

ผลกระทบปัจจัยเชิงคุณภาพและปริมาณต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กรรมการมาตรฐานการสอบบัญชี สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยศึกษาแยกเป็น 2 ปัจจัย ได้แก่ 1) ปัจจัยเชิงปริมาณ ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราการจ่ายเงินปันผล และ 2) ปัจจัยเชิงคุณภาพ ซึ่งใช้คำแนะนำในการลงทุนจากสมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน (Investment Analysts Association: IAA Consensus) เป็นตัวแทนในการศึกษาวิเคราะห์ โดยงานวิจัยนี้ได้ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ และใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในดัชนี SET50 ในระหว่างปี พ.ศ. 2555-2559 ผลจากการศึกษาพบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ และไม่พบความสัมพันธ์ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

คำสำคัญ: อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ดัชนี SET50

Effect of Qualitative and Quantitative Factors on Stock Return: Case Study of Firms in the Stock Exchange of Thailand

Dr.Sillapaporn Srijunpetch

Assistant Professor of Department of Accounting,

Thammasat Business School, Thammasat University

Auditing Standards Committee, Federation of Accounting Professions

ABSTRACT

This study's purpose is to identify which factors are affected total stock return. Factors are categorized into two groups: Quantitative factors consist of 'Price to Earnings ratio', 'Price to Book value ratio' and 'Dividend yield'. 'Investment analysis from Investment Analysts Association: IAA Consensus' is used as proxy of Qualitative factor. This study uses 'Multiple Linear Regression' as analysis model and uses Thai listed companies which are in SET 50 index during 2012-2016 as study's samples. The empirical results indicate that 'Price to Earnings ratio' and 'Dividend yield' are significantly affected total stock return in positive way. The other factors are not significantly affected total stock return.

Keywords: Total Stock Return, SET50 index

1. บทนำ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง (1) ปัจจัยเชิงปริมาณที่สะท้อนจากอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 3 ค่า ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend yield) ประกอบกับ (2) ปัจจัยเชิงคุณภาพที่สะท้อนจากสมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน (Investment Analysts Association: IAA Consensus) ที่ผ่านการวิเคราะห์และนำไปใช้โดยนักลงทุน กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี พ.ศ. 2555–2559 ทั้งนี้ เพื่อผู้ที่สนใจในการลงทุนได้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทั้งด้านปริมาณ และคุณภาพที่ส่งผลกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน และสามารถนำข้อมูลที่ได้จากการวิจัยไปประกอบการตัดสินใจในการเลือกตัวชี้วัดที่จะนำไปใช้เลือกหลักทรัพย์ในการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามที่คาดหวัง

ที่มาและความสำคัญของงานวิจัย

การลงทุนในตราสารหุ้นมีความเสี่ยง นักลงทุนก็ต้องใช้ความระมัดระวังในการเลือกและตัดสินใจลงทุน มากขึ้น เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวังอย่างมีประสิทธิภาพ ปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนมักเลือกใช้ประกอบการตัดสินใจ คือ อัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งได้มาจากตัวเลขเชิงการเงิน โดยอัตราส่วนทางการเงินสามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการที่นักลงทุนส่วนใหญ่เห็นพ้องกัน เช่น อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) ที่สามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการในอนาคตที่นักลงทุนเห็นพ้องกันว่าเป็นมูลค่าที่เท่าของมูลค่ากิจการในปัจจุบัน นอกจากนี้ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) ก็สามารถสะท้อนมูลค่าของกิจการผ่านการคาดคะเนกระแสเงินสดในอนาคตที่จะเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจของกิจการว่าจะให้ผลตอบรับเท่ากับราคาตลาดภายในระยะเวลาที่ปี

อีกอัตราส่วนหนึ่งที่นักลงทุนเลือกใช้ คืออัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend yield) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นได้หลากหลายกว่าอัตราส่วนข้างต้น

