

การศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงที่มีต่อผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาเปรียบเทียบระหว่าง
แนวคิดมูลค่าทางบัญชีและแนวคิดมูลค่าตลาด
Risk Influencing on Return of Listed Companies on
the Stock Exchange of Thailand: Comparison Study Between
Accounting-Based Approach and Marketing-Based Approach

สุภลักษณ์ จงรักษ์ และ นภาพร นิลารณกุล

Supuluk Jongruk and Naphaporn Nilapornkul

หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

Master of Business Administration Program, Rajamangala University of Technology Thanyaburi

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงที่มีต่อผลตอบแทนโดยอาศัยข้อมูลที่เป็นมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาด และข้อมูลที่เป็นราคาตลาดที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์และอุปทานในตลาดการเงินนั้น มีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของกิจการได้มากน้อยเพียงใดและมากกว่าข้อมูลทางบัญชีหรือไม่ ขณะเดียวกันผู้วิจัยให้ขอบเขตงานวิจัยเพียงปัจจัยความเสี่ยงซึ่งเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของภาวะการณ์ของโลกนั่นเอง การวิจัยนี้ใช้ข้อมูลแบบทศนิยมจากงบแสดงฐานะทางการเงิน งบกำไรขาดทุนและราคาปิด ของธุรกิจอุตสาหกรรมและบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2554-2558 การวิเคราะห์ผลกระทบของปัจจัยความเสี่ยงที่มีต่อผลตอบแทนของบริษัทใช้สมการถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยความเสี่ยงที่มาจากข้อมูลมูลค่าบัญชีสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้ร้อยละ 16.98 ขณะที่เมื่อเพิ่มปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 18.55 ขณะที่ผลที่รับกลับตรงข้ามเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าตลาด จะสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยความเสี่ยงทางบัญชีอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนที่วัดจากมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดได้เพียงพอ เมื่อพิจารณารายละเอียดปัจจัยความเสี่ยงจากข้อมูลทางบัญชีพบว่าอัตราหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ขณะที่ Value at Risk มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน

คำสำคัญ: ผลตอบแทน, ความเสี่ยง, แนวคิดข้อมูลทางบัญชี, แนวคิดมูลค่าตลาด

Abstract

The purpose of this research was to examine the effect of risk on returns based on accounting-based approach and marketing-based approach. Whereas market-based data relies on supply and demand, the financial markets have explanatory powers to an explain a firm's return that is lower

or higher than accounting data. This study focuses on risk factors that provide a high consideration of the global changes. Secondary data were employed in terms of financial position statements, comprehensive profit and loss statements and closed price of common stocks for firms listed on the Stock Exchange of Thailand, including 2 sectors: industrial sector and service sector during the time period from 2011 to 2015. Multiple regression statistics were used for aggregated analysis and individual analysis. The results of hypothesis testing revealed that accounting-based risk factors and marketing-based risk factors provided a different effect. In regards to explanatory power, accounting-based risk factors can have explained return on asset at R² 16.98 percent and increased to 18.55 percent after adding marketing-based risk factors and reverse results for marketing-based risk factors. This reflected that accounting-base risk factors were not enough to explain firms' accounting and marketing return. Depth, insight, and debt ratio played a key role on return on assets at the statistical significance level of 0.01. However, debt ratio provided negative relation. Var had a positive relation to market-based returns at the statistical significant level of 0.01, which was consistent with capital asset pricing model theory.

Keywords: return, risk, accounting-base and marketing-base



บทนำ

ปัจจุบันโลกธุรกิจมีการแข่งขันกันสูงมาก ส่งผลให้นักลงทุนต้องตระหนักถึงปัจจัยต่างๆที่เกี่ยวข้องก่อนตัดสินใจลงทุนในธุรกิจนั้น โดยปกติแล้วผลตอบแทนและความเสี่ยงจะมีความสัมพันธ์กันในแต่ละธุรกิจแตกต่างกันไป และแตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลาตามการเปลี่ยนแปลงของทางเศรษฐกิจ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรมองหาช่วงเวลาที่เหมาะสมในการลงทุน โดยพยายามเข้าถึงข้อมูลข่าวสารทางการเงินต่างๆ จากสื่อวิทยุโทรทัศน์ และสื่อสิ่งพิมพ์ต่างๆ เช่น จากช่องยูทูปซี หรือ อ่านหนังสือพิมพ์เกี่ยวกับบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น นอกเหนือสิ่งอื่นใดการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนส่วนมากควรต้องศึกษาปัจจัยพื้นฐาน(fundamental analysis) เพื่อประกอบการตัดสินใจ ซึ่งงบการเงินเป็นแหล่งข้อมูลสำคัญที่ใช้นำมาวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนการตัดสินใจของนักลงทุนเป็นอย่างมาก งบการเงินจะแสดงถึงรายงานผลการดำเนินงานของบริษัทที่จัดทำขึ้นตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไปเพื่อรายงานกิจกรรมต่างๆที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาหนึ่ง งบการเงินที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ทางการเงินซึ่งโดยส่วนใหญ่จะ

