



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10

The 10th STOU National Research Conference

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มการเกษตรและ
อุตสาหกรรมอาหาร ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
The Relationship Between Financial Ratios and Stock Returns for Firms in Agro and Food Industry Sector of the
Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market of Alternative Investment (MAI)

ภาณุพงศ์ ตรีสกุลพงษ์ (Panupong Treesakulpong)¹ จตุรวิทย์ เขียวชะอุ่ม (Jutuwit Khieochaum)²จิรารัช พิพัฒน์นราพงศ์ (Jirarat Pipatnarapong)³

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มการเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และเปรียบเทียบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมีความแตกต่างหรือไม่ระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากการเงินของบริษัทในไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2557 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2562 รวมทั้งสิ้น 912 หน่วยตัวอย่าง จาก 38 บริษัท จากการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่า อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรขั้นต้น และอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และเมื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ดังกล่าวของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด SET กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI พบว่าไม่สามารถสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ MAI มีความแตกต่างกัน ผลการวิจัยนี้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้สนใจโดยแสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินเป็นข้อมูลที่สำคัญในการพิจารณาหลักทรัพย์ของบริษัททั้งใน SET และ MAI ในแง่ของสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความเสี่ยงจากการกู้ยืม และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

คำสำคัญ อัตราส่วนทางการเงิน ผลตอบแทนหลักทรัพย์ กลุ่มการเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

¹ นักศึกษาหลักสูตรปริญญาโท มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ถนนวิภาวดีรังสิต เขตดินแดง กรุงเทพฯ 10400 guy_panupong@hotmail.com

² อาจารย์ ดร. คณบดีคณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ถนนวิภาวดีรังสิต เขตดินแดง กรุงเทพฯ 10400 jatuwit_khi@utcc.ac.th

³ อาจารย์ ดร. ประจำสาขาวิชาสอบบัญชีและตรวจสอบภายใน มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ถนนวิภาวดีรังสิต เขตดินแดง กรุงเทพฯ 10400 jirarat_pipat@utcc.ac.th



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10

The 10th STO National Research Conference

Abstract

The objectives of this study are to investigate whether financial ratios are related to stock returns for firms in agricultural and food sector and whether its relationship is different between firms listed in the Stock Exchange of Thailand (SET) and those listed in the Market of Alternative Investment (MAI). By employing the multiple regression with 912 observations from 38 firms during the period of the first quarter of 2014 and the fourth quarter of 2019, the results show that account receivable turnover ratio (ART), fixed asset turnover ratio (FAT), inventory turnover ratio (IT), interest coverage ratio (ICR), and return on equity ratio (ROE) are significantly and positively associated with stock returns, whereas the ratios of debt to equity (DE), gross profit (GP), and return on asset (ROA) are significantly and negatively related to stock returns. These results suggest that agro and food firms with high value of ART, FAT, IT, ICR, and ROE are likely to have higher returns. Conversely, firms with higher value of DE, GP, and ROA are likely to have less returns. Moreover, when comparing these relationships for firms listed in SET with that of firms listed in MAI, the results show that observations in this study is not sufficient to indicate whether they are different or not. The findings contribute to both current and potential investors to the firms in SET and MAI markets by showing that financial ratios are crucial information specifically in term of firm's liquidity, asset management, debt management, and profit making ability when considering to put an investment into the firms or adjust their current portfolios.