นอกจากนี้ ในสถานการณ์ปกติ นักลงทุนมักจะใช้ความรู้สึก (Sentiment) ในการตัดสินใจลงทุน ซึ่งมีผู้พยายามวัดอารมณ์ของนักลงทุนผ่านการวิเคราะห์เชิงเทคนิค (Technical analysis) โดยใช้แนวจำแนกต่างๆ ซึ่งพยายามอธิบายราคาหุ้น และปริมาณการซื้อขาย ณ ขณะใดขณะหนึ่ง เพื่อคาดคะเนผลที่จะเกิดขึ้น และนำไปใช้ประกอบการลงทุน

สำหรับนักลงทุนทั่วไปที่มักการใช้การวิเคราะห์เชิงเทคนิคได้นั้น ก็จะอาศัยข้อมูลวิเคราะห์ที่นักกลยุทธ์ผู้เชี่ยวชาญจัดทำ หรืออาศัยข้อมูล IAA Consensus จากสมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน ซึ่งจะประกอบด้วยบทวิเคราะห์ของหุ้นรายตัว และคำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งจะส่งผลช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจได้

ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเชิงปริมาณ (หรืออัตราส่วนทางการเงินทั้ง 3 ค่า ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) และอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend yield)) ร่วมกับปัจจัยเชิงคุณภาพหรืออารมณ์ของนักลงทุน (Sentiment) กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากอัตราส่วนทั้ง 3 ค่าได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหลักทรัพย์ทันที และนักลงทุนสามารถเข้าถึงอัตราส่วนทั้ง 3 ได้ง่าย สำหรับปัจจัยด้านอารมณ์ของนักลงทุนที่เกิดจากบทวิเคราะห์ IAA Consensus สามารถทำให้เกิดทิศทางการซื้อขาย (Momentum) ในตลาดได้ จากการที่บทวิเคราะห์สะท้อนอารมณ์ผ่านการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และนักลงทุนนำบทวิเคราะห์นั้นมาใช้ นอกจากนี้ บทวิเคราะห์เหล่านี้ยังเข้าถึงได้ง่ายจากการเผยแพร่ผ่านระบบสารสนเทศต่างๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Martini & Khairurizka (2009) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน ขนาดของบริษัท และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ประกาศในงบการเงินไตรมาส กับอัตรา ค.ศ. 2003–2006 ผลจากการวิจัยผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศอินโดนีเซียในช่วงระหว่างปี พบว่าอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability ratio) ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ หากอัตราส่วนนี้เพิ่มสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้ผลตอบแทนของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

Jeffrey, Donald, & Randolph (1999) ได้ศึกษาถึงอัตราส่วนของกำไรสุทธิต่อราคา (Earnings to price ratio: E/P) และขนาดของกิจการ (Firm size) กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในแต่ละเดือน โดยพบว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อราคาส่งผลในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในทุกเดือนที่ศึกษา อย่างไรก็ตาม ขนาดของกิจการนั้นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญ เฉพาะเดือนมกราคมเท่านั้น ซึ่งเป็นผลมาจากความคาดหวังของนักลงทุนต่อกิจการขนาดใหญ่มีมากกว่ากิจการขนาดเล็ก โดยในช่วงเดือนมกราคมเป็นช่วงก่อนที่จะประกาศงบการเงินของรอบปี

Baker & Wurgler (2006) ได้ศึกษาถึงอารมณ์ของนักลงทุนในตลาดกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในลักษณะต่างๆ โดยผลการวิจัยพบว่า หากนักลงทุนคาดการณ์ว่าราคาของหุ้นสามัญยังต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) อัตราผลตอบแทนจะสูงในห้วงลักษณะดังนี้ หุ้นสามัญกิจการขนาดเล็ก หุ้นที่มีความผันผวนสูง หุ้นที่กิจการไม่มีกำไร หุ้นที่ไม่จ่ายเงินปันผล หุ้นที่กิจการอยู่ในช่วงเติบโตอย่างมาก และหุ้นของกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงิน โดยยังพบอีกว่าหากนักลงทุนคาดการณ์ว่าราคาของหุ้นสามัญสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงแล้ว ผลที่ได้จะตรงกันข้ามกัน

