

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์พื้นฐาน เป็นการศึกษาและการวิเคราะห์จากข้อมูลต่าง ๆ ที่จะนำมาใช้ประเมินราคาหลักทรัพย์ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการประเมินราคาหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และตามวิธีนี้มูลค่าของหลักทรัพย์กำหนดจากมูลค่าปัจจุบันของเงินสดที่บริษัทคาดว่าจะได้รับในอนาคต หรือเงินสดที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับในอนาคต การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ตามวิธีนี้เป็นที่นิยมใช้กันอย่างแพร่หลาย การที่จะคาดคะเนตัว "กำไรที่คาดหวัง" ในแต่ละปีตลอดช่วงที่ลงทุน กับ "อัตราคิดลด" ซึ่งแสดงความเสี่ยงจากการลงทุน ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยมีขั้นตอนดังนี้ (เพชร, 2540)

1. วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ
2. วิเคราะห์อุตสาหกรรม
3. วิเคราะห์บริษัท

ขั้นตอนการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

เพื่อที่จะได้มาซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการประเมินหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ซึ่งมีกระแสเงินสดรับจากการลงทุนและความเสี่ยงเป็นตัวกำหนด การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐานจึงมีลำดับการพิจารณาเริ่มจากการวิเคราะห์สภาพเศรษฐกิจมายังสภาพอุตสาหกรรม ตลอดจนถึงผลการดำเนินงานของบริษัท โดยรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจ อุตสาหกรรมและของบริษัทมาวิเคราะห์แต่ละส่วนเพื่อนำไปสู่การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ดังแสดงในภาพที่ 2.1

การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน มีขั้นตอนสำคัญดังนี้

1. การวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป (Economic Analysis)

การวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาค โดยเน้นการวิเคราะห์และพยากรณ์แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ทั้งแนวโน้มระยะยาวและระยะสั้น ทั้งเศรษฐกิจของประเทศและเศรษฐกิจโลก นอกจากนั้น การวิเคราะห์เศรษฐกิจนี้ยังรวมถึงการวิเคราะห์วัฏจักรธุรกิจ รวมทั้งนโยบาย

เศรษฐกิจของรัฐ เช่น นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง นโยบายการค้าระหว่างประเทศ ว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด ดังแสดงในภาพที่ 2.2

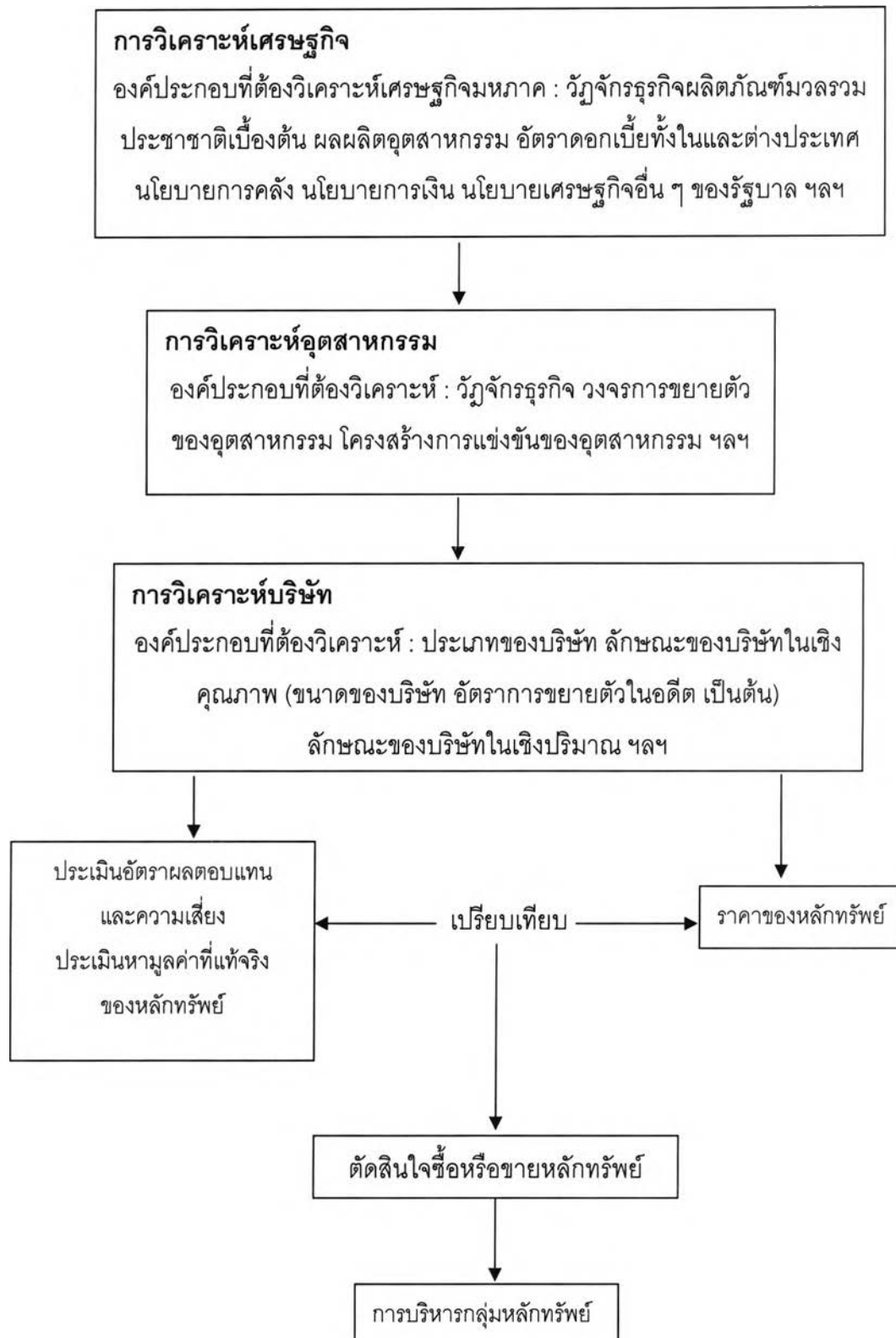
2. การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis)

การวิเคราะห์อุตสาหกรรมเน้นการวิเคราะห์วงจรอุตสาหกรรม (Industry Life cycle) สภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรม ตลอดจนอนาคตของอุตสาหกรรมว่าจะมีแนวโน้มอัตราการเจริญเติบโตอย่างไร ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน เช่น นโยบายของรัฐบาลที่จะให้การสนับสนุนหรือเป็นอุปสรรค โครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของระบบภาษีของรัฐบาล โครงสร้างของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท เป็นต้น ดังแสดงในภาพที่ 2.3

3. การวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis)

การวิเคราะห์บริษัทเป็นขั้นตอนสุดท้ายของการวิเคราะห์ โดยเน้นการวิเคราะห์ประเภทของบริษัทและประเภทของหลักทรัพย์ โดยจะวิเคราะห์ทั้งเชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) อันได้แก่ การวิเคราะห์ประสิทธิภาพการบริหารของผู้บริหาร ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัท โครงการขยายโรงงานของบริษัท เป็นต้น และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) อันได้แก่ การวิเคราะห์จากงบแสดงฐานะการเงินของธุรกิจในอดีตและปัจจุบัน เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นในอนาคตได้ เป็นต้น ดังแสดงในภาพที่ 2.4

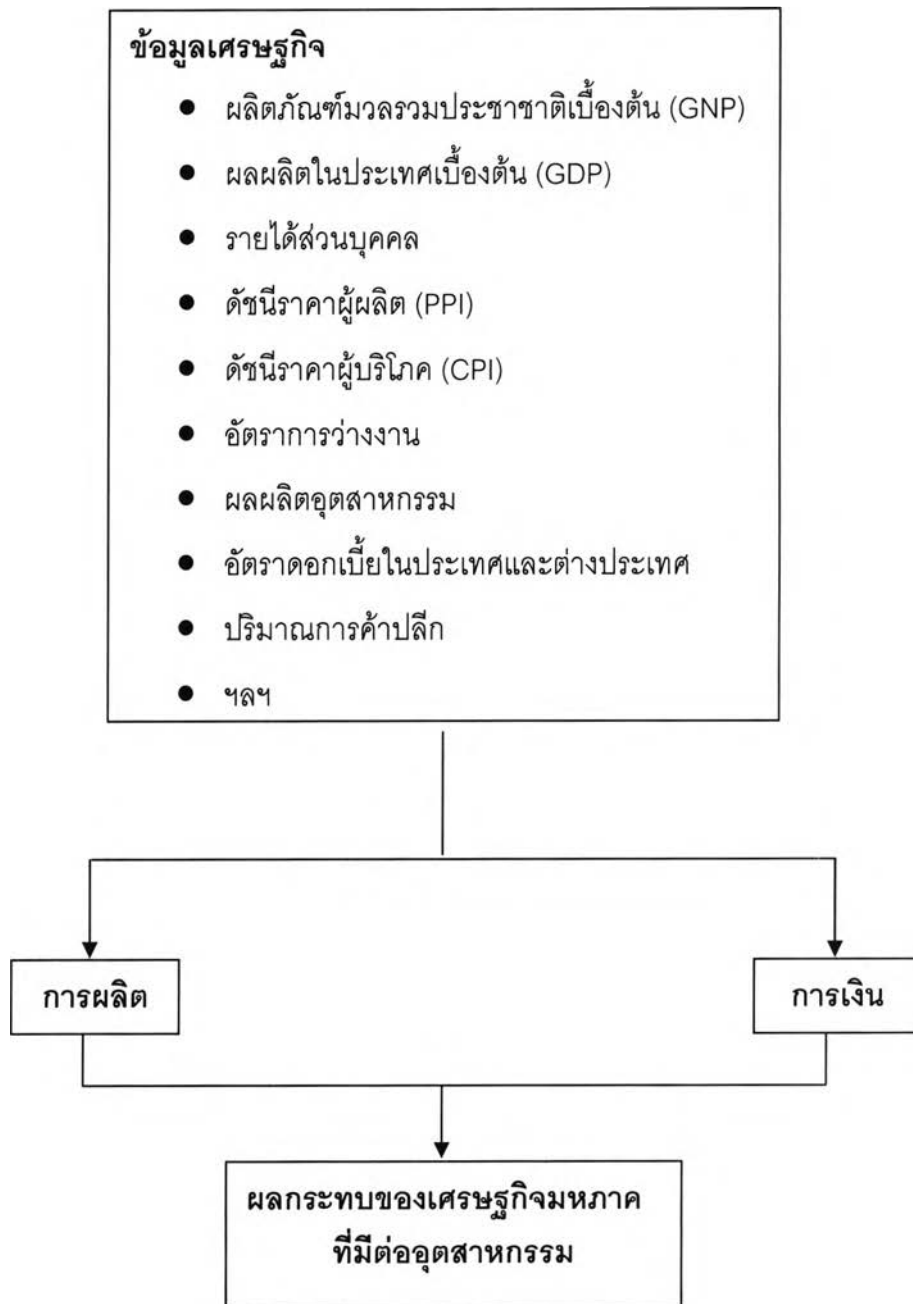
ภาพรวมการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน



