

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาววนิดา ไสโต

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2549

ISBN 974-14-3011-6

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK PRICE AND BOOK VALUE OF EQUITY  
FOR LOSS FIRMS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Wanida Sodo

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting  
Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2006

ISBN 974-14-3011-6

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
โดย	นางสาววนิดา ไสโต
สาขาวิชา	การบัญชี
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทุมมานนท์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

.....  
 (รองศาสตราจารย์ ดร. ดนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....  
 (รองศาสตราจารย์ดุษฎี สงวนชาติ)

.....  
 (อาจารย์ ดร. วรศักดิ์ ทุมมานนท์)

.....  
 (นายธวัชชัย เกียรติกวานกุล)

ง  
วนิดา โสโต : ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK-PRICE AND BOOK VALUE OF EQUITY FOR LOSS FIRMS IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ.ที่ปรึกษา : อ.ดร.วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 57 หน้า. ISBN 974-3011-6

วิทยานิพนธ์นี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2543 - 2547 โดยมีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ทั้งสิ้นจำนวน 261 ตัวอย่างการศึกษาในครั้งนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนา) ความถี่ ร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ส่วนสถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) ที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ ประกอบด้วย การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้เทคนิคของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Simple Regression Analysis)

ผลการวิจัยพบว่า การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนกับราคาหุ้น จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยผลการทดสอบตัวแบบซึ่งพิจารณาจากค่า P-Value และค่า Significant ที่ระดับความเชื่อมั่น 95 (มีค่าเท่ากับ 0.002) แสดงให้เห็นว่าตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ทางสถิติมีความเหมาะสม และพบว่ามูลค่าตามบัญชีมีทิศทางความสัมพันธ์กับราคาหุ้นไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Collins และคณะ ปี 1997 ที่ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เกิดลดลง และมูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น จากปัจจัยผลการดำเนินงานที่ขาดทุน

ภาควิชา.....การบัญชี.....  
สาขาวิชา.....การบัญชี.....  
ปีการศึกษา.....2549.....

ลายมือชื่อนิสิต..... *อิน โสโต* .....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา..... *Dr. 3* .....

## 4682399626 : MAJOR ACCOUNTING

KEYWORD: STOCK PRICE, BOOK VALUE OF EQUITY

WANIDA SODO : THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK PRICE AND BOOK  
VALUE OF EQUITY FOR LOSS FIRMS IN THE STOCK EXCHANGE OF  
THAILAND. THESIS ADVISOR : VORASAK TOOMMANON, Ph.D., 57 pp.  
ISBN 974-14-3011-6

The main objective of this thesis is to investigate the relationship between stock price and book value of equity for loss firms listed in the stock exchange of Thailand. The samples include Thai listed companies in 2000-2004. Descriptive statistics and inferential statistics (frequency, percentage, minimum, maximum, mean and standard deviations) and inferential statistics, simple regression analysis are employed to analyze the data.

It is found that, as expected, at 95% confidence interval, the greater of P-Value and significant (0.002). Its' reflect to relationship between the stock price by book value of equity for loss firms listed in the stock exchange of Thailand . Conclusion, book value of equity enabled to predict stock price, the results agree with previous study (Collin and et., al., 1997 and Easton, 1999). The contribution of this study shows that book value of equity for loss firms in the stock exchange of Thailand should predict stock price.

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department.....Accountancy..... Student's signature..... *Wanida Sodo*  
Field of study.....Accounting..... Advisor's signature..... *Vorarak Toommanon*  
Academic year.....2006.....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้ สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลือจากหลาย ๆ ท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.วรศักดิ์ ทুমมานนท์ ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ และเสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าต่อการศึกษา ตลอดจนการตรวจสอบแก้ไขให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้เรียบร้อยสมบูรณ์อย่างยิ่ง ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้ และขอกราบขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ดุษฎี สงวนชาติ ที่ท่านได้กรุณาเป็นประธานสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำดี ๆ ที่มีต่อการศึกษาวิจัยครั้งนี้ รวมถึงกราบขอบพระคุณ คุณธวัชชัย เกียรติกวนกุล ที่ท่านได้กรุณามาเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำเพิ่มเติมที่ทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมถึงคณาจารย์ในภาควิชาการบัญชีทุกท่านที่ได้เสริมสร้างความรู้และทักษะของการศึกษาในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ตลอดจนคณาจารย์จากสถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร สำหรับการประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ในสาขาวิชาการบัญชี ระดับปริญญาบัญชีบัณฑิต

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อสนธิและคุณแม่อรุณ รวมถึงสมาชิกทุกคนในครอบครัวของข้าพเจ้า สำหรับการให้ความดูแลทั้งในด้านร่างกายและจิตใจเป็นอย่างมากตลอดช่วงของการเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตลอดจนเพื่อน ๆ ทุกคนที่ได้สละเวลาอันมีค่ามาให้การสนับสนุนและช่วยเหลือเป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าด้วยดีตลอดมา

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

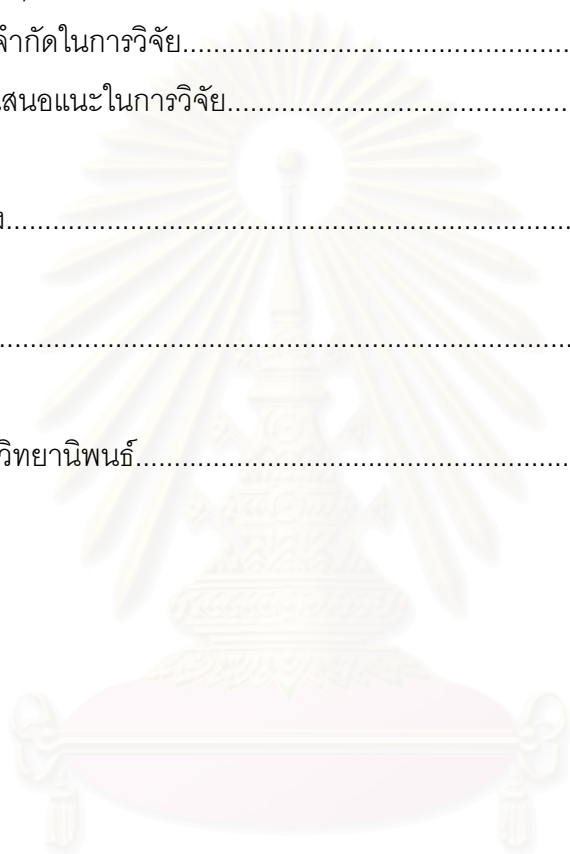
## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 สมมติฐานการวิจัย.....	2
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	2
1.5 กรอบแนวคิดของการวิจัย.....	2
1.6 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	3
1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	3
1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
1.9 ระเบียบวิธีวิจัย.....	4
1.10 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย.....	5
2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
2.1 แนวคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคา หลักทรัพย์.....	6
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการเปรียบเทียบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการใช้ อธิบายหลักทรัพย์กับความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบาย หลักทรัพย์.....	8

2.3	แนวคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับความเสี่ยงของ ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์.....	11
2.4	แนวคิดเกี่ยวกับสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน.....	13
2.5	แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีนโยบายเงินปันผล.....	14
2.6	แนวคิดเกี่ยวกับข้อมูลและปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตลาด หลักทรัพย์.....	15
2.7	บทวิจารณ์เกี่ยวกับตัวแบบของ Feltham-Ohlson และความสามารถของ ข้อมูลทางบัญชีในการใช้อธิบายหลักทรัพย์.....	20
2.8	งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาค้นคว้า.....	22
3	ระเบียบวิธีวิจัย.....	24
3.1	รูปแบบการวิจัย.....	24
3.2	แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย.....	24
3.3	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	24
3.3.1	ประชากร.....	24
3.3.2	กลุ่มตัวอย่าง.....	24
3.3.3	การวัดค่าตัวแปร.....	26
3.4	การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	27
3.5	กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	28
3.6	แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล.....	29
3.6.1	สถิติเชิงพรรณนา.....	30
3.6.2	สถิติเชิงอนุมาน.....	30
4	ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา.....	31
4.1	ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	31
4.2	ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา.....	32
4.3	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อราคาหุ้น.....	33
4.4	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างขาดทุนสุทธิต่อราคาหุ้น.....	35



4.5	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างขาดทุนสุทธิ มูลค่าตามบัญชี ต่อราคา หุ้น.....	36
5	บทสรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	39
5.1	บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย.....	40
5.2	ข้อจำกัดในการวิจัย.....	41
5.3	ข้อเสนอแนะในการวิจัย.....	42
	รายการอ้างอิง.....	43
	ภาคผนวก.....	45
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	57



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1 อัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย.....	26
4.1 จำนวนข้อมูลที่สมบูรณ์ที่ใช้ในการวิจัย.....	31
4.2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย.....	32
4.3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ.....	33
4.4 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2543-2547.....	34
4.5 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและขาดทุนสุทธิของบริษัทที่ มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2543-2547	35
4.6 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี ที่มีต่อ ราคาหุ้น.....	37

## สารบัญภาพ

ภาพประกอบ		หน้า
1.1	กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	2
2.1	การเปรียบเทียบแนวทางการวิจัย.....	10
2.2	ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีและราคาหลักทรัพย์.....	13



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากอดีตได้มีการวิจัยในต่างประเทศเกี่ยวกับตลาดทุนมานานกว่า 30 ปีนับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1968 ผลการวิจัยหลายฉบับได้เสนอความคิดเห็นที่สอดคล้องกันว่าผู้ลงทุนมีประสิทธิภาพในการรวบรวมข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ ซึ่งประกาศในตลาดหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ (Ball, 1990) และช่วยให้เข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับราคาของหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น กำไรทางบัญชีนั้นเป็นข้อมูลที่สำคัญมากในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของกิจการ จึงเป็นเหตุผลที่ทำให้นักวิจัยทางบัญชีให้ความสนใจที่จะศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

ในปัจจุบันนี้มีการวิจัยทางการบัญชีเกี่ยวกับการหาความสัมพันธ์ของข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์หลายโมเดล หนึ่งในโมเดลที่ใช้กันมากในการประเมินมูลค่าทางบัญชีก็คือโมเดลกำไรจากการลงทุน ซึ่งในโมเดลนี้ราคาหุ้นจะเป็นสิ่งสะท้อนความสามารถในการทำกำไร หรือเป็นส่วนประกอบของกำไรภายใต้สมมติฐานที่ว่า กำไรจะสะท้อนให้เห็นข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่คาดหวังในอนาคต

จากการที่ได้ค้นคว้าและศึกษาเกี่ยวกับงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีต ได้พบว่าตัวอย่างของการศึกษาส่วนใหญ่มักจะเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานเป็นกำไร ซึ่งทำให้สามารถทราบได้ว่ากำไรนั้นมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น แต่งานวิจัยนี้ต้องการที่จะศึกษาถึงบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน การที่บริษัทมีผลขาดทุนจึงต้องหาตัวบ่งชี้ที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นแทนกำไร มีงานวิจัยในอดีตเสนอแนะให้ใช้มูลค่าตามบัญชีเป็นปัจจัยที่น่าจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นด้วยเช่นกัน ผู้วิจัยจึงเห็นว่าควรจะนำมูลค่าตามบัญชีหรือส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายถึง สินทรัพย์สุทธิของกิจการที่เกิดจากการนำมูลค่าสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวม มาศึกษาในแง่ของความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของกิจการในกลุ่มบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนนี้

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน

## 1.3 สมมติฐานการวิจัย

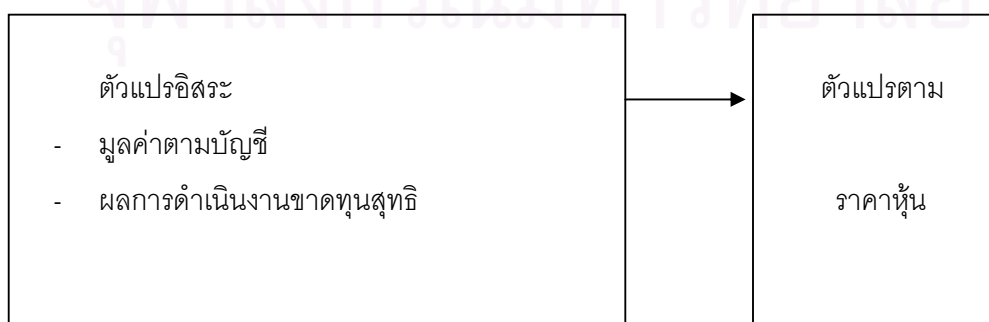
**สมมติฐานที่ 1** มูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

