

ผลกระทบอัตราส่วนทางการเงินต่อราคา หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์: กรณีประเทศไทยและอินโดนีเซีย

The Effect of Financial Ratios to Stock Price
of Listed Companies in Thailand and Indonesia

อาภากร วรเศรษฐ์
นักวิชาการอิสระ
ถนนพหลโยธิน แขวงคลองหนึ่ง เขตคลองหลวง ปทุมธานี

Arpakorn Wanaset
Independent Scholar
Phahon Yothin Rd. Khlong Nueng, Khlong Luang, Pathum Thani

ผลกระทบอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์: กรณีประเทศไทยและอินโดนีเซีย

อภากร วรเศรษฐ

นักวิชาการอิสระ

ถนนพหลโยธิน แขวงคลองหนึ่ง เขตคลองหลวง ปทุมธานี

Email: ann-ann_99@hotmail.com

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 7 เมษายน 2564

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 23 เมษายน 2564

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 24 เมษายน 2564

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 2 ประเทศในอาเซียนที่มีมูลค่าทางตลาดใกล้เคียงกัน และเป็นกลุ่มตลาดหุ้นเอเชียที่มีแนวโน้มดี ซึ่งประกอบด้วย ประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย อัตราส่วนที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย กำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร การศึกษานี้ได้วิเคราะห์ข้อมูลหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าทางตลาด 100 อันดับแรกของตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองประเทศ ระหว่างปี พ.ศ.2554-2558 โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ ผลการศึกษาพบว่า กำไรสุทธิต่อหุ้นมีผลกระทบเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างชัดเจน

คำสำคัญ: อัตราส่วนทางการเงิน ราคาหลักทรัพย์

The Effect of Financial Ratios to Stock Price of Listed Companies in Thailand and Indonesia

Arpakorn Wanaset

Independent Scholar

Phahon Yothin Rd. Khlong Nueng, Khlong Luang, Pathum Thani

Email: ann-ann_99@hotmail.com

Received: April 7, 2021

Revised: April 23, 2021

Accepted: April 24, 2021

ABSTRACT

This study aims to observe effects of financial ratios to stock price of listed companies in 2 countries which have similar market capitalization and are in a group of Asian stock markets having good performance trend: Thailand and Indonesia. This study observes earning per share (EPS), return on assets (ROA), return on equities (ROE), debt to equity ratio (DE), and price to earnings ratio (PE) of first-100-highest market capitalization in both of the two markets between 2011 – 2015 by using Multiple Linear Regression analysis. Results show that earning per share has clearly a positive effect on stock price.

Keywords: Financial ratio, stock price

■ บทนำ

โดยทั่วไปประชาชนที่มีรายได้นั้นส่วนหนึ่งจะถูกนำไปใช้จ่ายในชีวิตประจำวันเพื่อการอุปโภคบริโภค และส่วนที่เหลือจากการใช้จ่ายนี้จะถูกเก็บสะสมไว้ หรือที่เรียกว่าเงินออม เช่นเดียวกับภาคธุรกิจก็มีเงินออมเกิดขึ้นเช่นกันจากผลกำไรที่ได้ ดังนั้นกลุ่มที่มีเงินเหลือเหล่านี้จึงมองหาช่องทางในการลงทุน โดยการลงทุนเป็นการนำเงินที่เก็บสะสมไปสร้างผลตอบแทนที่เจ้าของเงินพอใจ ทั้งนี้ขึ้นกับความเสี่ยงที่ได้รับ โดยการลงทุนเองมีความหลากหลายทั้งที่เป็นการลงทุนทางตรงและการลงทุนทางอ้อม และในงานศึกษานี้การลงทุนจะหมายถึงการลงทุนทางอ้อมหรือเป็นการลงทุนในตราสารทางการเงินเท่านั้น เช่น การฝากเงิน การลงทุนในตราสารหนี้ และการลงทุนในหุ้น เป็นต้น ในปัจจุบันนี้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์นั้นอยู่ในระดับที่ต่ำมาก หากเทียบกับช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 โดยในเดือนมกราคม พ.ศ. 2560 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์อยู่ในช่วงประมาณร้อยละ 1.30-1.50 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2560) และดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์อยู่ที่อัตราไม่เกินร้อยละ 1 และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 24 เดือน อยู่ที่อัตราไม่เกินร้อยละ 2 ซึ่งส่วนใหญ่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากนั้นถือว่าไม่เพียงพอกับมูลค่าของเงินที่ลดลงอันเกิดจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี กล่าวคืออัตราเงินเฟ้อนั้นเพิ่มขึ้นทุก ๆ ปี ถึงแม้จะเพิ่มขึ้นในปริมาณไม่มากนัก โดยใน พ.ศ. 2560 นี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 1.50 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2560) จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงเมื่อหักเงินเฟ้อออกไปแล้วต่ำมาก หรือติดลบ ดังนั้นการลงทุนในทางเลือกต่าง ๆ นอกเหนือจากเงินฝากจึงได้รับความสนใจมากยิ่งขึ้น

การลงทุนในหุ้นจึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่มีความสนใจอย่างแพร่หลาย แต่อย่างไรก็ตามการลงทุนในหุ้นย่อมมีความเสี่ยงมากกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากมีผลตอบแทนที่สูงกว่าความเสี่ยงก็สูงตามไปด้วย ตามหลักของ High risk, High return ดังนั้นผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลให้ถี่ก่อนการตัดสินใจลงทุนซื้อหุ้น แต่ในขณะเดียวกันผู้ลงทุนบางกลุ่มก็ไม่มีความรู้และความสามารถเพียงพอในการวิเคราะห์ คาดคะเนราคาหุ้น จึงอาศัยกลยุทธ์ซื้อและขายหุ้นตามคำแนะนำของผู้ที่ประสบความสำเร็จในการซื้อขายหุ้น (เซียนหุ้น) รวมไปถึงคำแนะนำตามสื่อสังคม (Social media) ต่าง ๆ แต่งานวิจัยของ Brown & Schwarz (2010) พบว่ากลยุทธ์ดังกล่าวนี้ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้ในระยะยาว การใช้ข้อมูลในงบการเงินของกิจการเป็นอีกวิธีหนึ่งที่จะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของกิจการและแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้ดียิ่งขึ้น หรือที่รู้จักกันว่า “การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน” โดยการศึกษานี้จะให้ความสนใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ เพื่อที่จะแสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินใดบ้างที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น และมากน้อยแตกต่างกันอย่างไร โดยเป็นการศึกษาเพื่อเป็นแนวทางให้กับนักลงทุนและผู้สนใจนำไปประยุกต์ใช้ในการลงทุนเพื่อนำไปสู่ผลตอบแทนที่ดีขึ้น รวมทั้งช่วยในการตัดสินใจลงทุนในแต่ละช่วงเวลาที่มีการประกาศงบการเงินของบริษัทจดทะเบียน และใช้ในการปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนให้เหมาะสมอีกด้วย

ในวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 ที่ผ่านมาได้มีการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนอย่างเป็นทางการ (ASEAN Economic Community: AEC) ซึ่งหนึ่งในเป้าหมายของการรวมตัวเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนนั้น คือการเชื่อมโยงการลงทุนตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสมาชิก (ASEAN Linkage) เพื่อเพิ่มความสามารถในการระดมทุนข้ามชาติของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ได้ง่ายยิ่งขึ้น ส่งผลให้มีความสามารถในการแข่งขันทัดเทียมกับประเทศอื่น ๆ โดย ASEAN Linkage เป็นโครงการความร่วมมือของ 7 ตลาดหลักทรัพย์ ใน 6 ประเทศอาเซียน (ASEAN Exchanges) ได้แก่ ไทย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และเวียดนาม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ซึ่งเมื่อมีการรวมตัวกันแล้วจะมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ใหญ่เป็นอันดับ 8 ของโลก ส่งผลให้สามารถดึงดูดความสนใจของนักลงทุนทั่วโลกได้มากยิ่งขึ้น

ในการศึกษาครั้งนี้จะให้ความสนใจตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งมีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ใกล้เคียงกันมาก ประกอบกับทั้งไทยและอินโดนีเซียเป็นประเทศที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มตลาดหุ้นเอเชียมีแนวโน้มดีในปี 2017 (moneychannel, 2560) โดยที่ Mr.Frederick Newman กรรมการผู้จัดการและหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจเอเชียของ HSBC ให้เหตุผลว่าประเทศที่พึ่งพาการส่งออกเป็นหลัก เช่น เกาหลีใต้ จีน เป็นต้น มีโอกาสฟื้นตัวน้อยในปี 2560 นี้ ดังนั้นจึงสนับสนุนให้นักลงทุนลงทุนในประเทศที่เศรษฐกิจสามารถเติบโตได้จากแรงขับเคลื่อนในประเทศ เช่น อินโดนีเซีย ที่มีสภาพคล่องทางการเงิน การปล่อยสินเชื่อ และการบริโภคภายในประเทศจำนวนมาก อีกทั้งยังมีภาระหนี้ที่อยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้แล้วดัชนีหุ้นของประเทศไทยนั้นมีการปรับตัวมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในเอเชียในปี 2559 ที่ผ่านมา

■ ทบทวนวรรณกรรม

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน เป็นแนวคิดที่มุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุน รวมไปถึงมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยจะวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานจะทำได้ 2 รูปแบบคือ

1) วิเคราะห์แบบบนลงล่าง (Top-Down Approach) กล่าวคือ เริ่มวิเคราะห์จากสภาพเศรษฐกิจโดยทั่วไป วิเคราะห์อุตสาหกรรม ตลอดจนวิเคราะห์บริษัท เพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต

2) วิเคราะห์แบบล่างขึ้นบน (Bottom-Up Approach) คือการวิเคราะห์ข้อมูลรายบริษัทก่อน จากนั้นนำบริษัทที่มีความน่าสนใจไปวิเคราะห์ว่าน่าจะลงทุนหรือไม่โดยดูจากการอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้นอยู่ รวมถึงสภาพเศรษฐกิจด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

การวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจ เป็นการดูสภาพเศรษฐกิจในอดีตจนถึงปัจจุบัน และพยากรณ์เศรษฐกิจในอนาคต ทั้งเศรษฐกิจภายในประเทศและเศรษฐกิจโลก ซึ่งรวมถึงการวิเคราะห์วัฏจักรของเศรษฐกิจ ตลอดจนนโยบายด้านเศรษฐกิจของรัฐบาลว่ากระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่อย่างไร ซึ่งการวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจถือเป็นขั้นตอนที่สำคัญ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจ ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ไม่เท่ากัน บางอุตสาหกรรมอาจจะได้รับผลกระทบน้อย บางอุตสาหกรรมอาจจะได้รับผลกระทบมาก

การวิเคราะห์อุตสาหกรรม เป็นการวิเคราะห์วงจรของอุตสาหกรรม แนวโน้มการเติบโต รวมถึงความรุนแรงในการแข่งขันในอุตสาหกรรม ทั้งนี้ปัจจัยหลายด้านเข้ามาเกี่ยวข้อง เช่น ความสามารถในการแข่งขัน และนโยบายของรัฐบาลว่าส่งผลด้านบวกหรือลบต่อบริษัทในอุตสาหกรรมนั้น เป็นต้น

การวิเคราะห์บริษัท โดยทั่วไปจะมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ทราบถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละช่วงเวลา และแนวโน้มในระยะที่ผ่านมา ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนสามารถนำไปเป็นข้อมูลในการเลือกหุ้นที่จะเข้าลงทุน และรองรับการตัดสินใจซื้อขาย หรือปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนได้ โดยจะขายหุ้นที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีหรือมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานแย่ลง และจะเลือกซื้อหุ้นที่มีผลการดำเนินงานดีภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ การวิเคราะห์บริษัทนี้จะแบ่งเป็น 2 ด้าน ได้แก่

1) การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลทั่ว ๆ ไปของบริษัท เช่น นโยบายของบริษัท ความสามารถของผู้บริหาร ส่วนแบ่งการตลาด โครงการที่เพิ่มศักยภาพการแข่งขันในตลาด เป็นต้น

2) การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยมีตัวเลขอ้างอิง โดยส่วนมากจะวิเคราะห์จากงบการเงินของกิจการที่ผ่านมาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน เพื่อนำมาประมาณการอัตราส่วนทางการเงินและราคาหุ้นในอนาคต (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

การวิเคราะห์งบการเงิน เป็นข้อมูลตัวเลขที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ที่บริษัทจะต้องจัดทำขึ้นอย่างน้อยปีละ 2 ครั้ง เพื่อรายงานผลประกอบการและความก้าวหน้าของกิจการที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาหนึ่ง (เพชร ชุมทรัพย์, 2534) ทั้งนี้ควรมีงบการเงินของกิจการอย่างน้อย 2 ปีขึ้นไปเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบและดูแนวโน้มการเปลี่ยนแปลง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556) โดย สมชาย สุภัทรกุล (2554) ได้แบ่งเครื่องมือพื้นฐานในการวิเคราะห์งบการเงิน ดังนี้

