



ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน
ในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
Factors Influencing Rate of Return from Common Stocks of Listed Companies
in Food and Beverage Industry in the Stock Exchange of Thailand

วิไลวรรณ ภาณุวิชิตส์แสง¹ และ ศุภเจตน์ จันทร์สาสน์²

¹ บริษัท ที.เอส.บี.เหล็กกล้า จำกัด

² คณะเศรษฐศาสตร์และการลงทุน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

Wilaiwan Panuvitsitsang¹ and Supachet Chansarn²

¹ T.S.B. Steel Co.,Ltd.

² School of Economics and Investment, Bangkok University

บทคัดย่อ

งานวิจัยเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 26 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2548 - 2557 รวมระยะเวลา 10 ปี โดยอาศัยกระบวนการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Fixed Effects Regression และ Random Effects Regression จากการศึกษาพบว่า สภาพคล่องซึ่งวัดโดยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และการเติบโตของยอดขายซึ่งวัดโดยอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายมีผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนมีผลกระทบในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ สำหรับปัจจัยอื่น ๆ ได้แก่ ปริมาณหนี้สิน ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โอกาสในการเจริญเติบโต และขนาดของกิจการ พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มแต่อย่างใด

คำสำคัญ: 1) หุ้นสามัญ 2) อัตราผลตอบแทน 3) อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม 4) อัตราส่วนทางการเงิน

Abstract

This study aimed to investigate the factors which affected the rates of return from common stocks of 26 listed companies in food and beverage industry in the Stock Exchange of Thailand during 2005 – 2014, 10 years in total, by employing fixed effects regression and random effects regression analyses. The findings revealed that liquidity as measured by current ratio, profitability as measured by return on equity and sales growth as measured by sale revenue growth rate had the significantly positive effect on the rates of return from common stocks of listed companies in food and beverage industry while dividend payment as measured by dividend yield was found to have a significantly negative effect on the stock rates of return. Furthermore, leverage, efficiency, growth opportunity and size of company had no significant effect on the rates of return from stocks.

Keywords: 1) Common Stocks 2) Rate of Return 3) Food and Beverage Companies 4) Financial Ratios

¹ ผู้จัดการฝ่ายบัญชี (Manager, Department of Accounting)

Email: panuvitsitseang@hotmail.com

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำคณะเศรษฐศาสตร์และการลงทุน (Assistant Professor, School of Economics and Investment)

Email: supachet.c@bu.ac.th



บทนำ (Introduction)

ในปัจจุบัน การฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์มีทางเลือกที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนอีกต่อไป เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในธนาคารพาณิชย์ได้ถูกปรับลดอย่างต่อเนื่องจนอยู่ในระดับที่ต่ำมากจนอาจกล่าวได้ว่าไม่มีผลตอบแทน โดยปัจจุบัน (เดือนมิถุนายน 2559) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์เฉลี่ยมีอัตราเพียงร้อยละ 0.50 ต่อปี ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีเฉลี่ยมีอัตราเพียงร้อยละ 1.40 ต่อปีเท่านั้น (Bank of Thailand, 2016) จากสถานการณ์ดังกล่าวทำให้การลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ได้รับความสนใจจากบุคคลทั่วไปและนักลงทุนเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก เนื่องจากเป็นทางเลือกในการลงทุนที่มีโอกาสได้ผลตอบแทนในอัตราสูง อย่างไรก็ตาม เป็นที่ทราบกันดีว่าการลงทุนในหุ้นสามัญแม้จะมีผลตอบแทนสูง แต่ก็ต้องแลกมาด้วยความเสี่ยงที่สูงเช่นเดียวกัน ดังนั้น การตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นสามัญจึงต้องทำอย่างรอบคอบและอยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่เหมาะสม

การลงทุนในหุ้นสามัญถือเป็นการลงทุนระยะยาวซึ่งผู้ถือหุ้นจะมีสถานะเป็นเจ้าของกิจการ ดังนั้น การเลือกหุ้นสามัญเพื่อลงทุนระยะยาวจึงควรพิจารณาทั้งปัจจัยในระดับบริษัทและในระดับอุตสาหกรรม กล่าวคือ ควรเลือกลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีและเป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและมีโอกาสในการเจริญเติบโตสูงนั่นเอง จากสาเหตุดังกล่าว ทำให้การศึกษาวิเคราะห์เกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญเป็นประเด็นที่มีความสำคัญและน่าสนใจเป็นอย่างมาก โดยจะเป็นข้อมูลสำคัญที่ช่วยให้นักลงทุนและบุคคลทั่วไปตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นสามัญได้อย่างประสบความสำเร็จต่อไป ดังนั้น งานวิจัยเรื่องนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้เลือกกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มจำนวน 26 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2548 - 2557

สาเหตุที่งานวิจัยเรื่องนี้เลือกอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มเป็นกรณีศึกษาเนื่องจากเล็งเห็นว่า

อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพของประเทศไทยและมีโอกาสในการเจริญเติบโตในระยะยาว อันเป็นผลมาจากการที่ไทยมีทรัพยากรธรรมชาติอันอุดมสมบูรณ์ มีพื้นฐานเป็นประเทศเกษตรกรรม มีผลผลิตทางการเกษตรปริมาณมาก ซึ่งนำมาใช้เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม อีกทั้งยังมีภูมิปัญญาและเทคโนโลยีการผลิตที่ช่วยให้อาหารและเครื่องดื่มไทยมีความได้เปรียบและเป็นที่ต้องการในตลาดโลกเป็นอย่างสูง โดยเป็นสินค้าที่มีมูลค่าส่งออกสูงถึง 964,564 ล้านบาทในปี พ.ศ.2558 (Bank of Thailand, 2016) ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มถือเป็นทางเลือกที่เหมาะสมและน่าสนใจเป็นอย่างยิ่ง นั่นเอง

การทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

ตามทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งวัดโดยค่าเบต้า (Beta) (Investopedia, 2016) อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ อีกหลายประการ ทั้งนี้จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า การศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เป็นหนึ่งในหัวข้อที่มีการศึกษาวิจัยอย่างกว้างขวางทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ อย่างไรก็ตามในกรณีของประเทศ แม้จะมีงานวิจัยจำนวนมากไม่น้อยที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่กลับพบว่ามีงานวิจัยที่เน้นศึกษาที่อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มเป็นจำนวนค่อนข้างน้อย โดยพบงานที่ศึกษาอุตสาหกรรมอาหาร ได้แก่ Aimlaor (2009, pp. 27-29) ซึ่งศึกษาปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาคที่กำหนดราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารช่วงระหว่าง พ.ศ. 2547 - 2552 และพบว่าปัจจัยที่กำหนดราคาหุ้นได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราดอกเบี้ย สำหรับงานวิจัยอื่น ๆ ได้แก่ งานวิจัยของ Athimongkol (2011, pp. 48-53) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง



อัตราส่วนทางการเงินกับราคาหุ้นสามัญของบริษัท
ตัวแทนกลุ่มพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย โดยพบว่า อัตราส่วนทางการเงิน
ที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัทที่ทำการศึกษา
ได้แก่ คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและอัตราส่วน
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยโดยมีความสัมพันธ์กัน
ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของราคา
หุ้นสามัญ

นอกจากนี้ ยังมีงานของ Srisuk (2013, pp. 23-26) ซึ่งทำการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่าง
อัตราส่วนทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงราคา
หลักทรัพย์ของบริษัทใน SET50 จำนวน 30 บริษัท
ระหว่างไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2550 ถึงไตรมาสที่ 4
ของปี พ.ศ. 2554 โดยได้พบว่าอัตราส่วนทางการเงิน
ที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาของ
หลักทรัพย์ใน SET50 ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของ
ส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี ในขณะที่
Utiram and Sukkawatnasinit (2014, pp. 120-123) ได้ทำการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วน
ทางการเงินกับผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นสามัญ
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ที่อยู่ใน SET100 กรณีศึกษาในกลุ่ม
อุตสาหกรรมเทคโนโลยี ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2555
และพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับ
ผลตอบแทนที่คาดหวังจากหุ้นสามัญ ได้แก่ อัตรา
เงินปันผลตอบแทน อัตราส่วนวัดความสามารถในการ
จ่ายดอกเบี้ย ระยะเวลาในการขายสินค้า อัตรา
การหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตรากำไรสุทธิ อัตรากำไร
ต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

จากการทบทวนวรรณกรรมยังพบงานของ
Srisuriyaporn (2015, pp. 25-38) ซึ่งทำการศึกษาค้นคว้า
ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคา
ตลาดของหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่าง
จำนวน 9 ธนาคาร (180 ตัวอย่าง) ระหว่างปี พ.ศ. 2552 -
2556 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทางการเงิน
ที่สามารถใช้ในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ใน
กลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยมีทั้งสิ้น 3 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วน
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนกำไรสุทธิ

ซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์กลุ่ม
ธนาคาร และอัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร
ซึ่งความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่
Phakularn (2015, pp. 48-51) ทำการศึกษาค้นคว้า
ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคา
หลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตาม
ราคาตลาดสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม
8 อุตสาหกรรม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ระหว่างไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2548 ถึงไตรมาสที่ 4
ของปี พ.ศ. 2557 โดยพบว่า อัตราส่วนทางการเงิน
ที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตรา
ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนมูลค่าหุ้นต่อมูลค่าทาง
บัญชี อัตรากำไรสุทธิ อัตราเงินปันผลตอบแทน และ
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ Sangsoi (2015, pp. 27-35) ได้
ศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์อัตราส่วนทางการเงินกับราคา
หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรม
บริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง
ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2551 จนถึง ไตรมาสที่ 1 ปี
พ.ศ. 2557 และพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มี
ความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตรา
ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนการ
หมุนเวียนของสินทรัพย์รวม ในกรณีของต่างประเทศ
Olowoniye and Ojenike (2012, pp. 391-392)
ได้อาศัยการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Fixed Effects
และ Random Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนด
อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน
จำนวน 70 บริษัท ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรีย
ระหว่างปี ค.ศ. 2000 - 2009 โดยได้พบว่า การ
เจริญเติบโตคาดหวังซึ่งวัดโดยสัดส่วนค่าใช้จ่ายสินค้าทุน
ต่อสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการซึ่งวัดโดย
สินทรัพย์รวมในรูปของ Logarithm มีผลกระทบใน
เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ทำการศึกษา
ในขณะที่สินทรัพย์คงที่ซึ่งวัดโดยสัดส่วนสินทรัพย์คงที่
ต่อกำไรสุทธิมีผลกระทบในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทน

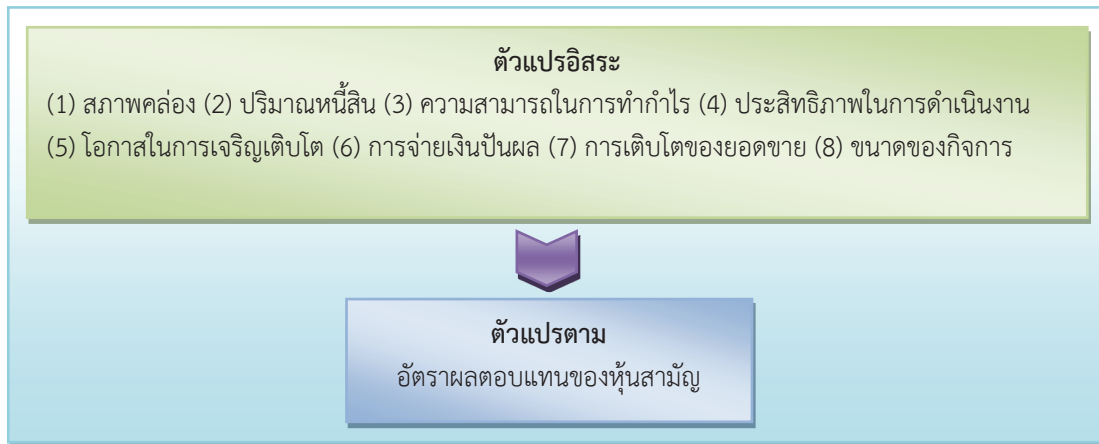
จากการทบทวนวรรณกรรมทำให้สรุปได้ว่า
ยังคงมีช่องว่างงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ
อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั่นคือ ไม่พบ
งานวิจัยใดที่เน้นศึกษากรณีบริษัทจดทะเบียน
ในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มโดยเฉพาะทั้งที่



