1.27551)$$

( ) ค่าสถิติที

จากผลของสมการถดถอยพิจารณาค่าสถิติทีแล้วแสดงให้เห็นว่า ไม่มีตัวแปรทางการเงินใดสามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 ได้ ไม่ว่าจะเป็นมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (S หรือ Mcap) อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) หรืออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/B)

## บทที่ 5

### สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

ในบทนี้เป็นการสรุปการศึกษาเกี่ยวกับตัวแปรการเงินที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 รวมทั้งอภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

#### 1. สรุปการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนและตัวแปรทางการเงินของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 50 และระบุตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายผลตอบแทนหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 โดยศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 พ.ศ.2557 ข้อมูลที่ใช้การศึกษาคือข้อมูลบัญชี ประกอบด้วย ราคาปิดรายสัปดาห์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น หรืออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี วิธีการศึกษาคือ กำหนดผลตอบแทนรายสัปดาห์ของหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 กำหนดค่าเฉลี่ยของผลตอบแทน มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น หรืออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 50 แต่ละบริษัท และใช้สมการถดถอยภาคตัดขวาง เพื่อระบุตัวแปรทางการเงินที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50

ผลการศึกษาพบว่า (1) หลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 มีผลตอบแทนเฉลี่ยประมาณ 0.29 % โดยผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 1.16% และต่ำสุดเท่ากับ -0.74% หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงสุดคือ บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) (AOT) ในขณะที่หลักทรัพย์ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ให้ผลตอบแทนต่ำสุด ส่วนหลักทรัพย์ที่เหลือมีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง -0.65% ถึง 1.08% (2) ตัวแปรทางการเงินของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 แสดงค่า Mcap เฉลี่ยประมาณ 177.32 พันล้านบาท ในขณะที่ P/E และ P/B มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 26.38 เท่า และ 4.32 เท่า ตามลำดับ โดยบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (PTT) แสดงค่า Mcap สูงที่สุด 919.62 พันล้านบาท และบริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) (THAI) แสดงค่า Mcap ต่ำที่สุด 31.44 พันล้านบาท ส่วน P/E และ P/B บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) แสดงค่าสูงสุด 203.60

เท่า ในขณะที่บริษัท ทูนครูชาด จำกัด (มหาชน) (TCAP) แสดงค่าต่ำสุด 5.61 เท่า ในทำนองเดียวกันบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (TRUE) แสดงค่า P/B สูงสุด 24.95 เท่า และบริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน) (THAI) แสดงค่าต่ำสุด 0.60 เท่า และ (3) ไม่มีตัวแปรทางการเงินใดสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50 ได้

## 2. อภิปรายผล

จากผลการศึกษานี้สามารถอภิปรายผลได้ ดังนี้

**2.1 ผลตอบแทนเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET50** มีค่าเป็นบวก สอดคล้องกับงานวิจัยของ ศิริมอร์ ขาวฟอง (2551) ที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญได้ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก และสอดคล้องกับงานวิจัยของ รัชณี รุ่งศรีรัตนวงศ์ (2553) ได้ศึกษาถึง ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET 50 ดัชนีอุตสาหกรรมดาวโจนส์ (DJIA) และมูลค่าการซื้อขายด้วยเฉลี่ยรายเดือนของนักลงทุนรายย่อย (LOCAL) ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET 50

ซึ่งเป็นไปได้ว่าหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET50 เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการคัดเลือกกว่าเป็นบริษัทที่มีงบการเงินดี มีความมั่นคง การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์มิได้เป็นลักษณะของการเก็งกำไร นักลงทุนสนใจที่จะถือหุ้นไว้ในระยะยาว และหวังผลตอบแทนในลักษณะเงินปันผล ประกอบกับราคาหลักทรัพย์เหล่านี้ไม่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากปัจจัยการเมืองหรือทางเศรษฐกิจ จึงทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 มีค่าเฉลี่ยเป็นบวกและไม่สูงมากนัก

**2.2 ข้อมูลตัวแปรทางการเงินต่างๆ** ได้แก่ Mcap P/E และ P/B มีค่าเฉลี่ยค่อนข้างต่ำในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งได้รับผลกระทบจากปัจจัยการเมืองและภาวะเศรษฐกิจนั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปภินทิพย์ กุศลรักษาสกุล (2552) เมื่อทดสอบในภาพรวมพบว่า ปัจจัยทั้งสาม ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อทดสอบรายกลุ่มพบว่า กลุ่ม S/H มีอัตราผลตอบแทนของตลาดและมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กลุ่ม B/L มีอัตราผลตอบแทนของตลาดและมูลค่าหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และกลุ่ม B/M มีอัตราผลตอบแทนของตลาดเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ขณะที่กลุ่ม S/L กลุ่ม S/M และกลุ่ม B/H นั้น ปัจจัยทั้งสามไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