**สมมติฐานที่ 2** ขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

## 1.4 ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้ต้องการที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ขอบเขตการศึกษาจะครอบคลุมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในระยะเวลา 5 ปีที่ผ่านมา (พ.ศ.2543 – 2547) พิจารณาจากข้อมูลของรายงานทางการเงินและข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษาเปิดเผยอยู่ในแผ่นซีดี – รอม (I-SIM : Intergrated-SET Information Management Systems) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.5 กรอบแนวคิดการวิจัย



### การวัดค่าตัวแปร

$X_1$	=	ผลการดำเนินงาน - เงินปันผลหุ้นบริมสิทธิ์
$X_2$	=	ราคาตามบัญชี
$Y_t$	=	ราคาหุ้น ถัวเฉลี่ย ก่อนและหลัง วันประกาศผลการดำเนินงาน 3 วัน ถัวเฉลี่ย ณ ปีที่ $t + 1$

### 1.6 ข้อจำกัดของการวิจัย

1. การวิจัยครั้งนี้มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้จึงไม่สามารถอธิบายบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน เนื่องจากลักษณะการนำเสนอของงบการเงินและมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้มีความแตกต่างกัน อีกทั้งบริษัทเหล่านั้นไม่มีราคาหุ้นซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์โดยคำนึงถึงข้อมูลเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว มิได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพประกอบการศึกษา

3. ข้อจำกัดในการตีความผลการวิจัย กล่าวคือ การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาในเชิงของความสัมพันธ์ (Association) ไม่ใช่ศึกษาในเชิงของเหตุและผล (Causation) ดังนั้นการตีความผลการวิจัยจึงพิจารณาในเชิงของความสัมพันธ์มากกว่าเชิงของเหตุและผล

4. ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยอาจจะมองข้ามตัวแปรที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ดังนั้น จึงไม่สามารถกล่าวได้ว่าตัวแปรที่ศึกษาครั้งนี้จะสามารถอ้างอิงได้ทั้งหมด เนื่องจากอาจยังมีตัวแปรอื่นที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของกิจการ

### 1.7 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

1. ราคาหุ้น หมายถึง ราคาปิดของหุ้นหรือหลักทรัพย์ใด ๆ ที่เกิดจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นรายการสุดท้ายของแต่ละวัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

โดยคำนวณจากราคาหุ้น (ราคาปิด) ถัวเฉลี่ยก่อนและหลังวันประกาศผลการดำเนินงาน 3 วัน ณ ปีที่  $t + 1$

2. มูลค่าตามบัญชี หมายถึง มูลค่าตามบัญชี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) หมายถึง จำนวนเงินที่ผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิได้รับคืน โดยมีข้อสมมติว่าถ้าหากบริษัทเลิกกิจการ ทรัพย์สินต่าง ๆ สามารถขายได้ในราคาตามที่ปรากฏในงบดุล ซึ่งคำนวณโดยการนำสินทรัพย์ ทั้งสิ้นหักด้วยหนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ (ถ้ามี) ตามที่ปรากฏในงบดุล ณ วันใดวันหนึ่ง

$$\text{มูลค่าตามบัญชี} = \text{สินทรัพย์รวม} - \text{หนี้สินรวม} - \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ(ถ้ามี)}$$

3. ขาดทุนสุทธิ = ผลการดำเนินงาน - เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ

4. หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock) หมายถึงตราสารสิทธิ์ที่แสดงความเป็นเจ้าของกิจการ ที่มีภาวะดบุริมสิทธิไว้อย่างชัดเจนไม่สามารถยกเลิกได้ เมื่อกิจการมีกำไรจากการดำเนินงานผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับเงินปันผลในอัตราคงที่ตามที่จัดบุริมสิทธิไว้ อาจจะมากหรือน้อยกว่าผู้ถือหุ้นสามัญก็ได้ แต่หากกิจการนั้นต้องเลิกดำเนินการและมีการชำระบัญชีโดยการขายทรัพย์สิน ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับเงินคืนทุนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ

## 1.8 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้สามารถนำมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมาอธิบายถึงราคาหุ้นได้

2. ทำให้สามารถนำผลขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมาอธิบายถึงราคาหุ้นได้

3. ทำให้นักลงทุนสามารถทราบว่าประโยชน์ของมูลค่าตามบัญชีสามารถนำไปใช้ในการตัดสินใจในการลงทุนได้เช่นกัน เนื่องจากในอดีตที่ผ่านมา นักลงทุนได้มองเห็นความสำคัญของการดำเนินงานเพียงอย่างเดียว ซึ่งในบางครั้งบริษัทที่มีผลการดำเนินขาดทุน อาจมีปัจจัยอื่นนอกเหนือจากผลการดำเนินงานที่จะสะท้อนให้เห็นราคาหุ้นได้ จากการศึกษางานวิจัยนี้จึงสามารถยืนยันได้ว่ามูลค่าตามบัญชีเป็นปัจจัยหนึ่งที่เป็นตัวบ่งชี้ราคาหุ้นจึงทำให้มีส่วนสำคัญในการตัดสินใจในการลงทุนได้เช่นเดียวกัน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 1.9 ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยเรื่องนี้ใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยการศึกษาและค้นคว้าจากเอกสาร วิทยานิพนธ์ สิ่งพิมพ์ บทความ และตำราต่าง ๆ รวมทั้งข้อมูลของรายงานทางการเงินและข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องที่เปิดเผยอยู่ในแผ่นดินซีดี - รอม (I-SIM : Intergrated-SET Information Management Systems) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระเบียบวิธีวิจัยโดยละเอียดได้กล่าวไว้ในบทที่ 3

## 1.10 ลำดับขั้นตอนในการเสนอการวิจัย

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาในการทำวิจัย วัตถุประสงค์ของการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย กรอบแนวคิดของการวิจัย ข้อจำกัดของการวิจัย คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ ระเบียบวิธีวิจัย และลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย

บทที่ 2 กล่าวถึง แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง ระเบียบวิธีวิจัย อันประกอบด้วย รูปแบบการวิจัย ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูลและแนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 กล่าวถึง การนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา และกล่าวถึง การนำเสนอผลการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน ทั้งนี้เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน โดยจำแนกตามตัวแปรที่สนใจศึกษา ในแต่ละส่วนจะประกอบไปด้วย การทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบ ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย และผลการทดสอบตัวแปรควบคุม

บทที่ 5 กล่าวถึง การสรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะของความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน

#### 2.1 ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

Easton (1999) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ตามตัวแบบของ Ohlson (1995) ดังนี้

สมมติให้ราคาหลักทรัพย์ของกิจการหนึ่ง ณ วันใดวันหนึ่ง ( $P_{jt}$ ) มีค่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ ณ วันนั้น ( $B_{jt}$ ) หรือเท่ากับ

$$(P_{jt}) = (B_{jt})$$

รูปแบบของความสัมพันธ์นี้ หมายถึง หากมูลค่าตามบัญชีของบริษัทใด ณ เวลาใดเวลาหนึ่งได้มีการบันทึกบัญชีครบถ้วนแล้ว จะสามารถรวบรวมข้อมูลข่าวสารทั้งหมดมาแสดงในรูปของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทได้ ทำให้มูลค่าตามบัญชีเท่ากับราคาหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเกิดขึ้นในกรณีที่สินทรัพย์ที่ใช้ดำเนินงานและหนี้สินของกิจการได้รับรู้เป็นมูลค่ายุติธรรม (Fair Value Accounting) แล้ว

แต่ขณะเดียวกัน ราคาหลักทรัพย์และเงินปันผลงวดปัจจุบัน เป็นข้อมูลที่สะท้อนเงินปันผลที่ผู้ลงทุนคาดหวังในอนาคตว่า ธุรกิจที่ลงทุนจะให้ผลตอบแทนในการลงทุนเท่าใด และดังที่กล่าวไว้แล้วตามแนวคิดกำไรจากมุมมองของข่าวสารว่า เงินปันผลในอนาคตสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต จึงมีการคิดลดกำไรทางบัญชีในอนาคต (ในที่นี้จะใช้กำไรงวดปัจจุบัน ( $X_{jt}$ ) เป็นตัวแทนกำไรในอนาคต) เป็นมูลค่าปัจจุบันด้วยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว ( $R_j$ ) ที่เกิดจากการใช้สินทรัพย์ประเภทที่เป็นบุคคลากรหรือทรัพย์สินที่ไม่มีตัวตนต่าง ๆ หรือเท่ากับ

$$P_{jt} = (1+R_j^{-1}) X_{jt}$$

เนื่องจาก สินทรัพย์ของกิจการประกอบด้วยสินทรัพย์ทั้งสองประเภท คือ สินทรัพย์  
ดำเนินการเท่ากับมูลค่าตามบัญชี กับสินทรัพย์ที่เป็นทรัพยากรบุคคลหรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตน  
ต่าง ๆ เท่ากับค่าปัจจุบันของกำไรที่คาดหวังในอนาคตหักด้วยเงินปันผล ณ ปัจจุบัน โดยมีการถ่วง  
น้ำหนักระหว่างสินทรัพย์ทั้งสองเป็นสัดส่วนแบบสุ่มเป็น  $(1-k)$  และ  $k$  ตามลำดับ สำหรับข้อมูล  
อื่น ๆ นอกเหนือจากมูลค่าตามบัญชี กำไรทางบัญชี และเงินปันผล ที่เป็นข้อมูลที่สำคัญต่อการ  
กำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่เป็นส่วนที่วัดมูลค่าไม่ได้ เนื่องจากไม่มีแนวทางปฏิบัติทางบัญชีรองรับ  
จะเป็นส่วนของค่าตลาดเคลื่อนไหว ( $Y_{nt}$ ) ดังนั้น มูลค่าของกิจการจะเท่ากับ

$$P_{nt} = (1-k) B_{nt} + k[(1+r_n^{-1}) X_{nt} - d_{nt}] + \alpha Y_{nt}$$

Feltham และ Ohlson (1995) ได้กำหนดรูปแบบที่ใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญ  
โดยปรับปรุงจากแบบที่กล่าวมาให้สอดคล้องกับแนวคิดการวัดค่าทางบัญชี (measurement  
Approach) และพิจารณาแปลงสัดส่วนของสินทรัพย์ทั้งสองประเภทของกิจการที่เป็นสัดส่วนแบบ  
สุ่ม ให้เป็นค่าสัมประสิทธิ์ที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชีและ  
มูลค่าตามบัญชีดังนี้

$$P_{nt} = \alpha_0 + \alpha_1 B_{nt} + \alpha_2 X_{nt} + \varepsilon_{nt}$$

โดยอธิบายค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ว่า (1) ค่าสัมประสิทธิ์ หมายถึง  
ความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีที่จะอธิบายราคาหลักทรัพย์นั้น มีข้อมูล  
บางส่วนในราคาที่ไม่สามารถอธิบายด้วยรายการทั้ง 2 ค่าของ  $\alpha_1$  และ  $\alpha_2$  แสดงให้เห็นว่า  
ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ จะตรงข้ามกับ ความสัมพันธ์ระหว่าง  
กำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากข้อมูลทั้งสองที่นำมาใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์  
ร่วมกันต่างสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น กรณีที่รายการหนึ่งใช้อธิบายราคา  
หลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น รายการที่เหลือจะใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง 3 ค่า  $\alpha_2$  แสดงถึง  
ความสามารถของกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์จะแปรผกผันกับอัตรา  
ผลตอบแทนที่ต้องการ เนื่องจากการคิดลดกำไรในอนาคตเป็นมูลค่าปัจจุบัน จะคิดลดด้วยอัตรา  
ผลตอบแทนที่คาดหวังในอนาคตตามที่กล่าวมา

แนวทางการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยมูลค่าทางบัญชี ที่เริ่มต้นจาก Feltham และ Ohlson (1995) ได้อ้างอิงถึงข้อสมมติฐานเรื่อง ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตามบัญชีที่มีความกระจ่างชัด (Clean Surplus Relation ต่อไปจะเรียกว่า CRS) กล่าวคือ มูลค่าตามบัญชีของงวดปัจจุบัน จะต้องเท่ากับ มูลค่าตามบัญชีของงวดก่อนบวกด้วยกำไรสุทธิของงวดปัจจุบันหักด้วยการจ่ายปันผล หากกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์สัมพันธ์กันตาม CSR แล้ว จะสามารถใช้กำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ และหากข้อมูลทางบัญชีรายการใดที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ เสมือนหนึ่งว่า การกำหนดราคาหลักทรัพย์ต้องใช้ข้อมูลนั้นประกอบการตัดสินใจ จะเรียกว่าข้อมูลนั้นมีคุณสมบัติในการใช้กำหนดราคาหลักทรัพย์ (Value Relevance)

2.2 การเปรียบเทียบความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ กับความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ โดย Lo และ Lys (2000)