ภาพที่ 2.1 ภาพรวมการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

การวิเคราะห์เศรษฐกิจ



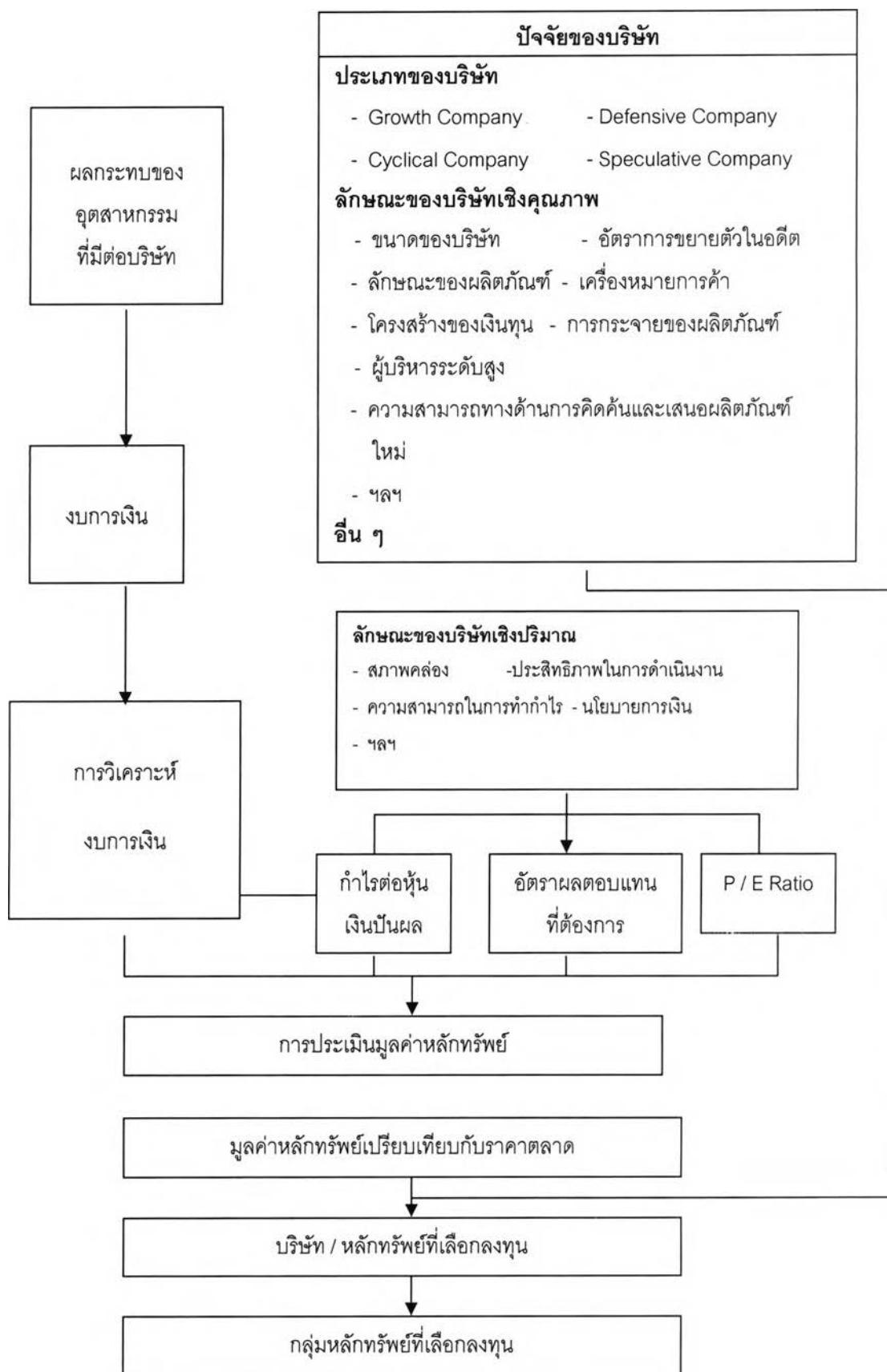
ภาพที่ 2.2 การวิเคราะห์เศรษฐกิจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2543)

การวิเคราะห์อุตสาหกรรม



ภาพที่ 2.3 การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

การวิเคราะห์บริษัท



ภาพที่ 2.4 การวิเคราะห์บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

ในการวิเคราะห์บริษัทสามารถแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะคือ การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) และการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

การวิเคราะห์บริษัทเชิงคุณภาพ

การวิเคราะห์ธุรกิจเชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้แก่ อัตราการขยายตัวในอดีตเมื่อเทียบกับคู่แข่ง ส่วนแบ่งการตลาด โครงสร้างเงินทุน โครงการขยายโรงงานในอนาคต การขยายช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้าที่ได้เตรียมการไว้ ความสัมพันธ์ระหว่างบุคลากรในบริษัท เป็นต้น การวิเคราะห์ธุรกิจเชิงคุณภาพควรพิจารณาในประเด็นสำคัญ ๆ ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

1. ขนาดของบริษัท (Size of the Firm)

ผู้วิเคราะห์ควรพิจารณาขนาดของแต่ละบริษัท ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความได้เปรียบมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง และได้เปรียบในด้านสภาพการแข่งขันในตลาด เป็นต้น

2. อัตราการขยายตัวในอดีต (Past Rate of Growth)

ในการประมาณการผลกำไรของบริษัทในอนาคตเพื่อคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น ผู้วิเคราะห์อาจใช้อัตราการขยายตัวในอดีตเป็นบรรทัดฐานซึ่งมีความเป็นไปได้ที่อัตราการขยายตัวในอนาคต จะเท่ากับอัตราการขยายตัวในอดีต หรือในกรณีที่บริษัทมีจุดเด่นหรือข้อได้เปรียบที่แสดงให้เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่จะพัฒนาก้าวหน้าทั้งจากการเปรียบเทียบกับข้อมูลในอดีตและมาตรฐานอุตสาหกรรม อัตราการขยายตัวก็น่าจะสูงขึ้น

3. ลักษณะของผลิตภัณฑ์ (Nature of the Products)

ลักษณะของสินค้าในบริษัทเป็นลักษณะใดหากเป็นสินค้าที่จำเป็นในชีวิตประจำวัน อุปสงค์ในสินค้าจะมีเสถียรภาพมาก ซึ่งจะส่งผลให้กำไรของบริษัทที่ผลิตหรือจำหน่ายสินค้านั้นมีเสถียรภาพมากกว่าบริษัทที่ผลิตสินค้าประเภทอื่น

4. ชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์ (Brand Name)

กรณีที่บริษัทมีชื่อยี่ห้อผลิตภัณฑ์ เป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายและเป็นที่ยอมรับในบุคคลทั่วไป โอกาสในการทำกำไรของธุรกิจก็สูงขึ้นไปด้วย

5. โครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure)

โครงสร้างของเงินทุนจะแตกต่างกันไปตามนโยบายของแต่ละบริษัท ธุรกิจที่มีโครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ ย่อมจะมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่าธุรกิจที่มีเงินทุนส่วนใหญ่มาจากหนี้สิน

6. การกระจายของผลิตภัณฑ์ (Diversification)

ธุรกิจที่ผลิตหรือจำหน่ายสินค้าและบริการหลายชนิดและมีชื่อเสียงหรือผลิตภัณฑ์หลายชื่อ ย่อมจะสามารถมีส่วนแบ่งในตลาดได้มากกว่าธุรกิจที่การกระจายของผลิตภัณฑ์น้อยและย่อมสามารถลดความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่แน่นอนของการประกอบการได้มากกว่า

7. ผู้บริหารระดับสูง (Top Management)