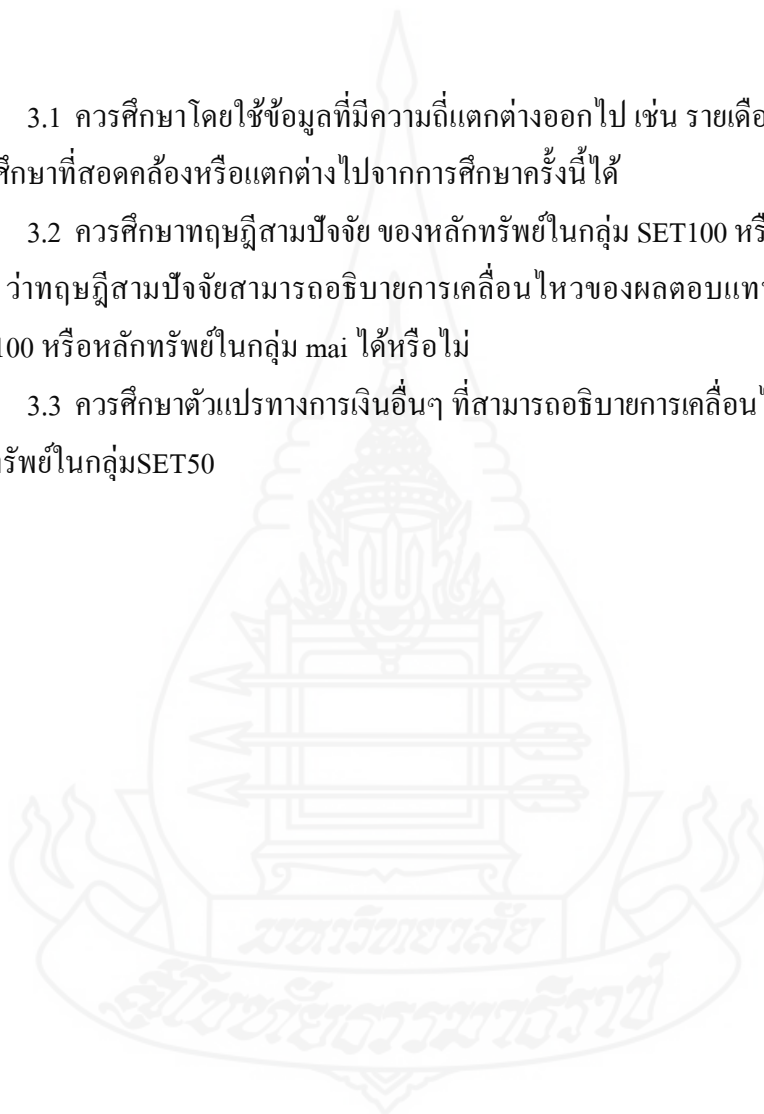
ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนไม่ได้ให้ความสนใจกับตัวแปรทางการเงินมากกว่าการติดตามข่าวสารในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นปัจจัยหลักและไม่ค่อยเชื่อมั่นมากนักในสถานการณ์ ดังนั้นทำให้นักลงทุนบางท่านชะลอการลงทุนหรือขายหลักทรัพย์

### 3. ข้อเสนอแนะ

3.1 ควรศึกษาโดยใช้ข้อมูลที่มีความถี่แตกต่างออกไป เช่น รายเดือน หรือรายปี ซึ่งอาจให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องหรือแตกต่างไปจากการศึกษาครั้งนี้ได้

3.2 ควรศึกษาทฤษฎีสามปัจจัย ของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 หรือหลักทรัพย์ในกลุ่ม เอ็ม เอ ไอ ว่าทฤษฎีสามปัจจัยสามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 หรือหลักทรัพย์ในกลุ่ม mai ได้หรือไม่

3.3 ควรศึกษาตัวแปรทางการเงินอื่นๆ ที่สามารถอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มSET50