1) การรายงานแบบอัตราร้อยละ (Common-size Financial Statement) เป็นการวิเคราะห์ที่ใช้ใช้อัตราร้อยละแต่ละรายการแทนจำนวนเงินนั้น ๆ เพื่อให้ง่ายต่อการเปรียบเทียบกับงบการเงินในอดีตว่าโครงสร้างเงินทุน หรือความสามารถในการทำกำไรเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด โดยจะแสดงรายการต่าง ๆ ดังนี้

- งบแสดงฐานะการเงิน

$$\text{อัตราร้อยละของแต่ละรายการ} = \text{มูลค่าของรายการ} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

- งบกำไรขาดทุน

$$\text{อัตราร้อยละของแต่ละรายการ} = \text{มูลค่าของรายการ} / \text{รายได้รวม}$$

2) การรายงานแบบอัตราการเปลี่ยนแปลง (Percentage-change Financial Statements) เป็นการวิเคราะห์ที่ใช้รายการหนึ่งในปีหนึ่งเป็นฐานแล้วเปรียบเทียบกับปีอื่นเปลี่ยนแปลงอย่างไรเมื่อเทียบกับปีฐาน โดยมีวิธีการคิด ดังนี้

$$\text{อัตราการเปลี่ยนแปลง} = (\text{มูลค่าปีที่ต้องการจะเปรียบเทียบ} - \text{มูลค่าปีฐาน}) / \text{มูลค่าปีฐาน}$$

3) อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios) เป็นเครื่องมือสำคัญที่จะช่วยให้ผู้วิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงของกิจการได้ โดยการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนั้นมี 2 ประเภท ได้แก่ การเปรียบเทียบกับข้อมูลของกิจการในอดีต และการเปรียบเทียบกับกิจการอื่นในช่วงเวลาเดียวกัน

โดยการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 ประเภทตามวัตถุประสงค์ในการบริหาร ดังนี้

1) ความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ (Efficiency Ratio) เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนประสิทธิภาพในการบริหารของกิจการในหลาย ๆ ด้าน ยกตัวอย่างเช่น อัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้การค้า อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ เป็นต้น โดยการดำเนินธุรกิจที่ส่งผลให้กิจการมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์สูงขึ้นจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น และส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น

2) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่บ่งบอกความสามารถในการทำกำไรของกิจการในช่วงเวลาหนึ่ง โดยอัตราส่วนนี้สะท้อนถึงความสามารถในการจัดการรายได้และการบริหารจัดการที่ดีของกิจการ เช่น อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนของเจ้าของ เป็นต้น

3) สภาพคล่องทางการเงินของกิจการ (Liquidity Ratio) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงฐานะทางการเงินระยะสั้นของกิจการ หากอัตราส่วนทางการเงินในส่วนนี้สูง แสดงว่ากิจการมีสภาพคล่องเพียงพอในการดำเนินงานและชำระหนี้ระยะสั้นได้ เช่น อัตราส่วนหมุนเวียน อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว อัตราส่วนเงินสด เป็นต้น

4) ความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage Ratio) เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกสัดส่วนของเงินทุนว่ามาจากแหล่งเจ้าหนี้ และเจ้าของเท่าใดบ้าง รวมถึงบ่งบอกความสามารถในการชำระหนี้สินและดอกเบี้ยของกิจการอีกด้วย เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย เป็นต้น

ทั้งนี้การตัดสินใจลงทุนในหุ้นตัวใดตัวหนึ่งต้องอาศัยการวิเคราะห์จากปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ เพื่อช่วยยืนยันว่าหุ้นดังกล่าวน่าลงทุนหรือไม่ กล่าวคือบริษัทที่มีการดำเนินงานดี อาจไม่ใช่บริษัทที่น่าลงทุนเสมอไป ต้องดูปัจจัยอื่น ๆ ประกอบด้วย

ข้อมูลทางบัญชีกำหนดราคาหลักทรัพย์

มีหลักฐานเชิงประจักษ์จำนวนมากที่ระบุว่าข้อมูลกำไรทางบัญชีเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดราคาของหลักทรัพย์ โดย Ball & Brown (1968) พบว่ากำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสามารถใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่านักลงทุนจะใช้ข้อมูลอย่างไม่มีประสิทธิภาพก็ตาม นอกจากนี้แล้ว Beaver (1968) พบว่านักลงทุนมีการปรับเปลี่ยนการลงทุนในช่วงที่มีการประกาศกำไรของบริษัท โดยอ้างอิงจากการเปรียบเทียบปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในช่วงที่มีการประกาศกำไร กับช่วงเวลาที่ไม่มีการประกาศกำไร แต่ผู้ลงทุนแต่ละรายจะมีวิธีคาดคะเนอัตราผลตอบแทนในอนาคตที่แตกต่างกันออกไป จึงส่งผลให้มีการตอบสนองต่อการประกาศกำไรที่แตกต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศไทยที่ทำการศึกษารื่องผลกระทบของการประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พบว่า ชาวสารเกี่ยวกับกำไรทั้งข่าวดีและข่าวไม่ดีมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการตอบสนองราคาของราคาหลักทรัพย์ ในช่วงที่มีการประกาศกำไรสุทธิรายไตรมาส (นิมมวล เขียวรัตน์, 2539) และงานวิจัยของ ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ที่ทำการศึกษาศามารถขององค์ประกอบของมูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชี พบว่ามูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความสามารถร่วมกันในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ แต่กำไรทางบัญชีสามารถอธิบายได้ดีกว่า

ปัจจัยที่ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ

1. วิธีปฏิบัติการทางบัญชีในแต่ละประเทศ ซึ่งสาเหตุที่ทำให้มีวิธีการปฏิบัติการทางบัญชีที่แตกต่างกันมีหลายประการ เช่น สภาพแวดล้อมของประเทศ วัฒนธรรม ค่านิยมทางสังคม กฎหมาย ระบบภาษีอากร ที่มาของแหล่งเงินทุนในการดำเนินธุรกิจ รวมไปถึงบทบาทของสภาวิชาชีพบัญชีในการพัฒนาแนวคิดและมาตรฐานทางการบัญชี เป็นต้น ซึ่งสาเหตุสำคัญของความแตกต่างทางการบัญชีในแต่ละประเทศ ได้แก่ การมีค่านิยมทางสังคมที่แตกต่างกัน นำไปสู่แนวคิดทางการบัญชีที่แตกต่างกัน ส่งผลให้มีวิธีการปฏิบัติการทางบัญชีที่แตกต่างกันไป (กิตติมา อัครนุพงศ์, 2549) Hofstede (1980) ได้มีการแบ่งค่านิยมทางสังคมออกเป็น 4 ประเภท ดังนี้