Keywords: Financial ratios, Stock return, Agro and food industry, SET, MAI



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10

The 10th STOU National Research Conference

บทนำ

ปัจจุบันมีผู้สนใจลงทุนในตลาดหุ้นเพิ่มมากขึ้นเนื่องจากสามารถสร้างผลตอบแทนได้ทั้งในรูปแบบของเงินปันผล (Dividends) และกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital Gains) ที่มากกว่าการออมเงินกับธนาคาร⁴ แต่เนื่องด้วยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากตลาดหุ้นนั้นมีความผันผวนขึ้นอยู่กับการดำเนินการของกิจการนั้น ๆ ผู้ลงทุนจึงต้องอาศัยแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องในการพิจารณาลงทุนในแต่ละหลักทรัพย์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนเป็นไปตามความคาดหวัง และลดความเสี่ยงในการเกิดผลขาดทุนจากการลงทุน รายการทางการเงินของบริษัทจึงมีบทบาทที่สำคัญสำหรับนักลงทุนในการประเมินผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของ บริษัททั้งในอดีต ปัจจุบัน และความเป็นไปได้ในอนาคต (Anwaar, 2016) และเพื่อให้ข้อมูลดังกล่าวสามารถเปรียบเทียบกันได้ระหว่างบริษัท (การวิเคราะห์เปรียบเทียบ) หรือระหว่างช่วงเวลาที่แตกต่างกันของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง (การวิเคราะห์แนวโน้ม) การจัดทำอัตราส่วนทางการเงินจึงเป็นหนึ่งในเทคนิคที่พบบ่อยที่สุดในการประเมินข้อมูลทางการเงินของบริษัท (Rm Musallam, 2018) ในช่วงหลายสิบปีที่ผ่านมาจึงมีงานวิจัยจำนวนมากชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินถูกใช้เป็นปัจจัยที่ใช้ในการทำนายตัวเลขในแง่ต่างๆ ของบริษัท เช่น Delen, Kuzey & Uyar (2013) ระบุว่าตัวแปรที่สำคัญที่สุดในการคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตคือ อัตราส่วนกำไรสุทธิ (net profit margin ratio) และอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Earnings before Interest and Tax to Equity Ratio) นอกจากนี้งานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งได้แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนทางการเงินถือเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพเครื่องมือหนึ่งในการทำนายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาด ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Chen & Shen (2009), Lewellen (2004) และ Shafna et al.'s (2013) ระบุว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีประสิทธิภาพและเป็นประโยชน์มากที่สุดสามตัวที่ทำนายความสามารถของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Ratio) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (Book to Market Value Ratio) และอัตราผลตอบแทนกำไร (Earning Yield Ratio)

อย่างไรก็ตามถึงแม้จะมีผลงานวิจัยจำนวนมากยืนยันว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตลาดหุ้น แต่ผลการวิจัยเหล่านั้นก็ไม่สามารถให้ข้อสรุปเพียงหนึ่งเดียวที่สามารถนำความรู้ที่ได้จากการศึกษาไปใช้กับบริบทอื่น ๆ ที่ไม่ได้อยู่ในการศึกษานั้น ๆ ได้ ทั้งนี้เพราะตลาดหุ้นแต่ละตลาดมีระดับความสามารถในการสะท้อนข้อมูล ข่าวสาร ความเชื่อ ความคาดหวัง และทุกอย่างที่เกี่ยวข้องทั้งหมดไปยังราคาของหลักทรัพย์ ตามทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพ (Efficient Market) ไม่เท่ากัน นอกจากนี้ความแตกต่างของตลาดหุ้นในแต่ละประเทศยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ อย่างเช่น กฎระเบียบที่ใช้บังคับ บทบาทของรัฐบาลที่มีต่อตลาดหุ้น วัฒนธรรม รวมไปถึงความแตกต่างของอุตสาหกรรมก็อาจส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในแต่ละตลาดหุ้นมีความแตกต่างกัน ดังเช่นที่แสดงให้เห็นจากผลการวิจัยของ Katchova & Enlow (2013) ที่ใช้การวิเคราะห์ตามแนวของ Dupont ทำการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร เปรียบเทียบกับบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรมีผลตอบแทนสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ โดยผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นที่สูงนั้นส่วนใหญ่เกิดจากอัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover Ratios) ที่สูงกว่า หรือผลการวิจัยที่แตกต่างจากการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวในประเทศต่าง ๆ เช่น งานวิจัยของ Rm Musallam (2018) ซึ่งทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของ 26 บริษัทที่จดทะเบียนในกาตาร์ตั้งแต่ปี 2009 ถึงปี 2015 และจากการวิเคราะห์ด้วย Weighted Least Square (WLS)

⁴ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (อ้างอิงจากดัชนีหลักทรัพย์) คิดเป็นร้อยละ 1.02 ซึ่งมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์จากธนาคารแห่งประเทศไทยอยู่ระหว่างร้อยละ 0.30 - 0.63



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10 The 10th STOU National Research Conference

พบว่ากำไรต่อหุ้น (Earning per Share) อัตราส่วนผลตอบแทนกำไร (Earnings Yield Ratio) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตลาด แต่อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดของ ส่วนของผู้ถือหุ้น (Book to Market Value Ratio) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price to Earnings Ratio) อัตราส่วนกำไรจากเงินปันผล (Dividends Earnings Ratio) และ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตลาด ในขณะที่ Anwaar (2016) ซึ่งทำการศึกษาผลกระทบของผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในดัชนี FTSE-100 ของตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนในช่วงปี 2005 ถึงปี 2014 จากวิเคราะห์การถดถอยด้วยข้อมูลชนิดพหุมิติ (Panel Regression Analysis) ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่าอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) และผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่กำไรต่อหุ้น (Earning per Share) มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์