เป็นอุตสาหกรรมที่สำคัญของประเทศไทยและมีโอกาสในการเจริญเติบโตในระยะยาว งานวิจัยเรื่องนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อเติมเต็มช่องว่างการวิจัยดังกล่าวนั่นเอง

กรอบแนวคิดในการวิจัย (Conceptual Framework)

จากการทบทวนวรรณกรรมทำให้สามารถกำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังภาพ 1



ภาพ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากภาพ 1 ข้างต้น ตัวแปรตามในงานวิจัยเรื่องนี้คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่ตัวแปรอิสระประกอบด้วยสภาพคล่อง ปริมาณหนี้สิน ความสามารถในการทำกำไร ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โอกาสในการเจริญเติบโต การจ่ายเงินปันผล การเติบโตของยอดขาย และขนาดของกิจการ สำหรับมาตรวัด (Measurement) ของปัจจัยแต่ละตัวจะนำเสนอในหัวข้อแบบจำลองเศรษฐกิจในลำดับต่อไป

ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

งานวิจัยเรื่องนี้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 26 บริษัท โดยคัดเลือกข้อมูลของบริษัทดังกล่าวในระหว่างปี พ.ศ. 2548 - 2557 มาใช้ในการศึกษา บริษัทที่ทำการศึกษประกอบด้วย บริษัทอกริเพียว โฮลดิ้งส์, บริษัทซีเฟรชอินดัสตรี, บริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหาร, บริษัทฟู้ดแออนด์ดริงส์, บริษัทหาดทิพย์, บริษัทน้ำตาลขอนแก่น, บริษัทลำสูง, บริษัทมาลีสามพราน, บริษัทไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล, บริษัทโออิชิ กรุ๊ป, บริษัทเพรซิเดนซ์ เบเกอรี่, บริษัทพรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง, บริษัทเพรซิเดนซ์ ไรซ์โปรดักส์, บริษัทไทยเทพรส, บริษัท

อาหารสยาม, บริษัท เอสแอนด์ พี ซินดิเคท, บริษัทส.ขอนแก่นฟู้ดส์, บริษัทเสริมสุข, บริษัทสุรพลฟู้ดส์, บริษัททรัพย์ศรีไทย, บริษัททรอปิคอลแคนนิง, บริษัทไทยเพรซิเดนซ์ฟู้ดส์, บริษัททิปโก้ฟู้ดส์, บริษัทไทยยูเนี่ยน โพรเซสโปรดักส์, บริษัทน้ำมันพืชไทย และบริษัทไทยวาฟุดโปรดักส์

งานวิจัยเรื่องนี้อาศัยข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 26 แห่งข้างต้นในรูปแบบข้อมูลอนุกรมเวลารายปี ซึ่งได้มาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Source) นั่นคืองบการเงินประจำปีของแต่ละบริษัท ได้แก่ งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ หมายเหตุประกอบงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของแต่ละบริษัท ทั้งนี้ข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์เป็นข้อมูลรายปีอยู่ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2548 - 2557 โดยสืบค้นจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ ได้แก่ ราคาหุ้นสามัญ สิทธิประโยชน์เงินปันผล หนี้สินหมุนเวียน หนี้สินรวม ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ยอดขายรวม รายได้รวม กำไรสุทธิ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อัตราเงินปันผลตอบแทน และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี



แบบจำลองเศรษฐมิติ (Econometric Model)

งานวิจัยเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เนื่องด้วยงานวิจัยอาศัยข้อมูลแบบ Panel Data ซึ่งประกอบด้วยบริษัทที่ทำการศึกษากว่า 26 บริษัท ในช่วงเวลา 10 ปี นั่นคือระหว่างปี พ.ศ. 2548 - 2557 รวมข้อมูลทั้งหมด 222 ปีบริษัท ทำให้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุแบบ Pooled Ordinary Least Square ไม่เหมาะสมที่จะใช้วิเคราะห์ข้อมูล เนื่องจากกระบวนการวิเคราะห์ดังกล่าวไม่สามารถวิเคราะห์อิทธิพลของผลกระทบที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effect) ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่เป็นตัวแปรตามในงานวิจัยนี้ได้ ทำให้ตัวประมาณค่าจากกระบวนการ Pooled OLS มีลักษณะ Biased และ Inconsistent (Wooldridge, 2016, pp. 435-440) ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้กระบวนการวิเคราะห์แบบ Fixed Effects Regression และ Random Effects Regression แทนเพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว

แบบจำลอง Fixed Effects Regression

แบบจำลอง Fixed Effects Regression Analysis มีรูปแบบดังนี้

$$SR = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 DE + \beta_3 ROE + \beta_4 TAT + \beta_5 PBV + \beta_6 DY + \beta_7 SG + \beta_8 MC + a + \mu \quad \text{.....(1)}$$

กำหนดให้

SR = อัตราผลตอบแทน (ร้อยละ) ของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม

CR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (เท่า) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดสภาพคล่อง

DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดปริมาณหนี้สิน

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ร้อยละ) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดความสามารถในการทำกำไร

TAT = อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (เท่า) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

PBV = อัตราราคาหุ้นต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (เท่า) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดโอกาสในการเจริญเติบโต

DY = อัตราเงินปันผลตอบแทน (ร้อยละ) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดการจ่ายเงินปันผล

SG = อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (ร้อยละ) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดการเติบโตของยอดขาย

MC = มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Natural Logarithm) มีสถานะเป็นตัวชี้วัดขนาดของกิจการ

a = ผลกระทบที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effect) ที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม

จากแบบสมการข้างต้น สามารถปรับให้เป็นสมการค่าเฉลี่ยได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \overline{SR} = & \beta_0 + \beta_1 \overline{CR} + \beta_2 \overline{DE} + \beta_3 \overline{ROE} \\ & + \beta_4 \overline{TAT} + \beta_5 \overline{PBV} + \beta_6 \overline{DY} \\ & + \beta_7 \overline{SG} + \beta_8 \overline{MC} + a + \mu \quad \text{.....(2)} \end{aligned}$$

หักลบสมการที่ (1) ด้วยสมการที่ (2) จะได้ว่า

$$\begin{aligned} SR - \overline{SR} = & \beta_1 (CR - \overline{CR}) + \beta_2 (DE - \overline{DE}) \\ & + \beta_3 (ROE - \overline{ROE}) + \beta_4 (TAT - \overline{TAT}) \\ & + \beta_5 (PBV - \overline{PBV}) + \beta_6 (DY - \overline{DY}) \\ & + \beta_7 (SG - \overline{SG}) + \beta_8 (MA - \overline{MC}) \\ & + (\mu - \overline{\mu}) \quad \text{.....(3)} \end{aligned}$$

เมื่อหักลบสมการที่ (1) ด้วยสมการที่ (2) แล้วจะทำให้ผลกระทบที่ไม่สามารถสังเกตได้ (ตัวแปร a) หายไปจากสมการ ทั้งนี้ สมการ Fixed Effects Regression จะมีความเหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูล Panel Data หากผลกระทบที่สังเกตไม่ได้ นั่นคือ ตัวแปร a ในสมการมีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในสมการอย่างน้อย 1 ตัว อย่างไรก็ตามหากผลกระทบที่สังเกตไม่ได้ดังกล่าวไม่มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระใด ๆ ในแบบจำลอง การวิเคราะห์ด้วยวิธี Random Effects Regression จะมีความเหมาะสมมากกว่า (Wooldridge, 2016, pp. 441-444)

แบบจำลอง Random Effects Regression

ในกรณีที่ผลกระทบที่สังเกตไม่ได้ นั่นคือ ตัวแปร a ในแบบจำลองไม่มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระใด ๆ ในแบบจำลอง การวิเคราะห์ด้วยวิธี Random Effects Regression จะมีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูล Panel Data มากกว่าวิธี Fixed Effects Regression ในกรณีนี้กำหนดให้

$$\text{Cov}(x_{it}, a_i) = 0, t = 1, 2, \dots, 10 \\ \text{และ } i = 1, 2, \dots, 26$$

ในกรณีนี้ a จะเป็นส่วนหนึ่งของค่า Residual ซึ่งในที่นี้เรียกว่า Composite Error Term นั่นคือ v โดยที่ $v = a + \mu$ ทำให้แบบจำลอง Random Effects Regression มีรูปแบบดังนี้

$$\text{SR} = \beta_0 + \beta_1 \text{CR} + \beta_2 \text{DE} + \beta_3 \text{ROE} \\ + \beta_4 \text{TAT} + \beta_5 \text{PBV} + \beta_6 \text{DY} \\ + \beta_7 \text{SG} + \beta_8 \text{MC} + v \quad \dots(4)$$

เนื่องจาก a เป็นส่วนหนึ่งของค่า Composite Error Term ในแต่ละช่วงเวลา ทำให้ v มีสหสัมพันธ์ระหว่างช่วงเวลา นั่นคือ

$$\text{Corr}(v_{it}, v_{is}) = \frac{\sigma_a^2}{(\sigma_a^2 + \sigma_\mu^2)}, t \neq s$$

กำหนดให้ σ_a^2 คือความแปรปรวนของ a และ σ_μ^2 คือความแปรปรวนของ μ

การทดสอบ Hausman Test

เมื่อทำการวิเคราะห์ Fixed Effects และ Random Effects Regression เรียบร้อยแล้ว งานวิจัยนี้อาศัยการทดสอบ Hausman Test เพื่อการตัดสินใจว่าจะเลือกใช้แบบจำลอง Fixed Effects หรือ Random Effects Regression ทั้งนี้ การทดสอบ Hausman Test จะทำการทดสอบว่าผลกระทบที่สังเกตได้ (a) มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในแบบจำลองหรือไม่ หากพบว่ามีสหสัมพันธ์ จะถือว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า เนื่องจากแบบจำลอง Random Effects จะมีลักษณะ Biased และ Inconsistent ในทางตรงกันข้าม หากผลการทดสอบ Hausman Test ระบุว่าผลกระทบที่สังเกต

ไม่ได้ไม่มีสหสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ จะถือว่าแบบจำลอง Random มีความเหมาะสมมากกว่า เนื่องจากมีลักษณะ Unbiased และ Consistent สมมติฐานหลัก (H_0) และสมมติฐานรอง (H_1) ในการทดสอบ Hausman Test มีดังนี้

H_0 : Random Effects Model มีลักษณะ Unbiased และ Consistent (เลือก Random Effects)

H_1 : Random Effects Model มีลักษณะ Biased และ Inconsistent (เลือก Fixed Effects)

ผลการวิจัย (Results)

สถิติเบื้องต้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มที่ทำการศึกษา

ตาราง 1 นำเสนอข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มระหว่างปีที่ทำการศึกษานี้ พบว่าบริษัทที่ทำการศึกษามีมูลค่าสินทรัพย์รวมโดยเฉลี่ยเท่ากับ 15,102.11 ล้านบาท และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 38,074.67 ล้านบาท สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มที่ทำการศึกษามีขนาดที่แตกต่างกันเป็นอย่างมาก โดยบริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหารเป็นบริษัทที่มีสินทรัพย์รวมโดยเฉลี่ยมากที่สุด เท่ากับ 188,912.24 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทที่มีสินทรัพย์รวมโดยเฉลี่ยน้อยที่สุด นั่นคือ บริษัทอกริเพียว โฮลดิ้งส์ มีสินทรัพย์รวมเพียง 751.11 ล้านบาทเท่านั้น จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่ทำการศึกษาโดยส่วนใหญ่มีการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มากกว่าเงินทุนของผู้ถือหุ้น โดยพบว่ามีหนี้สินรวมโดยเฉลี่ยเท่ากับ 8,176.19 ล้านบาท ในขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 6,276.36 ล้านบาท ทั้งนี้ บริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหารเป็นบริษัทที่มีหนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยมากที่สุด ในขณะที่บริษัทเพรซิเดนทรีไรซ์โปรดักส์และบริษัทอกริเพียว โฮลดิ้งส์ มีหนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยน้อยที่สุด ตามลำดับ เมื่อพิจารณาจากงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ พบว่าบริษัทในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มมียอดขายรวม รายได้รวม และกำไรสุทธิโดยเฉลี่ยเท่ากับ 17,560.59 18,075.90 และ 862.04 ล้านบาท ตามลำดับ โดยบริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหารมียอด



ขายรวม รายได้รวม และกำไรสุทธิโดยเฉลี่ยสูงสุด ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา นั่นคือเท่ากับ 226,210.94 233,888.79 และ 8,966.78 ล้านบาท ตามลำดับ

ในขณะที่บริษัทฟู้ดแอนด์ดริงส์ มียอดขายรวมและ รายได้รวมโดยเฉลี่ยน้อยที่สุด และบริษัทอกริเพียว โฮลดิ้งส์ มีกำไรสุทธิโดยเฉลี่ยน้อยที่สุด

ตาราง 1 ข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม

สถิติ	สินทรัพย์รวม (ล้านบาท)	หนี้สินรวม (ล้านบาท)	ส่วนของผู้ถือหุ้น (ล้านบาท)	ยอดขายรวม (ล้านบาท)	รายได้รวม (ล้านบาท)	กำไรสุทธิ (ล้านบาท)
ค่าเฉลี่ย	15,102.11	8,176.19	6,276.36	17,560.59	18,075.90	862.04
ส่วนเบี่ยงเบนฯ	38,074.67	22,683.40	13,595.47	45,431.56	46,871.43	1,815.56
ค่าสูงสุด	188,912.24	111,596.71	67,927.50	226,210.94	233,888.79	8,966.78
	CPF	CPF	CPF	CPF	CPF	CPF
ค่าต่ำสุด	751.11	181.48	355.54	592.29	620.51	5.42
	APURE	PR	APURE	F&D	F&D	APURE

หมายเหตุ: (1) ค่าที่แสดงในตารางคือค่าเฉลี่ยระหว่างปี พ.ศ.2548 - 2557 (2) APURE = บริษัทอกริเพียว โฮลดิ้งส์
CPF = บริษัทเจริญโภคภัณฑ์อาหาร F&D = บริษัทฟู้ดแอนด์ดริงส์ และ PR = บริษัทเพรซิเดนทรีไรซ์โปรดักส์

จากการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งแสดงดังตาราง 2 พบว่าบริษัทที่ทำการศึกษาโดยเฉลี่ยมีสภาพคล่องที่สูงมาก โดยมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเท่ากับ 2.000 เท่า โดยบริษัทที่มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่ำที่สุดคือ บริษัท ส.ขอนแก่นฟู้ดส์ โดยมีค่าเท่ากับ 0.688 เท่า เมื่อพิจารณาปริมาณหนี้สินซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าบริษัทที่ทำการศึกษาโดยส่วนใหญ่มีหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 1.209 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของหนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้นดังแสดงในตาราง 1 ข้างต้น โดยบริษัทมาลีสามพรานเป็นบริษัทที่มีปริมาณหนี้สินสูงที่สุด นั่นคือ มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 10.387 เท่า นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มมีความสามารถในการทำกำไรและประสิทธิภาพในการดำเนินงานค่อนข้างสูง เห็นได้จากการที่มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 15.065 และ 1.392 เท่า ตามลำดับ และพบว่าบริษัทมาลีสามพรานมีความสามารถในการทำกำไรสูงสุด และบริษัทน้ำมันพืชไทยมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานสูงที่สุดในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยมี

ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 50.637 และ 2.479 เท่า ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาโอกาสในการเจริญเติบโตซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี พบว่ามีค่าเฉลี่ยในช่วงเวลาที่ทำการศึกษากับ 2.192 เท่า สะท้อนว่าบริษัทในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มมีโอกาสในการเจริญเติบโตในสายตาของนักลงทุน โดยบริษัทมาลีสามพรานมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีเท่ากับ 5.421 เท่า บอกเป็นนัยว่านักลงทุนเชื่อว่าบริษัทดังกล่าวมีโอกาสในการเจริญเติบโตได้ค่อนข้างมากนั่นเอง ในกรณีของการจ่ายเงินปันผล จากการศึกษาคพบว่าบริษัทอกริเพียว โฮลดิ้งส์ ไม่มีการจ่ายเงินปันผลตอบแทนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษาทำให้ค่าเฉลี่ยของอัตราเงินปันผลตอบแทนมีค่าเท่ากับร้อยละ 0.000 ในขณะที่บริษัทซีเฟรชอินดัสตรีมีค่าเฉลี่ยของอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงถึงร้อยละ 9.478 และเมื่อพิจารณาในภาพรวมรวม พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราเงินปันผลตอบแทนมีค่าเท่ากับร้อยละ 4.249 ซึ่งพบว่าการค่อนข้างสูง นอกจากนี้ยังพบว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทที่ทำการศึกษา มีอัตรากำไรสุทธิของยอดขายสูงถึงร้อยละ 7.435 ต่อปี โดยบริษัททรัพย์สินไทยมีอัตรากำไรสุทธิของยอดขายโดยเฉลี่ยสูงที่สุด เท่ากับร้อยละ 21.206 ต่อปี ซึ่งถือว่าสูงมาก



ตาราง 2 อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม

สถิติ	CR (เท่า)	DE (เท่า)	ROE (%)	TAT (เท่า)	PBV (เท่า)	DY (%)	SG (%)
ค่าเฉลี่ย	2.000	1.209	15.065	1.392	2.192	4.249	7.435
ส่วนเบี่ยงเบน	1.668	1.959	10.591	0.527	1.252	1.913	6.842
ค่าสูงสุด	7.153	10.387	50.637	2.479	5.421	9.478	21.206
	CFRESH	MALEE	MALEE	TVO	MALEE	CFRESH	SST
ค่าต่ำสุด	0.688	0.087	-1.760	0.355	0.527	0.000	-7.045
	SORKON	PR	APURE	SST	TC	APURE	SSC