Lewellen (2004) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับการคาดการณ์อัตราผลตอบแทน ซึ่งพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ 3 รายการที่มีความสัมพันธ์กับการคาดการณ์อัตราผลตอบแทน ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E ratio), อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) ซึ่งความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจะแตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาทดสอบ

Schiller, Fischer, & Friedman (1984) ได้ศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่มาจากปฏิบัติการของนักลงทุน ซึ่งผลจากการศึกษาพบว่า นักลงทุนที่สามารถอธิบายถึงสถานะที่นักลงทุนกลุ่มหนึ่ง ซื้อหรือขายหุ้นปริมาณที่มากผิดปกติ คือ นักทฤษฎีจิตวิญญานวอลเซน ซึ่งผลจากการที่นักลงทุนแสดงออกหรือมีปฏิกริยาต่อเหตุการณ์ข่าวสารอย่างมากเกินขึ้นนั้น มักจะทำให้เกิดการทำการกำไรที่ผิดปกติได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้เช่นเดียวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนทางการเงิน

สรุปผลจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีงานวิจัยที่ได้รับผลลัพธ์ในด้านความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แตกต่างกันไป มีทั้งงานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หรือพบแค่บางอัตราส่วนทางการเงิน อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญอย่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend yield) ซึ่งจัดประเภทได้เป็นปัจจัยเชิงปริมาณ (Quantitative factors)

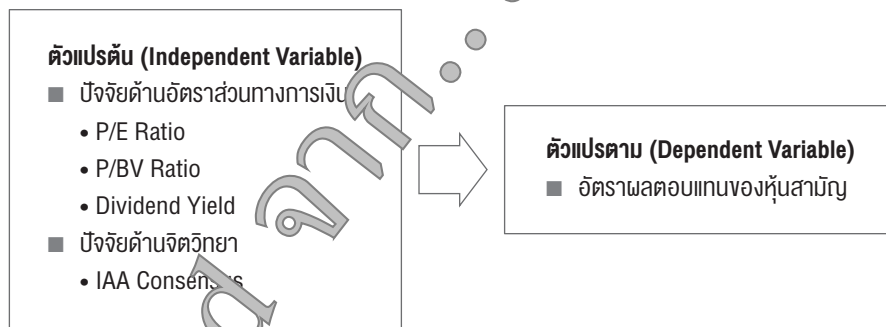
สำหรับปัจจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative factor) พบว่าหลากหลายงานวิจัยได้แสดงให้เห็นว่า นอกจากอัตราส่วนทางการเงินแล้ว อัตราผลตอบแทนมักสะท้อนถึงอารมณ์ของนักลงทุน ณ ขณะนั้น ซึ่งสามารถอธิบายได้โดยทฤษฎีจิตวิญญานวอลเซน ตามสมมติฐานของพฤติกรรมหมู่

ที่เกิดขึ้นในตลาด ซึ่งข้อมูลข่าวสารในตลาดที่สามารถสร้างอารมณ์ (Sentiment) การลงทุนให้กับนักลงทุนได้ คือ บทวิเคราะห์ IAA Consensus ซึ่งจะมีการวิเคราะห์ทั้งเชิงพื้นฐาน (Fundamental analysis) และการวิเคราะห์เชิงเทคนิค (Technical analysis) ซึ่งการวิเคราะห์เชิงเทคนิคเป็นการพยายามอธิบายอารมณ์ของนักลงทุนด้วยแบบจำลองทางคณิตศาสตร์ ผลจากการวิเคราะห์นี้จะแสดงออกเป็นความเห็นของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์รายตัวนั้นๆ ว่า ควรซื้อ (Buy) ขาย (Sell) ถือเพื่อรอ (Hold) โดยพฤติกรรมที่เกิดขึ้นนี้จะถูกเผยแพร่เป็นข้อมูลข่าวสารที่ตลาดสื่อสารกับนักลงทุน ทำให้กระตุ้นให้เกิดพฤติกรรมหมู และสะท้อนออกมาเป็นอารมณ์ของนักลงทุน ณ ขณะนั้น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและปัจจัยทางด้านจิตวิทยากับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยเลือกศึกษากลุ่มตัวอย่างเป็นหลักทรัพย์ใน SET50