บรรณานุกรม



## บรรณานุกรม

- แก้วมณี อุทธิรัมย์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี. (การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยศรีปทุม, กรุงเทพมหานคร.
- ชาลินี แสงสร้อย. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลบริษัทSET 50. สืบค้นเมื่อ 14 เมษายน 2559 จาก [www.set.or.th](http://www.set.or.th).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่อยู่ในSET 50. สืบค้นเมื่อ 14 เมษายน 2559 จาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีที่อยู่ใน SET 50. สืบค้นเมื่อ 14 เมษายน 2559 จาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้นที่อยู่ในSET 50. สืบค้นเมื่อ 14 เมษายน 2559 จาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com).
- ทวีศักดิ์ จันอุทัย. (2557). ศึกษาแบบจำลอง *Fama France Three Factor Model* ได้วิเคราะห์ถึงความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2553-2556. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยรังสิต, กรุงเทพมหานคร.
- ทัตพงศ์ อวีโรชนานนท์ และวีระพงศ์ อุทธารัตน์. (2558). การเปรียบเทียบแบบจำลอง CAPM และแบบจำลอง 3 ปัจจัยในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์. มหาวิทยาลัยแม่โจ้, เชียงใหม่. สืบค้นเมื่อ 20 สิงหาคม 2559 จาก [http://www.tci-thaijo.org/index.php/jms\\_psu/article/view/63468](http://www.tci-thaijo.org/index.php/jms_psu/article/view/63468).



- ชัชวีสส์ วิพุทธิกุล. (2553). การศึกษาผลตอบแทนจากการจัดกลุ่มการลงทุนซึ่งจัดแบ่งตามขนาด อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีมหานคร, กรุงเทพมหานคร. สืบค้นเมื่อ 20 สิงหาคม 2559 จาก <http://www.ba.cmu.ac.th/wp-content/uploads/2015/07/10>.
- นันทนา ศรีสุริยาภรณ์. (2557). ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- ปัทมทิพย์ กุศลรักษาสกุล. (2552). ทดสอบอิทธิพลของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ และมูลค่าหลักทรัพย์ทางบัญชี ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ด้วยแบบจำลอง *Fama - French Three Factor Model*. (สัมมนาปัญหาทางธุรกิจปริญญาศิลปศาสตรบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยศิลปากร, กรุงเทพมหานคร.
- รัชณี รุ่งศรีรัตนวงศ์. (2553). ปัจจัยที่ส่งผลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET 50. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, กรุงเทพมหานคร.
- วิรัชชา ชลานนท์นิวัฒน์. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของมูลค่าตามบัญชี กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- วิกิพีเดียสารานุกรมเสรี. สืบค้นเมื่อ 16 เมษายน 2559 จาก <https://th.wikipedia.org>.
- ศิระมอร ขาวฟอง. (2551). บทบาทตัวแปรทางเศรษฐกิจและการเงินในการอธิบายการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช, นนทบุรี.
- สุภาพร ศรีสุกใส. (2556). ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อราคาหุ้นบริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (PTTEP). (งานวิจัยปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยรามคำแหง, กรุงเทพมหานคร.
- อภิรัช ถาวรสุข. (2554). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยการใช้แบบจำลอง CAPM. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, เชียงใหม่.

- มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช. (2543). *คู่มือการบัญชีเพื่อการจัดการและการวางแผนภาษีอากร*. (พิมพ์ครั้งที่ 7). นนทบุรี: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช, สาขาวิชาวิทยาการจัดการ.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French. (1992). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 3-56.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French. (1992). The cross section of expected stock returns, *Journal of Financial Economics*, 2.
- Fabrizio Rossi. (2012). The Three-Factor Model: Evidence from the Italian Stock Market, *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9).
- Fama, E., & French, K. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *Journal of Finance*, 50(1), 131-155.
- Jeffrey Pontiff. (1998). Book-to-market ratios as predictors of market returns<sup>1</sup>. *Journal of Financial Economics*, 49: 141-160.
- Jonathan Lewellen. (2014). The cross section of expected stock returns, Forthcoming in *Critical Finance Review*.
- Pin-Huang Chou, Robin K. Chou a, and Jane-Sue Wang. (2004). On the Cross-section of Expected Stock Returns: Fama-French Ten Years Later. *Finance Letters*, 2(1): 18-22.
- Veysel Eraslan. (2013). Fama and French Three-Factor Model: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Business and Economics Research Journal*, 4(2): 11-22.

## ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ	นายอับดุลกอดีด หลงสลำ
วัน เดือน ปีเกิด	24 เมษายน 2524
สถานที่เกิด	จังหวัดสตูล
ประวัติการศึกษา	วิทยาศาสตร์บัณฑิต มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ พ.ศ. 2547
สถานที่ทำงาน	บริษัท ผลิตภัณฑ์ปลากระป๋องสยาม จำกัด 224 หมู่ 6 ถนนขนตรการกำธร ตำบลคลองขุด อำเภอเมือง จังหวัดสตูล 91000
ตำแหน่ง	หัวหน้าหน่วยงานห้องปฏิบัติการเคมีและจุลินทรีย์