หมายเหตุ: (1) ค่าที่แสดงในตารางคือค่าเฉลี่ยระหว่างปี พ.ศ.2548 – 2557

(2) CR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น TAT = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม PBV = อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี DY = อัตราเงินปันผลต่อส่วน และ SG = อัตราการเติบโตเจริญเติบโตของยอดขาย

(3) APURE = บริษัทอกริเพียว โฮลดิ้งส์ CFRESH = บริษัทซีเฟรชอินดัสตรี MALEE = บริษัทมาลีสามพราน PR = บริษัทเพรซิเดนทรีไรซ์โปรดักส์ SORKON = บริษัท ส.ขอนแก่นฟู้ดส์ SSC = บริษัทเสริมสุข SST = บริษัททรัพย์ศรีไทย TC = บริษัททรอปิคอลแคนนิ่ง และ TVO = บริษัทน้ำมันพืชไทย

ผลการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่ทำการศึกษ

ตาราง 3 แสดงอัตราผลตอบแทน (ร้อยละต่อปี) ของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในระหว่างปี พ.ศ. 2548 - 2557 โดยได้พบว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ทำการศึกษมีความผันผวนเป็นอย่างมาก นั่นคือมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 2.77 ต่อปี แต่กลับมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงถึงร้อยละ 18.67 ต่อปี สะท้อนให้เห็นความเสี่ยงในการลงทุนเป็นอย่างดี เมื่อพิจารณาเป็นรายปี จะพบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2548 - 2550 อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหุ้นสามัญของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม มีค่าอยู่ระหว่างร้อยละ -0.71 - 0.44 ต่อปีเท่านั้น ก่อนที่วิกฤติการณ์ทางการเงิน Sub-prime Mortgage Crisis ในประเทศสหรัฐอเมริกา จะทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก รวมทั้งในประเทศไทยตกต่ำลงอย่างมาก โดยได้ทำให้อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยในปี พ.ศ.2551 ตีลบถึงร้อยละ -52.74 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนของประเทศไทยได้ฟื้นตัวกลับมาในช่วงปี พ.ศ. 2552 - 2553 โดยค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มได้กลับมาเป็นบวกที่ร้อยละ 35.17 และ 24.43 ต่อปีตามลำดับ

ในปี พ.ศ. 2554 อุทกภัยครั้งร้ายแรงของประเทศไทยได้ส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตของประเทศไทยเป็นอย่างมาก และส่งผลกระทบต่อตลาดทุนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยได้ทำให้อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของหุ้นสามัญของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มมีค่าเพียงร้อยละ 0.35 ต่อปีก่อนที่สถานการณ์ทางเศรษฐกิจจะดีขึ้นในปีต่อมา ทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2555 เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 41.94 ต่อปี อย่างไรก็ตาม ในปี พ.ศ. 2556 ได้เกิดปัญหาความความขัดแย้งทางการเมืองขึ้นในประเทศไทย จนลุกลามกลายเป็นการประท้วงและเกิดความไม่สงบในประเทศไทยเป็นวงกว้าง ส่งผลกระทบต่อการลงทุนและตลาดทุนเป็นอย่างมาก โดยทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มมีค่าตีลบถึงร้อยละ -28.68 ต่อปีก่อนที่สถานการณ์จะคลี่คลายในช่วงเดือนพฤษภาคมปี พ.ศ. 2557 ทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในปีนั้นมีค่าเท่ากับร้อยละ 6.72 ต่อปี



ตาราง 3 อัตราผลตอบแทน (ร้อยละ) ของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม

สถิติ	2548	2549	2550	2551	2552	2553	2554	2555	2556	2557	2548 - 2557
ค่าเฉลี่ย	0.44	-0.71	0.01	-52.74	35.17	24.43	0.35	41.94	-28.68	6.72	2.77
ส่วนเบี่ยงเบนฯ	23.39	30.12	19.02	42.42	30.99	25.62	33.29	19.32	38.82	17.46	18.67
ค่าสูงสุด	63.83	52.13	51.41	39.04	85.51	64.13	40.58	80.97	23.24	56.13	85.51
ค่าต่ำสุด	-91.67	-89.47	-46.15	-219.7	-92.31	-20.73	-87.86	2.22	-122.73	-34.15	-122.73

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่ทำการศึกษา

การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในที่นี้จะเริ่มต้นจากการตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยอาศัยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ดังแสดงในตาราง 4 จากตารางดังกล่าวจะเห็นว่า แม้จะมีตัวแปร

อิสระหลายคู่ที่มีความสัมพันธ์กันในเชิงเส้นตรงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบว่ามีตัวแปรอิสระคู่ใดที่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงในระดับสูง นั่นคือ มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงกว่า 0.7 หรือต่ำกว่า -0.7 ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ขึ้นในการวิเคราะห์การถดถอยนั่นเอง

ตาราง 4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

ตัวแปร	CR	DE	ROE	TAT	PBV	DY	SG	MC
CR	1.000							
DE	-0.155**	1.000						
ROE	0.000	-0.191**	1.000					
TAT	-0.060	0.086	0.094	1.000				
PBV	-0.055	0.512***	0.085	0.153**	1.000			
DY	0.248***	-0.202***	-0.092	0.241***	-0.304***	1.000		
SG	-0.022	0.004	0.048	0.047	0.074	-0.125*	1.000	
MC	0.037	-0.102	0.098	-0.013	0.433***	-0.320***	0.148**	1.000

หมายเหตุ: (1) *, **, *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ และ

(2) CR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้เป็นเจ้าของ TAT = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม PBV = อัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี DY = อัตราเงินปันผลตอบแทน SG = อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย และ MC = มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