เนื่องจากการศึกษาอย่างแพร่หลายเรื่องความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีประกอบกับแนวทางการศึกษาที่มีความแตกต่างกัน จึงทำให้ในบางครั้ง ผลการศึกษาของแต่ละแนวทางให้ผลที่ขัดแย้งกัน เช่น Collins และคณะ (1997) สรุปว่า ข้อมูลทางบัญชีทั้งสองยังสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันได้ไม่ลดลง โดยมูลค่าตามบัญชีใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นและกำไรทางบัญชีใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง ขณะที่ Landsman และ Maydew (2000) รายงานผลการศึกษาตามแนวทางของ Beaver (1968) เกี่ยวกับความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีใน 3 ทศวรรษที่ผ่านมา พบว่า กำไรทางบัญชียังคงมีคุณค่าต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ลดลง ทำให้ Lo และ Lys (2000) ต้องการแจกแจงแนวทางของงานวิจัยเหล่านี้และหาแนวทางอธิบายผลที่ขัดแย้งกัน

Lo และ Lys (2000) จำแนกงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์เป็น 3 แนวทาง กล่าวคือ

(1) แนวทางตามงานวิจัยของ Beaver(1968) ได้พิจารณาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี (Information Content) ตามงานวิจัยแบบอิงกับเหตุการณ์ในช่วงเวลาว่า ในสถานการณ์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชีแล้ว ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้เปลี่ยนแปลงการตัดสินใจลงทุนไปตามสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนระดับปานกลางหรือไม่ โดยตรวจสอบจากมีผลตอบแทนหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์เกินปกติ (โดยคำนวณจากการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จริงกับปริมาณการซื้อขาย

หลักทรัพย์ที่คาดหวัง ซึ่งเป็นการคำนวณด้วยตัวแบบความคาดหวัง (Expected Model) แบบต่าง ๆ

(2) แนวทางตามงานวิจัยของ Ball และ Brown (1968) ได้พิจารณาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชี (Valuation Relevance) โดยสนใจรายละเอียดของข้อมูลทางบัญชีที่เปิดเผยรายการหนึ่งรายการได้ว่า ทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลดังกล่าวสัมพันธ์กับทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร และตรงตามที่ผู้ลงทุนคาดหวังหรือไม่ เช่น หากธุรกิจประกาศกำไรเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนเกินปกติจะเพิ่มขึ้น ขณะที่ธุรกิจประกาศกำไรลดลง ผลตอบแทนเกินปกติจะลดลงหรือไม่ งานวิจัยตามแนวทางนี้ยังคงอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนระดับปานกลาง ซึ่งมุ่งศึกษาว่า ตลาดทุนตอบสนองต่อข้อมูลทางบัญชีซึ่งเป็นข่าวสารที่เผยแพร่ในตลาดหลักทรัพย์อย่างไร

(3) แนวทางตามงานวิจัยของ Feltham และ Ohlson (1995) ซึ่งพิจารณาความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ (Value Relevance) โดยสนใจตัววัดมูลค่าของข้อมูลหรือกลุ่มของข้อมูลทางบัญชีว่า การเปลี่ยนแปลงของตัววัดมูลค่าเหล่านั้น อธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้หรือไม่ อย่างไร เช่น งานวิจัยของ Collins และคณะ (1997) ที่จะกล่าวถึงในส่วนต่อไป งานวิจัยตามแนวทางนี้พิจารณาแนวคิดของการวัดมูลค่าเพิ่มเติมขึ้นจากสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน กล่าวคือ การวัดมูลค่าของข้อมูลทางบัญชีที่ตามทฤษฎีและแนวทางปฏิบัติต่าง ๆ นั้นมีผลอย่างไรต่อตลาดทุน

### การศึกษาเปรียบเทียบแนวทางการวิจัยทั้ง 3 แนวทาง สรุปได้ดังนี้

การเปรียบเทียบแนวทางการวิจัยความสัมพันธ์ของข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

ประเด็น	Information Content (Beaver)	Valuation Relevance (Ball และ Brown)	Value Relevance (Feltham และ Ohlson)
1. ข้อมูลหรือตัวแปรที่สนใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์	ไม่ระบุเจาะจง ตัวแปรมุ่งสนใจเหตุการณ์มากกว่า	ระบุเจาะจงที่จะศึกษาการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรใดตัวแปรหนึ่ง	ระบุเจาะจงตัวแปรหรือกลุ่มตัวแปรก็ได้
2. การประมาณค่าตัวแปรที่คาดหวัง	ต้องมีการประมาณการ	ต้องมีการประมาณ	ไม่จำเป็นต้องมีการประมาณ
3. ความสัมพันธ์ของทิศทางการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรและของราคาหลักทรัพย์	ไม่ได้ให้ความสำคัญเป็นประเด็นหลักในการศึกษา	ให้ความสำคัญอย่างมากในการศึกษา	ให้ความสำคัญอย่างมากในการศึกษา

เนื่องจากตัวแบบที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ของแนวทางทั้ง 3 มีพื้นฐานแนวคิดที่ใกล้เคียงกัน และสามารถเชื่อมโยงกันได้ Lo และ Lys (2000) จึงศึกษาข้อมูลรายไตรมาสของหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาใน 3 ทศวรรษที่ผ่านมา (ไตรมาสที่ 3 ปี ค.ศ. 1972 ถึง ไตรมาสที่ 1 ปี ค.ศ. 2000) สรุปผลได้ดังนี้

(1) ความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชี คำนวณตามวิธีของ Beaver โดยหาค่า  $U_t$  พบว่า ความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่อพิจารณาแบ่งกลุ่มย่อยเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก ตามมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ณ สิ้นไตรมาส พบว่า ความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีของบริษัทขนาดใหญ่เพิ่มขึ้น 2.6% ขณะที่ความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีของบริษัทขนาดเล็กลดลง 2.7% ซึ่งแย้งกับผลการวิจัยที่ Landsman และ Maydew(2000) สรุปไว้จากการศึกษาเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ 1,000 แห่งว่า ความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีเพิ่มขึ้น

(2) ความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี และความสามารถของกำไรทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่า แนวทางทั้งสองมีผลความสัมพันธ์ที่ลดลงเหมือนกัน และเมื่อศึกษาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี โดยแบ่งกลุ่มย่อยเช่นเดียวกับที่ได้ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลกำไรทางบัญชีพบว่า ความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ยังคงลดลงทุกกลุ่ม

### 2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับความเสียงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์

จากแนวคิดเกี่ยวกับคุณค่าของข้อมูล ซึ่งเสนอว่าข้อมูลที่มีคุณค่าหรือมีประโยชน์ต่อผู้ใช้จะต้องมีคุณสมบัติ เป็นข้อมูลที่มีความหมายหรือเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจทันต่อเวลาและมีความถูกต้อง (Feltham, 1968) การที่ตัดสินใจว่าข้อมูลมีความหมายหรือเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจหรือไม่ อาจพิจารณาได้โดยสังเกตจากพฤติกรรมของผู้ใช้ข้อมูล ในกรณีของข้อมูลทางการบัญชีจะเป็นข้อมูลที่มีความหมายหรือเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ลงทุนต่อเมื่อข้อมูลนั้นทำให้ความคาดหวังของผู้ลงทุนเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต (ความคาดหวังเกี่ยวกับผลตอบแทนที่อยู่ในรูปกำไรจากการขายหลักทรัพย์และเงินปันผล) เปลี่ยนแปลงไปซึ่งจะสะท้อนอยู่ในการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นการศึกษาเกี่ยวกับคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี (Information content studies) จึงเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับราคาของหลักทรัพย์ ในกรณีที่พบความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีและราคาของหลักทรัพย์แสดงว่าข้อมูลทางการบัญชื่อนั้นเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าหรือมีประโยชน์ต่อผู้ใช้

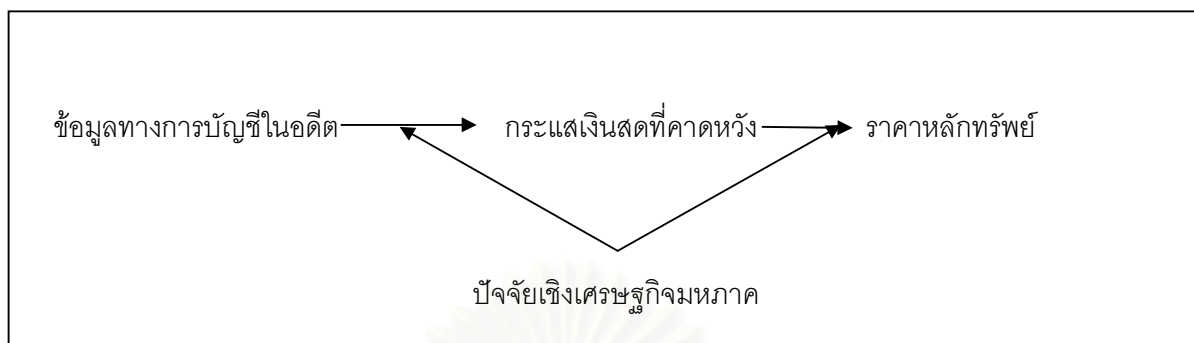
แม้ว่าผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะเป็นผู้ที่เข้าไปมีส่วนร่วมกับการเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ด้วยตนเองก็ตาม แต่ในภาวะการณ์ดังกล่าวผู้ลงทุนอาจไม่สามารถทำการตัดสินใจได้อย่างมั่นใจหากปราศจากข้อมูลที่เชื่อถือได้ ในกรณีเช่นนี้งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบของผู้สอบบัญชีรับอนุญาตจึงถือเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญที่สุดสำหรับตลาดหลักทรัพย์ ที่ผู้ลงทุนรวมทั้งสาธารณชนทั่วไป ความคาดหวังจากงบการเงินที่ต้องการก็คือหวังว่างบการเงินนั้นจะให้ข้อมูลที่เปรียบเทียบเสมือนสัญญาเดิมอันภัยล่วงหน้าเกี่ยวกับสถานการณ์ของแต่ละบริษัทในช่วงเวลาหนึ่ง ๆ ไม่ว่าจะป็นในด้านของผลการดำเนินงานของกิจการ ฐานะทางการเงินรวมทั้งความมั่นคงของกิจการในการที่จะดำรงอยู่ต่อไป เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานทางด้านกิจการเหล่านี้ล้วนเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งสิ้น

อย่างไรก็ตามวิธีการที่ผู้ลงทุนนำข้อมูลปัจจัยพื้นฐานทางด้านกิจการหรือข้อมูลทางการบัญชีไปใช้ในการตัดสินใจอย่างไรนั้นเป็นสิ่งที่ไม่อาจสังเกตเห็นได้อย่างชัดเจน ตัวอย่างเช่น การ

วิเคราะห์มูลค่าปัจจุบันซึ่งเป็นวิธีหนึ่งที่ใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการโดยถือว่ากระแสเงินสดในอนาคตที่ถูกคิดลดมาเป็นค่าปัจจุบันก็คือ มูลค่าของกิจการนั่นเอง เนื่องจากกระแสเงินสดในอนาคตนั้นเป็นสิ่งที่ไม่แน่นอนและเป็นสิ่งที่ไม่ได้ถูกจัดเตรียมไว้ในงบการเงินอีกด้วย ดังนั้นการใช้ข้อมูลทางการบัญชีในการประเมินมูลค่ากิจการเพื่อกำหนดราคาหลักทรัพย์ของกิจการ ควรจะเป็นเท่าใดนั้น จึงเป็นเรื่องของศิลป์ไม่ใช่ศาสตร์

จากผลงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชี โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้อมูลกำไรกับราคาหลักทรัพย์นั้นได้รับความสนใจอย่างมากในหมู่นักวิชาการทางบัญชี เริ่มตั้งแต่ผลงานวิจัยที่ได้รับการกล่าวอ้างอย่างแพร่หลายของ Ball และ Brown (1968) และ Beaver (1968) เป็นต้นมา อย่างไรก็ตามผลการศึกษาล่าสุดส่วนใหญ่กลับมุ่งที่ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาสั้น ๆ (Event study) เช่น ผลกระทบหรือปฏิกิริยาของตลาดที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาก่อนและหลังที่กิจการมีการประกาศผลกำไรเป็นเวลา 7 วัน หรือ 15 วัน เป็นต้น ส่วนการศึกษาในลักษณะที่สอง เป็นการวิเคราะห์เพื่อประเมินมูลค่ากิจการ ซึ่งถือว่าข้อมูลทั้งหลายไม่ว่าจะเกิดขึ้นในช่วงก่อนหรือหลังจากเหตุการณ์นั้น ๆ จะถูกรวบรวม (สะท้อน) อยู่ในราคาหลักทรัพย์และแม้ว่าโดยทั่วไปเมื่อพิจารณาจากภายนอกจะพบว่าการวิเคราะห์ เพื่อประเมินมูลค่าของกิจการเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางการบัญชีก็ตาม แต่ก็ เป็นวิธีการศึกษาที่พยายามจะลดปัญหาที่เกิดจากการไม่นำตัวแปรอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องเข้าร่วมในการศึกษา อย่างไรก็ตามความแตกต่างของการศึกษาทั้งสองลักษณะอาจสังเกตได้จากการที่ การศึกษาทางด้านปฏิกิริยาของตลาดมักจะเป็นการวิเคราะห์ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาสั้น ๆ เท่านั้น

การพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกระแสเงินสดในอนาคต โดยอาศัยการวิเคราะห์จากข้อมูลทางการบัญชีในอดีต (ปัจจัยพื้นฐานทางด้านกิจการ) และในความเป็นจริงแล้วความสัมพันธ์ดังกล่าวจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกกิจการ ได้แก่ ปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด ซึ่งจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ 2 ทาง คือ กระทบต่อข้อมูลทางการบัญชีที่อยู่ในรูปกระแสเงินสดและกระทบต่อค่าของกระแสเงินสดที่จะได้รับ ณ เวลาใด ๆ ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชี กระแสเงินสดที่คาดหวัง ราคาหลักทรัพย์ และปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค ปรากฏในรูปแบบ ดังนี้



รูปภาพ แสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีและราคาหลักทรัพย์

จากรูป แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลทางการบัญชีสามารถนำไปใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ และจากการที่ความเสี่ยงของหลักทรัพย์เกิดขึ้น เนื่องจากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงแตกต่างไปจากที่ผู้ลงทุนคาดหวัง ซึ่งมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นข้อมูลทางการบัญชีจึงสามารถนำไปใช้ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรือความเสี่ยงของหลักทรัพย์ได้ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ข้อมูลทางการบัญชีสามารถใช้เป็นปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ได้นั่นเอง

#### 2.4 สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis)

ในความหมายของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัทโดยเฉลี่ยตลอดระยะเวลาการลงทุน จะต้องเท่ากับ 0 ดังนั้นการทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาดทุน จึงเป็นการทดสอบอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติในหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยที่เกิดขึ้นช่วงระยะเวลาที่มีข้อมูลประกาศในตลาดทุน (ต้นทุนในการจัดหาข้อมูล เท่ากับ 0) ซึ่งการทดสอบสมมติฐานแบ่งลักษณะของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพเป็น 3 ลักษณะ ดังนี้

##### 1. Weak Form Market Efficiency

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในลักษณะนี้ ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลราคาในอดีตที่ผ่านมา การวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์จึงใช้เทคนิคการวิเคราะห์อนุกรมเวลา (Time Series Analysis) รวมทั้ง Random Walk Theory ซึ่งกำหนดให้ค่าคาดหวังราคาหลักทรัพย์ในงวดถัดไปเท่ากับราคาหลักทรัพย์ในงวดปัจจุบัน



## 2. Semistrong Form Market Efficiency

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในรูปแบบนี้ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลที่ได้ประกาศสู่สาธารณชน ได้แก่ ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต ข้อมูลในรายงานทางการเงิน และข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ฝ่ายบริหารได้เปิดเผยแก่สาธารณชน เป็นต้น ภายใต้ข้อสมมติฐานนี้ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวในทันทีที่มีข้อมูลใหม่เข้ามาสู่ตลาด จึงไม่มีผู้ลงทุนรายใดที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราที่เกินกว่าอัตราผลตอบแทนปกติ

## 3. Strong Form Market Efficiency

ประสิทธิภาพของตลาดทุนในรูปแบบนี้ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนอย่างเต็มที่ถึงข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ ไม่เพียงแต่ข้อมูลในรายงานทางการเงินเท่านั้นแต่ยังรวมถึงข้อมูลเฉพาะของบริษัทซึ่งเป็นข้อมูลภายในที่ไม่ได้มีการเปิดเผยแก่สาธารณชน และข้อมูลราคาในอดีตภายใต้ข้อสมมติฐานนี้ ผู้ที่มีข้อมูลภายในของบริษัทเองก็สามารถที่จะใช้ข้อมูลดังกล่าวทำกำไรได้เหนือกว่าปกติ

การทดสอบสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน ณ ระดับนี้ยังมีแนวคิดเช่นเดียวกับแนวคิดของสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน 2 ระดับที่กล่าวมา คือการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลทั้งภายในธุรกิจและภายนอกธุรกิจ จะมีผลตอบแทนไม่ปกติเท่ากับศูนย์ และราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวอย่างรวดเร็วเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารนั้น

กล่าวโดยสรุป ภายใต้สมมติฐานนี้ การศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาว่าราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้ามาในตลาดทุนว่ามีความผิดปกติใด ๆ หรือไม่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ตลาดสามารถรับรู้ข่าวสารข้อมูลในตลาดทุนหรือไม่อย่างไร และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวกับข่าวสารได้รวดเร็วเพียงใด โดยเฉพาะสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนระดับปานกลาง ซึ่งให้ความสำคัญกับข่าวสารข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน

### 2.5 ทฤษฎีนโยบายเงินปันผล

ทฤษฎีนโยบายเงินปันผลมีผู้ศึกษากันอย่างกว้างขวาง ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

1. The dividend irrelevance theory กล่าวว่านโยบายเงินปันผลไม่มีความสำคัญ มูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไร และความเสี่ยงทางธุรกิจของกิจการเอง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่ามูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับรายได้จากสินทรัพย์ของกิจการเท่านั้น

2. The bird-in-hand theory Gordon กล่าวว่า นักลงทุนยินดีที่จะได้รับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากการที่ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะมีความเสี่ยงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนจากกำไรที่จะได้รับจากการที่คาดว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้นในอนาคต แต่ MM ก็ได้แย้งว่าแนวคิดของ Gordon เป็นภาพลวงตา เพราะหากจ่ายเงินปันผลมาก นักลงทุนก็จะเอาเงินปันผลนี้ไปลงทุนหุ้นสามัญตัวอย่างอยู่ดี

3. The tax preference theory ประเด็นของแนวคิดนี้คือกำไรจากการซื้อขายหุ้นสามัญในประเทศไทยไม่ต้องเสียภาษี ดังนั้นนักลงทุนมีความต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ

นอกจากนี้ยังมีแนวคิด Information Content, or Signaling, Hypothesis ที่กล่าวว่านักลงทุนจะสังเกตการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผล โดยจะเข้าใจว่าเป็นสัญญาณที่จะบอกให้รู้ว่ากำไรในอนาคตของบริษัทจะเป็นอย่างไร คือถ้าจ่ายมากกว่าเดิมแสดงว่ากำไรในอนาคตของบริษัทควรจะดีมากกว่าเดิมแน่ หรือแนวคิดอีกอย่างหนึ่งคือ Clientele Effect ซึ่งเป็นแนวโน้มที่บริษัทจะดึงดูดนักลงทุน โดยการกำหนดนโยบายเงินปันผลตามที่อยู่ถือหุ้นส่วนใหญ่ต้องการ

2.6 ข้อมูลและปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (อ้างถึงในก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์, 2545 หน้า 48) ได้กล่าวไว้ดังนี้

ข้อมูลพื้นฐานที่สำคัญ

ข้อมูลพื้นฐานที่ควรจะต้องเข้าใจและใช้ในการพิจารณาเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ประกอบด้วยข้อมูลสำคัญเบื้องต้น 2 ประการด้วยกัน คือ

1. การพิจารณาภาพรวมของตลาด

การรับทราบข้อมูลและพิจารณาภาพโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์ เป็นสิ่งแรกที่เราควรได้ทราบ ซึ่งมีหัวข้อที่สำคัญ ดังนี้

1.1 ดัชนีราคาหุ้น มีการคิดค้นกันมาหลายรูปแบบ แต่ที่นิยมใช้กันมากที่สุด ได้แก่ “ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” หรือ SET index ซึ่งเป็นดัชนีราคาหุ้นที่คำนวณถ่วงเฉลี่ยราคาหุ้นสามัญแบบถ่วงน้ำหนักด้วยจำนวนหุ้นจดทะเบียน หมายความว่าหุ้นใหญ่หรือหุ้นที่มีทุนจดทะเบียนสูง หากมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงจะมี

ผลต่อการเคลื่อนไหวของ SET index มากกว่าการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงของหุ้นเล็ก หรือหุ้นที่มีทุนจดทะเบียนต่ำกว่าหรือน้อยกว่า

- 1.2 ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นสิ่งซึ่งแสดงให้เห็นให้ผู้ลงทุนได้ทราบว่า ตลาดหลักทรัพย์ มีการซื้อขายหนาแน่นหรือคึกคักเพียงใด ถ้าภาวะตลาดดีผู้ลงทุนก็จะเข้ามาซื้อขายกันอย่างคึกคัก ในทางตรงกันข้ามหากภาวะตลาดซบเซาผู้ลงทุนก็จะเข้ามาซื้อขายกันน้อยลง ดังนั้นปริมาณการซื้อขายจึงเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการพิจารณาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
- 1.3 จำนวนหุ้นที่มีราคาปิดสูงขึ้น ลดลง หรือเท่าเดิม หากวันใดที่หุ้นส่วนใหญ่มีราคาปิดสูงขึ้นจะเป็นการสะท้อนให้เห็นภาพรวมของสภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่ดี ในทางตรงกันข้ามหากวันใดที่ราคาหุ้นส่วนใหญ่ติดลบ สภาพตลาดอาจไม่ดีนัก หรือถ้าหุ้นส่วนใหญ่มีราคาปิดค่อนข้างคงที่แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์น่าจะมีการเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงแคบ ๆ ซึ่งผู้ลงทุนอาจจะพิจารณาทิศทางที่ปริมาณหุ้นเปลี่ยนแปลงไปใช้ในการวิเคราะห์ตลาดด้วยตนเองได้

อย่างไรก็ตาม ในเรื่องนี้อาจเป็นการมองภาพในระยะสั้น ๆ ผู้ลงทุนยังคงต้องพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ มาประกอบด้วย

## 2. การพิจารณาคุณภาพหุ้นรายตัว

นอกเหนือจากการพิจารณาภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ตามที่กล่าวมาแล้ว ควรจะทราบด้วยว่าหุ้นที่ดีและน่าลงทุนนั้นสามารถดูได้จากอะไรได้บ้าง ซึ่งหลักการเบื้องต้นในการพิจารณาเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนมีดังนี้

- 2.1 ราคา (Price) ราคาหุ้นเป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงจากการซื้อขายอยู่ตลอดเวลา และเมื่อตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการ ผู้ลงทุนมักพิจารณาราคาปิดของหุ้นที่ตนเองสนใจว่าเพิ่มขึ้นลดลง หรือเปลี่ยนแปลงมากน้อยเพียงใด และราคาก็หมายถึงจำนวนเงินที่ผู้ลงทุนพิจารณาว่าเหมาะสมต่อการซื้อขายหรือถือหุ้นนั้น ๆ ไว้หรืออย่างไร แต่ในการวิเคราะห์คุณภาพของหุ้นต่าง ๆ นั้น ราคาหุ้นจะต้องนำมาวิเคราะห์พร้อมกับผลการดำเนินงานอันได้แก่ กำไรต่อหุ้น การจ่ายปันผล หรือข้อมูลอื่น ๆ อีกหลายประการ ดังนั้น ราคาจึงเป็นเพียงตัวกำหนดเพื่อประกอบการตัดสินใจเบื้องต้นเท่านั้น