สำหรับตลาดทุนของประเทศไทยแม้ว่าจะเป็นตลาดที่มีการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงมากที่สุดแห่งหนึ่งในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ตลาดทุนของไทยก็ยังมีลักษณะแตกต่างอย่างมากเมื่อเทียบกับตลาดทุนในประเทศอื่น ๆ จึงเป็นเหตุผลที่สำคัญว่าความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราส่วนทางการเงินและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดทุนของประเทศไทยอาจมีความแตกต่างจาก ผลการวิจัยในประเทศต่าง ๆ ที่มีอยู่ในปัจจุบัน ด้วยเหตุนี้นักวิจัยและนักวิชาการจึงได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวในมุมมองต่าง ๆ ของบริบทตลาดทุนไทย แต่ผลการศึกษาที่ได้ก็ยังไม่สามารถให้ข้อสรุปเพียงหนึ่งเดียวเพื่อใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจลงทุน ในหลักทรัพย์ของแต่ละอุตสาหกรรมแก่นักลงทุนในประเทศไทย⁵ งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อต่อยอดความรู้เกี่ยวกับความสัมพันธ์ ดังกล่าวในอีกมุมมองหนึ่ง นั่นก็คือ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทใน กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดย เหตุผลที่ผู้วิจัยเลือกบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารเป็นกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้เนื่องจากหลักทรัพย์กลุ่มอาหารมี ลักษณะพื้นฐานของธุรกิจที่เป็นปัจจัย 4 จึงมักไม่ได้รับผลกระทบมากนักแม้ในภาวะที่เศรษฐกิจไม่มีเสถียรภาพ⁶ อีกทั้งบริษัทในกลุ่ม การเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีแนวโน้มการเติบโตเป็นอย่างมาก ดังที่แสดงจากจำนวนการขอรับการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ระหว่างเดือนมกราคม ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2562 รวมทั้งหมด 132 โครงการ เพิ่มขึ้นจากช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนร้อยละ 28

⁵ วรัญญา ณ ราชสิมา และคณะ (2561) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวนทั้งสิ้น 33 บริษัท พบว่า อัตราการหมุนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt To Equity) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ แต่อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่งานวิจัยของ ชนวิ ยิงนิรันดร์ และทรงวิทย์ เจริญกิจจนลาภ (2562) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม บริการ ทมวคขนส่งและโลจิสติกส์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลง ราคาหลักทรัพย์ มีเพียงอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)

⁶ จากการรายงานผลการดำเนินงานในครึ่งปีแรกปี 2563 ของ MAI พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรค COVID-19 แต่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เป็นหนึ่งในสามกลุ่มอุตสาหกรรม (จากทั้งหมด 8 อุตสาหกรรม) ที่ยังคงรักษาการเติบโตของกำไรไว้ได้ โดยอีกสองกลุ่ม อุตสาหกรรมคือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มเทคโนโลยี (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สิงหาคม 2563)



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10 The 10th STOU National Research Conference

คิดเป็นมูลค่าลงทุนรวม 30,160 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 46 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน⁷ ดังนั้นข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่ใช้อธิบายหรือทำนายผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้จะมีประโยชน์อย่างยิ่งต่อนักลงทุนเพื่อใช้ในการประเมินบริษัทในด้านต่างๆ และเนื่องจากประเทศไทยมีตลาดทุนที่ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์จากสาธารณะจำนวน 2 ตลาดคือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ซึ่งทั้งสองตลาดมีความแตกต่างกันในแง่ของขนาดของบริษัทที่จดทะเบียนในแต่ละตลาด⁸ และปัจจัยนี้อาจเป็นปัจจัยที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของทั้งสองตลาดมีความแตกต่างกัน งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่สองเพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัท ในกลุ่มการเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
2. เพื่อเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทของ บริษัท ในกลุ่มการเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในงานวิจัยนี้ เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ได้แก่

1. อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio)
2. อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (Quick Ratio)
3. อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (Account Receivable Turnover)
4. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover)
5. อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (Account Payable Turnover)
6. อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover)
7. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Total Asset Turnover)
8. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio)
9. อัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio)
10. อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin)
11. อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin)
12. อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (Return on Asset)
13. อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity)

⁷ ข้อมูลจากกรมอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร

⁸ SET ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป ในขณะที่ MAI เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง และมีแนวโน้มการเติบโตในอนาคต (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, สิงหาคม 2563)