ตาราง 5 นำเสนอผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ด้วยวิธี Fixed และ Random Effects Regression จากตารางพบว่า ค่าสถิติ Hausman Test มีค่าเท่ากับ 21.190 โดยมีค่า P-Value เท่ากับ 0.007 แสดงให้เห็นว่าค่าสถิติ Hausman Test มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าแบบจำลอง Random Effects มีลักษณะ Biased และ Inconsistent ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเลือกแบบจำลอง Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรม

อาหารและเครื่องดื่ม จากผลการวิเคราะห์ Fixed Effects Regression พบว่าค่า R-Square มีค่าเท่ากับ 0.3289 หมายถึง สมการถดถอยที่ได้จากการวิเคราะห์สามารถอธิบายความแปรผันในตัวแปรตาม นั่นคือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ได้ร้อยละ 32.89 นอกจากนี้ ยังพบว่าตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีจำนวนทั้งสิ้น 4 ตัว รายละเอียดมีดังนี้

1. สภาพคล่อง ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน มีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทน



ของหุ้นสามัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 2.710 แสดงว่า หากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นร้อยละ 2.710 นั่นเอง

2. ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 1.204 แสดงว่า หากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.204 นั่นเอง

3. การจ่ายเงินปันผล ซึ่งวัดโดยอัตราเงินปันผลต่อหุ้น มีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ -4.877 แสดงว่า หากอัตราเงินปันผลต่อหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญลดลงร้อยละ 4.877 นั่นเอง

4. การเติบโตของยอดขาย ซึ่งวัดโดยอัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย มีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.365 แสดงว่า หากอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.365 นั่นเอง

5. สำหรับตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ ได้แก่ ปริมาณหนี้สินวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ประสิทธิภาพในการดำเนินงานวัดโดยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม โอกาสในการเจริญเติบโตของกิจการวัดโดยอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี และขนาดของกิจการวัดโดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด พบว่าไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่ทำการศึกษา

ตาราง 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณด้วยวิธี Fixed และ Random Effects Regression

Variable	Fixed Effects Model			Random Effects Model		
	Coefficient	Std. Error	P-Value	Coefficient	Std. Error	P-Value
CR	2.710*	1.537	0.079	2.790***	1.089	0.010
DE	-6.435	6.753	0.342	-3.501	3.581	0.328
ROE	1.204***	0.389	0.002	0.879***	0.285	0.002
TAT	11.483	14.956	0.444	3.916	4.265	0.359
PBV	3.807	3.320	0.253	1.139	2.034	0.576
DY	-4.877***	1.197	0.000	-5.162***	0.918	0.000
SG	0.365*	0.203	0.074	0.518***	0.154	0.001
MC	0.748	5.567	0.893	-1.824	1.769	0.303
Constant	-33.513	123.050	0.786	41.790	38.084	0.273
Observations	222			222		
R ²	0.3289			0.3052		

หมายเหตุ: (1) *, **, *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

(2) Hausman Test Statistic มีค่าเท่ากับ 21.190 และ P-Value มีค่าเท่ากับ 0.007

อภิปรายผลการวิจัย (Discussion)

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า สภาพคล่องซึ่งวัด

โดยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนมีแนวโน้มเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีสภาพคล่องที่สูง และมีความเสี่ยงที่ต่ำ เนื่องจากมีโอกาสสูงที่จะได้รับ



อัตราผลตอบแทนสูงสุดในอนาคตได้ (Sungkaew, 2001, pp. 521-527) นอกจากนี้ยังได้ค้นพบว่าความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกัน ข้อค้นพบดังกล่าวสะท้อนว่าหากบริษัทสามารถสร้างกำไรสุทธิได้มากขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินกิจการของกิจการนั้นในอัตราที่สูงขึ้น สะท้อนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ลงทุน ทำให้นักลงทุนพิจารณาตัดสินใจลงทุนได้ง่ายขึ้นด้วยสอดคล้องกับแนวคิดของการวิเคราะห์อุตสาหกรรมโดย Stock Exchange of Thailand (2010, pp. 252-255)

ในทางตรงกันข้าม งานวิจัยนี้กลับพบว่าอัตราเงินปันผลตอบแทนซึ่งเป็นตัวชี้วัดการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ข้อค้นพบดังกล่าวสะท้อนว่าในปีที่บริษัทมีอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงมักเป็นปีที่อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญมีค่าต่ำ คำอธิบายที่เป็นไปได้คือ โดยทั่วไปแล้วการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลมักเกี่ยวข้องกับนโยบายการบริหารและผลกำไรสุทธิที่เกิดขึ้นในปีนั้น ซึ่งมักไม่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้นสามัญและเนื่องจากอัตราเงินปันผลตอบแทนคำนวณจากเงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยราคาต่อหุ้น ย่อมบอกเป็นนัยว่าปีที่อัตราเงินปันผลตอบแทนสูงอาจเกิดจากการที่ราคาหุ้นปรับลดลง มิได้เกิดจากการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นมากขึ้นนั่นเอง นอกจากนี้ยังอาจเกิดจากพฤติกรรมของนักลงทุนที่มักมีการเทขายหุ้นหลังประกาศจ่ายเงินผลของบริษัท ส่งผลทำให้ราคาหุ้นและอัตราผลตอบแทนของหุ้นลดลงได้เช่นกัน ปัจจัยสุดท้ายที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติได้แก่การเติบโตของยอดขายซึ่งวัดโดยอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายรวม ซึ่งมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทน ข้อค้นพบดังกล่าวไม่น่าประหลาดใจแต่อย่างใด เนื่องจากสะท้อนว่าเมื่อนักลงทุนได้ทำการวิเคราะห์อัตราการเติบโตของรายได้ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มแล้วเห็นว่ามีการเติบโตของยอดขายอยู่ในระดับดีและมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น

ย่อมทำให้ผู้ลงทุนสนใจที่จะลงทุนกับบริษัทดังกล่าว ส่งผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นและทำให้มีอัตราผลตอบแทนที่มากขึ้นด้วยนั่นเอง