คณะผู้บริหารนับเป็นทรัพยากรที่มีค่าอย่างยิ่งของธุรกิจ หากผู้บริหารของบริษัทใดมีความสามารถในการบริหารและเสริมสร้างสัมพันธ์อันดีระหว่างผู้ได้บังคับบัญชา รวมทั้งมีประสบการณ์และความชำนาญในการประกอบธุรกิจประเภทนั้นแล้ว ย่อมจะทำให้การดำเนินงานของธุรกิจนั้นมีโอกาสประสบความสำเร็จสูง

8. ความสามารถทางการคิดค้นและเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่

(Research & Product Development Resources)

บริษัทที่มีความสามารถคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่จะเป็นผู้ที่ริเริ่มและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ขึ้นในตลาด หากสินค้านั้นเป็นที่ยอมรับในช่วงแรก บริษัทก็จะสามารถทำกำไรได้สูงโดยปราศจากคู่แข่ง และยังสามารถพัฒนาสินค้านั้นให้มีคุณภาพดียิ่งขึ้นมากกว่าที่คู่แข่งจะตามทัน ทำให้บริษัทมีข้อได้เปรียบกว่าบริษัทที่จะก้าวตามเข้ามาเป็นคู่แข่งในตลาดภายหลัง

9. พนักงาน (Human Resources)

พนักงานเป็นทรัพยากรที่สำคัญของบริษัท การดำเนินงานของบริษัทจะราบรื่นไปด้วยดีและมีประสิทธิภาพก็ย่อมต้องอาศัยบุคลากรภายในบริษัท บริษัทจึงควรพัฒนาด้านทรัพยากรบุคคล เพื่อป้องกันการเปลี่ยนหรือผลงานบ่อย ๆ ซึ่งอาจจะมีผลกระทบถึงการดำเนินงานและผลกำไรของบริษัท

การวิเคราะห์บริษัทเชิงปริมาณ

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) จะวิเคราะห์จากงบการเงินของธุรกิจที่ผ่านมาและในปัจจุบันเป็นสำคัญ เพื่อจะนำมากำหนดตัวแปรต่าง ๆ อาทิ กำไรและเงินปันผลในอนาคต ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคต เป็นต้น ซึ่งประเด็นหลักของการวิเคราะห์ได้แก่ การวิเคราะห์งบการเงิน การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินราคาหลักทรัพย์ การวิเคราะห์โดยใช้งบการเงินของบริษัทจะยังประโยชน์แก่ผู้ใช้ก็ต่อเมื่อผู้ใช้วิเคราะห์ได้เข้าใจถึงลักษณะโครงสร้างและข้อจำกัดในการใช้งบการเงินนั้น ๆ นอกจากนั้นผู้ใช้ควรสามารถตีความผลลัพธ์ที่ได้จากการคำนวณด้วย การวิเคราะห์บริษัทเชิงปริมาณ จึงเป็นเครื่องชี้ว่าอนาคตของธุรกิจนั้นควรเป็นไปในลักษณะใด โดยผู้วิเคราะห์นำเอาข้อมูลต่าง ๆ ในงบการเงินมาคำนวณหาสัดส่วนและอัตราส่วนเปรียบเทียบกับในแต่ละช่วงเวลา และเปรียบเทียบกับธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

แล้วตีความเพื่อหาคำตอบต่าง ๆ ที่ต้องการ อาทิ สาเหตุที่ธุรกิจต้องใช้เงินทุนเพิ่ม แหล่งที่มาของเงินทุนเป็นอย่างไร แหล่งใช้ไปของเงินทุนเป็นไปในทางใดบ้าง ความสามารถในการชำระหนี้ เป็นต้น การวิเคราะห์ธุรกิจเชิงปริมาณควรพิจารณาในประเด็นที่สำคัญ ๆ ดังนี้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546)

1. การวิเคราะห์งบการเงิน

การวิเคราะห์งบดุล

การวิเคราะห์งบกำไรขาดทุน

การวิเคราะห์งบแสดงการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน

2. การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Ratio Analysis)

การวิเคราะห์สภาพคล่องทางการเงิน

การวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

การวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร

การวิเคราะห์นโยบายทางการเงินของบริษัท

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุน

ผลตอบแทน (Return) จากการลงทุนประเภทใดประเภทหนึ่ง ประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วนคือ

- Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสด เงินปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายให้แก่ผู้ถือ
- Capital Gain (loss) คือ กำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่าเป็น การเปลี่ยนแปลงราคา (Price Change) ของหลักทรัพย์นั่นเอง ในกรณีผู้ลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย (Long Position) ผลตอบแทนส่วนนี้ได้แก่ ค่าความแตกต่างระหว่างราคาที่จะขายหรือราคาขายหลักทรัพย์กับราคาซื้อ ในกรณีที่ผู้ลงทุนอยู่ในภาวะยืมหุ้นมาขาย (Short Position) ผลตอบแทนส่วนนี้ได้แก่ ราคาขายกับราคาที่จะซื้อหรือราคาซื้อเพื่อล้างสถานะชอร์ต

ผลตอบแทนรวม (Total Return) ของหลักทรัพย์คือ ผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์นั้น

$$\text{Total Return} = \text{Yield} + \text{Price Change}$$

- โดย
1. องค์ประกอบของส่วนของ Yield อาจมีค่าเป็น 0 หรือเป็นบวก (+)
 2. องค์ประกอบของ Price Change อาจมีค่าเป็น 0 หรือบวก (+) หรือเป็นลบ (-)

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ มักแสดงอยู่ในรูปร้อยละ โดยเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี โดยเรียกรวม ๆ ว่า "อัตราผลตอบแทน" ซึ่งเป็นตัวบอกระดับผลได้ที่ผู้ลงทุนได้รับหรือจะได้รับในหนึ่งงวดของการลงทุนประเภทนั้น ๆ ผู้ลงทุนจะใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ หรืออาจเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่น ๆ ต่อไป อย่างไรก็ตาม การคำนวณอัตราผลตอบแทนดังกล่าว ไม่จำเป็นจะต้องมีการขายหลักทรัพย์ออกไปจริง (กรณี Long Position) หรือไม่จำเป็นที่ต้องซื้อหลักทรัพย์เพื่อคืนจริง (กรณี Short Position) อัตราผลตอบแทนของการลงทุนใด ๆ คำนวณจากการเปรียบเทียบผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับเงินลงทุนต้นงวดในรูปร้อยละ ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทน} = \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าหลักทรัพย์ปลายงวด} - \text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด})}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

$$\text{ดังนั้น} = \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์}}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ต้นงวด}}$$

ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนนั้นมีการคำนวณหลายประเภทตามชนิดของหลักทรัพย์ดังต่อไปนี้

การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี (Holding Period Return : HPR) ใช้แนวคิดในการคำนวณแบบเคียงกับการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกู้ แต่กระแสเงินสดรับจากการลงทุนในหุ้นสามัญคือ เงินปันผลรับ นอกจากนี้เงินปันผลแล้ว บางงวดเวลากิจการอาจเพิ่มทุนและอาจให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นออกใหม่ได้ในราคาที่กำหนด บางงวดเวลาที่มีการแตกหุ้น และบางกิจการอาจจ่ายหุ้นปันผล ดังนั้นการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากหุ้นสามัญจึงต้องปรับใช้ตามความเหมาะสมด้วย

อัตราผลตอบแทนกรณีมีเงินสดปันผล

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

เมื่อ

HPR_{st} 1 ปี คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปี

D_t คือ เงินปันผลในช่วงเวลาปีที่ t

P_t คือ ราคาหุ้นสามัญปลายปีที่ t (ราคาขาย)

P_{t-1} คือ ราคาหุ้นสามัญต้นปี t (ราคาซื้อ)

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญระยะเวลา 1 ปีนี้ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทน 2 ส่วน คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) และอัตราผลตอบแทน

จากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญ (Capital Gain (Loss)) ซึ่งสามารถจำแนกอัตราผลตอบแทน ทั้ง 2 ประเภท ได้ดังนี้

$$\text{Dividend Yield} = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

$$\text{Capital Gain (Loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

การวัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่อยู่ในรูปเงินปันผล (Dividend Yield) เป็นการวัดผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนได้รับในขณะที่ถือหุ้นสามัญในรูปเงินปันผลซึ่งจ่ายจากกำไรของกิจการ กำไรส่วนที่เหลือจากการจ่ายปันผล กิจการจะเก็บอยู่ในรูปกำไรสะสมเพื่อนำไปลงทุนต่อไปในกิจการ หากการลงทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ จะทำให้กำไรของกิจการขยายตัวขึ้น ทำให้เงินปันผลที่ผู้ลงทุนได้รับมีมูลค่ามากขึ้นในอนาคต และราคาตลาดของหุ้นก็จะสูงขึ้นตาม ดังนั้น จึงมีแนวคิดในการใช้กำไรของกิจการเปรียบเทียบกับราคาหุ้น ซึ่งเรียกว่า อัตรากำไรต่อราคา (Earning Yield) เป็นตัวในการวัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วย แสดงสมการ ได้ดังนี้

$$\text{Earning Yield} = \frac{E_t}{P_{t-1}}$$

โดย E_t คือ กำไรต่อหุ้นของกิจการในปีที่ t

อัตราผลตอบแทนกรณีมีการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นเพิ่มทุน

ในกรณีที่ช่วงเวลาที่ใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทน มีการให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมเพิ่มทุนได้ในราคาที่กำหนดหรือให้ Preemptive Right การคำนวณอัตราผลตอบแทนโดยคำนึงถึงมูลค่าสิทธิ สามารถคำนวณตามสมการดังนี้