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10
The 10th STOU National Research Conference

ระเบียบวิธีวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยเก็บรวบรวมข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน 13 อัตราส่วนและราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่รายงานผลการดำเนินงานเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2557 ถึงไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2562 จากเว็บไซต์ Setsmart.com จากนั้นกำจัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่รอบบัญชีมีใช้รอบปีปฏิทิน ทำให้มีหน่วยตัวอย่างเหลืออยู่จำนวน 912 หน่วยจาก 38 บริษัท (รายละเอียดแสดงในตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 ตารางแสดงกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย		ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	รวม
	เกษตร	อาหารและเครื่องดื่ม	เกษตรและอาหาร	
จำนวนบริษัท	12	41	9	62
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(4)	(12)	(7)	(23)
หัก บริษัทที่รอบบัญชีมิใช่รอบปีปฏิทิน	(-)	(1)	(-)	(1)
คงเหลือ	8	28	2	38
จำนวนไตรมาส				24
จำนวนทั้งสิ้น				912

เมื่อรวบรวมข้อมูลตัวแปรได้ครบถ้วนแล้ว ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบกลุ่มตัวอย่างว่าเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุหรือไม่ (Multiple Linear Regression Assumptions) โดยทดสอบว่าค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเท่ากับศูนย์หรือไม่โดยใช้ Breusch-Pagan test ทดสอบว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติหรือไม่โดยใช้ Kolmogorov-Smirnov Test ทดสอบค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่หรือไม่โดยพิจารณาแผนภาพการกระจาย Scatter Plot และทดสอบค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกันหรือไม่พิจารณาจากค่าสถิติ Durbin-Watson⁹ หลังจากนั้นผู้วิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม

⁹ ผลการทดสอบพบว่ากลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้ผ่านข้อตกลงเพียงสองข้อคือ ค่าความคลาดเคลื่อนเท่ากับศูนย์ และ ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน ดังนั้นผู้อ่านจึงควรใช้ความระมัดระวังในการตีความผลการศึกษางานวิจัยนี้



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10
The 10th STOU National Research Conference

2. สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบหนึ่งต่อหนึ่งระหว่างตัวแปรกับตัวแปร

3. การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกลุ่มตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม โดยก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ดังกล่าว ผู้วิจัยทำการคัดเลือกตัวแปรอิสระที่ไม่สามารถอธิบายตัวแปรตามออกจากสมการที่ละตัวด้วยวิธีลดตัวแปร (Backward Elimination)¹⁰ จากนั้นตัวแปรอิสระที่เหลือถูกนำมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วย time fixed effect regression model¹¹ ทั้งนี้เนื่องข้อมูล ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อาจถูกกระทบด้วยตัวแปรอิสระอื่นนอกสมการ (unobserved variables) ที่มีการเปลี่ยนแปลงตามเวลาแต่มีผลกระทบต่อพฤติกรรมของแต่ละบริษัทเท่าเทียมกัน เช่น กฎระเบียบต่าง ๆ ที่บังคับใช้ในแต่ละช่วงเวลา สมการที่ใช้ในการประมาณค่าของข้อมูลสามารถแสดงได้ดังนี้

$$Return_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ART_{i,t} + \alpha_2 FAT_{i,t} + \alpha_3 IT_{i,t} + \alpha_4 DE_{i,t} + \alpha_5 ICR_{i,t} + \alpha_6 GP_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 ROE_{i,t} + \alpha_9 LOGTA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่

Return คือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัท คำนวณจากราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่รายงานผลการดำเนินงานไตรมาสปัจจุบัน ลบด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่รายงานผลการดำเนินงานไตรมาสที่ผ่านหารด้วยราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่รายงานผลการดำเนินงานไตรมาสที่ผ่าน $((Price_t - Price_{t-1}) / Price_{t-1})$

ART คือ อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (Account Receivable Turnover)

FAT คือ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover)

IT คือ อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover)

DE คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity)

ICR คือ อัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio)

GP คือ อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit)

ROA คือ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (Return on Asset)

ROE คือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity)

LogTA คือ ขนาดของกิจการ วัดค่าจากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

¹⁰ จากการทดสอบตัวแปรอิสระ 13 ตัวแปร พบว่ามี 5 ตัวแปรตัวที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p \geq 0.05$) จึงถูกคัดออกจากสมการ โดย 5 ตัวแปรดังกล่าวได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และอัตรากำไรสุทธิ