นอกจากนี้ยังพบว่าปริมาณหนี้สินไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการที่ปริมาณหนี้สินเป็นปัจจัยที่กำหนดความสามารถในการทำกำไร (Banchuenvijit, 2014, pp. 22-24) ทำให้ไม่ปรากฏความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างปริมาณหนี้สินและอัตราผลตอบแทน สำหรับปัจจัยอื่น ๆ ได้แก่ ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โอกาสในการเจริญเติบโต และขนาดของกิจการ ซึ่งไม่พบว่ามีผลกระทบใด ๆ ต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม สะท้อนให้นักลงทุนไม่ได้ให้ความสนใจปัจจัยดังกล่าวมากนักในการพิจารณาเลือกลงทุนในหุ้นสามัญในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ เนื่องจากประสิทธิภาพในการดำเนินงานมิได้แสดงผลได้และผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างเป็นรูปธรรม ทำให้นักลงทุนเลือกที่จะไม่พิจารณาปัจจัยดังกล่าว ในขณะที่โอกาสในการเจริญเติบโตและขนาดของกิจการก็เป็นเพียงการประเมินจากราคาตลาดของหุ้นเทียบกับราคาทางบัญชีและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ซึ่งค่อนข้างเป็นอัตวิสัย (Subjective) ทำให้นักลงทุนไม่พิจารณาใช้ประโยชน์เช่นเดียวกัน

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

(Conclusion and Suggestions)

งานวิจัยเรื่องนี้ ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 26 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2548 - 2557 รวมระยะเวลา 10 ปี จากการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่ทำการศึกษามีความผันผวนเป็นอย่างมาก โดยมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 2.77 ต่อปี แต่กลับมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงถึงร้อยละ 18.67 ต่อปี บอกเป็นนัยว่านักลงทุนจำเป็นต้องมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ เพื่อสามารถเลือกลงทุนในหุ้นสามัญ



ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงนั่นเอง ทั้งนี้ จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Fixed Effects Regression พบว่าปัจจัยสำคัญที่อาจใช้เป็นตัวช่วยในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มได้ ได้แก่ สภาพคล่องซึ่งวัดโดยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของเจ้าของ และการเติบโตของยอดขาย ซึ่งวัดโดยอัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย ซึ่งมีผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราส่วนเงินปันผลต่อผลตอบแทนมีผลกระทบในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยเรื่องนี้มีข้อจำกัดบางประการซึ่งจำเป็นต้องมีการศึกษาวิจัยต่อยอดเพื่อให้องค์ความรู้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ข้อจำกัด

ประการแรกคือ การที่งานวิจัยเรื่องนี้ครอบคลุมเฉพาะปัจจัยระดับบริษัทซึ่งวัดโดยอัตราส่วนทางการเงิน แต่ไม่ได้รวมถึงปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค รวมทั้งอิทธิพลของตลาดหุ้นสำคัญในประเทศอื่น ๆ ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดแห่งประเทศไทยได้ทั้งสิ้น และอีกประการหนึ่งคือ งานวิจัยเรื่องนี้ยังมิได้ครอบคลุมปัจจัยการดำเนินงานอื่น ๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อราคาหุ้นและอัตราผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนได้ ตัวอย่างเช่น พฤติกรรมการจัดการกำไร การทำ Corporate Social Responsibility (CSR) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท เป็นต้น ทั้งนี้ข้อจำกัดที่กล่าวมาเป็นประเด็นที่ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

บรรณานุกรม (Bibliography)

- Aimlaor, W. (2009). **Factors affecting stock price in agriculture and food industry: A case study of ABC Company**. Independent study M.B.A., School of Business Administration, Bangkok University, Thailand.
- Athimongkol, A. (2011). **Relationship between financial ratios and average stock price of energy companies listed in the Stock Exchange of Thailand**. Independent study M.B.A., School of Business Administration, Bangkok University, Thailand.
- Banchuenvijit, W. (2014). Determinants of capital structure of listed companies in Thailand. **Journal of Business, Economics and Communications**, 9(2), 18-26.
- Bank of Thailand. (2016). **Deposit interest rate for individual of commercial banks at June 30, 2016**. Retrieved July 22, 2016, from https://www.bot.or.th/thai/statistics/financialmarkets/interestrate/_layouts/application/interest_rate/IN_Rate.aspx
- Bank of Thailand. (2016). **Trade classified by commodity group**. Retrieved July 22, 2016, from <http://www2.bot.or.th/statistics/ReportPage.aspx?reportID=50&language=th>
- Investopedia. (2016). **Capital Asset Pricing Model - CAPM**. Retrieved November 22, 2016, from <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
- Olowoniya, A. O. and Ojenike, J. O. (2012). Determinants of stock return of Nigerian-listed firms. **Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences**, 3(4), 389-392.
- Phakularn, S. (2015). **The relationships between financial ratios and the largest market capitalized companies' stock prices: evidence from Stock Exchange of Thailand's all sector indices**. Independent study M.S., School of Economics, Bangkok University, Thailand.
- Sangsoi, C. (2015). **The relationship between financial ratios and stock price of companies listed in the stock market of Thailand: A case study of service sector**. Independent study M.S., School of Economics, Bangkok University, Thailand.



- Srisuk, K. (2013). **The study of relationship between financial ratios and the stock price changes in each sector of the industry groups in SET50 index.** Master thesis M.B.A., Kasetsart Business School, Kasetsart University, Bangkok.
- Srisuriyaporn, N. (2015). **Relationship between financial ratios and stock price of bank group companies listed in the Stock Exchange of Thailand.** Independent study M.B.A., School of Business Administration, Bangkok University, Thailand.
- Stock Exchange of Thailand. (2010). **Financial market and securities investment.** Bangkok: Amarin Printing and Publishing.
- Sungkaew, J. (2001). **Investment.** Bangkok: Thammasat University Press.
- Utiram, K. and Sukkawattanasinit, K. (2014). The relationship of financial ratios and expected return of the companies registered in Stock Exchange of Thailand (SET100). **The Journal of Rommayasan**, 12(2), 115-128.
- Wooldridge, J. M. (2016). **Introduction econometrics: A modern approach** (6th ed.). Australia: South-Western Thomson Learning.