ให้ความสำคัญต่อ งบแสดงฐานะทางการเงิน และงบกำไรขาดทุน ดังนั้น การวิเคราะห์งบการเงินในอดีตของบริษัทจึงนับเป็นปัจจัยพื้นฐานที่จะทำให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลเพื่อดูแนวโน้มการทำการในอนาคตของบริษัทนั้นๆว่าจะเพิ่มขึ้นหรือลดลง ทำให้การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนเป็นไปอย่างมีหลักเกณฑ์และถูกต้องแม่นยำ ซึ่งนักลงทุนต่างคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนในอนาคต ในรูปของเงินปันผล (dividend) และผลต่างของมูลค่าหลักทรัพย์เมื่อมีการจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น (capital gain) ดังนั้น การตัดสินใจลงทุนจึงเป็นการคาดหวังผลประโยชน์ในอนาคตของบริษัทที่จะลงทุน และราคาตลาดของหุ้นของบริษัทนั้นๆจะเพิ่มสูงขึ้น

ปัจจุบันการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหุ้นสามัญมีปัจจัยแวดล้อมที่เข้ามาเกี่ยวข้องอย่างมาก แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนจากวิกฤตทางการเงินของโลกหลายครั้งที่เกิดขึ้น สำหรับประเทศไทยแล้ว ปี 2540 ที่เรียกว่า Asian Financial Crisis (the 1997 AFC) สร้างความเสียหายทางการเงินแก่ประเทศไทยและหลายประเทศใน

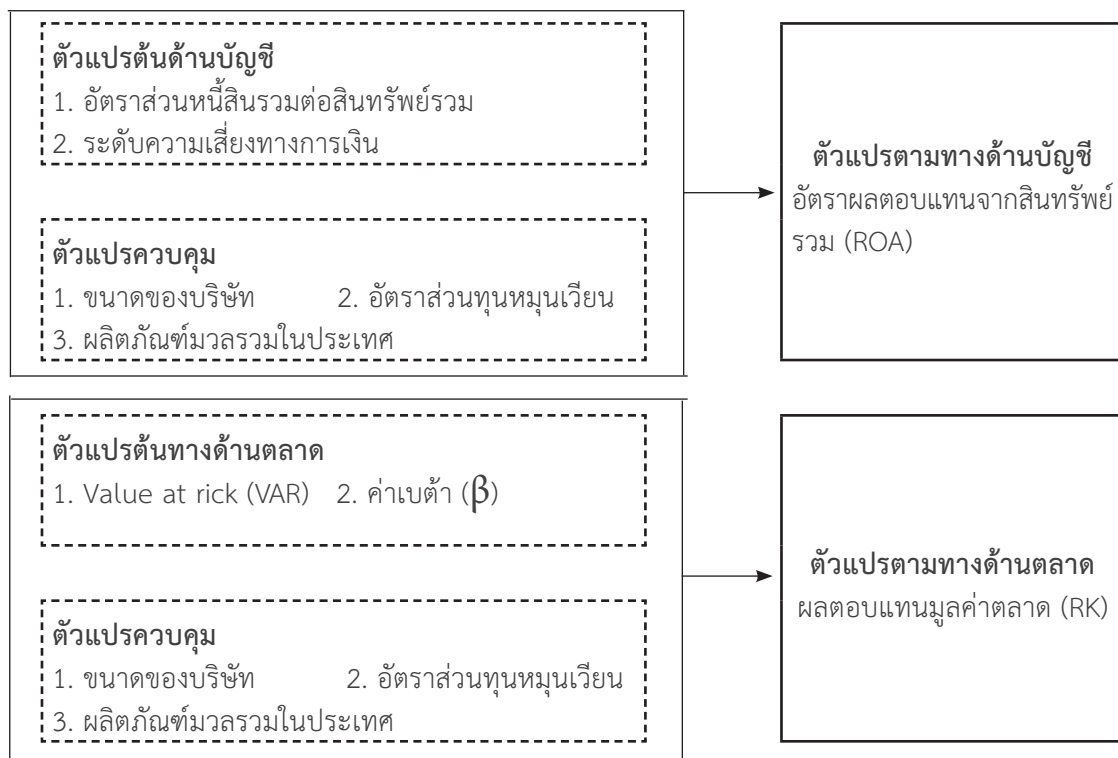
เอเชียอย่างมหาศาล หลังจากนั้น ปี 2552 เศรษฐกิจโลก สะเทือนอีกครั้งจาก The Global Financial Crisis (the 2008 GFC) สร้างความหายนะทางการเงินแก่ประเทศ สหรัฐอเมริกาและหลายประเทศในแถบยุโรป สาเหตุของความเสียหายเกิดขึ้นมาจากธุรกรรมทางการเงินของสถาบันการเงินที่ออกตราสารที่มีความเสี่ยงสูงที่มีหลักประกันเป็น ลูกค้าสินเชื่อที่อยู่อาศัย ที่เรียกว่า Subprime จำหน่ายต่อ สถาบันการเงินอื่นๆทั้งในสหรัฐอเมริกา และหลายประเทศ ในยุโรป เมื่อเศรษฐกิจฟองสบู่ได้แตกออก ลูกค้าที่เป็น หลักประกันกลายเป็นหนี้สูญทำให้สถาบันการเงินนั้นไม่สามารถชำระหนี้ตามตราสารนั้นได้ ความเสียหายทางการเงินที่เกิดขึ้นลุกลามจากประเทศหนึ่งไปสู่อีกหลายประเทศ ที่เรียกว่า Contagion ในที่สุดจึงเกิดความหายนะทางการเงินครั้งใหญ่ที่ทำให้หลายประเทศในซีกโลกตะวันตกต้องพบกับความยากลำบากอย่างมาก ซึ่งทำให้เห็นถึงการไม่มี สัญญาณใดๆที่เตือนภัยของความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น ส่งผลต่อดัชนีหลักทรัพ์ของหลายประเทศตกลงอย่างมาก ซึ่ง การเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหุ้นนั้นน่าจะเป็นการ สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลที่ทันต่อสถานการณ์