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1}) + n_n(P_t - P_s)}{P_{t-1}}$$

เมื่อ

η_n คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ ซึ่งมีวันหมดสิทธิจองซื้อหุ้น (XD) ในงวดที่ t

P_s คือ ราคาหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีสิทธิซื้อ (Subscription Price)

อัตราผลตอบแทนกรณีมีการแตกหุ้น

ในกรณีที่กิจการแตกหุ้น ทำให้ราคาหุ้นที่ตราไว้ลดลงและจำนวนหุ้นสูงขึ้น สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนในงวดแรกที่กิจการแตกหุ้น สามารถคำนวณได้ตามสมการดังนี้

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{D_t + (P_t + \eta_n P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

เมื่อ

η_n คือ จำนวนหุ้นใหม่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับเพิ่มจากหุ้นเก่า 1 หุ้น ภายหลังจากการแตกหุ้นซึ่งเกิดขึ้นในงวดที่ t เช่น หากแตกหุ้นจาก 1 หุ้น เป็น 10 หุ้น η_n จะเท่ากับ 9

อัตราผลตอบแทนกรณีจ่ายหุ้นปันผล

กรณีที่กิจการจ่ายปันผลเป็นหุ้นทำให้ผู้ถือหุ้นมีหุ้นจำนวนมากขึ้น สามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนได้ตามสมการดังนี้

$$\text{HPR}_{st} \text{ 1 ปี} = \frac{P_t + \eta_d P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

เมื่อ

η_d คือ จำนวนหุ้นปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มจากการถือหุ้น 1 หุ้น โดยมีวันหมดสิทธิรับหุ้นปันผล (XD) ในงวดที่ t

2.1.3 แนวคิดเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน

ตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันที เมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ดังนั้น ความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในที่นี้ จึงหมายถึง ความมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสาร (Informationally Efficient Market)(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

สมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ

จากความหมายของตลาดมีประสิทธิภาพที่ได้กล่าวมาแล้วนั้น ตลาดมีประสิทธิภาพจะเกิดขึ้นได้ภายใต้สมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypotheses) ดังนี้(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

1. ตลาดมีประสิทธิภาพจะต้องมีผู้ร่วมตลาด ซึ่งมีลักษณะเป็นผู้แสวงหากำไรสูงสุดอยู่เป็นจำนวนมาก ผู้ร่วมตลาดเหล่านั้นจะเข้ามาใจตลาด เพื่อทำการวิเคราะห์และประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยที่แต่ละคนต่างก็มีความเป็นอิสระต่อกัน
2. ข่าวสารข้อมูลใหม่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดจะเกิดขึ้นในเชิงสุ่ม (random) และช่วงระยะเวลาที่เกิดข่าวสารแต่ละข่าวสารจะไม่เกิดขึ้นต่อกัน
3. ผู้ลงทุนซึ่งมีลักษณะเป็นผู้แสวงหากำไรสูงสุดเหล่านั้น จะทำการปรับราคาหลักทรัพย์ทันทีเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์นั้นเป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เกิดขึ้น

แม้ว่าผู้ลงทุนจะไม่สามารถปรับราคาหลักทรัพย์ได้อย่างสมบูรณ์ แต่ก็ถือว่าการปรับโดยไม่มีความลำเอียงหรือไม่มีอคติ (Unbiased) ซึ่งหมายความว่า ในบางครั้งราคาที่ปรับเปลี่ยนก็อาจมากเกินไปและบางครั้งราคาที่ปรับเปลี่ยนก็อาจน้อยเกินไป แต่ผู้ลงทุนจะไม่สามารถคาดเดาได้ว่าราคาที่ปรับเปลี่ยนไปในแต่ละครั้งนั้นจะมากไปหรือจะน้อยไป และการที่ราคาหลักทรัพย์มีการปรับเปลี่ยนอย่างรวดเร็วก็เพราะว่า ผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้แสวงหากำไรสูงสุดเหล่านั้นต่างแข่งขันกันตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลใหม่ที่เกิดขึ้นด้วยการรีบปรับราคาหลักทรัพย์

ดังนั้น เมื่อพิจารณาผลของสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพทั้งสามประเด็นร่วมกันที่ว่า ข้อมูลข่าวสารจะเกิดขึ้นในเชิงสุ่ม ข้อมูลข่าวสารมีความเป็นอิสระต่อกัน และไม่สามารถคาดคะเนได้ ผู้ลงทุนที่แสวงหากำไรจำนวนมากต่างแข่งขันกันปรับราคาหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ ทั้งหมดเหล่านั้น ย่อมให้ความหมายที่ว่า ราคาของหลักทรัพย์ก็คาดว่าจะมีการปรับตัวอย่างเป็นอิสระต่อกัน (Independent) และเป็นแบบเชิงสุ่มด้วย (Random)

การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว เกิดจากที่ผู้ลงทุนจำนวนมากซึ่งคอยติดตามความเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์นั้น ทำการวิเคราะห์ว่าข้อมูลข่าวสารใหม่ ๆ ที่เกิดมีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างไร และจะทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์จนกระทั่งราคาสะท้อนข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง ดังนั้น ถ้าจำนวนผู้ลงทุนในตลาดมีจำนวนยิ่งมากเท่าใด การแข่งขันกันซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนก็ยิ่งมีมากเท่านั้น และก็จะยิ่งทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเร็วขึ้น ซึ่งจะมีผลทำให้ตลาดยังมีประสิทธิภาพมากขึ้น

4. ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงด้วย จากการยอมรับสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพที่ว่า ราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวเมื่อมีข้อมูลใหม่เกิดขึ้นในตลาด ดังนั้น ราคาหลักทรัพย์จึงควรสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง และควรจะเป็นการสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้นอย่างไม่มีอคติ รวมทั้งความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นด้วย ดังนั้นในตลาดมีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงด้วย หรืออาจกล่าวได้ว่าถ้าผู้ลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่สะท้อนความมีประสิทธิภาพของข้อมูลต่าง ๆ แล้ว ผู้ลงทุนก็ควรจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่เรียกว่า อัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยง (Risk-Adjusted Rate of Return) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะเป็นอัตราผลตอบแทนที่สอดคล้องกับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนควรจะได้รับจากการลงทุนนั้น

ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด

จากความหมายของตลาดมีประสิทธิภาพที่กล่าวไว้ว่า ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันทีเมื่อได้รับข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรือเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสารนั้น ความมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลข่าวสารของตลาดอาจแบ่งออกเป็น 3 ระดับ(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) คือ

- ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak form Efficient Market)
- ความมีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semistrong form Efficient Market)
- ความมีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong form Efficient Market)

ตลาดทุนจะมีความมีประสิทธิภาพต่อข้อมูลในระดับใดจะสามารถอธิบายได้ โดยศึกษาจากสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนในแต่ละระดับ ดังนี้

1. ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak form Efficient Market Hypothesis) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลตลาด (Market Information) ของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต ซึ่งได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด

ดังนั้น ถ้าเชื่อว่าราคาตลาดในปัจจุบันได้สะท้อนถึงผลตอบแทนในอดีตทั้งหมดของหลักทรัพย์ และข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แล้ว สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ ย่อมจะบอกให้ทราบว่า อัตราผลตอบแทนในอดีตรวมทั้งข้อมูลตลาดในอดีต ไม่ควร จะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต (เนื่องจากอัตราผลตอบแทนในอดีตและอัตราผลตอบแทนในอนาคตควรเป็นอิสระต่อกัน ตามสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ) ด้วยเหตุนี้ ผู้ลงทุนจะได้กำไรน้อยมาก ถ้าตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูลอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือข้อมูลตลาดอื่นในอดีต ไม่ว่าจะผู้ลงทุนจะใช้กฎเกณฑ์หรือเทคนิคใด ๆ ในการตัดสินใจลงทุน

2. ความมีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semistrong form Efficient Market Hypothesis) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะปรับตัวทันทีต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมด หรืออาจกล่าวได้ว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างเต็มที่

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ จะครอบคลุมสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับต่ำด้วย เนื่องจาก ข้อมูลตลาดทั้งหมดที่ได้กล่าวไว้ในสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ อาทิเช่น ราคาหุ้นในอดีต อัตราผลตอบแทนและมูลค่าการซื้อขาย ต่างก็ถือว่าเป็นข้อมูลสาธารณะด้วย ดังนั้นข้อมูลสาธารณะจะประกอบด้วยข้อมูลสองส่วน คือ ข้อมูลตลาด และข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด

1. ข้อมูลตลาด (Market Information) เช่น ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด เช่น การซื้อขายหน่วยย่อย (odd lot) และการซื้อขายรายใหญ่ (block trade) เป็นต้น
2. ข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด (Nonmarket Information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศตัวเลขรายได้ของธุรกิจ และข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (price-to-earning หรือ P/E ratios) อัตราเงินปันผลตอบแทน (dividend-yield ratios) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (price-book value หรือ P/BV ratios) การแตกหุ้น (stock splits) ข่าวเกี่ยวกับเศรษฐกิจ และข่าวเกี่ยวกับการเมือง เป็นต้น

ดังนั้น ภายใต้สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ ผู้ลงทุนที่ตัดสินใจลงทุนโดยอาศัยข่าวสารข้อมูลใหม่ ๆ ที่สำคัญใด ๆ ก็ตาม หลังจากที่ข้อมูลนั้นได้ประกาศให้สาธารณะชนรับรู้แล้ว ก็ไม่ควรที่จะได้รับผลตอบแทนเกินกว่าอัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย ในอีกทางหนึ่งคือ ไม่ควรได้รับกำไรที่สูงกว่ากำไรรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย หรืออาจเรียกว่า กำไรเกินปกติ ที่คาดว่าจะได้จากการลงทุน หลังจากหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ในการซื้อขายแล้ว