- 2.2 ราคาปิดต่อกำไรหุ้น (P/E Ratio) เป็นเกณฑ์ที่คิดจากอัตราส่วน ราคาปิด (close price : P) เทียบกับกำไรต่อหุ้น (earning per share : E) ซึ่งสามารถแสดงคุณภาพในระดับพื้นฐานของหุ้นตัวนั้น ๆ ได้ค่า P/E Ratio คำนวณได้จากการเอา ราคาปิดของหุ้น ณ วันทำการหนึ่ง ๆหารด้วยมูลค่ากำไรต่อหุ้นของหุ้นนั้น ๆ
- 2.3 อัตราเงินปันผลตอบแทน (dividend yield) เป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลโดยคิดเป็นเปอร์เซ็นต์เมื่อเทียบกับราคาปิดของหุ้น ซึ่งหากหุ้นตัวใดมี dividend yield สูง อาจได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนมากกว่า ซึ่งสามารถเปรียบเทียบระหว่างหุ้นแต่ละตัวได้ว่าหุ้นใดน่าสนใจมากกว่ากัน
- 2.4 ปริมาณการซื้อขาย หากหุ้นมีสภาพคล่องสูงหรือมีปริมาณหุ้นเข้ามาหมุนเวียนซื้อขายมาก การเข้าซื้อย่อมเป็นไปได้ยากเพราะขาดผู้เสนอขาย ในทางกลับกันหากผู้ลงทุนต้องการขายหุ้น แต่ไม่มีผู้เสนอซื้อหรือมีเพียงเล็กน้อยก็อาจทำให้การขายหลักทรัพย์นั้นเป็นไปได้ยาก ส่งผลเสียต่อผู้ลงทุนที่มีความเร่งรีบในการใช้เงิน ดังนั้น การพิจารณาปริมาณการซื้อขายหุ้นจึงมีความจำเป็นด้วยเช่นกัน
- 2.5 การพิจารณาหุ้นในเชิงธุรกิจการเงิน การวิเคราะห์ดูว่าหุ้นที่สนใจลงทุนนั้นมีศักยภาพในการเจริญเติบโต มีความมั่นคง เข้มแข็งในทางการเงินและการบริหาร และมีโอกาสที่จะตอบแทนผลกำไรที่คุ้มค่าให้แก่ผู้ที่เข้ามาซื้อหุ้นนั้น ๆ ใ้่มากน้อยเพียงใด การพิจารณาในเรื่องนี้อาจจะค่อนข้างละเอียดซับซ้อนซึ่งเมื่อผู้ลงทุนได้ทำความเข้าใจในการลงทุนเบื้องต้นดีพอแล้วจึงค่อยศึกษาหาความรู้เพิ่มเติมต่อไป

### ปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญ

ปัจจัยพื้นฐานที่อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุน ซึ่งมีความสำคัญต่อทิศทางการตลาดหลักทรัพย์ หรือมีผลต่อราคาหุ้นที่อยู่ในความสนใจของผู้ลงทุนประกอบด้วยข้อมูลสำคัญเบื้องต้น 4 ประการด้วยกัน คือ

1. ปัจจัยทางเศรษฐกิจ ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ ปัญหาทางเศรษฐกิจอาจส่งผลกระทบต่อปัญหาอื่น ๆ ได้อีกมากมายและก่อให้เกิดผลกระทบทางจิตวิทยาต่อผู้ลงทุนได้มากที่สุด ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ผู้ลงทุนควรคำนึงถึง ได้แก่

- 1.1 สภาพคล่องทางการเงินเมื่อใดก็ตามที่เกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน หมายความว่าธุรกิจหรือกิจการทั้งหลายขาดเงินหมุนเวียนที่จะใช้ในการดำเนินงานย่อมก่อให้เกิดปัญหาอื่น ๆ ตามมา
- 1.2 อัตราดอกเบี้ย เมื่อเกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงินอัตราดอกเบี้ยจะขยับตัวสูงขึ้น ทำให้ต้นทุนการผลิตของกิจการหรืออุตสาหกรรมต่าง ๆ สูงขึ้นตามไปด้วย ในทางตรงกันข้ามหากสภาพคล่องทางการเงินมีมากอัตราดอกเบี้ยจะลดต่ำลง ผู้คนในสังคมจะมีกำลังซื้อมากขึ้น ส่งผลให้อุตสาหกรรมขยายตัวธุรกิจต่าง ๆ รวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ก็จะได้รับผลดีตามไปด้วย
- 1.3 อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศหรือค่าเงิน ปัญหาอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศจะเกิดขึ้นเฉพาะอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบจากต่างประเทศ หากค่าของเงินบาทอ่อนตัวลง ย่อมทำให้ค่าใช้จ่ายในการสั่งซื้อสินค้าเข้ามาผลิตหรือจำหน่ายสูงขึ้นตามไปด้วย แต่สำหรับกิจการที่ส่งออกสินค้าหรือบริการอาจได้รับผลดี อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศไทยซึ่งอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ต้องพึ่งพาการนำเข้าวัตถุดิบ และมีภาระหนี้สินต่างประเทศค่อนข้างมาก ค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลงจะส่งผลในทางลบแก่ธุรกิจ
- 1.4 การผลิต ซึ่งภาพโดยกว้างอาจหมายถึงรวมถึงตลาดการค้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปัจจุบัน ตลาดต่างประเทศ หากอุตสาหกรรมภาคการผลิตและบริการ สามารถผลิตและจำหน่ายสินค้าที่ตรงตามความต้องการของประเทศคู่ค้าได้ ทั้งยังมีราคาและคุณภาพเหมาะสมหรือดีกว่าสินค้าจากประเทศคู่แข่งมีต้นทุนการผลิตที่ต่ำ ได้รับการสนับสนุนที่เข้มแข็งจากภาครัฐ ปัจจัยเหล่านี้ก็จะส่งผลให้สามารถจำหน่ายสินค้าหรือบริการได้ดีขึ้นนำเงินตราจากต่างประเทศเข้ามาเสริมสร้างสภาพคล่องได้มากขึ้น และกำลังซื้อของประชาชนที่มีมากขึ้นจะกระจายผลดีไปยังกิจการอื่น ๆ ภายในประเทศได้
- 1.5 ภาวะเศรษฐกิจต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาวะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้า หากอยู่ในสภาพดี ความต้องการสินค้านำเข้ามีมากขึ้นส่งผลดีต่อยอดขายและเงินตราต่างประเทศที่กลับเข้ามาในประเทศไทย ในทางตรงข้ามหากเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าประสบปัญหาจะทำให้ยอดขายสินค้าและบริการของอุตสาหกรรมต่าง ๆ ของประเทศลดน้อยลงซึ่งจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม

2. ปัจจัยทางการเมือง เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นได้อย่างรวดเร็วและรุนแรง โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัจจัยทางการเมืองในประเทศเนื่องจากรัฐบาลเป็นผู้กำหนดนโยบายต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดอัตราภาษี การส่งเสริมการลงทุน การหาตลาดต่างประเทศ เป็นต้น
3. ปัจจัยอื่น ๆ เช่น ปัจจัยจากธรรมชาติ อันได้แก่ ฝนแล้ง น้ำท่วม แผ่นดินไหว หรือภัยพิบัติต่าง ๆ รวมทั้งความไม่สงบภายในประเทศหรือบริเวณชายแดนกับประเทศเพื่อนบ้าน ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจด้านอื่น ๆ
4. ปัจจัยเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์หรือตัวหลักทรัพย์ เช่น การเกิดข่าวลือการเก็งกำไรที่มากเกินไปจนปัจจัยพื้นฐานรองรับไม่ไหว กฎระเบียบที่เข้มงวดหรือหย่อนยานจนเกินไป อัตรามาร์จิ้น (margin) และดอกเบี้ยที่ไม่เอื้อต่อนักลงทุน เหล่านี้คือปัจจัยทางลบของตลาด ส่วนปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวหลักทรัพย์ เช่น ผลกำไร ฐานะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน การประกาศเพิ่มทุน การประกาศจ่ายเงินปันผล หรือแม้แต่ว่าเกี่ยวกับผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน ก็อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ทั้งสิ้น

การประเมินราคาของหลักทรัพย์ด้วยวิธีต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

#### 1. วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)

วิธีการประเมินมูลค่าตามบัญชี เป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าตามบัญชีของกิจการซึ่งปรากฏตามงบการเงิน ณ ขณะใดขณะหนึ่ง โดยมีได้คำนึงถึงความสามารถในการดำเนินตามแผนธุรกิจ ความสามารถในการแข่งขัน ตลอดจนผลประโยชน์ประกอบกิจการในอนาคตของกิจการ

#### 2. วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี เป็นการประเมินราคาจากมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว โดยนำสินทรัพย์รวม หักด้วย หนี้สินรวม ภาวะผูกพัน และหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต ตามที่ปรากฏในงบการเงิน

### 3. วิธีมูลค่าหุ้นโดยอ้างอิงจากราคาซื้อหุ้นในอดีต (Historical Market Price Approach)

วิธีมูลค่าหุ้นโดยอ้างอิงจากราคาซื้อหุ้นในอดีตเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยย้อนหลังของหุ้นสามัญของบุคคลที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้เนื่องจากหุ้นแต่ละตัวมีอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้จากผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน โดยสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นนั้นๆจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหุ้นได้ ณ ระดับหนึ่ง

### 4. วิธีการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนในตลาด (Market Multiples Approach)

วิธีการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนในตลาด เป็นการประเมินโดยพิจารณาอัตราส่วนต่างๆ ในตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งโดยทั่วไปจะพิจารณาจากอัตราส่วนของกลุ่มกิจการเดียวกัน (Sector) กับกิจการ และ/หรือพิจารณาเฉพาะจากกลุ่มบริษัทที่สามารถเทียบเคียงได้ (Comparables)

### 5. วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)

วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นที่ตั้งอยู่บนสมมติฐานพื้นฐานที่สำคัญ คือ ธุรกิจของกิจการยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Basis) และเป็นวิธีการที่คำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งมูลค่าหุ้นที่คำนวณได้นั้นมาจากการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของประมาณการกระแสเงินสดสุทธิในระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า ด้วยอัตราส่วนลดที่เหมาะสมซึ่งสามารถคำนวณได้จากอัตราต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) ของกิจการ

2.7 บทวิจารณ์เกี่ยวกับตัวแบบของ Feltham-Ohlson และความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ โดย Beaver(2002)

ในงานประชุมประจำปี ค.ศ. 2001 ของสมาคมการบัญชีของสหรัฐอเมริกา นำเสนอแนวความคิดเกี่ยวกับงานวิจัยตลาดหุ้นในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา โดยจำแนกประเภทงานวิจัยตลาดหุ้นที่เป็นประโยชน์อย่างมากต่อแนวความคิดทางบัญชี 5 ประเภท คือ (1) งานวิจัยประสิทธิภาพตลาดหุ้น (2) งานวิจัยเกี่ยวกับตัวแบบของ Feltham-Ohlson (3) งานวิจัยเรื่องความสามารถของข้อมูลทางบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ (4) งานวิจัยที่ศึกษาพฤติกรรมของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Analyst's Behavior) (5) งานวิจัยพฤติกรรมของรายการคงค้างที่ขึ้นกับการตัดสินใจ

เลือกนโยบายของฝ่ายจัดการ (Discretionary Accruals' Behavior) ซึ่ง Beaver(2002) เห็นว่า งานวิจัย 2 ประเภทแรก เป็นงานวิจัยที่เป็นแนวคิดพื้นฐานที่ช่วยทำให้นักวิชาการบัญชีทราบ บทบาทของการบัญชีในตลาดทุน ขณะที่งานวิจัยอีก 3 ประเภทเป็นการนำแนวคิดที่ได้จาก งานวิจัย 2 ประเภทแรกมาประยุกต์ เพื่อศึกษาพฤติกรรมของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกิจการต่าง ๆ ใน ตลาดทุน และเนื่องจากแนวคิดสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนได้กล่าวถึงไปพอสมควรในการ ทบทวนวรรณคดีปริทัศน์ช่วงต้นประกอบกับวิทยานิพนธ์นี้ให้ความสำคัญกับการศึกษาวิจัย ตลาดทุนประเภทที่ 2 และ 3 จึงสรุปประเด็นที่น่าสนใจเฉพาะงานวิจัยตลาดทุนทั้ง 2 ประเภทนี้

Beaver(2002)กล่าวถึง ข้อสมมติฐาน (Assumptions) ของตัวแบบ Feltham-Ohlson 3 ประการ คือ (1) มูลค่าของส่วนทุนเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลที่คาดหวังว่าจะได้รับใน อนาคต (2) CRS (3) รูปแบบของความสัมพันธ์ของข้อมูลที่เป็นเส้นตรง (Linear Information Dynamic) พร้อมทั้งผลสรุปจากงานวิจัยต่าง ๆ มากมายที่เกิดจากการประยุกต์ตัวแบบนี้ได้แก่ (1) มูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีเป็นข้อมูลที่สำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (2) ความสำคัญของมูลค่าตามบัญชีแปรผกผันกับสุขภาพทางการเงินของธุรกิจ หมายความว่า หาก ธุรกิจไม่ประสบปัญหาทางการเงิน มูลค่าตามบัญชีจะสำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์น้อย (3) ธุรกิจที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน (Return on Equity) ต่ำ สัมประสิทธิ์ของกำไรที่แสดงถึง ความสัมพันธ์จะต่ำด้วย (4) กรณีที่ธุรกิจมีผลกำไร สัมประสิทธิ์ของกำไรจะเป็นบวกและมี นัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ธุรกิจมีผลขาดทุน สัมประสิทธิ์ของกำไรจะไม่มีนัยสำคัญและไม่แตกต่าง จากศูนย์ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ ลักษณะของผลการดำเนินงานของธุรกิจมีผลต่อการใช้อธิบาย การอธิบายราคาหลักทรัพย์ และ (5) องค์ประกอบของกำไร คือ ส่วนของรายการคงค้างและกระแส เงินสดต่างมีผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ โดยรายการคงค้างทำให้ความสามารถอธิบาย ราคาหลักทรัพย์ลดลง