ในฐานะที่นักวิจัยเป็นนักบัญชีจึงต้องการศึกษา ถึงการวิเคราะห์ทางการเงินที่ใช้ข้อมูลจากงบการเงินที่จัดทำตามมาตรฐานทางการเงินบัญชีที่รับรองทั่วไปนั้นสามารถ อธิบายต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนมูลค่าตลาด ของธุรกิจได้มากน้อยเพียงใด และขณะเดียวกันปัจจัยที่มาจากมูลค่าตลาดสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากการ ใช้ข้อมูลทางบัญชีได้หรือไม่ และผลกระทบนั้นจะมีมาก น้อยเพียงใดในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของปัจจัยความเสี่ยงที่มี ต่ออัตราผลตอบแทนโดยอาศัยข้อมูลที่เป็นมูลค่าตามบัญชี และมูลค่าตลาด
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของปัจจัย ความเสี่ยงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนโดยอาศัยข้อมูลที่เป็น มูลค่าตามบัญชีและมูลค่าตลาด ของกลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มบริการ
3. เพื่อศึกษาความทันเหตุการณ์ในการเปิดเผย ข้อมูลทางบัญชีของแต่ละอุตสาหกรรม

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. เครื่องมือที่ใช้ข้อมูลทางบัญชี ได้แก่

การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (ratio analysis)

2. เครื่องมือที่ใช้ข้อมูลทางตลาด ได้แก่

2.1 ทฤษฎี Value at Risk (VaR)

2.2 ทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน (capital asset pricing model)

2.3 ทฤษฎีการหาอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงินจากการใช้มูลค่าของหุ้นรายวัน

สมมติฐานการวิจัย

Ho: ผลกระทบของปัจจัยความเสี่ยงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากข้อมูลทางบัญชีแตกต่างจากผลกระทบของปัจจัยความเสี่ยงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากข้อมูลทางตลาด

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ใช้ข้อมูลแบบทุติยภูมิ (secondary data) เป็นงบแสดงฐานะทางการเงิน และงบกำไรขาดทุน ระหว่าง

ตาราง 1

แสดงจำนวนบริษัทแยกตามอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	ธุรกิจ	ชื่อย่อ	จำนวนบริษัท
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUSTRY)	ยานยนต์	AUTO	11
	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	IMM	5
	กระดาษและวัสดุการพิมพ์	PAPER	1
	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	PETRO	9
	บรรจุภัณฑ์	PKG	6
	เหล็ก	STEEL	20

ปี 2554 – 2558 เพื่อวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนผลตอบแทน และความเสี่ยงตามมูลค่าทางบัญชี

2. ใช้ข้อมูลราคาตลาดรายวันของแต่ละบริษัท ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2554 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2558 เพื่อคำนวณอัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงตามมูลค่าตลาด (market-based risk measurement) ซึ่งใช้ 2 วิธี คือ Value at Risk (VaR) ซึ่งใช้วัดความเสี่ยงด้านตลาด และวิธีหาค่าเบต้า (β) เป็นการวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ

3. ศึกษาผลกระทบของความเสี่ยงที่มีต่อผลตอบแทนของบริษัท โดยการใช้ทั้งสมการถดถอย แบบปัจจัยหลายตัว (multivariate regression)

4. ศึกษาเปรียบเทียบและวิเคราะห์ผลที่ได้รับทั้งในภาพรวมของธุรกิจอุตสาหกรรมและธุรกิจบริการ