3. ความมีประสิทธิภาพในระดับสูง

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong form Efficient Market) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะ (public information) และข้อมูลส่วนบุคคล (private information) อย่างเต็มที่

สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ นอกจากจะครอบคลุมทั้งสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ และความมีประสิทธิภาพในระดับปานกลางของตลาดไว้แล้ว สมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูง ยังขยายขอบเขตสมมติฐานโดยอธิบายลักษณะของตลาดที่มีประสิทธิภาพว่า ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารทั้งหมด โดยไม่มีต้นทุนและผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลข่าวสารเหล่านั้นพร้อม ๆ กันทุกคนภายในเวลาเดียวกัน

จากการยอมรับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงตามที่ได้กล่าวมาแล้ว จะหมายความว่า ไม่มีผู้ลงทุนกลุ่มใดมีความสามารถในการผูกขาดความเป็นเจ้าของข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น จึงไม่มีผู้ลงทุนกลุ่มใดได้รับผลตอบแทนเหนืออัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ยได้ตลอดเวลา

ความผิดปกติของตลาด

ความผิดปกติของตลาด (Market anomalies) หมายถึง เหตุการณ์ที่แสดงถึงการคัดค้านหรือไม่ยอมรับความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน

จากการที่นักวิจัยพยายามจะทำการทดสอบอย่างมากมายเพื่อพิสูจน์สมมติฐานที่ว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้น นักวิจัยพบว่า ตลาดมีความผิดปกติเกิดขึ้น กล่าวคือ ในบางขณะราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวในรูปแบบที่สามารถพยากรณ์ได้ และรูปแบบการเคลื่อนไหวดังกล่าวคงอยู่นานมากพอที่จะทำให้นักลงทุนสามารถนำไปใช้ในการทำกำไรเกินปกติได้ ซึ่งถ้าเป็นเช่นนั้น ย่อมแสดงถึงการไม่ยอมรับสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนหรือเกิดความผิดปกติของตลาด ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย,2548)

1. ความผิดปกติที่เกิดจากรายงานผลกำไรรายไตรมาสและผลกำไรซึ่งแตกต่างไปจากที่คาดไว้ (quarterly earnings reports and earnings surprise) จากการวิจัยพบว่า ข้อมูลรายงานผลกำไรรายไตรมาสที่แตกต่างไปจากที่คาดไว้และการประกาศปรับตัวเลขผลกำไรของธุรกิจ

สามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอนาคตได้ และทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนเกินปกติ

2. ความผิดปกติที่เกิดขึ้นเดือนมกราคมและความผิดปกติในระหว่างช่วงอื่น ๆ ของปีปฏิทิน (the January anomaly and other calendar effects) นักวิจัยเชื่อว่า หุ้นที่มีราคาตลาดต่ำลงในระหว่างปีจะถูกนักลงทุนนำมาขายในช่วงปลายปี เพื่อนำผลการขาดทุนที่ได้ไปใช้ประโยชน์ทางภาษีในตอนสิ้นปีและนักลงทุนจะหันกลับมาซื้อหุ้นนั้น ๆ ใหม่ในตอนช่วงต้นปีถัดไป การรีบกลับมาซื้อหุ้นของนักลงทุนในตอนต้นปีนี้เอง ทำให้เกิดแรงกดดันต่อราคาหุ้นในเดือนมกราคม กล่าวคือ ทำให้หุ้นในเดือนมกราคมมีราคาสูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่า ผลตอบแทนของหุ้นมักจะสูงในวันศุกร์และต่ำในวันจันทร์โดยราคาหุ้นจะต่ำอยู่นานประมาณ 45 นาทีหลังจากที่ตลาดเปิดทำการ
3. ความผิดปกติที่เกิดในธุรกิจที่มีขนาดเล็ก (the small-firm effect) ผู้วิจัยหลาย ๆ คนได้นำผลกระทบบเรื่องขนาดเข้ามาร่วมทำการทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน และพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ลงทุนในธุรกิจขนาดเล็กให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีกว่าผลตอบแทนของตลาด (ซึ่งประกอบด้วยการลงทุนในธุรกิจทั้งขนาดใหญ่และขนาดเล็ก) ทั้งนี้ อาจจะเนื่องมาจาก การที่ธุรกิจขนาดเล็กมักจะไม่ค่อยได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบัน นอกจากนี้ ข้อมูลธุรกิจขนาดเล็กมีน้อย การขาดข้อมูลในภาวะวิเคราะห์ดังกล่าว จึงทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนสูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ได้รับ และด้วยสาเหตุนี้เองที่ทำให้เกิดความสนใจในการสร้างดัชนีราคาหุ้นขนาดเล็กขึ้นในระยะเวลาต่อมา
4. ความผิดปกติที่เกิดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (the price-earnings หรือ P/E ratio effect) จากการศึกษาของนักวิจัยพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนซึ่งลงทุนในหุ้นที่มีอัตราส่วน P/E ต่ำจะมีผลตอบแทนที่ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนซึ่งลงทุนในหุ้นที่มีอัตราส่วน P/E สูงกว่า อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาอื่น ๆ ที่ศึกษาต่อเนื่องถึงผลกระทบที่เกิดจากอัตราส่วน P/E นี้พบว่า เมื่อมีการปรับค่าใช้จ่ายในการซื้อขายที่จำเป็นเพื่อให้เกิดความสมดุลในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อราคาและกำไร

สุทธิเปลี่ยนแปลงไปในช่วงเวลาที่เปลี่ยนไปแล้วนั้น ผลตอบแทนที่ดีกว่านั้นหายไป สำหรับคำอธิบายของการได้รับผลตอบแทนที่ดีกว่าจากการลงทุนในหุ้นที่มีอัตราส่วน P/E ต่ำนั้น เนื่องจากเป็นหุ้นที่ไม่ค่อยได้รับความนิยมของผู้ร่วมตลาด

5. ความผิดปกติที่เกิดจากหุ้นที่ไม่มีผู้สนใจ (neglected firm effect) หุ้นของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์ในระดับที่ไม่เท่ากัน จากการศึกษาที่ได้กล่าวมาแล้ว ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กลยุทธ์ในการลงทุนที่อาศัยพื้นฐานจากระดับความสนใจของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหุ้นในระดับที่ต่างกัน อาจนำไปสู่การได้รับผลตอบแทนที่เกินปกติ กล่าวคือหุ้นที่นักวิเคราะห์ไม่ได้ให้ความสนใจ หรือหุ้นที่ถูกเพิกเฉยจะมีผลตอบแทนที่ดีกว่าหุ้นที่ได้รับความสนใจเป็นอย่างมากจากนักวิเคราะห์
6. ความผิดปกติที่เกิดจากอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book value to market value หรือ BV/MV ratio effect) จากงานวิจัยพบว่า อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์เป็นค่าบวกกับผลตอบแทนของหุ้นเฉลี่ยในอนาคต นอกจากนี้ เมื่อมีการนำปัจจัยอื่น ๆ เข้ามาร่วมทำการทดสอบด้วยความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยก็ยังมีค่าเป็นบวก และที่สำคัญ คือ ปัจจัยเรื่อง ขนาด และอัตราส่วน BV/MV เป็นปัจจัยร่วมที่สามารถแสดงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญได้อย่างโดดเด่น ถึงแม้ว่างานวิจัยบางอันจะระบุว่า ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดและ BV/MV จะใช้ได้เฉพาะในช่วงที่มีการใช้นโยบายการเงินเท่านั้น

ประสิทธิภาพของตลาดทุนและการประยุกต์ใช้

จากผลการศึกษาที่เกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนซึ่งให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันไป กล่าวคือ การศึกษาบางอันก็สนับสนุนความมีประสิทธิภาพของตลาดแต่อีกหลาย ๆ อันก็คัดค้านความมีประสิทธิภาพของตลาด การศึกษาและผลสรุปเหล่านี้มีความสำคัญต่อผู้ลงทุน นักวิเคราะห์การเงิน ผู้จัดการกลุ่มหลักทรัพย์และสถาบันต่าง ๆ ในการนำไปประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติ กล่าวคือ จากผลงานวิจัยที่สนับสนุนความมีประสิทธิภาพของตลาดทำให้เราทราบว่า เทคนิค

อะไรที่นำไปใช้ไม่ได้และจะอย่างไรถ้าไม่สามารถทำผลตอบแทนได้ดีกว่าตลาด และจากผลงานวิจัยที่คัดค้านประสิทธิภาพของตลาดจะทำให้ทราบว่า เราควรจะใช้ข้อมูลใดถ้าต้องการทำให้ได้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาด(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