ในด้านความสามารถของข้อมูลทางบัญชีต่าง ๆ ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ Beaver (2002) ชี้ให้เห็นลักษณะเด่นของงานวิจัยประเภทนี้ คือ (1) งานวิจัยประเภทนี้ นักวิจัยต้องอาศัย ความรู้ทางบัญชีลึกซึ้ง เพื่อเชื่อมโยงให้เห็นประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีต่าง ๆ ในการใช้อธิบาย ราคาหลักทรัพย์ เช่น การบัญชีโครงการบำนาญ (Pension Accounting) สำคัญต่อการตัดสินใจ ลงทุน เนื่องจาก ข้อมูลบัญชีโครงการบำนาญสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ (2) ความทันต่อ เวลาของข้อมูลบัญชีมิใช่สาระสำคัญของงานวิจัยประเภทนี้ เนื่องจากงานวิจัยนี้มุ่งตรวจสอบ ความสัมพันธ์ของข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ จึงแตกต่างจากงานวิจัยที่เน้นตรวจสอบ



ปฏิกริยาของราคาหลักทรัพย์ที่ตอบสนองต่อเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น เช่น ข่าวการประกาศกำไร ดังนั้น ราคาหลักทรัพย์ที่นำมาวิเคราะห์ในงานวิจัยประเภทนี้ จึงอาจใช้ข้อมูล ณ เวลาใดเวลาหนึ่งได้

งานวิจัยนี้ไม่ได้มุ่งเน้นที่การจัดปัญหาที่เกิดขึ้นในตัวแบบต่าง ๆ แต่จะใช้ตัวแบบต่าง ๆ ที่กล่าวมาเป็นกรอบแนวคิดพื้นฐาน (Conceptual Foundation) ของงานวิจัย ในการศึกษาว่า ข้อมูลทางบัญชีรายการต่าง ๆ สำคัญต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์หรือไม่ และมีความสำคัญดังกล่าวเป็นไปตามทฤษฎีหรือไม่ เช่น มูลค่าตามบัญชีมีความใกล้เคียงกับราคาหลักทรัพย์หรือไม่ เป็นต้น

## 2.8 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยของ Collins และคณะ (1997) อภิปรายไว้ว่าหากธุรกิจมีผลการดำเนินงานขาดทุนจากการดำเนินงานหลักหรือขาดทุนก่อนรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ อาจแสดงให้เห็นถึงปัญหาสุขภาพการเงินของธุรกิจหรือกรณีที่ปัญหานั้นมีความหมายรุนแรงหมายถึง ความดำรงอยู่ของกิจการ ผู้ลงทุนจะให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีลดลง และจะพิจารณาให้ความสำคัญของมูลค่าตามบัญชี เพื่อตัดสินใจจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น ๆ และอาจทำให้มูลค่าทางบัญชีมีความสำคัญในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี

เหตุผลอีกประการหนึ่ง ได้แก่ ผลขาดทุนจากการดำเนินงานหลักอาจเกิดขึ้นจากแนวปฏิบัติทางบัญชีเรื่องหลักความระมัดระวัง ซึ่งหลักการนี้จะใช้ในกรณีที่รายการค้าของธุรกิจยังมีความไม่แน่นอนในสภาพการณ์ที่เป็นอยู่ โดยหลักความระมัดระวังจะกำหนดให้ธุรกิจต้องบันทึกรับรู้ผลขาดทุนและหนี้สินทันที ขณะที่ไม่บันทึกรับรู้หากเป็นผลกำไรหรือสินทรัพย์ โอกาสการบันทึกรายการที่ไม่เท่าเทียมกันนี้ อาจทำให้กำไรทางบัญชีของธุรกิจลดความสามารถในการใช้อธิบายหลักทรัพย์ลง เพราะความเอนเอียงดังกล่าว ทำให้กำไรทางบัญชีต่ำกว่าความคาดหวังของผู้ลงทุน และมูลค่าตามบัญชีมีความสำคัญยิ่งขึ้น

คณะผู้วิจัยตรวจสอบโดยแยกกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนก่อนรายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำกับกลุ่มที่มีกำไรจากการดำเนินงานหลัก และวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวางระหว่างราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีของแต่ละกลุ่ม ผลจากการเปรียบเทียบค่า  $R^2$  ส่วนเพิ่ม ปรากฏว่า ในกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก ค่า  $R^2$  ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีสูงกว่าค่าเดียวกันของกำไรทางบัญชี แสดงว่ามูลค่าตามบัญชีมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรทางบัญชี ขณะที่กลุ่มที่มีกำไรจากการดำเนินงานหลัก ค่า  $R^2$  ส่วนเพิ่มของกำไรทางบัญชีสูงกว่าค่าเดียวกันของมูลค่าตามบัญชี แสดงว่า กำไรทางบัญชีมีความสามารถส่วนเพิ่มในการใช้อธิบายราคา

หลักทรัพย์มากกว่ามูลค่าตามบัญชี คณะผู้วิจัยสรุปว่า ผลขาดทุนจากการดำเนินงานหลักเป็นสาเหตุที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชีตามเหตุผลที่อธิบายไว้

คณะผู้วิจัยได้ทดสอบเพิ่มเติมโดยนำกลุ่มตัวอย่างมาแบ่งเป็น 10 กลุ่ม มีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานหลักต่อราคาหลักทรัพย์น้อยที่สุด และกลุ่มที่ 10 มีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานหลักต่อราคาหลักทรัพย์สูงที่สุด ผลปรากฏว่า ค่า  $R^2$  ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีของกลุ่มที่มีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานหลักต่อราคาหลักทรัพย์น้อยสูงกว่าค่าเดียวกันของกำไรทางบัญชี ขณะที่ค่า  $R^2$  ส่วนเพิ่มของกำไรทางบัญชีของกลุ่มที่มีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานหลักต่อราคาหลักทรัพย์มากสูงกว่าค่าเดียวกันของมูลค่าตามบัญชี และจากจำนวนบริษัทที่มีผลขาดทุนจากการดำเนินงานหลักที่เพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงเวลาที่ศึกษา ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาช่วงแรกที่คณะผู้วิจัยพบว่า มูลค่าตามบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี จึงเป็นการสนับสนุนว่า ขาดทุนจากการดำเนินงานหลักเป็นสาเหตุที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชีจริง

งานวิจัยของ บัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ (2545) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาวิจัยพบว่า รายการที่ไม่เกิดขึ้นเป็นประจำขาดทุนจากการดำเนินงานหลัก ขนาดของกิจการ รายการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ ผลต่างจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี แลกำไรที่มีอัตราการเติบโตและระดับกำไรที่มีเสถียรภาพเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบทำให้กำไรทางบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ามูลค่าตามบัญชี ขณะที่การยึดหลักจับคู่ค่าใช้จ่ายกับรายได้เป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่สามารถบันทึกบัญชีไม่ใช่ว่าปัจจัยที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ จึงพบว่า ปัจจัยทั้งหมดสามารถอธิบายความสามารถส่วนเพิ่มของกำไรทางบัญชีได้มากกว่าความสามารถส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชี

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 รูปแบบการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) (การวิจัยเชิงประจักษ์ เป็นรูปแบบของการวิจัยที่อ้างอิงกับหลักเหตุผล (Reasoning-based) Methodology) โดยจะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression analysis) เป็นตัวแบบในการทดสอบโดยจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามซึ่งได้แก่ ราคาหุ้น กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าตามบัญชี และขาดทุนสุทธิ จำนวนกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาถึงความสัมพันธ์นี้คือ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2543-2547

#### 3.2 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยได้มาจากการศึกษาและค้นคว้าจากเอกสาร วิทยานิพนธ์ สิ่งพิมพ์ บทความ และตำราต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ประกอบกับข้อมูลของรายงานทางการเงินและข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษาเปิดเผยอยู่ในแผ่นซีดี – รอม (I-SIM : Intergrated-SET Information Management Systems) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 3.3 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

##### 3.3.1 ประชากร

ประชากร คือ บริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2543 – 2547

##### 3.3.2 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนทั้งหมดที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 – 2547 โดยรายชื่อของบริษัทจะนำมาจากข้อมูลของรายงานทางการเงินและข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษาเปิดเผยอยู่ในแผ่นซีดี – รอม (I-SIM : Intergrated-SET Information Management Systems) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ทั้งสิ้น  
จำนวน 261 ตัวอย่าง สามารถแบ่งกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปีได้ตามตารางที่  
ตารางที่ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ปีที่	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง (บริษัท)
2543	60
2544	50
2545	58
2546	49
2547	44
รวม	<u>261</u>

หลักเกณฑ์ที่ใช้ในการคัดเลือกข้อมูลเพื่อใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา มีดังนี้

1. ตัวอย่างที่เลือกจะต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนและบริษัทได้รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและจะต้องมีผลการดำเนินงานที่ขาดทุนในปีที่เลือกเท่านั้น
2. ตัวอย่างที่เลือกจะต้องมีข้อมูลราคาหุ้น ณ วันที่ประกาศผลการดำเนินงาน ซึ่งจะทำการรวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนที่มีวันสิ้นสุดบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาแล้วไม่น้อยกว่า 3 ปี เพื่อให้ได้ข้อมูลในการวัดค่าตัวแปรต่าง ๆ อย่างครบถ้วน และการเปรียบเทียบผลการวิจัยได้
4. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ จะใช้ข้อมูลของบริษัทที่จัดทำงบการเงินรวม และใช้มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินรวม อีกทั้ง ต้องการความสม่ำเสมอในการวิเคราะห์ข้อมูลจึงใช้งบการเงินรวมในการวิเคราะห์
5. มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นในงานวิจัยนี้ จะทำการศึกษาเฉพาะมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญเท่านั้น ในกรณีที่บริษัทมีทั้งหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ มูลค่าตามบัญชีดังกล่าว จะคำนวณจากส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นสุดงวด หักด้วยมูลค่าหุ้นบุริมสิทธิ

### 3.3.3 การวัดค่าตัวแปร

$$\begin{aligned}
 X_1 &= \text{ผลการดำเนินงาน} - \text{เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ์} \\
 X_2 &= \text{ราคาตามบัญชี} \\
 Y_t &= \text{ราคาหุ้น(ราคาปิด) ถัดเฉลี่ยก่อนและหลังวันประกาศผล}
 \end{aligned}$$

การดำเนินงาน 3 วัน ณ ปีที่  $t + 1$

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามี 2 ประเภท คือ

(1) ตัวแปรอิสระ (Independent) คือ ตัวแปรที่สนใจศึกษาหรือตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables) เป็นตัวแปรที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม

#### ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา

1. ขาดทุนสุทธิ จะทำการคำนวณโดยนำผลการดำเนินงานหักเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ์ ที่แสดงในงบกำไรขาดทุน ซึ่งหมายถึงขาดทุนสุทธิที่สามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญได้ เนื่องจากผู้วิจัยต้องการศึกษาตัวแปรที่สะท้อนถึงความสามารถที่จะจ่ายคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญตามผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริง
2. มูลค่าตามบัญชี จะทำการคำนวณโดยนำ สินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวม ที่แสดงในงบกำไรขาดทุน

เนื่องจากผู้วิจัยเห็นว่าอาจมีตัวแปรอื่นที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้นำตัวแปรดังกล่าวมาศึกษาด้วย ดังนี้

1. อัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้วิจัยเห็นว่าอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นตัวแปรหนึ่งที่น่าจะมีผลต่อราคาหุ้น เนื่องจากการที่บริษัทมีอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงก็จะเป็นตัวแปรหนึ่งที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้เช่นกัน

ผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษาอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยใช้ข้อมูลเชิงพรรณนาของอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย

ตารางที่ 3.1 ข้อมูลเชิงพรรณนาอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยของกลุ่มตัวอย่าง

	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราส่วนผู้ถือหุ้นราย	4.10	100	40.96	20.23

ตารางที่ 3.1 แสดงค่าทางสถิติที่สำคัญ ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย

จากตารางที่ 3.1 แสดงให้เห็นว่าจากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยพบว่ามียอดอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำที่สุดที่ร้อยละ 4.10 ค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 100 และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 40.96 ผู้วิจัยจึงเห็นว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยมีค่าไม่ถึงร้อยละ 50 จึงน่าจะไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น เนื่องจากถ้ากลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยมีอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงก็จะทำให้ราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงได้มากยิ่งขึ้น