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

นักวิจัยต้องการศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของความเสี่ยงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน จึงเลือกกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มบริการ ประกอบด้วย 12 ธุรกิจ และมีทั้งหมด 105 บริษัท ดังแสดงในตารางที่ 1 ดังนี้

ตาราง 1 (ต่อ)

แสดงจำนวนบริษัทแยกตามอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	ธุรกิจ	ชื่อย่อ	จำนวนบริษัท
บริการ (SERVICE)	พาณิชย์	COMM	14
	การแพทย์	HEALTH	7
	สื่อและสิ่งพิมพ์	MEDIA	15
	บริการเฉพาะกิจ	PROF	2
	การท่องเที่ยวและสันทนาการ	TOURISM	7
	ขนส่งและโลจิสติกส์	TRANS	8
รวมทั้งสิ้น			105

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรต้นและตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา แสดง ในตารางที่ 2 ดังนี้

ตาราง 2

แสดงตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรที่ใช้	ตัวย่อ	สูตรที่ใช้คำนวณ
ตัวแปรต้นที่ใช้ทางด้านบัญชี		
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	DB	หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม
ระดับความเสี่ยงทางการเงิน	DFL	กำไร (ขาดทุน) ก่อนต้นทุนทางการเงิน และภาษีเงินได้ EBIT/ (กำไร (ขาดทุน) ก่อนต้นทุนทางการเงิน และภาษีเงินได้- ดอกเบี้ยจ่าย)
ตัวแปรต้นที่ใช้ทางด้านตลาด		
Value at risk	VaR	1.645 (ระดับความเชื่อมั่นที่ 95%) * ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนจากราคาหุ้น
ค่าเบต้า	BE	$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{variance}(R_m)}$
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของบริษัท	SZ	Ln(สินทรัพย์รวม)
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	CR	สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน
ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ	GPG	มูลค่าตลาดของสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายที่ผลิตในประเทศ ในช่วงเวลาหนึ่ง
ตัวแปรตามผลตอบแทนทางด้านบัญชี		
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม	ROA	กำไรสุทธิ/ สินทรัพย์รวม
ตัวแปรตามผลตอบแทนทางด้านตลาด		
ผลตอบแทนมูลค่าตลาด	RK	$[\text{Ln}(\text{Pt}/\text{Pt-1})]$

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิเป็นข้อมูลทางการเงินในทุกบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 2 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วยงบแสดงฐานะทางการเงิน และงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (งบปี) ระหว่างปี 2554 – 2558 ของหลักทรัพย์นั้น นอกจากนี้ยัง ใช้ข้อมูลราคาตลาดรายวัน(ราคาปิด)ของแต่ละหลักทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2554 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2558 เพื่อนำมาใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทน และค่าของความเสี่ยงด้านตลาด ที่เรียกว่า VaR การเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อนำมาวิเคราะห์ จะใช้แบบ

บันทึกโดยรวบรวมข้อมูลลงในโปรแกรม Microsoft Office Excel เพื่อใช้ในการคำนวณหาค่าของตัวแปรที่ใช้ศึกษา

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาผลกระทบของปัจจัยความเสี่ยงที่มีต่อผลตอบแทนของบริษัท ใช้ การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ โดยใช้ตัวแปรมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าทางตลาด ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{กำหนดให้ } Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1DB + \beta_2DFL + \beta_3CR + \beta_4SZ + \beta_5GPG + \epsilon_{it} \quad \dots(1)$$

$$\text{กำหนดให้ } Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1DB + \beta_2DFL + \beta_3VAR + \beta_4BE + \beta_5CR + \beta_6SZ + \beta_7GPG + \epsilon_{it} \quad \dots(2)$$

$$\text{กำหนดให้ } Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1VAR + \beta_2BE + \beta_3CR + \beta_4SZ + \beta_5GPG + \epsilon_{it} \quad \dots(3)$$

$$\text{กำหนดให้ } Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1VAR + \beta_2BE + \beta_3DB + \beta_4DFL + \beta_5CR + \beta_6SZ + \beta_7GPG + \epsilon_{it} \quad \dots(4)$$

โดยที่ $Y = ROA$ หรือ RK (โดยแยกพิจารณาแต่ละกรณี)

อย่างไรก็ตามก่อนการวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยแบบพหุคูณ ได้มีการนำข้อมูลมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ทั้งตัวแปรต้นและตัวแปรตาม โดยใช้ Pearson Correlation รวมทั้งการตรวจสอบ Multicollinearity และการทดสอบ Variance Inflation Factor (VIF) พบว่า ไม่มีค่าความสัมพันธ์ใดที่มากกว่า 0.80 และ ค่า VIF มากกว่า 10 สะท้อนว่าตัวแปร