ตลาดมีประสิทธิภาพและการวิเคราะห์ทางเทคนิค

ข้อสมมติของการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) มีความขัดแย้งกันโดยตรงกับตลาดมีประสิทธิภาพ หลักการเบื้องต้นของการวิเคราะห์ทางเทคนิค กล่าวว่าราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวแบบมีแนวโน้มอย่างต่อเนื่อง นักวิเคราะห์ทางเทคนิคเชื่อว่า เมื่อมีข่าวสารข้อมูลใหม่เข้ามาในตลาด ทุกคนในตลาดจะไม่ได้รับรู้ข่าวนั้นพร้อมกันในทันที แต่ข่าวสารจะค่อย ๆ กระจายจากผู้ที่เราจะได้รับข่าวไปสู่ผู้ลงทุนสาธารณะที่ติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดอยู่ตลอด และไปสู่ผู้ลงทุนทั่ว ๆ ไป นอกจากนี้ นักวิเคราะห์เชิงเทคนิคยังเชื่อว่า นักลงทุนจะไม่วิเคราะห์ข้อมูลข่าวสารและมีปฏิกิริยาต่อข้อมูลข่าวสารนั้นทันที แต่กระบวนการดังกล่าวต้องใช้เวลา ดังนั้น นักลงทุนจะมีสมมติฐานที่ว่า ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ในลักษณะที่ค่อย ๆ เป็น ค่อย ๆ ไป หลังจากข้อมูลใหม่ถูกปล่อยออกสู่ตลาด ซึ่งทำให้แนวโน้มการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง

นักวิเคราะห์ทางเทคนิคเชื่อว่า นักค้าหลักทรัพย์ที่เคลื่อนไหวรวดเร็วจะสามารถพัฒนาระบบที่สามารถตรวจสอบการเคลื่อนไหวหรือการเปลี่ยนแปลงครั้งแรก เพื่อเข้าสู่สมดุลใหม่ใด หรือเรียกว่า ทะลุ (Breakout) ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงหวังที่จะซื้อหรือขายหุ้นทันทีหลังจากที่หุ้นขึ้นหรือตกทะลุแนวต้านเพื่อที่จะเคลื่อนเข้าสู่สมดุลใหม่ ทั้งนี้เพื่อหาผลประโยชน์จากผลที่จะตามมา คือการค่อย ๆ ปรับตัวของราคา

ความเชื่อของนักวิเคราะห์ทางเทคนิคในรูปแบบแผนการปรับตัวของราคาในลักษณะนี้จะขัดแย้งโดยตรงกับแนวคิดที่สนับสนุนสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนซึ่งเชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวทันทีเมื่อได้รับข้อมูลใหม่ อย่างไรก็ตาม แนวคิดที่สนับสนุนสมมติฐานตลาดมีประสิทธิภาพก็ไม่ได้เห็นด้วยกับแนวคิดที่ว่า ราคาจะปรับตัวอย่างสมบูรณ์ ซึ่งหมายความว่าโอกาสที่ราคาจะมีการปรับตัวมากไปหรือน้อยไปอาจเกิดขึ้นได้ แต่ผลจากความไม่แน่นอนว่าตลาดจะปรับตัวมากไปหรือน้อยไปในตอนใดนี้เองที่ทำให้นักลงทุนไม่สามารถหากำไรเกินปกติได้จากความผิดพลาดในการปรับตัวที่อาจเกิดขึ้น

ดังนั้น ถ้าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำเหมือนกับที่ผลการศึกษาส่วนใหญ่สรุปและราคาหลักทรัพย์ย่อมจะสะท้อนอย่างเต็มที่ต่อข้อมูลตลาดทั้งหมดที่เกี่ยวข้องแล้ว ระบบการซื้อขายที่ใช้วิเคราะห์ทางเทคนิคซึ่งใช้ข้อมูลการวิเคราะห์จากข้อมูลอดีตจะไม่สามารถนำมาใช้ได้ เพราะเมื่อข้อมูลนั้นถูกประกาศออกสู่สาธารณะราคาหลักทรัพย์ก็ได้ปรับตัวไปเรียบร้อยแล้ว ฉะนั้นการซื้อขายโดยใช้วิธีการวิเคราะห์ทางเทคนิคจะไม่ทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนเกินปกติหลังจากคำนึงถึงความเสี่ยงและค่าใช้จ่ายในการซื้อขายแล้ว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

ตลาดมีประสิทธิภาพและการวิเคราะห์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

การวิเคราะห์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) มีแนวคิดที่เชื่อว่าในทุก ๆ ระยะเวลาหุ้นจะมีมูลค่าที่แท้จริงและมูลค่าที่แท้จริงนั้นจะขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ ดังนั้น ผู้ลงทุนควรประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน ณ เวลาใดเวลาหนึ่งโดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือตัวแปรต่าง ๆ ที่เป็นตัวกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนั้นตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้นในส่วนของแนวคิดเกี่ยวกับการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน

เมื่อสามารถกำหนดราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์จากการวิเคราะห์ได้แล้วก็จะนำมาเปรียบเทียบกับราคาของหลักทรัพย์นั้นในตลาด ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์แตกต่างไปจากมูลค่าที่แท้จริงที่คาดคะเนได้มากพอคุ้มกับค่าใช้จ่ายในการซื้อขาย ผู้ลงทุนก็จะเข้าทำการซื้อขายทันที ผู้ลงทุนที่ใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเชื่อว่า ในบางโอกาสราคาตลาดและมูลค่าที่แท้จริงจะต่างกัน แต่ในที่สุดแล้ว ผู้ลงทุนจะรู้และเข้าทำการซื้อขายเพื่อหาผลประโยชน์ จนในที่สุดนั้นความต่างก็จะหายไป ดังนั้น ถ้านักลงทุนมีความสามารถในการคาดคะเนมูลค่าที่แท้จริงได้ดี นักลงทุนจะสามารถตัดสินใจเลือกช่วงเวลาที่จะเข้าทำการซื้อขายได้ดี หรือสามารถซื้อหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงและได้รับกำไรมากกว่าปกติ(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

จากการศึกษาสมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพที่ให้ผลการศึกษาแตกต่างกันออกไปมีความสำคัญต่อการประยุกต์ใช้สำหรับผู้วิเคราะห์ที่ใช้แนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการตัดสินใจลงทุน ดังนี้

การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมและตลาดโดยรวมกับตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะต้องเริ่มจากการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและภาวะตลาดโดยรวม แต่จากสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนบอกว่า ถ้านักลงทุนใช้เพียงแต่เหตุการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในอดีตเพื่อการพยากรณ์ราคา จะเป็นการยากที่จะทำได้ดีกว่าการใช้นโยบายซื้อและถือ (Buy and Hold) เพราะตลาดจะปรับตัวทันทีเมื่อมีเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจเกิดขึ้น ถึงแม้ว่าจะมีข้อบ่งชี้ว่า การปรับตัวของราคาในระยะยาวอาจไม่เป็นไปตามสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน แต่ถ้าจะหาประโยชน์จากข้อบ่งชี้ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนจะต้องสามารถคาดคะเนตัวแปรที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในระยะยาวได้เป็นอย่างดี ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า ถ้านักลงทุนใช้เพียงข้อมูลในอดีตเพื่อคาดคะเนมูลค่าในอนาคต นักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนปรับความเสี่ยงที่สูง(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

การวิเคราะห์อุตสาหกรรมและการวิเคราะห์บริษัทกับตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน นอกจากการวิเคราะห์เศรษฐกิจและภาวะตลาดโดยรวมแล้ว ข้อมูลที่สำคัญอีกสองประการ คือ การวิเคราะห์อุตสาหกรรมและการวิเคราะห์บริษัท เมื่อตรวจสอบแนวคิดของตลาดที่มีประสิทธิภาพพบว่า ไม่ได้คัดค้านแนวคิดที่ใช้การคาดคะเนมูลค่าที่แท้จริงที่ได้จากการวิเคราะห์ แต่ให้ความหมายในการประยุกต์ใช้ว่า ผู้วิเคราะห์ต้องมีความเข้าใจถึงตัวแปรที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนและจะต้องมีความสามารถในการคาดคะเนมูลค่าในอนาคตได้อย่างดีโดยใช้ตัวแปรเหล่านั้น

นักวิเคราะห์ตระหนักดีว่าตัวแบบ (Model) ที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหลาย ๆ แบบที่มีอยู่เป็นตัวแบบที่ดี และเป็นที่ยอมรับ แต่ปัจจัยที่สำคัญกว่าคือ ความสามารถในการประมาณค่าตัวแปรที่เอาไปใส่ในตัวแบบได้อย่างถูกต้อง

จากการศึกษาอื่น ๆ แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยที่ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างหุ้นที่ให้ผลตอบแทนดีกับหุ้นที่ให้ผลตอบแทนไม่ดีในระหว่างปี คือ ความสัมพันธ์ระหว่างรายได้ที่คาดว่าจะเกิด (ซึ่งเกิดจากการวิเคราะห์ของนักวิเคราะห์มืออาชีพ) กับรายได้ที่เกิดขึ้นจริง ดังนั้นความสามารถในการคาดคะเนของค่ารายได้ที่คาดว่าจะเกิดจึงเป็นสิ่งที่มีความสำคัญ ถ้านักลงทุนสามารถคาดคะเนได้ดีและการคาดคะเนของเขามีความแตกต่างไปจากการคาดคะเนของคนส่วน

ใหญ่ การเลือกหุ้นของเขาจะทำได้ดี ดังนั้นการคาดคะเนที่ถือว่าทำได้ดีเลิศจะต้องประกอบด้วย ปัจจัย 2 ประการ คือ จะต้องคาดคะเนให้ถูกต้อง และการคาดคะเนจะต้องต่างไปจากการคาดคะเนของคนทั่วไป เพราะถ้าคาดคะเนถูกแต่ไม่ต่างจากคนอื่น ๆ ก็จะได้กำไรเกินปกติเพราะคนอื่น ๆ ก็คาดคะเนถูกเหมือนกัน อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาทดสอบสมมติฐานความมีประสิทธิภาพในระดับสูงของตลาดพบว่า นักวิเคราะห์ที่มีความสามารถในการคาดคะเนได้ดีเลิศมีอยู่จริงแต่มีจำนวนน้อย

จากการศึกษาสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาดทุนพบว่า ข้อมูลอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E ratio) ขนาด (Size) และอัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BV/MV ratio) และหุ้นของธุรกิจที่ไม่มีผู้สนใจ (Neglected Firm) เป็นตัวแปรที่สามารถใช้ในการอธิบายลักษณะของผลตอบแทนในอนาคตได้ ตัวแปรเหล่านี้จึงควรนำมาพิจารณาเมื่อทำการวิเคราะห์ธุรกิจตามหลักของการวิเคราะห์ขั้นพื้นฐานด้วย(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่าสามารถแยกพิจารณาได้ 2 ประเด็นหลักตามประเด็นที่จะศึกษา ซึ่งได้แก่

1. การศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบของสมการเส้นตรง (Linear Model)
2. การศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นที่ไม่อยู่ในรูปแบบของสมการเส้นตรง (Non-Linear Model)

การศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบของสมการเส้นตรง (Linear Model)

Eugence และ Kenneth (1992) ได้ทำการศึกษาภาคตัดขวางของผลตอบแทนของหุ้นที่คาดว่าจะเกิดขึ้น การศึกษามีตัวแปรที่ใช้วัดคือ ขนาดของกิจการ ราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดของส่วนของเจ้าของ ความสามารถในการชำระหนี้ และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษามาจากบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินที่อยู่ใน NYSE และ NASDAQ ตั้งแต่ปี 1962-1989 โดยนำข้อมูลมาจาก ศูนย์ข้อมูลการวิจัยราคาหลักทรัพย์ (CRSP) และ COMPUTSTAT ที่เป็นข้อมูลงบกำไรขาดทุน และงบดุลของบริษัท การที่ไม่นำบริษัทที่เป็นสถาบันการเงินมาศึกษาเนื่องจากมีอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ที่สูงเกินไป

ในการศึกษาวิเคราะห์ผลตอบแทนและความเสี่ยง พบว่าความสามารถในการชำระหนี้ กับราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดของส่วนของเจ้าของ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหุ้น ในทางตรงกันข้ามขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหุ้น อีกทั้งราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดของส่วนของเจ้าของเป็นตัวแปรที่สำคัญที่สามารถอธิบายผลตอบแทนเฉลี่ยได้ และจากการศึกษาโดยใช้ทฤษฎี Asset-Pricing Theory หากนำราคาหุ้นมาแสดงในรูปแบบอัตราส่วน คือ ราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดของส่วนของเจ้าของ จะเป็นตัวชี้วัดโดยตรงของความสัมพันธ์ที่บริษัทคาดหวังไว้

Barder และ Lyon (1997) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการค้นพบผลตอบแทนของหุ้นในระยะยาวที่ผิดปกติ โดยมีการพิจารณาเกี่ยวกับความมีอคติของการนำวิธีการคำนวณผลตอบแทนของหุ้นในระยะยาวที่ผิดปกติมาใช้ คือ ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติ และผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ ซึ่งวิธีการคำนวณหาผลตอบแทนของหุ้นที่ผิดปกติทั้ง 2 วิธีนี้จะมีความ

ที่เกิดจากวิธีการคำนวณ ซึ่งประกอบด้วย New Listed Bias, Rebalancing Bias และ Skewness Bias จากการศึกษาพบความแตกต่างของผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์ที่ผิดปกติ กับผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติ โดยผลการทดสอบ T-statistic พบว่าผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ New Listed Bias และ Skewness bias ส่วนผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์ที่ผิดปกติมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับ Rebalancing Bias และ Skewness Bias ในการทดสอบทางสถิติที่ได้มีการจับคู่กลุ่มบริษัทตัวอย่างกับกลุ่มบริษัทควบคุมนั้นสามารถที่จะลดปัญหา New Listed Bias ได้ ถ้าหากทั้งบริษัทตัวอย่างและบริษัทควบคุมนั้นได้มีการใช้เดือนที่เริ่มต้นในการคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นเดือนเดียวกัน รวมทั้งลดปัญหา Rebalancing Bias ได้หากผลตอบแทนของบริษัทตัวอย่างและบริษัทควบคุมได้มาจากการรวมกันในรูปแบบที่คล้ายกัน และลดปัญหา Skewness Bias ได้หากผลตอบแทนที่ผิดปกติถูกคำนวณโดยบริษัทควบคุมที่เหมาะสม

Fohlin (1998) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของลักษณะธุรกิจธนาคารกับสภาพคล่องและการลงทุนในอุตสาหกรรมของประเทศเยอรมัน โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้มีทั้งหมด 75 บริษัท ซึ่งเลือกมาจาก 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มบริษัทที่ตั้งมานานแล้ว กับกลุ่มบริษัทที่เพิ่งเข้ามาใหม่ในตลาดหลักทรัพย์ โดยการศึกษาครั้งนี้มีการใช้สมการแบบโครงสร้างสมการเส้นตรงในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ สมการแบบโครงสร้างประกอบด้วยตัวแปรดังนี้ สภาพคล่อง อัตราการเจริญเติบโต ตัวชี้วัดลักษณะของธนาคาร กำไร และกระแสเงินสด จากผลการศึกษาพบว่า กลุ่มธนาคารที่ได้ตั้งมานานแล้วที่มีสภาพคล่องไม่มากจะมีการเคลื่อนไหวการลงทุนเพียงเล็กน้อยเท่านั้น แต่ในทางตรงกันข้ามพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสภาพคล่องของหลักทรัพย์กับตัวชี้วัดลักษณะของธนาคารและกระแสเงินสดของธนาคาร พบความสัมพันธ์ระหว่างเงินลงทุนภายนอกกับเงินลงทุนภายในธนาคาร และในส่วนของ การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา พบว่าธนาคารที่เกิดจากการรวมกิจการมีแนวโน้มว่าจะมีสินทรัพย์ถาวรน้อยกว่าธนาคารที่มีชื่อเสียง ส่วนธนาคารขนาดเล็กมีแนวโน้มว่าจะมีสินทรัพย์หมุนเวียน สินทรัพย์ทางการเงิน รายได้ และกำไรสุทธิเพิ่มสูงขึ้น ส่วนกลุ่มบริษัทที่ตั้งขึ้นใหม่นั้นเป็นกลุ่มที่มีรายได้และสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงที่สุด แต่มีกำไรสุทธิและสินทรัพย์ทางการเงินที่ใกล้เคียงกับกลุ่มบริษัทที่ตั้งมานานแล้ว

Lamont (1998) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ โดยจะทำการศึกษาจากการจ่ายเงินปันผลที่ทำการพยากรณ์ไว้ โดยการนำสมการตัวแบบโครงสร้างมาใช้ในการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของเงินปันผล ซึ่งมีประโยชน์ในการตีความการพยากรณ์ความถดถอยของผลตอบแทนของหุ้นกับราคาหุ้น ผู้วิจัยได้นำข้อมูล

เกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้น ราคาหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น และกำไรต่อหุ้น มาใช้ในการประมวลผล ข้อมูล จากการวิจัยพบว่า การนำอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลมาใช้ นั้นช่วยในการพยากรณ์ ผลตอบแทนได้ดี เนื่องจากทั้งเงินปันผลจ่ายและกำไรเป็นตัวชี้ให้เห็นถึงความสามารถในการ พยากรณ์ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตได้ และนอกจากนั้นอัตราส่วนเงินปันผลยังเป็น ข้อมูลที่เกี่ยวกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตด้วย ส่วนกำไรเป็นข้อมูลที่บ่งบอกถึง สภาพวะของธุรกิจ จากผลการศึกษาพบว่าเงินปันผลและกำไรนั้นช่วยในการพยากรณ์ผลตอบแทน ระยะสั้นเท่านั้น เพราะตัวแปรที่ได้นำมาใช้ในการทดสอบไม่ได้มีความสำคัญสำหรับการพยากรณ์ ผลตอบแทนระยะยาว ความสัมพันธ์ระหว่างการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลกับผลตอบแทน เป็นไปในทิศทางเดียวกัน คือหากมีการพยากรณ์ว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงแล้ว จะทำให้ ผลตอบแทนสูงขึ้นด้วย