¹¹ ข้อมูลประเภท Panel Data เป็นข้อมูลของหน่วยตัวอย่างหลาย ๆ หน่วย (Cross-sectional Data) ที่ถูกเก็บรวบรวมในหลาย ๆ ช่วงเวลาสำหรับหน่วยตัวอย่างหนึ่ง ๆ (Time Series) ข้อมูลประเภทนี้จึงอาจมีตัวแปรที่มีอิทธิพลคงที่ไม่แปรไปตามเวลา (Time-invariant) และตัวแปรเหล่านั้นก็อาจมีอิทธิพลเฉพาะต่อหน่วยตัวอย่าง (Individual Specific Effect) แฝงอยู่ภายในหน่วยตัวอย่างที่สำรวจ ซึ่งอาจทำให้เกิดปัญหา Serial Correlation และ Heteroskedasticity ตามมา ดังนั้นเพื่อจัดการกับตัวแปรแฝงดังกล่าว ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบด้วย Hausman Test ซึ่งเป็นการทดสอบว่าระหว่าง Fixed Effect Model หรือ Random Effect Model แบบจำลองใดเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมในการประมาณค่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ผลการทำสอบพบว่า Fixed Effect Model คือแบบจำลองที่เหมาะสม



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10
The 10th STOU National Research Conference

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างดังที่แสดงในตารางที่ 2 พบว่า ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 25.696 หมายถึงกิจการมีอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นร้อยละ 25 ในทุกไตรมาส อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (ART) ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.365 หมายถึงกิจการสามารถเก็บหนี้จากลูกหนี้ได้ 16 ครั้งในแต่ละไตรมาส อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.936 หมายถึงกิจการสามารถสร้างรายได้จากสินทรัพย์เท่ากับ 3.9358 เท่า อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (IT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.438 หมายถึงกิจการสามารถจำหน่ายสินค้าได้เร็วเท่ากับ 7 ครั้งในแต่ละไตรมาส อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.891 หมายถึงกิจการมีสัดส่วนหนี้สิน 0.8909 เท่าของส่วนผู้ถือหุ้น อัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 75.097 หมายถึงกิจการมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้เท่ากับ 75.0974 เท่าของดอกเบี้ยจ่าย อัตรากำไรขั้นต้น (GP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.916 หมายถึงกิจการสร้างกำไรจากรายได้เป็นร้อยละ 22.9158 ของราคาขายสินค้าหรือบริการ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.615 หมายถึงกิจการสามารถนำสินทรัพย์มาสร้างผลกำไรได้ร้อยละ 7.6149 ของเงินลงทุนในสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.791 หมายถึงกิจการสามารถบริหารงานให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นเท่ากับร้อยละ 8.7907 ของยอดรวมผู้ถือหุ้น และขนาดกิจการ (LogTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.750

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

n = 912				
ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (X-bar)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD)
ตัวแปรตาม:				
Return	25.696	266.000	-0.470	42.782
ตัวแปรอิสระ:				
ART	16.365	249.842	0.000	23.387
FAT	3.936	15.954	0.007	2.789
IT	7.438	113.704	1.054	6.508
DE	0.891	4.515	0.002	0.772
ICR	75.097	21,319.94	(45,535.67)	1,789.00
GP	22.916	101.787	(65.351)	20.353
ROA	7.615	30.582	(23.033)	7.768
ROE	8.791	40.318	(31.716)	11.134
ตัวแปรควบคุม:				
LogTA	6.750	8.806	5.736	0.598

โดยที่ Return = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ART = อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า
FAT = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร IT = อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ
DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ICR = อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10

The 10th STOU National Research Conference

GP = อัตรากำไรขั้นต้น

ROE = อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

ROA = อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์

LogTA= ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation Analysis) ดังที่แสดงในตารางที่ 3 พบว่า โดยรวมแล้วตัวแปรแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำเพราะมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต่ำกว่า 0.5 ยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ ที่แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงถึง 0.914 ทั้งนี้เนื่องจากการคำนวณอัตราส่วนทั้งสองใช้ตัวตั้งที่เป็นมูลค่าเดียวกันนั่นเอง สำหรับทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปรกับตัวแปรตาม ผลการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (ART) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้างคงเหลือ (IT) อัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ (Return) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่า ถ้าอัตราส่วนเหล่านี้เพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Return) เพิ่มขึ้นตาม แต่ถ้าอัตราส่วนเหล่านี้ลดลงจะทำให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ลดลงเช่นกัน ในทางกลับกัน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Return) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่า ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพิ่มขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Return) ลดลง แต่ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ลดลงจะทำให้ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Return) เพิ่มขึ้น สำหรับอัตราส่วนกำไรขั้นต้น (GP) และอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Return) อย่างมีนัยสำคัญ