นั้นสามารถนำไปวิเคราะห์แบบสมการถดถอยแบบพหุคูณได้

ผลการวิจัย

เมื่อนำตัวแปรมาวิเคราะห์ตามโมเดลข้างต้น ผลที่ได้รับนำมาสรุปในตารางที่ 3 ดังนี้

ตาราง 3

แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลของข้อมูลทางด้านบัญชีและข้อมูลทางด้านตลาดในภาพรวม

ตัวแปรอิสระ	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)		ผลตอบแทนมูลค่าตลาด (RK)	
	โมเดล (1)	โมเดล (2)	โมเดล (3)	โมเดล (4)
	ข้อมูลทางด้านบัญชี และตัวแปรควบคุม	ข้อมูลทางด้านบัญชี ข้อมูลทางด้านตลาด และตัวแปรควบคุม	ข้อมูลทางด้านตลาด และตัวแปรควบคุม	ข้อมูลทางด้านตลาด ข้อมูลทางด้านบัญชี และตัวแปรควบคุม
C	0.047	0.053	-0.088	-0.095
DB	-0.249***	-0.271***		0.010
DFL	0.000	0.000		-0.000
VAR		0.002	0.410***	0.479***
BE		0.007	0.062	0.000
CR	-0.006***	-0.006***	-0.052*	-0.000*
SZ	0.001**	0.007**	0.007	0.003
GPG	0.001	0.001	0.093**	0.011**
R ²	0.1698	0.1855	0.6052	0.6052
Adjusted R ²	0.1618	0.1737	0.6011	0.5995
F-statistic	21.233***	15.747***	148.997***	105.999***
Observations	525	492	492	492

จากตารางที่ 3 พบว่าค่า F-statistic มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สะท้อนว่าโมเดลเหล่านี้เป็นโมเดลที่เหมาะสม (Goodness of fit)

เมื่อพิจารณาโมเดล (1) และ (2) พบว่าปัจจัยเสี่ยงที่มาจากข้อมูลทางด้านบัญชีและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบาย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ได้ร้อยละ 16.98 ในโมเดล (1) และเมื่อเพิ่มปัจจัยเสี่ยงที่มาจากมูลค่าตลาดทำให้มีการอธิบายค่า ROA ได้เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 18.55 ในโมเดล (2) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยความเสี่ยงที่มาจากข้อมูลทางบัญชีนั้นยังไม่เพียงพอ และถ้าพิจารณาเชิงลึกสามารถอธิบายปัจจัยความเสี่ยงมีความสามารถในการอธิบายค่า ROA ได้น้อยเพราะมีความสามารถในการอธิบายไม่ถึงร้อยละ 30

เมื่อพิจารณาโมเดล (3) และ (4) พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าตลาดได้ถึงร้อยละ 60.52 แต่เมื่อเพิ่มปัจจัยทางบัญชีเข้าไปในโมเดล (4) กลับพบว่าปัจจัยความเสี่ยงทางบัญชีไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าตลาดได้เพราะค่า R² เท่าเดิม ขณะที่ค่า Adjusted R² กลับมีค่าที่ลดลง

เมื่อพิจารณาเชิงลึกโดยการเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมและกลุ่มบริการ สรุปผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4 ดังนี้

ตาราง

แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลของข้อมูลทางด้านบัญชีและข้อมูลทางด้านตลาดแยกสองกลุ่มธุรกิจ

ตัวแปรอิสระ	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม				ผลตอบแทนมูลค่าตลาด			
	(ROA)				(RK)			
	โมเดล (1)		โมเดล (2)		โมเดล (3)		โมเดล (4)	
	ธุรกิจ อุตสาหกรรม	ธุรกิจ บริการ	ธุรกิจ อุตสาหกรรม	ธุรกิจ บริการ	ธุรกิจ อุตสาหกรรม	ธุรกิจ บริการ	ธุรกิจ อุตสาหกรรม	ธุรกิจ บริการ
C	0.216**	-0.014	0.251***	-0.000	-0.257	0.034	-0.209	0.082
DB	-0.256***	-0.214***	-0.274***	-0.232***			-0.034	0.111
DFL	0.001	-0.003	0.002	-0.004			-0.001	0.003
VAR			0.013	0.001	0.470***	0.451***	0.467***	0.491***
BE			-0.012*	0.021***	-0.016	0.025	-0.005	0.009
CR	-0.002	-0.010***	-0.002	-0.011***	-0.034*	-0.015	-0.009*	0.000
SZ	-0.005	0.011**	-0.006	0.010**	0.015	-0.070	0.009	-0.010
GPG	0.001	0.000	0.000	0.001	0.021**	0.038	0.018**	0.004
R ²	0.2730	0.1268	0.3079	0.1742	0.2516	0.7855	0.2522	0.7869
Adjusted R ²	0.2588	0.1099	0.2864	0.1512	0.2351	0.7812	0.2289	0.7810
F-statistic	19.075***	7.519***	14.301***	7.564***	15.264***	185.285***	10.841***	132.445***
Observations	260	265	233	259	233	259	233	259