สมมติฐานงานวิจัย

- H₀: อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- H₁: อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- H₂: อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend yield) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- H₃: ค่าแนะนำในการลงทุนจาก IAA Consensus ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบการวิจัย



3. วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในงานวิจัยนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 โดยกลุ่มตัวอย่าง คือบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50

ในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งจะมีการประกาศปรับปรุงแก้ไขทุก 6 เดือน ผ่านเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (set.or.th) และใช้ข้อมูลทางการเงินจากระบบฐานข้อมูลของ SetSmart.com สำหรับข้อมูลด้าน Consensus ได้ใช้ฐานข้อมูลจาก IAA Consensus

3.2 ขั้นตอนการศึกษา

งานวิจัยนี้ใช้แบบจำลองวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเชิงปริมาณและปัจจัยเชิงคุณภาพต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถเขียนแบบจำลองอธิบายความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$\text{Return}_{i,t} = b_0 + b_1\text{PE}_{i,t-1} + b_2\text{PBV}_{i,t-1} + b_3\text{DivYield}_{i,t-1} + b_4\text{Consensus}_{i,t-1} + e_{i,t}$$

โดย

$\text{Return}_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนของบริษัท i ณ เวลา t

$\text{PE}_{i,t-1}$ = อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E ratio) ของบริษัท i ณ เวลา $t-1$

$\text{PBV}_{i,t-1}$ = อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) ของบริษัท i ณ เวลา $t-1$

$\text{DivYield}_{i,t-1}$ = อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) ของบริษัท i ณ เวลา $t-1$

Consensus = ความเห็นของนักวิเคราะห์ (IAA Consensus) ของบริษัท i ณ เวลา $t-1$

3.3 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรตาม :

อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return)

การคำนวณอัตราผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนประกอบไปด้วย 2 ส่วน ซึ่งอัตราผลตอบแทนสามารถคำนวณได้ทั้งรายไตรมาส หรือระยะเวลาตามที่กำหนด ซึ่งในงานวิจัยนี้จะวัดอัตราผลตอบแทนรายครึ่งปีตามข้อมูลที่ใช้ ซึ่งจะคำนวณอัตราผลตอบแทนดังนี้

กรณีที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล

ผลตอบแทนจากการลงทุน = กำไร (ขาดทุน) ส่วนทุน

$$R_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}] \times 100$$

กรณีที่มีการจ่ายเงินปันผล

ผลตอบแทนจากการลงทุน = กำไร (ขาดทุน) ส่วนทุน และ เงินปันผล

$$R_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} + D_{i,t} / P_{i,t-1}] \times 100$$

โดยกำหนดให้

$R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัท i ณ เวลา t

$P_{i,t-1}$ = ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา $t-1$

$P_{i,t}$ = ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t

$D_{i,t}$ = เงินปันผลของบริษัท i ณ เวลา t

ตัวแปรต้น :

อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE)