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10
The 10th STOU National Research Conference

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

n=912

Variables	Return	ART	FAT	IT	DE	ICR	GP	ROA	ROE	LOGTA
Return	1	0.2010 [*] 0.0000	0.1990 [*] 0.0000	0.0910 [*] 0.0060	(0.1800) 0.0000	0.0850 [*] 0.0103	(0.0589) 0.0756	0.0278 0.4020	0.0700 [*] 0.0345	(0.0038) 0.9094
ART		1	0.0288 0.3849	0.3410 [*] 0.0000	(0.1820) 0.0000	0.0045 0.8921	0.3030 [*] 0.0000	0.2590 [*] 0.0000	0.1610 [*] 0.0000	0.1300 [*] 0.0001
FAT			1	(0.1660) 0.0000	(0.1060) 0.0013	0.0496 0.1344	(0.3120) 0.0000	0.1330 [*] 0.0001	0.1150 [*] 0.0005	(0.0379) 0.2531
IT				1	(0.1620) 0.0000	0.0495 0.1356	0.3580 [*] 0.0000	0.3300 [*] 0.0000	0.2630 [*] 0.0000	0.0637 0.0544
DE					1	(0.0438) 0.1860	(0.1730) 0.0000	(0.3030) 0.0000	(0.2490) 0.0000	0.4530 [*] 0.0000
ICR						1	0.0536 0.1057	0.0990 [*] 0.0029	0.0720 [*] 0.0294	(0.0416) 0.2095
GP							1	(0.2570) 0.0000	(0.2770) 0.0000	0.0464 0.1614
ROA								1	0.9140 [*] 0.0000	0.0860 [*] 0.0095
ROE									1	0.1690 [*] 0.0000
LogTA										1

* ระดับความเชื่อมั่นทางสถิติที่ 0.05

โดยที่ Return = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ART = อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า
FAT = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร IT = อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ
DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ICR = อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย
GP = อัตรากำไรขั้นต้น ROA = อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์
ROE = อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น LogTA= ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุซึ่งเป็นผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์เพื่อตอบสนองมาตรฐานของการศึกษา โดยผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราส่วนทุกอัตราส่วนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยแสดงค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjust R-Square) เท่ากับ 0.1480 มีความหมายว่า ตัวแปรอิสระซึ่งประกอบด้วยอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (ART) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (IT) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) อัตรากำไรขั้นต้น (GP) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถอธิบายตัวแปรตามคือผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้ร้อยละ 14.80 ที่เหลือร้อยละ 85.20 เป็นผลมาจากตัวแปรอื่นๆ ที่ไม่ได้นำมาทดสอบในการวิจัย



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10

The 10th STOU National Research Conference

ครั้งนี้ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตาม พบว่า อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (ART) ($\alpha = 0.422, p < 0.05$) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) ($\alpha = 2.435, p < 0.05$) อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (IT) ($\alpha = 0.749, p < 0.05$) อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) ($\alpha = 0.002, p < 0.05$) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ($\alpha = 1.779, p < 0.05$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ($\alpha = -10.601, p < 0.05$) อัตรากำไรขั้นต้น (GP) ($\alpha = -0.310, p < 0.05$) และอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (ROA) ($\alpha = -3.028, p < 0.05$) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ สำหรับตัวแปรควบคุมซึ่งก็คือขนาดของกิจการ พบว่าไม่สามารถอธิบายระดับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้เนื่องจากค่าความเชื่อมั่น (Probability) มีค่ามากกว่าค่านัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าผลการศึกษานับสนับสนุนสมมติฐาน H_1 คือ อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

$$Return_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ART_{i,t} + \alpha_2 FAT_{i,t} + \alpha_3 IT_{i,t} + \alpha_4 DE_{i,t} + \alpha_5 ICR_{i,t} + \alpha_6 GP_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 ROE_{i,t} + \alpha_9 LOGTA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variables	ตัวแปรตาม: Return		Tolerance	VIF
	Coefficients	Prob.		
ตัวแปรอิสระ:				
ART	0.422	0.000**	0.737	1.356
FAT	2.435	0.000**	0.809	1.236
IT	0.749	0.001**	0.743	1.346
DE	-10.601	0.000**	0.626	1.598
ICR	0.002	0.003**	0.978	1.022
GP	-0.310	0.000**	0.693	1.443
ROA	-3.028	0.000**	0.139	7.220
ROE	1.779	0.000**	0.140	7.127
ตัวแปรควบคุม:				
LogTA	2.394	0.379	0.649	1.542
Time Fixed effect: Quarter	Yes			
Constant	13.988	0.417		
F	16.866			
Adjust R-Square	0.148			
n	912			