จากตารางที่ 4 พบว่าค่า F-statistic มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สะท้อนว่าโมเดลเหล่านี้เป็นโมเดลที่เหมาะสม (goodness of fit)

เมื่อพิจารณาโมเดล (1) และ (2) อีกครั้งโดยแยกพิจารณาแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงของข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายค่า ROA ของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมได้ที่ ค่า R² ร้อยละ 27.30 ขณะที่อธิบายธุรกิจในกลุ่มบริการได้ค่า R² ร้อยละ 12.68 เท่านั้น และเมื่อเพิ่มปัจจัยความเสี่ยงของมูลค่าตลาดในโมเดล (2) ยังคงพบว่า ปัจจัยความเสี่ยงของมูลค่าตลาดสามารถอธิบายค่า ROA ได้ทั้งสองกลุ่มที่ค่า R² ร้อยละ 30.79 ของกลุ่มอุตสาหกรรมและ ร้อยละ 17.42 สำหรับกลุ่มบริการ

เมื่อพิจารณาโมเดล (3) และ (4) พบว่าปัจจัยความเสี่ยงมูลค่าตลาด สามารถอธิบาย ค่า RK ของธุรกิจบริการได้ค่อนข้างสูงที่ ค่า R² ร้อยละ 78.55 ขณะที่ธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถอธิบายได้ค่า R² ร้อยละ 25.16 และเมื่อเพิ่มปัจจัยความเสี่ยงมูลค่าบัญชีเข้าไปในโมเดล (4)

พบว่าการอธิบายค่า RK มีค่าที่ลดลงพิจารณาได้จาก ค่า Adjusted R² ที่ลดลงทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรม

การอภิปรายผล

จากการศึกษาเปรียบเทียบปัจจัยความเสี่ยงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากการใช้ข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลทางตลาดสามารถสรุปประเด็นสำคัญจากการวิเคราะห์ได้ ดังนี้

1. จากโมเดล (1) และ (2) ทั้งจากตารางที่ 3 และตารางที่ 4 พบว่าปัจจัยความเสี่ยงจากข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายค่า ROA ได้บางส่วนพิจารณาจากค่า R² ที่ไม่สูงมากนัก และเมื่อเพิ่มตัวแปรความเสี่ยงข้อมูลทางตลาดพบว่าปัจจัยความเสี่ยงโดยรวมสามารถอธิบายค่า ROA ได้เพิ่มขึ้นย่อมสะท้อนว่าปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่าบัญชีไม่เพียงพอต่อการอธิบายค่า ROA

เมื่อพิจารณาแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่าปัจจัยความเสี่ยงจากข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายค่า ROA

ของกลุ่มอุตสาหกรรมได้ดีกว่ากลุ่มบริการ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่ากลุ่มอุตสาหกรรมมีรูปแบบของธุรกิจที่ต้องอาศัยกระบวนการผลิตเป็นหลักต้องมีการลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมาก เช่น เครื่องจักร อุปกรณ์การผลิต เป็นต้น และต้องมีการคำนวณค่าเสื่อมราคาตามมาตรฐานการบัญชี นอกจากนี้ยังต้องอาศัยข้อมูลทางบัญชีอย่างมาก ทั้งเรื่องของการคำนวณต้นทุนในการผลิต ต้นทุนการขาย การคำนวณสินค้าคงเหลือ การจัดซื้อวัตถุดิบ เป็นต้น ซึ่งข้อมูลเหล่านี้จะสัมพันธ์กับกำไรจากการดำเนินงานอย่างแน่นนอนจึงทำให้ข้อมูลทางบัญชีสามารถอธิบายค่า ROA ของกลุ่มอุตสาหกรรมได้ดีกว่า กลุ่มบริการ

2. เมื่อพิจารณาโมเดล (3) และ (4) ทั้งจากตารางที่ 3 และตารางที่ 4 พบว่า ปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดสามารถอธิบาย RK ได้ค่อนข้างสูงพิจารณาจากค่า R² ที่มีค่าร้อยละ 60.52 สะท้อนว่าปัจจัยความเสี่ยงเป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถอธิบายค่า RK และเมื่อเพิ่มปัจจัยความเสี่ยงจากข้อมูลทางบัญชีในโมเดล (4) พบว่าการอธิบายค่า RK ลดลงพิจารณาจาก ค่า Adjusted R² ที่มีค่าลดลง