ดังนั้นผู้วิจัยจึงเห็นว่าอัตราส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย น่าจะไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น

2. ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่ากลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีหรือไม่ เนื่องจากบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีก็จะเป็นสิ่งสำคัญที่ทำให้ราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงได้เช่นกัน ผู้วิจัยจึงต้องการที่จะนำข้อมูลดังกล่าวมาศึกษาด้วย โดยผู้วิจัยได้นำข้อมูลจากการประกาศรางวัล SET AWARD ซึ่งวารสารการเงินธนาคารและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ร่วมกันจัดขึ้นเพื่อประกาศเกียรติคุณและยกย่องบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน การบริหารจัดการ และการให้บริการในด้านต่าง ๆ รวมทั้งผู้บริหารดีเด่น จากการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างพบว่า ในระยะเวลา 5 ปีที่ผ่านมา มีกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ดีเพียง 5 บริษัท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 1.92 จากกลุ่มตัวอย่าง 261 บริษัท ซึ่งมีจำนวนน้อยมาก ผู้วิจัยจึงเห็นว่าปัจจัยจากการที่บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนที่อยู่ในกลุ่มธรรมาภิบาลที่ดีจึงน่าจะไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นได้เช่นเดียวกัน

(2) ตัวแปรตาม (Dependent variables) เป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอิสระ

#### ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา

ราคาหุ้น หมายถึง ราคาปิดของหุ้นหรือหลักทรัพย์ใด ๆ ที่เกิดจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นรายการสุดท้ายของแต่ละวัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

โดยคำนวณจากราคาหุ้น (ราคาปิด) ถัวเฉลี่ย ก่อนและหลัง ณ วันประกาศผลการดำเนินงาน 3 วัน ณ ปีที่  $t + 1$

### 3.4 การเก็บรวบรวมข้อมูล

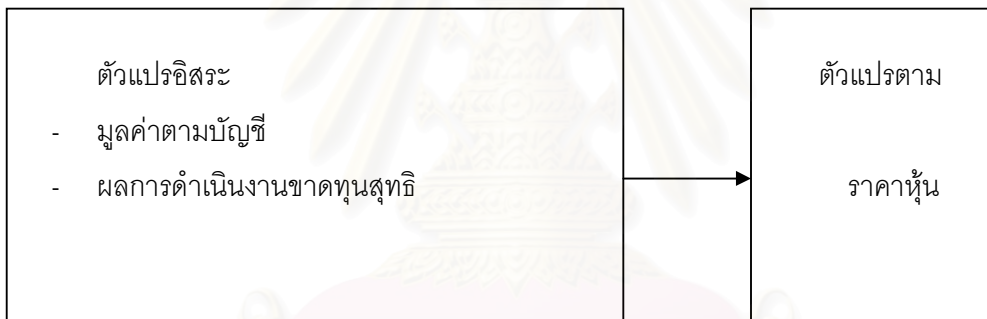
งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยการวิเคราะห์และสรุปข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาได้ โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน จากข้อมูลของรายงานทางการเงินและข้อมูล

ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษาเปิดเผยอยู่ในแผ่นซีดี - รอม (I-SIM : Intergrated-SET Information Management Systems) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รวมทั้งข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) อื่น ๆ โดยการค้นคว้าจากวิทยานิพนธ์ รายงาน วารสาร สื่อสิ่งพิมพ์ หนังสือตำราต่าง ๆ รวมทั้งเอกสารประกอบการอบรม เพื่อให้บรรลุผลตามวัตถุประสงค์ของการวิจัยที่ตั้งไว้

### 3.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าตามบัญชี และขาดทุนสุทธิ กับตัวแปรตามซึ่งได้แก่ ราคาหุ้น ของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน ซึ่งเกิดขึ้นจากการทบทวนวรรณกรรมทั้งส่วนของแนวคิดและทฤษฎีรวมถึงผลงานการวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยสามารถสรุปเป็นแผนภาพกรอบแนวคิดของงานวิจัยได้ดังนี้



### ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

จากการตรวจสอบสมมติฐานที่ใช้การวิจัยพบว่าสมมติฐานที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งได้แก่ ขาดทุนสุทธิ มูลค่าตามบัญชี กับตัวแปรตามคือ ราคาหุ้น สามารถแสดงตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบได้ ดังนี้

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 BVX_t + \epsilon_t \dots\dots(1)$$

ตัวแบบที่ 1 ที่ใช้ในการวิจัยใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1 มูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 NI_t + \epsilon_t \quad \dots\dots\dots(2)$$

ตัวแบบที่ 2 ที่ใช้ในการวิจัยใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 2 ขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 NI_t + \beta_2 BVX_t + \epsilon_t \quad \dots\dots\dots(3)$$

ตัวแบบที่ 3 เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างขาดทุนสุทธิ มูลค่าตามบัญชี ต่อราคาหุ้น เพื่อยืนยันผลการทดสอบสมมติฐานในภาพรวมอธิบายได้ ดังนี้

$$\begin{aligned} Y_t &= \text{ราคาหุ้น ณ เวลา } t \\ BVX_t &= \text{มูลค่าตามบัญชี ณ เวลา } t \\ NI_t &= \text{ผลการดำเนินงานหลังหักเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ณ เวลา } t \end{aligned}$$

### 3.6 แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อนำเสนอผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษา จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องใช้เทคนิคทางสถิติในการอธิบายและวิเคราะห์ข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ แนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้ จำแนกตามเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ อันประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ความสำคัญของเทคนิคทางสถิติแต่ละชนิดสามารถสรุปพอสังเขปได้ดังนี้



### 3.5.1 สถิติเชิงพรรณนา

วิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน เกี่ยวกับข้อมูลทั่วไปของกิจการ เพื่อเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ สถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการนำเสนอข้อมูลในการศึกษานี้ประกอบด้วย (1) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) (2) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) (3) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และ (4) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) และ (5) จำนวนร้อยละของบริษัท

### 3.6.2 สถิติเชิงอนุมาน

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติอนุมานในงานวิจัยฉบับนี้ประกอบด้วย วิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปรอิสระ ได้แก่ กำไรสุทธิ มูลค่าตามบัญชี กับตัวแปรตามซึ่งได้แก่ ราคาหุ้น ของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน

ตามที่ได้กล่าวไว้ในเบื้องต้นแล้วว่าการวิเคราะห์ความถดถอยเป็นเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยที่นิยมมากสำหรับตัวแบบที่มีตัวแปรตามเป็นตัวแปรตามเชิงปริมาณ สาระสำคัญของเทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอย ก็เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามที่ตั้งอยู่กับตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษา เพียง 1 ตัว พร้อมทั้งศึกษาระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัว

สำหรับการศึกษาคั้งนี้นำเทคนิคนี้มาใช้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม หรือเพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามในทิศทางใด ทั้งนี้พิจารณาจากทิศทางสัญลักษณ์ของค่าสหสัมพันธ์ที่ได้จากการทดสอบอาจเป็นบวกหรือลบ จะเห็นว่าเทคนิคดังกล่าวสามารถตอบวัตถุประสงค์และสมมติฐานของการวิจัยนี้ได้อย่างครบถ้วน สำหรับผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาจะนำเสนอไว้ในบทที่ 4 และ บทที่ 5 เป็นลำดับถัดไป

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ในบทที่ 4 นี้เป็นการนำเสนอผลวิจัย เกี่ยวกับการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา หรือค่าสถิติพื้นฐาน ดังที่ได้กล่าวไว้ในเบื้องต้น โดยงานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นต่อขาดทุนสุทธิ
  2. ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี
  3. ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นต่อขาดทุนสุทธิและมูลค่าตามบัญชี
- การวิเคราะห์จะแยกแสดงผลเป็น 3 ส่วน ดังนี้
- 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนา
  - 4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร
  - 4.3 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 4.1 ลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล

ตารางที่ 4.1 จำนวนข้อมูลที่สมบูรณ์ที่ใช้ในการวิจัย

ปี	กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนความสมบูรณ์	
	จำนวน	ร้อยละ
2543	60	22.99
2544	50	19.16
2545	58	22.22
2546	49	18.77
2547	44	16.86
รวม	261	100

ตารางที่ 4.1 สรุปกลุ่มตัวอย่างในปี พ.ศ. 2543- 2547 ที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ทั้งสิ้นจำนวน 261 ตัวอย่าง โดยแต่ละปีมีจำนวนบริษัทที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 22.99 ในปี พ.ศ.2543 ร้อยละ 19.16 ในปี พ.ศ.2544 ร้อยละ 22.22 ในปี พ.ศ.2545 ร้อยละ 18.77 ในปี พ.ศ.2546 และร้อยละ 16.86 ในปี พ.ศ.2547

#### 4.2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ 4.2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
NI	-39,276,194,279	-13,000	-542,358,380	2,704,124491
BVTX	-23,560,220,111	53,064,547,414	1,000,503,988	4,770,957,540
STP	.47	88	8.38	11.66

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าทางสถิติที่สำคัญ ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยเลขคณิต และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

จากตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน ถึงแม้จะมีค่าเฉลี่ยของตัวขาดทุนสุทธิอยู่ที่ -542,358,380 บาท แต่บริษัทก็ยังคงมีราคาหุ้นเฉลี่ยของหลักทรัพย์อยู่ที่ 8.38 แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนจากเฉพาะตัวขาดทุนสุทธิของบริษัทเพียงอย่างเดียว แต่มีปัจจัยอื่น ๆ ที่สะท้อนให้เห็นอยู่ในการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เช่น มูลค่าตามบัญชีก็สามารถสะท้อนตัวราคาหุ้นได้ดีกว่า พิจารณาจากมูลค่าตามบัญชีเฉลี่ยมีค่าเป็น 1,000,503,988 บาท

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขาดทุนสุทธิ มูลค่าตามบัญชี

**Correlations**

		BVTX	NI
BVTX	Pearson Correlation	1	.350(**)
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	261	261
NI	Pearson Correlation	.350(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	261	261

\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ตารางที่ 4.3 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัว ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างราคาตามบัญชีกับขาดทุนสุทธิ คือ 0.350 ซึ่งก็ถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำเมื่อเทียบกับการศึกษาอื่น ๆ ที่ผ่านมา (Collin และคณะ , 1997) ที่ทำการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของกลุ่มตัวอย่างกลุ่มธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนและกลุ่มธุรกิจที่มีกำไรจากการดำเนินงาน ซึ่งผลการทดสอบพบว่ามูลค่าตามบัญชีและกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กันเอง เท่ากับ -0.49 และ 0.67 ตามลำดับ ดังนั้นถึงแม้ว่าตัวแปรดังกล่าวจะมีความสัมพันธ์ระหว่างกันแต่ก็สัมพันธ์กันในระดับที่น้อยมาก และจะไม่มีผลกระทบที่รุนแรงในการตีความหมายของผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

#### 4.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชี ต่อราคาหุ้น

ข้อมูลที่จะใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สนใจ โดยจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามซึ่งได้แก่ ราคาหุ้น กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าตามบัญชี จำนวนกลุ่มตัวอย่าง

ในการศึกษาถึงความสัมพันธ์นี้คือ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2543-2547

การวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาหุ้นและตัวแปรอิสระ ได้แก่ มูลค่าตามบัญชี โดยใช้ตัวแบบที่ 1 ในการทดสอบดังนี้

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 BVX_t + \epsilon_t$$

ตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2543-2547

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์ความถดถอย		t-value	Sig.
	B	Beta		
ค่าคงที่	7.908		10.906	0.000
BV	4.70	0.192	3.154	0.002**

\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05      ค่า P-Value เท่ากับ 0.002

#### ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1

H 1 : มูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

จากตารางที่ 4.4 ผลการทดสอบตัวแบบซึ่งพิจารณาจากค่า P-Value และค่า Significant แต่เนื่องจากการทดสอบตัวแบบใช้ตัวแปรเดียว จึงทำให้ค่าทั้งสองเป็นค่าเดียวกัน (มีค่าเท่ากับ 0.002) แสดงให้เห็นว่าตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ทางสถิติมีความเหมาะสม จึงสามารถอธิบายได้ว่า มูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น ดังนั้นมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนจึงสามารถที่จะอธิบายราคาหุ้นได้เป็นอย่างดี

จากการทบทวนวรรณกรรมบทที่ 2 งานวิจัยของ Collins และคณะ ปี 1997 ที่ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เกิดลดลง และมูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น จากปัจจัยผลการดำเนินงานที่ขาดทุน และทฤษฎีความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ของ