หมายเหตุ * มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.050

โดยที่	Return = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	ART = อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า
	FAT = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร	IT = อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ
	DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ICR = อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย
	GP = อัตรากำไรขั้นต้น	ROA = อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์
	ROE = อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	LogTA = ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10
The 10th STOU National Research Conference

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (โดยใช้ตัวแปรหุ่น)

$$\begin{aligned} \text{Return}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ART}_{i,t} + \alpha_2 \text{FAT}_{i,t} + \alpha_3 \text{IT}_{i,t} + \alpha_4 \text{DE}_{i,t} + \alpha_5 \text{ICR}_{i,t} + \alpha_6 \text{GP}_{i,t} + \alpha_7 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_8 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_9 \text{D}_{i,t} \\ & + \alpha_{10} \text{D} * \text{ART}_{i,t} + \alpha_{11} \text{D} * \text{FAT}_{i,t} + \alpha_{12} \text{D} * \text{IT}_{i,t} + \alpha_{13} \text{D} * \text{DE}_{i,t} + \alpha_{14} \text{D} * \text{ICR}_{i,t} + \alpha_{15} \text{D} * \text{GP}_{i,t} \\ & + \alpha_{16} \text{D} * \text{ROA}_{i,t} + \alpha_{17} \text{D} * \text{ROE}_{i,t} + \alpha_{18} \text{D} * \text{LOGTA}_{i,t} + \alpha_{19} \text{LOGTA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Variables	ตัวแปรตาม: Return		Tolerance	VIF
	Coefficients	Prob.		
ตัวแปรอิสระ:				
ART	0.432	0.000*	0.734	1.363
FAT	2.554	0.000*	0.761	1.315
IT	0.708	0.003*	0.727	1.375
DE	(9.293)	0.000*	0.596	1.677
ICR	0.002	0.003*	0.978	1.022
GP	(0.316)	0.000*	0.685	1.459
ROA	(3.166)	0.000*	0.133	7.492
ROE	1.873	0.000*	0.130	7.685
D*ART	(3.081)	0.701	0.011	92.969
D*FAT	(2.825)	0.714	0.025	39.523
D*IT	(1.680)	0.886	0.020	49.757
D*DE	7.026	0.697	0.081	12.282
D*ICR	0.074	0.951	0.240	4.166
D*GP	0.123	0.962	0.024	41.651
D*ROA	3.739	0.722	0.008	124.778
D*ROE	(2.173)	0.556	0.019	53.196
ตัวแปรควบคุม:				
LogTA	(1.067)	0.711	0.576	1.737
Time fixed Effect: Quarter	Yes		0.916	1.091
Constant	36.744	0.046		
F	10.253			
Adjust R-Square	0.155			
n	912			

หมายเหตุ * มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.050

โดยที่	Return = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	ART = อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า
	FAT = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร	IT = อัตราหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ
	DE = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ICR = อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย
	GP = อัตรากำไรขั้นต้น	ROA = อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์
	ROE = อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	LogTA = ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
	D = 1 หากตัวอย่างนั้นเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และเท่ากับ 0 หากตัวอย่างนั้นเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10 The 10th STOU National Research Conference

เพื่อเปรียบเทียบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทใน SET และบริษัทใน MAI มีความแตกต่างกันหรือไม่ ผู้วิจัยได้เพิ่มพจน์ปฏิสัมพันธ์ (Interaction term) เข้าไปในสมการโดยใช้ตัวแปรหุ่น ผลการวิเคราะห์พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของพจน์ปฏิสัมพันธ์ของทุกอัตราส่วนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และบริษัทที่จดทะเบียนใน MAI ไม่มีความแตกต่างกัน ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากจำนวนตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนใน MAI มีจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับจำนวนตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนใน SET