1) Individualism Versus Collectivism โดย Individualism เป็นค่านิยมที่การดำรงอยู่ของมนุษย์ที่ให้ความสำคัญกับตนเองและครอบครัว ส่วน Collectivism เป็นการดำรงอยู่แบบให้ความสำคัญกับสังคมที่ตนดำรงอยู่ เช่น เพื่อนร่วมงาน เป็นต้น

2) Large Versus Small Power Distance ซึ่ง Power Distance คือระดับการยอมรับในสังคม ซึ่งสังคมแบบ Large Power Distance เป็นสังคมที่ยอมรับความไม่เท่าเทียมกันในสังคม ยอมรับลำดับชั้นในการสั่งการ ในขณะที่ Small Power Distance เป็นสังคมที่ไม่ยอมรับลำดับชั้นในการสั่งการ ต้องการความเท่าเทียมกันในสังคม

3) Strong Versus Weak Uncertainty Avoidance ซึ่ง Uncertainty Avoidance เป็นระดับความไม่พอใจของคนในสังคมกับความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้น ซึ่ง Strong Uncertainty Avoidance เป็นสังคมที่ไม่ชอบความไม่แน่นอน พยายามที่จะหลีกเลี่ยงโดยการสร้างกฎเกณฑ์ที่มีความชัดเจน ในขณะที่ Weak Uncertainty Avoidance เป็นสังคมที่มีความยืดหยุ่น ผ่อนปรนสูง ไม่ยึดติดกับกฎเกณฑ์มากนัก

4) Masculinity Versus Femininity โดย Masculinity เป็นสังคมที่ให้ความสำคัญกับความสำเร็จ ด้านฐานะ วัตถุ ตำแหน่งหน้าที่การงาน ส่วน Femininity ไม่เน้นความสำคัญทางด้านวัตถุ ให้ความสำคัญกับคุณภาพชีวิตและความสัมพันธ์ของคนในสังคม

ค่านิยมทางสังคมที่แตกต่างกัน ส่งผลให้แนวคิดทางการบัญชีแตกต่างกัน โดยสามารถแบ่งแนวคิดทางการบัญชีได้ 4 ประเภท ดังนี้

1) Professionalism Versus Statutory Control โดยที่ Professionalism เป็นการสร้างกฎเกณฑ์ทางบัญชีโดยผู้เชี่ยวชาญวิชาชีพทางบัญชี ในขณะที่ Statutory เป็นการสร้างกฎเกณฑ์ทางบัญชีโดยอาศัยข้อบังคับทางกฎหมาย

2) Uniformity Versus Flexibility โดย Uniformity เป็นแนวคิดที่ใช้วิธีการทางบัญชีรูปแบบเดียวกัน ในทุกบริษัท หรือในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน ในขณะที่ Flexibility เป็นแนวคิดที่ว่าวิธีการทางบัญชีสามารถยืดหยุ่นได้ตามสถานการณ์ต่าง ๆ

3) Conservatism Versus Optimism โดย Conservatism เป็นการใช้หลักความระมัดระวังสูงสำหรับเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอน แต่ Optimism เป็นการใช้หลักความระมัดระวังน้อยสำหรับเหตุการณ์ที่ไม่แน่นอน

4) Secrecy Versus Transparency โดย Secrecy เป็นแนวคิดที่ปิดความลับทางบัญชี มีการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีน้อย ส่วน Transparency เป็นแนวคิดที่เปิดเผยข้อมูลทางบัญชีมาก เน้นความโปร่งใส

ทั้งนี้แต่ละประเทศมีวิธีการทางบัญชีที่แตกต่างกันออกไปแต่อยู่ภายใต้กรอบมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standard: IFRS) ที่กำกับดูแลโดยคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standard Board: IASB) โดยอาจมีการปรับเปลี่ยนบางประเด็นเพื่อให้เข้ากับสภาพแวดล้อมของประเทศตน สำหรับใน 6 ประเทศอาเซียนที่อยู่ในความร่วมมือของ ASEAN Linkage ดังนี้

ตารางที่ 1 เปรียบเทียบมาตรฐานการบัญชี 6 ประเทศอาเซียน

ประเทศ	มาตรฐานการบัญชี
สิงคโปร์	Singapore Financial Accounting Standards (SFAS) ซึ่งเนื้อหาส่วนใหญ่จะเหมือนกับ International Financial Reporting Standard (IFRS) แต่ไม่ทั้งหมด
มาเลเซีย	Malaysian Financial Reporting Standards (MFRS) เนื้อหาเหมือนกับ International Financial Reporting Standard (IFRS) ทั้งหมด
อินโดนีเซีย	Indonesian Financial Accounting Standards (IFAS) โดยยึดตาม International Financial Reporting Standard (IFRS) เริ่มใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2552 และมีการปรับเปลี่ยนให้เข้ากับ International Financial Reporting Standard (IFRS) เรื่อย ๆ
ไทย	Thailand Accounting Standards (Ali & Saeed) โดยเนื้อหายึดตาม International Financial Reporting Standard (IFRS) ยกเว้นในหมวดของลักษณะพิเศษของอุตสาหกรรมและมาตรฐานในเครื่องมือทางการเงิน
ฟิลิปปินส์	Philippines Accounting Standards (Connelly, Limpaphayom, & Siraprasiri) และ Philippine Financial Reporting Standards (PFRS) โดยยึดตาม International Accounting Standards (IAS) และ International Financial Reporting Standard (IFRS)
เวียดนาม	Vietnamese Accounting Standards (VAS) ซึ่งยึดตาม International Accounting Standards (IAS) โดย International Financial Reporting Standard (IFRS) จะใช้ในภาคธนาคารของรัฐและธนาคารพาณิชย์

ที่มา: สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ (ม.ป.ป.)