งานวิจัยนี้เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ เนื่องจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นเป็นอัตราส่วนหนึ่งที่สามารถสะท้อนมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการได้ เพราะเป็นการวัดสัดส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้นและราคาตลาดต่อหุ้นว่า ณ ขณะนั้นนักลงทุนให้มูลค่าของกิจการ (ราคาต่อหุ้น) ก็เท่าของกำไรต่อหุ้น ณ ขณะนั้นหรือเปรียบได้ว่านักลงทุนมองว่าต้องใช้เวลาในอนาคตกี่ปีกำไรต่อหุ้นถึงจะเทียบได้กับราคาต่อหุ้นที่ลงทุนไป ยิ่งไปกว่านั้น อัตราส่วนนี้ยังผ่านการศึกษาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในหลากหลายตลาด หลากหลายเหตุการณ์มาแล้ว ผู้วิจัยจึงนำมาเป็นปัจจัยหนึ่งในการหาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV)

งานวิจัยนี้เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ เนื่องจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสามารถสะท้อนมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการได้ โดยเป็นการสะท้อนว่านักลงทุนมองว่ามูลค่าของกิจการ ณ ปัจจุบันคิดเป็นกี่เท่าของมูลค่ากิจการ ณ วันเริ่มต้น (มูลค่าทางบัญชี) ซึ่งเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนเลือกใช้ในการตัดสินใจลงทุน

อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Div Yield)

งานวิจัยนี้เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ เนื่องจากหุ้นของกิจการที่มีขนาดใหญ่อย่างเช่นกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 มักจะเป็นหุ้นที่มีเงินปันผล ดังนั้นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งในการเลือกลงทุน ซึ่งหุ้นที่ให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสูงขึ้นได้ด้วย เนื่องจากเงินปันผลถูกคำนวณอยู่ในอัตราผลตอบแทนของหุ้น

ความเห็นของนักวิเคราะห์ (Consensus)

งานวิจัยนี้ได้เลือกศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเห็นของนักวิเคราะห์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยความเห็นของนักวิเคราะห์เป็นตัวแปรปัจจัยที่ช่วยทางด้านจิตวิทยา เนื่องจากทฤษฎีจิตวิทยามหาชนได้อธิบายไว้ว่า พฤติกรรมการซื้อขายแบบตามๆ กันในตลาดเกิดขึ้นโดยนักลงทุนไม่สามารถอธิบายเหตุผลที่เป็นลักษณะของพฤติกรรมหมู่ งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้ความเห็นของนักวิเคราะห์ซึ่งสามารถเข้าถึงได้โดยนักลงทุนทุกคน และเป็นตัวชี้วัดลักษณะของพฤติกรรมหมู่ที่จะเกิดขึ้น โดยคาดการณ์ว่าการซื้อขายจะเป็นไปในทิศทางขึ้นของนักวิเคราะห์

4. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

จากก้าวแรกค้นข้อมูลเพื่อหารายชื่อกลุ่มบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 ผ่านระบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2555–2559 เป็นระยะเวลา 10 รอบการประกาศ ทำให้ได้กลุ่มหลักทรัพย์มาเป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละช่วงเวลาจำนวน 50 บริษัท คิดเป็นทั้งหมด 500 กลุ่มตัวอย่าง จากนั้นจึงทำการเก็บข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ที่จำเป็นต่อการวิจัย ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) และความเห็นของนักวิเคราะห์ (IAA Consensus) จากนั้นจึงคัดกรองกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) เท่ากับศูนย์ออกจากการวิจัย เนื่องจากบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นเท่ากับศูนย์ถือเป็นบริษัทที่มีการบริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งจะส่งผลให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ และจะทำให้ให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเท่ากับศูนย์เช่นกัน ซึ่งจากการคัดกรองพบว่ามีกลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นเท่ากับศูนย์ทั้งสิ้น 30 กลุ่มตัวอย่าง ซึ่งได้ผลดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างเบื้องต้น

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวนตัวอย่าง	% ของกลุ่มตัวอย่าง
P/E ratio > 0	470	94%
P/E ratio = 0	30	6%
รวม	500	100%

เมื่อคัดกรองเสร็จแล้ว ผู้วิจัยจึงเก็บข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงเวลา เพื่อนำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหุ้นตามวิธีที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งได้ค่าสถิติดังแสดงในตารางที่ 2