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์จากการศึกษาครั้งนี้ พบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) กลุ่มการเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับ 0.05 โดยอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (ART) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เนื่องจากถ้ากิจการได้รับชำระหนี้เพิ่มขึ้น ก็จะทำให้มีผลตอบแทนมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามผลการวิเคราะห์นี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ณัฐพล วชิรมนตรี (2561) ที่ศึกษาพบว่าอัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้าและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน เช่นเดียวกัน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) อัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าถ้ากิจการนำสินทรัพย์ไปทำให้เกิดรายได้เพิ่มขึ้น ขายสินค้าได้มากขึ้น มีผลตอบแทนที่สูงขึ้น หรือไม่มีปัญหาในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ ก็จะทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในหลักทรัพย์และส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นสูงขึ้นและนั่นจะสะท้อนเป็นผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ที่มากขึ้นไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ณัฐพล จักรภักดิ์ศิริสุข (2559) จุฬามาศ โพธิศิริ (2557) และ Sami RM Musallam (2018) ที่ศึกษาพบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (IT) อัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) ก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เช่นกัน แต่อย่างไรก็ตามผลการวิเคราะห์นี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ เตือนศิริ ดวงแก้ว (2556) ที่ศึกษาพบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กัน ในทางตรงกันข้าม ผลการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตรากำไรขั้นต้น (GP) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของณัฐพล จักรภักดิ์ศิริสุข (2559) และ กมลวรรณ นันทพูลทรัพย์ (2560) ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มการเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ไม่สามารถเป็นตัวแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทั้งหมดได้

2. การศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้ตัวแปรควบคุมเพียงตัวแปรเดียวเท่านั้นคือ ขนาดของกิจการ ซึ่งในอนาคตสามารถนำปัจจัยอื่นมาร่วมพิจารณาเพิ่มเติมหรือตัวแปรควบคุมอื่นร่วมด้วย และควรศึกษาปัจจัยภายนอก เช่น อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อัตราเงินเฟ้อ เป็นต้น เพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่ครอบคลุมความเป็นจริงมากขึ้น



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10
The 10th STOU National Research Conference

เอกสารอ้างอิง

- กมลวรรณ นันทพูลทรัพย์. (2560). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หมวดพาณิชย์ที่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). กรุงเทพมหานคร, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, คณะบริหารธุรกิจ.
- จุฑามาศ โพธิศิริ. (2557). ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทกลุ่มธุรกิจการเกษตรที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, คณะบริหารธุรกิจ.
- ชนนี ยิ่งนิรันดร์ และ ทรงวิทย์ เจริญกิจธนาภ. (2562). ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราการเปลี่ยนแปลง ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการหมวดขนส่งและ โลจิสติกส์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการนวัตกรรมสื่อสารสังคม*, 2(14), 84-92.
- ณัฐพล จักรภักดิ์ศิริสุข. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกรณีศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมเหล็ก (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ณัฐพล วชิรมนตรี. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ กรณีกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยราชภัฏธนบุรี, คณะบริหารธุรกิจ.
- เดือนศิริ ดวงแก้ว. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- วรัญญา ณ ราชสีมา, ณัฐวิภา กิตติวุฒิชูศิลป์, ชลิตา เสนสิทธิ, พิจิตรา มิตรสันเทียะ, อรสา จันทร์อ่อน, พงษ์สุทธิ พันธ์แสน, และนงคินี จันทร์จรัส. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี*, 2(2), 52-64.
- Anwaar, M. (2016). Impact of Firms' Performance on Stock Returns (Evidence from Listed Companies of FTSE-100 Index London, UK). *Global Journal of Management and Business Research*, 16(1), 678-685.
- Chen, S. W., & Shen, C. H. (2009). Is the Stock Price Higher than that Implied by the Fundamentals? *International Research Journal of Finance and Economics*, 1(29), 87-109.
- Delen, D., Kuzey, C., & Uyar, A. (2013). Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach. *Expert Systems with Applications*, 40(10), 3970-3983. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2013.01.012>
- Katchova, A. L., & Enlow, S. J. (2013). Financial Performance of Publicly-Traded Agribusinesses. *Agricultural Finance Review*, 73(1), 58-73.
- Lewellen, J. (2004). Predicting returns with financial ratios. *Journal of Financial Economics*, 74, 209-235. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2002.11.002>



การประชุมเสนอผลงานวิจัยระดับชาติ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช ครั้งที่ 10

The 10th STOU National Research Conference

- Sami RM Musallam. (2018). Exploring the Relationship between Financial Ratios and Market Stock Returns. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 11(21), 101-116.
- Shafana, A. L., Fathima, R. & Inunjariya, A. M. (2013). Relationship between stock returns and firm size, and book to market equity: Empirical evidence from selected companies listed on on Milanka Price Index in Colombo Stock Exchange. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences (JETEMS)*, 4(2), 217-225
- Rm Musallam, S. (2018). Exploring the Relationship between Financial Ratios and Market Stock Returns. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 11(21), 101–116. <https://doi.org/10.17015/ejbe.2018.021.06>