2. ประสิทธิภาพของตลาดทุน ทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ที่กล่าวถึงความสามารถของราคาหลักทรัพย์ในการสะท้อนข้อมูลและข่าวสารต่าง ๆ ได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึงก่อให้เกิดอุปสงค์และอุปทานในหลักทรัพย์ซึ่งสะท้อนผลออกมาในรูปของราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ ขณะนั้น กล่าวคือไม่มีผู้ใดสามารถทำกำไรที่มากกว่าปกติ (Abnormal Return) ได้ โดยตลาดจะมีประสิทธิภาพก็ต่อเมื่อราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่สามารถเข้าถึงได้ทั้งหมด (Malkiel & Fama, 1970) จากการวิเคราะห์ข้อมูลและข่าวสารต่าง ๆ โดยจะแบ่งประสิทธิภาพของตลาดออกเป็น 3 รูปแบบตามความสามารถของการสะท้อนข้อมูล ดังนี้

1) ตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลประเภทจำนวนการซื้อขาย และราคาของหลักทรัพย์ในอดีต กล่าวคือ หากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ จะไม่มีนักลงทุนคนใดสามารถทำกำไรที่มากกว่าปกติจากใช้ข้อมูลข่าวสารประเภทจำนวนการซื้อขายและราคาของหลักทรัพย์ในอดีต

2) ตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong form Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลประเภทข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะ เช่น งบการเงิน การประกาศควรวรรณกิจการ เป็นต้น กล่าวคือ หากตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง จะไม่มีนักลงทุนคนใดสามารถทำกำไรที่มากกว่าปกติได้จากการใช้ข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลางจะมีประสิทธิภาพในระดับต่ำด้วย

3) ตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-form Efficient Market) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทุกประเภทแม้แต่ข้อมูลภายในของบริษัท กล่าวคือหากตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูง จะไม่มีนักลงทุนคนใดสามารถทำกำไรที่มากกว่าปกติได้เลยจากการใช้ข้อมูลข่าวสารทุกประเภท ซึ่งหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูงจะมีประสิทธิภาพในระดับกลางและต่ำด้วย

■ งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าผู้ให้ความสนใจศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก แต่ผลการศึกษานั้นแตกต่างกันออกไปตามตลาดหุ้นและกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

การศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน (ยุพดี เกษมสุข, 2547) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาปัจจุบัน และตัวแปรอิสระ ได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้นในอดีต อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร และราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มพลังงานในอดีต โดยใช้แบบจำลองข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) ด้วยวิธี General Least Square (GLS) ผลการศึกษาพบว่าอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มพลังงาน แต่กำไรต่อหุ้นในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาปัจจุบัน ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ รพีพรรณ แสงสานนท์ (2548) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานที่จะทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงิน 7 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้น อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาซื้อขายต่อมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนราคาซื้อขายต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 7 อัตราส่วนมีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยที่อัตราส่วนราคาซื้อขายต่อมูลค่าทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดมากที่สุด

ในส่วนของอุตสาหกรรมกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ธัชวิน โอจรัสพร (2551) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินหลักกับราคาหุ้นสามัญในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 11 หลักทรัพย์ โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินรายไตรมาสทั้งหมด 7 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากรวม อัตราส่วนสินเชื่อต่อคุณภาพต่อสินเชื่อรวม อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อสินทรัพย์เฉลี่ย อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่ามีเพียง 2 อัตราส่วนทางการเงินเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นสามัญในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญ และงานวิจัยของ จุฑามาศ นันต๊ะราช (2551) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ถาวร และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหุ้นในกลุ่มธนาคารพาณิชย์

มาโนช สุอำพัน (2552) การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์ กรณีศึกษา SET50 และ mai ทำการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมด 9 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนการขยาย อัตราส่วนผลตอบแทนสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราส่วนราคาซื้อขายต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกลับแสดงความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ย และราคาตามบัญชีต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหุ้นในกลุ่ม SET50 มี 4 อัตราส่วนได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และราคาตามบัญชีต่อหุ้น ในส่วนของกลุ่ม mai นั้น มีอัตราส่วนทางการเงินที่สัมพันธ์กับราคาหุ้นถึง 7 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อยอดขาย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น ราคาตามบัญชีต่อหุ้น อัตราส่วนราคาซื้อขายต่อมูลค่าตามบัญชี และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร แต่งานวิจัยของ เมทินี ลิขิตบุญฤทธิ์ (2557) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรฐานรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (IFRS) ในปี พ.ศ. 2554 โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในการศึกษา 5 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนกำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนกำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนจากกำไรขั้นต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหุ้นเฉพาะหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรม อัตราผลตอบแทนจากกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับราคาหลักทรัพย์ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหุ้นเฉพาะหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมและการศึกษารวมทุกอุตสาหกรรม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มเทคโนโลยี แต่อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นเป็นเพียงอัตราส่วนทางการเงินอัตราส่วนเดียวที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกันในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมที่ผู้วิจัยเลือกศึกษา

สำหรับงานวิจัยในต่างประเทศนั้นพบงานวิจัยของ Abgineh (2013) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนทางการเงินและการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอิหร่าน จำนวน 53 บริษัทจากหลากหลายอุตสาหกรรมในปี 2006 -2010 ซึ่งได้ใช้ตัวแทนจากอัตราส่วนจากประเภทอัตราส่วนต่าง ๆ ดังนี้ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว อัตรากำไรจากการขาย อัตรากำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร พบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว และอัตรากำไรจากการขาย กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลง อัตรากำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร ซึ่งขัดแย้งกับ Chang, Chen, Su, & Chang (2008) Dimitropoulos & Asteriou (2009) Pushpa & Sumangala (2012) และ Hemadivya & Rama Devi (2013) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิต่อหุ้นและราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไต้หวัน กรีซ อินเดีย และมาเลเซีย ตามลำดับ

สำหรับอัตราส่วนที่ผู้ลงทุนและนักวิเคราะห์ให้ความสนใจนั้น Basu (1977) พบว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่ำ มีแนวโน้มที่จะสร้างผลตอบแทนได้มากกว่าหุ้นที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสูง และ Sareewiwatthana (2013) ได้สร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร อัตราส่วนราคาซื้อขายต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่าหากเลือกหุ้นที่อัตราส่วนทางการเงินดีมาไว้ในพอร์ตโฟลิโอจะสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Piotroski (2000) ที่พบว่า การเลือกหุ้นคุณค่าจากอัตราส่วนทางการเงินย้อนหลังสามารถสร้างผลตอบแทนเหนือตลาดได้

สำหรับงานศึกษาเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหุ้นในตลาดหุ้นอินโดนีเซียนั้น ในระยะที่ผ่านมาได้มีงานศึกษาในเรื่องนี้ค่อนข้างหลากหลาย อาทิ งานศึกษาของ Stefano (2015) ที่ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินต่อผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยเก็บข้อมูลในช่วง ค.ศ. 2009-2013 กับหุ้นในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จำนวน 18 บริษัทในตลาดหุ้นอินโดนีเซีย ใช้แบบจำลองการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (multiple regression analysis) ประกอบด้วยตัวแปรอิสระที่เป็นอัตราส่วนทางการเงิน 5 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อัตราส่วนหมุนของสินทรัพย์รวม และ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นเพียงอัตราส่วนทางการเงินเดียว ที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเวลาที่ศึกษา สอดคล้องกับงานศึกษาของ Wijaya (2015) ที่ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินต่อผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรม การผลิตในตลาดหุ้นอินโดนีเซียเช่นเดียวกันโดยเก็บข้อมูลในช่วง ค.ศ. 2008-2013 จากตัวอย่าง 20 บริษัท ใช้แบบจำลองการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ประกอบด้วยตัวแปรอิสระที่เป็นอัตราส่วนทางการเงิน 5 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อัตราผลตอบแทนกำไรต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อราคาตลาด (book to market ratio) ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อัตราผลตอบแทนกำไรต่อหุ้น และมูลค่าทางบัญชีต่อราคาตลาด มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตอย่างมีนัยสำคัญ มีเพียงอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน เท่านั้นที่ไม่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหุ้นดังกล่าว

■ สมมติฐานของการวิจัย

การศึกษาผลกระทบระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กรณีสหรัฐอเมริกาและอินโดนีเซีย มีสมมติฐาน ดังนี้

H_1 : อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์เหมือนกันทั้ง 2 ประเทศ



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

■ วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียน 2 ประเทศ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) ประเทศอินโดนีเซีย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ประเทศไทย ซึ่งถือเป็นตลาดหุ้นที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ใกล้เคียงกันมากในประเทศภูมิภาคอาเซียน

กลุ่มตัวอย่างที่จะนำมาใช้ในการศึกษาเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงสุด 100 อันดับแรกของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียน เนื่องจากเป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่องสูง จึงมีความเหมาะสมที่จะเป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยจะใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินและราคาปิดของหุ้นรายปีย้อนหลัง 5 ปี

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ได้แก่ ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน ประกอบด้วย กำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร ราคาปิดของหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 100 อันดับแรกของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึงปี พ.ศ. 2558 รวมทั้งสิ้น 5 ปี โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจาก DataStream ซึ่งเป็นโปรแกรมที่ช่วยในการค้นหาข้อมูลเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้หากมีหลักทรัพย์ใดที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน จะนำหลักทรัพย์ลำดับต่อไปมาวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาหลักทรัพย์

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา มีดังนี้

$$P_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 (EPS)_{it} + \beta_2 (ROA)_{it} + \beta_3 (ROE)_{it} + \beta_4 (DE)_{it} + \beta_5 (PE)_{it} + \epsilon$$

โดยที่	i	=	บริษัท i
	t	=	ปีที่ t
	P	=	ราคาหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ย
	α	=	ค่าคงที่ของ Pit เมื่ออัตราส่วนทุกตัวเป็น 0
	β	=	ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย
	EPS	=	กำไรสุทธิต่อหุ้น
	ROA	=	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
	ROE	=	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
	DE	=	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
	PE	=	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร
	ε	=	Error term

■ ผลการศึกษา

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ใช้เพื่อวัดระดับความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรอิสระ ว่ามีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ หากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง หรือกล่าวคือ เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นพหุคูณ (Multicollinearity) อาจจะทำให้ผลที่เกิดจากการวิเคราะห์สมการถดถอยผิดพลาด อาจนำไปสู่การสรุปผลการวิเคราะห์สมการถดถอยที่ผิดได้ ทั้งนี้การตรวจสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นของตัวแปรอิสระจะใช้การวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) ซึ่งจะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 โดยมีเกณฑ์การตรวจสอบคือ หากตัวแปร มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน 0.70 ขึ้นไป แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง ซึ่งอาจเกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นพหุคูณ (Multicollinearity) และอาจทำให้ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยไม่ถูกต้อง (Anderson, Sweeney, & Williams, 2002) โดยผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยและอินโดนีเซีย ดังแสดงในตารางที่ 2 และ 3 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	EPS	ROA	ROE	DE	PE
EPS	1.000000				
ROA	-0.15334	1.000000			
ROE	-0.290199	0.814792	1.000000		
DE	0.039538	-0.340867	-0.220201	1.000000	
PE	-0.260250	0.022204	0.117574	-0.024412	1.000000

ตารางที่ 3 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย

	EPS	ROA	ROE	DE	PE
EPS	1.000000				
ROA	0.178167	1.000000			
ROE	0.095907	0.767255	1.000000		
DE	-0.007155	-0.094974	-0.062984	1.000000	
PE	-0.111966	-0.054712	-0.014232	-0.026082	1.000000

จากตารางที่ 2 และตารางที่ 3 จะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันของตัวแปรอิสระที่เลือกใช้ของตลาดหลักทรัพย์ไทยและอินโดนีเซียมีค่าระหว่าง -0.34 ถึง 0.81 แต่ส่วนใหญ่แล้วนั้นตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองในระดับต่ำ จะมีเพียงแต่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง สังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ที่มีค่าเท่ากับ 0.81 และ 0.77 ตามลำดับ ดังนั้นเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นพหุคูณ (Multicollinearity) จึงจำเป็นต้องเลือกตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งใน 2 ตัว ที่มีความสัมพันธ์กันสูงเพียงตัวเดียว ดังนั้นผู้ศึกษาจึงเลือกอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เนื่องจากวัตถุประสงค์ของการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ให้ความสำคัญกับผู้ลงทุน

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression)

เนื่องจากแบบจำลองงานวิจัยที่ใช้ศึกษามีปัญหาภาวะร่วมเส้นพหุคูณ (Multicollinearity) ทำให้ต้องมีการกำจัดตัวแปรอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ออกไป เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว จึงได้แบบจำลองงานวิจัยรูปแบบใหม่ ดังนี้

$$P_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(EPS)_{it} + \beta_2(ROE)_{it} + \beta_3(DE)_{it} + \beta_4(PE)_{it} + \epsilon$$

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ โดยใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2554 - 2558

Variable	Coefficient	Standardized Coefficient	t-statistic	p-value
Constant	-26.909		-4.432	0.000
EPS	17.169	0.914	50.016	0.000*
ROE	1.129	0.100	5.512	0.000*
DE	-5.236	-0.032	-1.772	0.076
PE	0.185	0.483	2.637	0.008*
R-squared	0.836		Adjusted R-squared	0.834
F-statistic	632.224		p-value	0.000

* มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นแบบพหุของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2554 - 2558 พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์นั้น ได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (PE) โดยที่กำไรสุทธิต่อหุ้นจะมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด และพบความสัมพันธ์ในทุก ๆ ปี เมื่อมีการวิเคราะห์ข้อมูลรายปี แต่ในส่วนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร มีความสัมพันธ์เมื่อมีการวิเคราะห์ข้อมูล 5 ปี รวมกัน แต่เมื่อมีการวิเคราะห์แยกรายปี กลับมีความสัมพันธ์เพียงแค่บางปีเท่านั้น

ตารางที่ 5 ค่าสัมประสิทธิ์จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ โดยใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ในช่วงปี พ.ศ. 2554 - 2558

Variable	Coefficient	Standardized Coefficient	t-statistic	p-value
Constant	599.585		2.290	0.022
EPS	13.693	0.840	35.360	0.000*
ROE	17.304	0.104	4.408	0.000*
DE	-154.985	-0.034	-1.474	0.141
PE	10.211	0.087	3.681	0.000*
R-squared	0.722		Adjusted R-squared	0.724
F-statistic	328.952		p-value	0.000

* มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นแบบพหุของตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ในช่วงปี พ.ศ. 2554 - 2558 พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์นั้น ได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (PE) โดยที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด แต่เมื่อนำข้อมูลวิเคราะห์แยกรายปีนั้น พบว่าอัตราส่วนที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียมากที่สุดนั้นไม่เหมือนกันในแต่ละปี ต่างจากประเทศไทย และมีเพียงกำไรสุทธิต่อหุ้นที่มีความสัมพันธ์ในการวิเคราะห์ข้อมูลทุกรูปแบบ ในส่วนของการวิเคราะห์รวมกันทั้ง 2 ตลาดนั้น พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์นั้น ได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (PE) โดยที่กำไรสุทธิต่อหุ้นจะมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด

หากวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นแบบพหุจากค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน จะพบว่าผลการวิเคราะห์ในส่วนของประเทศไทยและการวิเคราะห์ผลของ 2 ประเทศรวมกันนั้นไม่แตกต่างจากการวิเคราะห์ด้วยค่าสัมประสิทธิ์ธรรมดา กล่าวคือกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด แต่ผลการศึกษาในประเทศอินโดนีเซียนั้นพบว่ากำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) มีอิทธิพลต่อตัวแปรราคาหลักทรัพย์มากที่สุด ทั้งการวิเคราะห์ผลแบบ 5 ปี และการวิเคราะห์ผลแบบแยกรายปี ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่ากำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด

■ อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

ถึงแม้ว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะมีผลตอบแทนที่มากกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ แต่ก็มี ความเสี่ยงที่มากกว่าเช่นกัน ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคา ของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยและประเทศอินโดนีเซีย โดยใช้ข้อมูลรายปี ทั้งหมด 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 ซึ่งข้อมูลที่น่ามาใช้วิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในตอนแรกผู้วิจัยได้คัดเลือกมา 5 อัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้ลงทุนและ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้ความสนใจ ได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร แต่เนื่องจากว่าอัตราผลตอบแทน จากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง สังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์เพียร์สันที่มีค่าเกิน 0.7 ดังนั้นทางผู้วิจัยจึงได้ทำการเลือกเพียงตัวแปรหนึ่ง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากว่างานวิจัยชิ้นนี้ให้ความสำคัญกับผู้ถือหุ้น

ในส่วนของผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณพบว่าอัตราส่วนที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ใน 2 ประเทศนั้นเหมือนกัน ได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาด ต่อกำไร และเมื่อมีการวิเคราะห์ข้อมูลรวมกัน 2 ประเทศ โดยแปลงสกุลเงินให้อยู่ในรูปเงินบาทก็ได้ผลการศึกษาดัง เดียวกัน

ในส่วนของประเทศไทยนั้นพบว่ากำไรสุทธิต่อหุ้นมีอิทธิพลมากที่สุดทั้งในการวิเคราะห์แบบ 5 ปี และแบบ แยกรายปี อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นพบความสัมพันธ์ในการวิเคราะห์ผล 5 ปี และการวิเคราะห์ผลแบบ แยกปีในปี พ.ศ. 2554 และ 2555 และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรพบความสัมพันธ์ในการวิเคราะห์ผล 5 ปี และ การวิเคราะห์ผลแบบแยกปีในปี พ.ศ. 2555 และ 2558 ดังนั้นผู้วิจัยจึงแนะนำว่าหากผู้ลงทุนมีความสนใจที่จะลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยควรให้ความสำคัญกับอัตรากำไรสุทธิต่อหุ้นมากที่สุด ควบคู่กับการวิเคราะห์ในด้านอื่น ๆ ซึ่งคำแนะนำดังกล่าวสอดคล้องกับการวิเคราะห์ผลโดยการใช้ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน (Standardized Coefficient)

สำหรับประเทศอินโดนีเซียนั้นพบว่ากำไรสุทธินั้นไม่ใช่ตัวแปรที่มีอิทธิพลมากที่สุดต่อราคาของหลักทรัพย์ แต่เป็นเพียงตัวแปรเดียวที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในการวิเคราะห์ผลทุกรูปแบบ โดยที่กำไรสุทธิมีอิทธิพล ต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุดในปี พ.ศ. 2556 เท่านั้น ในส่วนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นพบความสัมพันธ์ ในการวิเคราะห์ผลแบบ 5 ปี และแบบแยกรายปีในปี พ.ศ. 2557 และ 2558 และในปีที่พบความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปรดังกล่าว อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะเป็นอัตราส่วนที่มีอิทธิพลมากที่สุดต่อราคาหลักทรัพย์ ในประเทศอินโดนีเซีย และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรพบความสัมพันธ์ในการวิเคราะห์ผลแบบ 5 ปี และแบบแยก รายปีในปี พ.ศ. 2554 2555 และ 2557 โดยในปี พ.ศ. 2554 และ 2555 นั้น พบว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร เป็นอัตราส่วนที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์มากที่สุด ดังนั้นผู้วิจัยจึงแนะนำว่าหากผู้ลงทุนมีความสนใจที่จะลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียควรให้ความสำคัญกับอัตรากำไรสุทธิต่อหุ้นควบคู่กับการวิเคราะห์ในด้านอื่น ๆ ซึ่งคำแนะนำดังกล่าวสอดคล้องกับการวิเคราะห์ผลโดยการใช้ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน (Standardized Coefficient) ซึ่งเหมาะสมกับกรณีที่มีตัวแปรอิสระหลายตัวที่มีหน่วยวัดต่างกันอยู่ในสมการ