เมื่อแยกพิจารณาเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า ปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดสามารถอธิบาย RK ของกลุ่มบริการได้ดีกว่า กลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีค่า R² ที่ ร้อยละ 78.55 ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ที่โครงสร้างธุรกิจบริการมักมีโครงสร้างต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนผันแปรซึ่งย่อมแปรผันไปตามยอดขายเป็นหลัก ดังนั้นทั้งรายได้และค่าใช้จ่ายของธุรกิจบริการจึงจะสอดคล้องต่อการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ ณ เวลานั้นๆมากกว่าธุรกิจอุตสาหกรรม ดังนั้นปัจจัยความเสี่ยงจากมูลค่าตลาดจึงสามารถอธิบาย ค่า RK ได้ดีกว่า

3. จากตารางที่ 4 โมเดล (1) และ (2) ของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า DB มีค่าสัมประสิทธิ์ อยู่ในช่วง -0.214 – -0.274 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สะท้อนว่า อัตราหนี้สินเป็นปัจจัยสำคัญ และ มีความสัมพันธ์กับค่า ROA ในทิศทางตรงข้ามของทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Trade-off Theory ที่อธิบายว่าอัตราหนี้สินมากย่อมทำให้เกิดค่าใช้จ่ายที่เกิดจากความเสี่ยง เช่น การขาดความน่าเชื่อถือ ค่าใช้จ่ายที่อาจเกิดการฟ้องร้องให้ล้มละลาย (bankruptcy

cost) จึงทำให้อัตราผลตอบแทนมีค่าลดลง และสอดคล้องกับงานวิจัยของ นภาพร นิลาภรณ์กุล, จิราภรณ์ ยุทธศรี และ ธีรรัตน์ สวนศรี (2559) ซึ่งพบว่าอัตราหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทน จากสินทรัพย์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ ในธุรกิจที่มีหนี้สินรวมมากกว่าสินทรัพย์รวม จะส่งผลกระทบต่อการบริหารสินทรัพย์ที่ไม่มีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดผลเสียต่อธุรกิจที่มีการระดมเงินกู้ยืมหนี้สินการผูกพันที่เพิ่มมากขึ้น และอำนาจในกู้ยืมหนี้สินลดลง รวมถึง CR ในภาพรวม และธุรกิจบริการมีความสัมพันธ์กับ ROA ในทิศทางตรงข้ามกัน เนื่องจาก สินทรัพย์ของธุรกิจบริการนั้นมีสภาพคล่องน้อย มีความสามารถในการเปลี่ยนแปลงเป็นเงินสดได้ช้า ส่งผลให้การชำระหนี้สินการผูกพันของธุรกิจบริการช้าลงตามไปด้วย ขนาดของบริษัท SZ ในภาพรวม และธุรกิจบริการมีความสัมพันธ์กับ ROA ในทิศทางเดียวกัน สาเหตุมาจากธุรกิจบริการมีผลการดำเนินงานตามสินทรัพย์ที่มีของธุรกิจนั้น ผลตอบแทนที่ได้มาจะมาจากการใช้สินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพที่ดี สอดคล้องกับงานวิจัยของปรารณา ปุณณกิติเกษม และพงศ์พัฒน์ ดังคะประเสริฐ (2553) พบว่า การบริหารคุณภาพโรงพยาบาลมีความสัมพันธ์กับผลดำเนินงานของโรงพยาบาลทำให้ประสิทธิภาพขององค์กรเพิ่มขึ้น และ GPG ในธุรกิจบริการมีความสัมพันธ์กับ ROA ในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากธุรกิจบริการมีความหลากหลายในรูปแบบและวิธีการให้บริการต่อผู้บริโภค และบริการบางประเภทยังเป็นต้นทุนของสินค้า รวมทั้งมีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาประเทศ ยิ่งเศรษฐกิจมีการพัฒนามากขึ้นเท่าไร ภาคบริการจะยิ่งทวีความสำคัญมากขึ้นไปเป็นลำดับ (กรมเจรจาการค้าระหว่างประเทศ กระทรวงพาณิชย์, 2558)

4. จากตารางที่ 4 โมเดล (3) และ (4) ของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ค่า VaR มีค่าสัมประสิทธิ์ อยู่ในช่วง 0.451 – 0.491 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สะท้อนว่า ค่า VaR เป็นปัจจัยสำคัญ และ มีความสัมพันธ์กับ RK ในทิศทางเดียวกันของทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งสอดคล้องกับสอดคล้องกับทฤษฎีแบบจำลองกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน (capital asset pricing model) ที่สะท้อนถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ความเสี่ยงที่สูงย่อมให้อัตราผล

ตอบแทนที่สูงเช่นกัน เมื่อพิจารณาแยกแต่ละตัวแปรพบว่า CR ในภาพรวมและธุรกิจอุตสาหกรรม มีความสัมพันธ์กับ RK ในทิศทางตรงข้ามกัน แสดงว่ามูลค่าของหุ้นรายวันในธุรกิจอุตสาหกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปไม่สัมพันธ์กับความสามารถในการชำระหนี้สินภาระผูกพันของธุรกิจนั้น GPG ในภาพรวมและธุรกิจอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนมูลค่าตลาด (RK) ในทิศทางเดียวกัน แสดงถึงมูลค่าหุ้นรายวันมีการผันผวนไปตามเศรษฐกิจ ณ ช่วงเวลานั้น