Yoon และ Miller (2003) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นกับ องค์ประกอบของกำไร โดยใช้ตัวอย่างตั้งแต่ปี 1995-1999 เนื่องจากการจัดวางกระแสเงินสด ของบริษัทจดทะเบียนได้ถูกบังคับให้นำมาใช้ตั้งแต่ปี 1995 ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่าง คือบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลี 1,888 บริษัทผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์เบื้องต้น ระหว่าง ผลตอบแทนของหุ้นกับ 2 ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานคือ กำไรกับกระแสเงินสดจากการ ดำเนินงาน และพบว่า การเปลี่ยนแปลงในกำไรตามเกณฑ์คงค้าง 1% จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลง ในผลตอบแทนของหุ้น 0.691% ส่วนการเปลี่ยนแปลงในกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 1% จะ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนของหุ้น 0.431% ส่วนการทดสอบผลกระทบของรายการ กระแสเงินสดกับรายการคงค้างกับผลตอบแทนของหุ้น พบว่ารายการคงค้างมีความสัมพันธ์ใน ทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหุ้น นอกจากนี้ได้ทดสอบความสัมพันธ์ของรายการกระแสเงิน สดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างในงวดปัจจุบัน และรายการคงค้างของงวดที่ผ่านมา กับ ผลตอบแทนของหุ้น จากการทดสอบพบว่าผลตอบแทนของหุ้นเกิดจากผลกระทบของรายการคง ค้างในงวดปัจจุบัน และยังพบว่ารายการคงค้างของงวดปัจจุบัน มีผลทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นหรือ ลดลงของกระแสเงินสดในงวดถัดไป เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหุ้น กับ ค่าใช้จ่ายที่เป็นรายการคงค้าง กับรายการกำไรตามเกณฑ์คงค้าง พบว่าผลตอบแทนของหุ้นมี ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการกำไรตามเกณฑ์คงค้าง แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทาง ตรงกันข้ามกับรายการค่าใช้จ่ายที่เป็นรายการคงค้าง และเมื่อได้มีการทดสอบความสัมพันธ์ของ องค์ประกอบกำไรกับผลตอบแทนของหุ้น พบว่าผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทาง ตรงกันข้ามกับรายการค่าใช้จ่ายตามเกณฑ์คงค้าง 2 ตัวคือ ค่าเสื่อมราคากับ รายการหนี้สูญ และ ยังพบว่าผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับองค์ประกอบของกำไรอีกด้วย

ตาราง 2.1 สรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบของสมการเส้นตรง

ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ผลการวิจัย
Eugence และ Kenneth (1992)	การศึกษาภาคตัดขวางของผลตอบแทนของหุ้นที่คาดว่าจะเกิดขึ้น	ความสามารถในการชำระหนี้ กับ ราคาตามบัญชีต่อราคาตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนของหุ้น
		ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนของหุ้น
Barder และ Lyon (1997)	การศึกษาการป้องกันผลตอบแทนของหุ้นในระยะยาวที่ผิดปกติ	ผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ New Listed Bias และ Skewness Bias
		ผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์ที่ผิดปกติมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับ Rebalancing Bias และ Skewness Bias
Fohlin(1998)	การศึกษาความสัมพันธ์ของลักษณะธุรกิจธนาคารกับสภาพคล่องและการลงทุนในอุตสาหกรรมของประเทศเยอรมัน	สภาพคล่องของหลักทรัพย์ความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวชี้วัดลักษณะของกิจการและกระแสเงินสดของกิจการ
Lamont (1998)	การศึกษาความสัมพันธ์ของกำไรกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ	พยากรณ์การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนในทิศทางเดียวกัน

ตาราง 2.1 สรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นในรูปแบบของสมการเส้นตรง (ต่อ)

Yoon และ Miller (2003)	การศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างผลตอบแทนของหุ้น กับองค์ประกอบของกำไร	ผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์ใน ทิศทางเดียวกันกับรายการกำไรตาม เกณฑ์คงค้าง
		รายการคงค้างมีความสัมพันธ์ในทิศทาง เดียวกันกับผลตอบแทนของหุ้น
		ผลตอบแทนของหุ้นเกิดจากผลกระทบของ รายการคงค้างในงวดปัจจุบัน
		ผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์ใน ทิศทางเดียวกันกับรายการกำไรตาม เกณฑ์คงค้างแต่มีความสัมพันธ์ในทิศทาง ตรงกันข้ามกับรายการค่าใช้จ่ายที่เป็น รายการคงค้าง

การศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นที่ไม่อยู่ในรูปแบบสมการเส้นตรง (Non-Linear Model)

Black และ McMillan (2004) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการใช้สมการที่ไม่อยู่ในรูปแบบสมการเส้นตรง ในการพยากรณ์มูลค่าหุ้น การเจริญเติบโตของหุ้น และกิจกรรมทางเศรษฐกิจ การวิจัยนี้เป็นการศึกษาผลตอบแทนของหุ้นในระยะยาว โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลผลตอบแทนรายเดือนจากระบบข้อมูลมูลค่าหุ้นและการเจริญเติบโตของหุ้นของประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ และญี่ปุ่น ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975 – ค.ศ. 2000 ซึ่งในการศึกษานี้ได้นำทั้งรูปแบบของสมการเส้นตรงและที่ไม่อยู่ในรูปแบบสมการเส้นตรงมาใช้ในการทดสอบการพยากรณ์รูปแบบการเคลื่อนไหวของหุ้นที่ต่างประเภทกัน ซึ่งผลจากการทดสอบในรูปแบบของสมการเส้นตรงพบว่า สามารถนำมูลค่าหุ้น การเจริญเติบโตของหุ้น ระดับสถานะของเศรษฐกิจโดยรวม และตัวแปรทางการเงินมาใช้ในการพยากรณ์การเคลื่อนไหวของหุ้นได้ ส่วนการทดสอบที่ไม่อยู่ในรูปแบบของสมการเส้นตรงพบว่า สามารถนำสมการที่ไม่อยู่ในรูปแบบสมการเส้นตรงมาใช้ในการพยากรณ์ผลตอบแทนในระยะยาวได้นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ที่ไม่อยู่ในรูปแบบของสมการเส้นตรงระหว่างมูลค่าและการเจริญเติบโตของหุ้นกับอัตราดอกเบี้ย และพบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับตัวแปรสถานะเศรษฐกิจโดยรวม เมื่อผู้วิจัยได้ทำการทดสอบแบบ Non-Parametric พบว่า การพยากรณ์รูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นมีผลตอบแทนและอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยในการพยากรณ์ด้วย และจากการทดสอบโดยการนำตัวแปรทางการเงิน คือผลการดำเนินงานของกิจการมาวิเคราะห์ให้อยู่ในรูปแบบของอัตราส่วนทางการเงินแล้วทดสอบความสัมพันธ์ที่ไม่อยู่ในรูปแบบของสมการเส้นตรง พบว่าอัตราส่วนทางการเงินสามารถพยากรณ์ได้อย่างถูกต้องและแม่นยำ และสุดท้ายพบว่า สมการที่ไม่อยู่ในรูปแบบของสมการเส้นตรงสามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์ได้ถูกต้องแม่นยำมากกว่าการใช้สมการเส้นตรง

Omran (2004) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ที่อยู่ในรูปแบบสมการเส้นตรงและไม่อยู่ในรูปแบบสมการเส้นตรง ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้น โดยทำการเลือกตัวอย่างมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอียิปต์ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1996 – 2000 มีจำนวนบริษัททั้งหมด 66 บริษัท โดยไม่ได้นำบริษัทที่เป็นสถาบันการเงินมารวม 12 บริษัท และมีอีก 8 บริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ครบถ้วนเพียงพอ จึงมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 46 บริษัท การศึกษาดังกล่าวเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระคือ อัตราส่วนทางการเงิน กับตัวแปรตามคือ ผลตอบแทนของหุ้น โดยใช้ 3 ตัวแบบ ในการศึกษาทดสอบความสัมพันธ์ ซึ่งประกอบด้วย 1. Multiple Regression Model ในการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงของ

อัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้น 2. Bivariate Model ใช้ทดสอบความเหมาะสมของรูปแบบความสัมพันธ์ 3. Multivariate Model ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ที่ไม่อยู่ในรูปสมการเส้นตรงของอัตราส่วนทางการเงินกับ ผลตอบแทนของหุ้น จากการทดสอบโดยใช้ Multiple Regression พบว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการทดสอบโดยใช้ Step - Wise Regression พบว่ามีเพียงผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์และผลตอบแทนสะสมอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการทดสอบความสัมพันธ์แบบสมการที่ไม่อยู่ในรูปของสมการเส้นตรงของอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้น โดยการทดสอบใช้วิธี Bivariate Regression ในการทดสอบความเหมาะสมของรูปแบบความสัมพันธ์และใช้ Multivariate Model ในการทดสอบความสัมพันธ์ที่ไม่อยู่ในรูปของสมการเส้นตรงของอัตราส่วนทางการเงินและผลตอบแทนของหุ้น พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นอัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นมากที่สุด ดังนั้นจึงทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่สามารถนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหุ้นได้

ตารางที่ 2.2 สรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้นที่ไม่อยู่ในรูปแบบของสมการเส้นตรง

ผู้วิจัย	หัวข้อวิจัย	ผลการวิจัย
Black และ McMillan (2004)	การศึกษาการใช้สมการที่ไม่อยู่ในรูปสมการเส้นตรง ในการพยากรณ์มูลค่าหุ้น การเจริญเติบโตของหุ้น และกิจกรรมทางเศรษฐกิจ	ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าและการเจริญเติบโตของหุ้นกับอัตราดอกเบี้ยไม่อยู่ในรูปของสมการเส้นตรง
		ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับตัวแปรสถานะเศรษฐกิจโดยรวมไม่อยู่ในรูปของสมการเส้นตรง
		สมการที่ไม่อยู่ในรูปของสมการเส้นตรงสามารถนำมาใช้ในการพยากรณ์ได้ถูกต้องแม่นยำมากกว่าการใช้สมการเส้นตรงในการพยากรณ์
Omran (2004)	การศึกษาความสัมพันธ์ที่อยู่ในรูปสมการเส้นตรงและไม่อยู่ในรูปสมการเส้นตรง ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับผลตอบแทนของหุ้น	ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับผลตอบแทนจากการซื้อและถือหลักทรัพย์และผลตอบแทนสะสมอย่างมีนัยสำคัญ
		อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นอัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์ที่ไม่อยู่ในรูปแบบของสมการเส้นตรงกับผลตอบแทนของหุ้นมากที่สุด