เมื่อพิจารณาจากผลที่ได้ดังตารางที่ 2 จะพบว่า ค่าตัวแปร PE มีความผันผวนค่อนข้างมาก จากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่เท่ากับ 235.47 และมีค่าต่ำสุดและสูงสุดที่ 1.49

และ 4980.12 ซึ่งจากการวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างที่มีค่า PE ผิดปกติพบว่า เป็นกลุ่มที่มีรายการปกติ (Non-recurring items) ในวุดนั้นๆ เพื่อไม่ให้การศึกษาคลาดเคลื่อน จึงจำเป็นต้องตัดกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวออก โดยเลือกตัดกลุ่มตัวอย่างที่มีค่า PE สูงผิดปกติ (Outliers) ออกทั้งสิ้น 9 กลุ่มตัวอย่าง ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างสำหรับศึกษา 461 กลุ่มตัวอย่าง กลุ่มตัวอย่างที่ถูกตัดแสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปร	Mean	Std. Dev.	Min	Max
PE	35.54	235.47	1.49	4980.12
PBV	4.08	3.99	0.38	22.67
DivYield	3.37	0.94	0.00	39.81
Return	0.04	0.23	-0.96	1.09

ตารางที่ 3 กลุ่มตัวอย่างที่มีค่า PE สูงผิดปกติ (Outliers)

ตัวอย่างที่	PE	PBV	DivYield	Return
21	28.11	1.29	2.48	0.01
41	123.40	0.99	3.55	0.26
176	1157.84	0.89	2.45	0.05
227	111.02	2.22	1.01	-0.27
306	257.64	1.41	2.86	-0.04
325	97.81	1.88	1.37	-0.23
354	4980.12	0.65	7.50	-0.06
425	162.28	2.64	0.00	-0.26
496	224.17	0.89	0.81	-0.07

ตารางที่ 4 ค่าสถิติเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างหลังตัดข้อมูลสูงผิดปกติออก

ตัวแปร	Mean	Std. Dev.	Min	Max
PE	20.51	11.77	1.49	69.45
PBV	4.13	3.95	0.38	22.67
DivYield	3.39	2.96	0.00	39.81
Return	0.05	0.23	-0.96	1.09

จากตารางที่ 4 ผลจากการตัดกลุ่มตัวอย่างที่ข้อมูลสูงผิดปกติออกจะได้ค่าสถิติต่างๆ ดังนี้ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) มีค่าเฉลี่ยที่ 20.51 และมีค่าต่ำสุดสูงสุดที่ 1.49 และ 69.45 ตามลำดับ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) มีค่าเฉลี่ยที่ 4.13

และมีค่าต่ำสุดสูงสุดที่ 0.38 และ 22.67 ตามลำดับ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) มีค่าเฉลี่ยที่ 3.39 และมีค่าต่ำสุดสูงสุดที่ 0.00 และ 39.81 ตามลำดับ และอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีค่าเฉลี่ยที่ 5% และมีค่าต่ำสุดสูงสุดที่ -9.19% และ 109% ตามลำดับ

ตารางที่ 5 ค่าสถิติของตัวแปรเชิงคุณภาพ

PE	Consensus			Total
	Sell	Hold	Buy	
0-10	0	178	2	73
11-20	0	178	18	196
21-30	1	98	5	104
31-40	0	45	4	49
41-50	0	28	2	30
51-60	0	4	1	5
61 เป็นต้นไป	0	4	0	4
Total	1	428	32	461

จากตารางที่ 5 จะพบว่ากลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา คือบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มดัชนี SET50 นั้น มีเพียง 1 บริษัทเท่านั้นที่มีความเห็นของนักวิเคราะห์ที่ควรขาย โดยมีค่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นในช่วง 21-30 สำหรับบริษัทที่มีความเห็นของนักวิเคราะห์ว่าควรถือต่อมีอยู่ 428 บริษัท ซึ่งช่วงที่มีจำนวนบริษัทมากที่สุด คือช่วงอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น 11-20 จำนวน 178 บริษัท ส่วนบริษัทที่นักวิเคราะห์ให้ความเห็นว่าควรซื้อมีทั้งสิ้น 32 บริษัท