ผลการทดสอบสมมติฐาน Ho: ผลกระทบของปัจจัยความเสี่ยงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากข้อมูลทางบัญชีแตกต่างจากผลกระทบของปัจจัยความเสี่ยงต่ออัตราผลตอบแทนมูลค่าตลาด จากการพิจารณาผลการวิเคราะห์ที่เกิดขึ้นในตารางที่ 3 พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนด เช่นเดียวกับการทดสอบสมมติฐาน โดยใช้ Pearson Correlation ที่ให้ผลการพิสูจน์ที่เหมือนกัน กล่าวคือ อัตราหนี้สินมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับ ROA แต่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับ RK และอัตราหนี้สินมีค่าสัมประสิทธิ์ที่สูงเมื่อเทียบกับโมเดล (2) และ (4) ขณะที่ ค่า VaR มีความสัมพันธ์ เชิงบวกต่อ ROA และ RK แต่ในโมเดล (4) พบว่า VaR เป็นตัวแปรสำคัญในการอธิบาย RK และมีความสัมพันธ์ที่สูงกว่าด้วย อัตราหนี้สินมีความสัมพันธ์ผกผันกับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในภาพรวมและธุรกิจบริการ เนื่องด้วยอัตราหนี้สินย่อมสะท้อนถึงภาระทางการเงินในอนาคตของธุรกิจย่อมมีความเสี่ยงที่สูง ดังนั้นอัตราผลตอบแทนจึงควรมีค่าที่ลดลงตามทฤษฎี Trade-off theory ที่ต้องคำนึงถึงต้นทุนจากการความน่าเชื่อถือ หรือต้นทุนที่อาจเกิดการล้มละลายจากการผิดนัดชำระหนี้ ขณะที่ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) มีความสัมพันธ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับ

ที่ต่ำ การทดสอบนี้สะท้อนว่าตัวแปรความเสี่ยงที่มาจากข้อมูลทางการเงินให้ผลทิศทางความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน เนื่องจากอัตราส่วนเหล่านั้นใช้ข้อมูลสะท้อนถึงความเสี่ยงในด้านที่แตกต่างกัน แต่ในความสัมพันธ์เชิงบวกซึ่งอาจเป็นเพราะธุรกิจอุตสาหกรรมต้องใช้เงินทุนจำนวนมากจึงต้องมีหนี้สินปริมาณที่สูงที่ต้องลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนซึ่งสินทรัพย์เหล่านั้นเป็นตัวสร้างรายได้และผลกำไรให้บริษัทส่งผลให้ปริมาณหนี้สูงขึ้นแต่อัตราผลตอบแทนก็สูงขึ้นเช่นเดียวกัน จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ปัจจัยเสี่ยงจากข้อมูลทางบัญชีแล้วพบว่าปัจจัยนี้มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนทั้งที่มาจากข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลทางตลาดที่แตกต่างกัน

ข้อเสนอแนะ

1. การวิจัยครั้งนี้ได้จำกัดขอบเขตเฉพาะอัตราส่วนทางการเงินที่ทำการเปิดเผยผ่าน SETSMART เท่านั้น โดยการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินตามประเภทของอัตราส่วนทางการเงินบางประเภทเท่านั้น อย่างไรก็ตามยังคงมีอัตราส่วนทางการเงินอื่นๆ ที่อาจเป็นประโยชน์ที่จะทำการวิจัยในอนาคตในลักษณะเช่นเดียวกันแต่ต่างธุรกิจ เพื่อศึกษาว่าอัตราส่วนการเงินอื่นนั้นมีพฤติกรรมที่แตกต่างออกไปในแต่ละธุรกิจ และยังสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มนั้นๆ ได้

2. ควรศึกษาเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์ สองช่วงเวลาที่มีความสภาวะเศรษฐกิจแตกต่างกัน เพื่อจะทำให้ทราบถึงความแตกต่างของความเสถียรนั้นส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์และผลการดำเนินงานที่ศึกษาหรือไม่



References

- Department of Trade Negotiations. Ministry of Commerce. (2015). *Service businesses are important to the Thai economy*. Retrieved from <https://www.thailand.prd.go.th> (in Thai)
- Nilapornkul, N., Yuttasri, J., & Suaysom, T., (2016). Risk and return: Thai listed finance and security companies evidence. *International Journal of Applied Computer Technology and Information Systems*. 6(1), 95–100. (in Thai)
- Punnakitikashem, P., & Tungkapasert, P. (2010). Quality management in hospitals. *Chulalongkorn Journal*, 22(87), 38-50. (in Thai)