ทั้งนี้ผลการศึกษาที่ได้จากงานวิจัยชิ้นนี้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายงานที่พบความสัมพันธ์ ระหว่างอัตราส่วน กำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร เช่น งานวิจัยของ รพีพรรณ แสงसानนท์ (2548) ธวัชวิน โอจรัสพร (2551) มาโนช สุอำพัน (2552) เมทินี ลิขิตบุญฤทธิ์ (2557) และงานศึกษาของต่างประเทศอีกหลายชิ้นงาน เช่น Chang, Chen, Su, & Chang (2008) Dimitropoulos & Asteriou (2009) Pushpa & Sumangala (2012) และ Hemadivya & Rama Devi (2013)

ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นผลของงานวิจัยในอดีตรวมถึงงานวิจัยชิ้นนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ขัดแย้งกับงานวิจัยของรพีพรรณ แสงสานนท์ (2548) และ จุฑามาศ นันดีระราช (2551) อาจเพราะงานวิจัยดังกล่าวเป็นการวิเคราะห์เฉพาะอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงานและกลุ่มธนาคารตามลำดับ จึงทำให้พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและราคาหลักทรัพย์

■ ข้อจำกัดของงานวิจัย

เนื่องด้วยระยะเวลาในการศึกษาประกอบกับฐานข้อมูลที่สามารถสืบค้นได้ ทำให้การศึกษานี้เป็นการใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินในช่วงปี พ.ศ. 2554 – 2558 เท่านั้น ทั้งนี้ ระยะเวลาดังกล่าวได้มีเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่ส่งผลให้ตลาดมีความผันผวน เช่น เหตุการณ์อุทกภัยครั้งใหญ่ เหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เป็นต้น อีกทั้งงานศึกษาชิ้นนี้ให้ความสำคัญกับข้อมูลเชิงปริมาณที่ได้จากงบการเงิน โดยไม่ได้มีการนำข้อมูลด้านอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องมาศึกษาด้วย เช่น ปัจจัยเสี่ยง อัตราเงินเฟ้อ สภาพเศรษฐกิจ เป็นต้น

■ ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

การใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นเพียงวิธีการหนึ่งในการวิเคราะห์คาดคะเนราคาหลักทรัพย์เท่านั้น มีปัจจัยอื่น ๆ ที่เป็นสาเหตุทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์อีกมากมาย สำหรับงานวิจัยในอนาคตอาจจะใช้ข้อมูลในด้านอื่น ๆ เช่น สภาพเศรษฐกิจ นโยบายของรัฐบาล อัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ เป็นต้น มาใช้ในการศึกษาเพื่อขยายผลต่อไป อีกทั้งยังสามารถขยายขอบเขตประเทศที่ทำการศึกษาได้อีกด้วย

■ เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

- กิตติมา อัครนุพงศ์. (2549). การบัญชีนานาชาติ: การเปรียบเทียบวิธีปฏิบัติทางการบัญชีของประเทศต่าง ๆ. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย*, 26(2), 143-158.
- จุฑามาศ นันตะราช. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาด้วยตนเอง). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี. ปทุมธานี.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). *ตลาดเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์* (พิมพ์ครั้งที่17). กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- ธัชวิน โอจรัสพร. (2551). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินหลักกับราคาหุ้นสามัญในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาด้วยตนเอง). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่. เชียงใหม่.
- นันทวล เขียวรัตน์. (2539). ผลกระทบของประกาศกำไรสุทธิทางบัญชีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีความแตกต่างในความพร้อมของข้อมูล. (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. กรุงเทพฯ.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2545). การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถ ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี ในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ บัณฑิตศึกษามหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. กรุงเทพฯ.
- มานิช สุอำพัน. (2552). การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์ กรณีศึกษา : SET50 และ MAI. (การศึกษาด้วยตนเอง). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เมทินี ลิขิตบุญฤทธิ์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาด้วยตนเอง). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ยุพดี เกษมสุข. (2547). ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน. (งานวิจัยเฉพาะเรื่อง). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- รพีพรรณ แสงसानนท์. (2548). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและราคาตลาดของหลักทรัพย์กลุ่มพลังงาน ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาด้วยตนเอง). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. กรุงเทพฯ.
- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. (ม.ป.ป.). *Application of International Financial Reporting Standards (IFRS) and International Standards on Auditing (ISAs) in ASEAN*. สืบค้นจาก http://www.fap.or.th/images/column_1370855183/IFRS_ISAs%20Adoption-2.pdf
- สมชาย สุภัทรกุล. (2554). *ข้อมูลสำหรับการสื่อสารและการตัดสินใจทางธุรกิจ*. TBS Series on Accounting Paradigm for Business Management กระบวนทัศน์วิชาชีพบัญชีเพื่อการบริหารธุรกิจ, 1(มกราคม)

ภาษาอังกฤษ

- Abgineh, M. (2013). The Investigation of the Relation between Changes in Financial Ratios with Changes in Stock Returns on the Tehran Stock Exchange. *J. Basic. Appl. Sci. Res*, 3(2), 473-479. [the-Seven-Enablers-Part-3.aspx](#)
- Anderson, D., Sweeney, D., & Williams, T. (2002). *Statistics for Business and Economics*. Thomson South-Western. Australia.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.
- Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 67-92.
- Brown, S., and Schwarz, C. (2010). The Impact of Mandatory. Hedge Fund Portfolio Disclosure. *Rossier School of Education Journal*, Southern California
- Chang, H. L., Chen, Y. S., Su, C. W., & Chang, Y. W. (2008). The relationship between stock price and EPS: Evidence based on Taiwan panel data. *Economics Bulletin*, 3(30), 1-12.
- Dimitropoulos, P. E., & Asteriou, D. (2009). The relationship between earnings and stock returns: empirical evidence from the Greek capital market. *International journal of economics and finance*, 1(1), 40-50.
- Hemadivya, K., & Rama Devi, V. (2013). A Study on Relationship between Market Price & Earnings per Share with Reference to Selected Companies. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 2(9).
- Hofstede, G. (1980). Culture and organizations. *International studies of management & organization*, 10(4), 15-41.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal of accounting research*, 38, 1-41.
- Pushpa Bhatt, P., & Sumangala, J. K. (2012). Impact of Earnings per share on Market Value of an equity share: An Empirical study in Indian Capital Market. *Journal of Finance, Accounting & Management*, 3(2).
- Sareewiwatthana, P. (2013). Common financial ratios and value investing in Thailand. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2(3), 69-85.

Stefano, K. (2015). The Impact of Financial Ratio toward Stock Return of Property Industry in Indonesia. *iBuss Management*, 3(2).

Wijaya, J. A. (2015). The effect of financial ratios toward stock returns among Indonesian manufacturing companies. *iBuss Management*, 3(2).