ซึ่งช่วงอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นที่นักวิเคราะห์ให้ความเห็นว่าควรซื้อมากที่สุดอยู่ในช่วง 11-20 มีจำนวน 18 บริษัท แสดงให้เห็นว่านักวิเคราะห์มักแนะนำในแนวทางที่ดีต่อกลุ่มบริษัทที่มีค่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นในช่วง 11-20 และในกลุ่มดัชนี SET50 นักวิเคราะห์มักไม่ให้ความเห็นในทางไม่ดี หรือแนะนำให้ขายกับกลุ่มบริษัทเหล่านี้

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

	PE	PBV	DivYield	Consensus	Return
PE	1.0000				
PBV	0.3816*	1.0000			
DivYield	-0.3189*	-0.0702**	1.0000		
Consensus	0.0024	0.0057	-0.0413	1.0000	
Return	-0.0748**	-0.1171*	0.1307*	-0.0735	1.0000

* Correlation is significant at 0.05 level ** Correlation is significant at 0.10 level

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นพบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E ratio) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) เท่ากับ 0.3816 และ -0.3189 ตามลำดับ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

สำหรับตัวแปรอื่น ๆ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามของงานวิจัยคือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) มีความสัมพันธ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.1171 และ 0.1307 ตามลำดับ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis)

Multiple Linear Regression				Number of obs	=	461
				F(4,456)	=	3.51
				Prob > F	=	0.0077
Source	SS	df	MS	R-squared	=	0.0299
Model	0.7290	4	0.1823	Adj R-squared	=	0.0214
Residual	23.6558		0.0519	Root MSE	=	0.22776
Total	24.3848	460	0.0530			

Return	Coef.	Std.Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
PE	0.001014	0.00103	0.14	0.892	-0.00188	0.00216
PBV	-0.00647	0.00292	-2.22	0.027	-0.01221	-0.00074
DivYield	0.00965	0.00380	2.54	0.011	0.00218	0.01712
Consensus	-0.02906	0.04100	-0.71	0.479	-0.10964	0.05151
_cons	0.03867	0.02901	1.33	0.183	-0.01833	0.09568

จากตารางที่ 7 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุนามของกลุ่มตัวอย่าง ผลที่ได้พบว่าแบบจำลองมีค่า Prob > F เท่ากับ 0.0077 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 นั้นแสดงว่าโดยรวมแล้วแบบจำลองมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ 95%

สมมติฐาน

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่าตัวแปรต้นในแบบจำลอง 2 ตัวแปรมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นตัวแปรตามของงานวิจัยนี้ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% โดยตัวแปรแรก ได้แก่ ค่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Coef. = -0.00647, Std. Err. = 0.00292, P-value = 0.027) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก H₁ ที่ว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยอมรับสมมติฐานรองที่ว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางลบ กล่าวคือ หากกิจการใดกิจการหนึ่งมีค่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) น้อยลง 1 หน่วย ก็จะทำให้มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น 0.65%

สำหรับตัวแปรต้นอีกตัวแปรหนึ่งที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Coef. = 0.00965, Std. Err. = 0.00380, P-value = 0.011) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก H₂ ที่ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend yield) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และยอมรับสมมติฐานรองที่ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend yield) มีความสัมพันธ์กับอัตรา

ผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กล่าวคือ หากกิจการใดกิจการหนึ่งมีค่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย ก็จะทำให้มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น 0.97%

สำหรับตัวแปรต้นอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ยอมรับสมมติฐานรอง H₃ และ H₄ ที่ว่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (N/P ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และคำแนะนำในการลงทุนจาก IAA Consensus ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามลำดับ

เมื่อพิจารณาถึงทิศทางของความสัมพันธ์แล้วพบว่าไม่แตกต่างจากที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งจะอธิบายได้ในหัวข้อสรุปผลการวิจัย

5 สรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรต้นอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95% ซึ่งอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) มีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) ซึ่งสามารถอธิบายได้ เนื่องจากการทำกำไรจากการถือครองหุ้นสามัญนั้น จะทำได้ก็ต่อเมื่อต้นทุนในการได้มาซึ่งหุ้นสามัญนั้นถูกกว่าราคาที่คาดว่าจะขายได้ในอนาคต ดังนั้น การที่หุ้นของบริษัทนั้นๆ มีค่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV ratio) ต่ำนั้น แสดงว่าราคาของหุ้นสามัญเมื่อเทียบกับมูลค่าของบริษัทแล้วยังถือว่าไม่สูง ทำให้มีโอกาสที่ราคาจะเพิ่มสูงขึ้นในอนาคตและทำกำไรได้

ส่วนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) สามารถอธิบายได้ เนื่องจากการ

คำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) นั้น หนึ่งในตัวแปรที่นำมารวมคำนวณด้วย คือเงินปันผลต่อหุ้นของหุ้นสามัญนั้นๆ ดังนั้น อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) (ซึ่งเป็นอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลระหว่างงวดต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ) จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) เป็นส่วนหนึ่งของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) นั่นเอง

งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ในด้านปัจจัยเชิงคุณภาพกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Return) ซึ่งใช้ความเห็นของนักวิเคราะห์ (Consensus) เป็นตัวแทน เนื่องจากพฤติกรรมในตลาดนั้นอาจยังไม่ชัดเจนว่าพฤติกรรมหมู่ที่เกิดขึ้นจากการอธิบายของทฤษฎีจิตวิทยามวลชนเป็นผลมาจากความเห็นของนักวิเคราะห์ (Consensus) เพียงปัจจัยเดียวเท่านั้น คาดว่ามีปัจจัยอื่นที่มากกว่าที่นำมาใช้ในงานวิจัย เช่น ทิศทางของการซื้อขาย (Momentum) เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ได้ใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มดัชนี SET50 ซึ่งเป็นหุ้นที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงประกอบด้วยหุ้นขนาดเล็กอีกมาก งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาขยายกลุ่มตัวอย่างให้กว้างกว่ากลุ่มดัชนี SET50 นอกจากนี้ การพยายามอธิบายพฤติกรรมหมู่โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่แคบอย่างกลุ่มดัชนี SET50 อาจยังไม่เพียงพอในการหาความสัมพันธ์ เนื่องจากสิ่งที่เกิดขึ้นจากพฤติกรรมหมู่

มักแสดงออกชัดเจนในหุ้นกลุ่มที่เป็นกิจการขนาดใหญ่ เนื่องจากราคาที่ไม่สูง ทำให้การตัดสินใจซื้อขายอาจไม่มีเหตุผลมีมากกว่าหุ้นที่เป็นกิจการขนาดใหญ่ งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาขยายกลุ่มตัวอย่างไปยังหุ้นขนาดเล็กเก็บข้อมูลปัจจัยเชิงคุณภาพได้ เช่น ขยายกลุ่มให้กว้างขึ้นเป็นกลุ่มดัชนี SET100 หรืออาจพิจารณาเจาะจงที่อัตราส่วนใดอัตราส่วนหนึ่งในการวิเคราะห์

REFERENCES

- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680.
- Jeffrey, J., Lonsdale, K. B., & Randolph, W. (1999). Earnings yields, market values, and stock returns. *The Journal of Finance*, 44(1), 135–148.
- Lawless, J. (2004). Predicting returns with financial ratios. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 209–235.
- Martini, D., & Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese Business Review*, 8(6), 44.
- Schiller, R. J., Fischer, S., & Friedman, B. M. (1984). *Stock prices and social dynamics*. *Brookings papers on economic activity*, 1984(2), 457–510.