Easton (1999) ได้อธิบายความสัมพันธ์ว่า มูลค่าตามบัญชีจะสามารถแสดงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทได้ และงานวิจัยของปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ ปี 2545 ที่ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลการดำเนินงานขาดทุนเป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกำไรทางบัญชีเช่นเดียวกัน

#### 4.5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างขาดทุนสุทธิ ต่อราคาหุ้น

ข้อมูลที่จะใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สนใจ โดยจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามซึ่งได้แก่ ราคาหุ้น กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขาดทุนสุทธิ จำนวนกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาถึงความสัมพันธ์นี้คือ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2543-2547

การวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาหุ้น และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขาดทุนสุทธิ โดยใช้ตัวแบบที่ 2 ในการทดสอบดังนี้

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 NI_i + \epsilon_i$$

ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2543-2547

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์ความถดถอย		t-value	Sig.
	B	Beta		
ค่าคงที่	8.464		11.483	0.000
NI	1.58	0.037	0.590	0.556

\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

ค่า P-Value เท่ากับ 0.556

## ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2

H 2 : ขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

จากตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบตัวแบบซึ่งพิจารณาจากค่า P-Value และค่า Significant แต่เนื่องจากการทดสอบตัวแบบใช้ตัวแปรเดียว จึงทำให้ค่าทั้งสองเป็นค่าเดียวกัน(มีค่าเท่ากับ 0.556) แสดงให้เห็นว่าตัวแบบที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ทางสถิติมีความเหมาะสม จึงสามารถอธิบายได้ว่า ขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนจึงไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ดังนั้นขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนจึงไม่สามารถที่จะอธิบายราคาหุ้นได้

จากการทบทวนวรรณกรรมบทที่ 2 งานวิจัยของ Collins และคณะ ปี 1997 ที่ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงเกิดจากปัจจัยผลการดำเนินงานที่ขาดทุน และงานวิจัยของ Lo และ Lys (2000) โดยศึกษาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี พบว่ามีความสัมพันธ์ที่ลดลงเช่นเดียวกัน

จึงสามารถสรุปได้ว่าขาดทุนทางบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนไม่สามารถที่จะสะท้อนราคาหุ้นในตลาดได้

### 4.5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างขาดทุนสุทธิ มูลค่าตามบัญชี ต่อราคาหุ้น

ข้อมูลที่จะใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สนใจ โดยจะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามซึ่งได้แก่ ราคาหุ้น กับตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขาดทุนสุทธิ มูลค่าตามบัญชี จำนวนกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาถึงความสัมพันธ์นี้คือ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2543-2547

การวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ได้แก่ ราคาหุ้น และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขาดทุนสุทธิ และ มูลค่าตามบัญชี โดยใช้ตัวแบบที่ 3 ในการทดสอบดังนี้

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 NI_t + \beta_2 BVX_t + \epsilon_t$$

ตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบตัวแบบความสัมพันธ์ระหว่างขาดทุนสุทธิ มูลค่าตามบัญชี ที่มีต่อราคาหุ้น

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์ความถดถอย		t-value	Sig.
	B	Beta		
ค่าคงที่	7.796		10.320	0.000
NI	-1.50	-0.035	-0.538	0.591
BVTX	5.00	0.205	3.139	0.002**

\*\* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05      ค่า P-Value เท่ากับ 0.007

จากตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบตัวแบบซึ่งพิจารณาจากค่า P-Value มีค่าเท่ากับ 0.007 หมายถึงตัวแบบมีความเหมาะสมทางสถิติในการทดสอบความสัมพันธ์ แต่เมื่อพิจารณาค่า Significant ของตัวแปร NI (ขาดทุนสุทธิ) มีค่าเท่ากับ 0.591 จึงสามารถยืนยันผลการทดสอบได้ว่าขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนจึงไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ส่วนการพิจารณาค่า Significant ของตัวแปร BVTX (มูลค่าตามบัญชี) มีค่าเท่ากับ 0.002 จึงสามารถยืนยันผลการได้ว่ามูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น

จากการศึกษาวรรณกรรมของ Collins และคณะ (1997) ได้อธิบายว่าหากธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน แสดงให้เห็นถึงปัญหาสุขภาพการเงินของธุรกิจ ความดำรงอยู่ของกิจการ ผู้ลงทุนนั้นจะให้ความสำคัญกับกำไรทางบัญชีน้อยลง และจะให้ความสำคัญของมูลค่าตามบัญชีมากกว่า ทำให้มูลค่าทางบัญชีมีความสำคัญในการใช้อธิบายหลักทรัพย์ได้มากกว่ากำไรทางบัญชี

จากการศึกษาวรรณกรรมของ Feltham และ Ohlson (1995) ได้กล่าวว่าความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์จะตรงข้ามกับ ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากข้อมูลทั้งสองที่นำมาใช้ในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมกันต่างสามารถใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ ดังนั้น กรณีที่รายการหนึ่งใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้น รายการที่เหลือจะใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ลดลง จากที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนนั้นมีความสัมพันธ์กัน จึงทำให้ขาดทุนสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นซึ่งตรงกับวรรณกรรมของ Feltham และ Ohlson (1995)



ดังนั้นจึงสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานและผลการทดสอบในภาพรวมได้ว่ามูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนสามารถที่จะอธิบายราคาหุ้นได้เป็นอย่างดี



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์รองเพื่อสนับสนุนวัตถุประสงค์ดังกล่าวคือ

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชี
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและขาดทุนสุทธิ
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีและขาดทุนสุทธิ

สำหรับรูปแบบการวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน ตั้งแต่ปี 2543 – 2547 เมื่อพิจารณากลุ่มตัวอย่างเบื้องต้นพบว่ามี 261 ตัวอย่างที่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีความครบถ้วนสมบูรณ์ เพื่อใช้ในการศึกษา

ในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรม Statistical Package for Social Science Version 13.0 (SPSS for Windows 13.0) เนื่องจากเป็นโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติที่สามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนเทคนิคทางสถิติที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) ซึ่งแสดงอยู่ในรูปของ ความถี่และร้อยละ (Frequency and Proportion) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) เพื่อให้อธิบายผลการวิจัยในเบื้องต้นเกี่ยวกับข้อมูลของกลุ่มตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ ส่วนสถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) ที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ ประกอบด้วยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้เทคนิคของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Simple Regression Analysis)

## 5.1 บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ในส่วนบทสรุปและอภิปรายผลการวิจัย ผู้วิจัยจะแบ่งประเด็นของการนำเสนอเกี่ยวกับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจัดเรียงตามสมมติฐานการวิจัย บทสรุปและอภิปรายผลการวิจัยในแต่ละส่วนมีสาระโดยสังเขปดังนี้

### สมมติฐานการวิจัยที่ 1

H 1 : มูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

ผู้วิจัยต้องการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนกับราคาหุ้น จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่ามูลค่าตามบัญชีมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Collins และคณะ ปี 1997 ที่ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลง และมูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น จากปัจจัยผลการดำเนินงานที่ขาดทุน และทฤษฎีความสัมพันธ์ของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ของ Easton (1999) ได้อธิบายความสัมพันธ์ว่า มูลค่าตามบัญชีจะสามารถแสดงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทได้

### สมมติฐานการวิจัยที่ 2

H 2 : ขาดทุนสุทธิของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นในตลาด

ผู้วิจัยต้องการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างขาดทุนทางบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนกับราคาหุ้น จากผลการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่าขาดทุนทางบัญชีมีทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Collins และคณะ ปี 1997 ที่ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ พบว่าความสามารถของกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ลดลงเกิดจากปัจจัยผลการดำเนินงานที่ขาดทุน และงานวิจัยของ Lo และ Lys (2000) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์กับกำไรทางบัญชี พบว่ามี

ความสัมพันธ์ที่ลดลงเช่นเดียวกัน และงานวิจัยของปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ ปี 2545 ซึ่งทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลการดำเนินงานขาดทุนเป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีขาดทุนทางบัญชีเช่นเดียวกัน

ผู้วิจัยมีความเห็นว่าในบางครั้งที่บริษัทประสบผลการดำเนินงานที่ขาดทุนนั้นก็ไม่ได้แสดงว่าบริษัทนั้นจะไม่มีแนวโน้มที่จะเจริญเติบโตหรือมีราคาหุ้นไปในทิศทางเดียวกันกับตัวผลการดำเนินงาน ซึ่งบางครั้งอาจมีปัจจัยหลายอย่างที่สามารรถสะท้อนให้เห็นราคาหุ้นได้ในบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน ได้แก่

1. ความสามารถในการเจริญเติบโตของบริษัท การพิจารณาถึงความสามารถในการเจริญเติบโตของบริษัทนั้นอาจดูถึงภาวะแนวโน้มของตลาด และภาวะการแข่งขันตลอดจนการลงทุน ไม่ว่าจะเพื่อขยายกำลังการผลิต การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ หรือการขยายโครงการไปในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง
2. ตามแนวทางตามงานวิจัยของ Beaver (1968) ซึ่งได้พิจารณาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีในสถานการณ์ที่มีการเปิดเผยข้อมูลทางบัญชี ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จึงได้มีการเปลี่ยนแปลงการตัดสินใจการลงทุนไปตามสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุน จึงทำให้ราคาการซื้อขายหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลง
3. งานวิจัยของ Collin และ คณะ (1997) ได้อธิบายไว้ว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน ผู้ลงทุนจะให้ความสำคัญกับขาดทุนทางบัญชีลดลง และจะพิจารณาความสำคัญของมูลค่าตามบัญชีเพิ่มขึ้น จากแนวคิดนี้ผู้วิจัยจึงได้นำมูลค่าตามบัญชีมาทำการศึกษา

## 5.2 ข้อจำกัดในการวิจัย

1. การวิจัยครั้งนี้มีขอบเขตครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ครอบคลุมถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้จึงไม่สามารถอธิบายได้กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากลักษณะการนำเสนอของงบการเงินและมาตรฐานการบัญชีที่บังคับใช้มีความแตกต่างกัน

2. การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์โดยคำนึงถึงข้อมูลเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว มิได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพประกอบการศึกษา

3. ข้อจำกัดในการตีความผลการวิจัย กล่าวคือ การศึกษาคั้งนี้เป็นการศึกษาในเชิงของความสัมพันธ (Association) ไม่ใช่ศึกษาในเชิงของเหตุและผล (Causation) ดังนั้นการตีความผลการวิจัยจึงพิจารณาในเชิงของความสัมพันธมากกว่าเชิงของเหตุและผล

4. ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยอาจจะมองข้ามตัวแปรที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ดังนั้น จึงไม่สามารถกล่าวได้ว่าตัวแปรที่ศึกษาคั้งนี้จะสามารถอ้างอิงได้ทั้งหมด เนื่องจากอาจยังมีตัวแปรอื่นที่อาจจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของกิจการ

### 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ดังนี้

1. งานวิจัยฉบับนี้มีการศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนที่มีข้อมูลสมบูรณ์ครบถ้วนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด โดยมีได้แยกกลุ่มอุตสาหกรรม ผู้วิจัยจึงมองว่า เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ชัดเจนยิ่งขึ้น ในการวิจัยในอนาคตอาจทำการแยกกลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้ในการศึกษาเพื่อให้เห็นภาพที่ชัดเจนยิ่งขึ้น
2. ผู้วิจัยมีความเห็นว่าควรมีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตัวอื่นเพิ่ม เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นที่จะศึกษาเพียงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนเท่านั้น

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- กัลยา วานิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติเพื่อธุรกิจ : สถิติเพื่อการตัดสินใจทางธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. การลงทุน. กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพฯ, 2540.
- นภดล วิมลธรรมวัฒน์. การเลือกหลักทรัพย์ลงทุนโดยพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินกับราคาตามบัญชี. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์หุ้นสามัญในตลาดแห่งประเทศไทย. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2539.
- วิกรม เกษมวุฒิ. นักลงทุนเพื่อชาญฉลาด. พิมพ์ครั้งที่ 8. กรุงเทพมหานคร : บุญศรีการพิมพ์, 2547.
- สุธา ดีวงกิจ. การวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : เปรียบเทียบธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรม. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2535.

### ภาษาอังกฤษ

- Barth, M., W. Beaver, and W. Landsman. 1996. Valuation characteristics of equity book value and net income: Tests of the abandonment hypothesis. Working paper, Stanford University., and S, Kallapur. 1996. The effect of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. Contemporary Accounting Review 13: 527-567.
- Berger, P., E. Ofek, and I. Swary. 1996. Investor valuation of the abandonment option. Journal of Financial Economics 42: 257-287.
- Bowen, R. M. 1981. Valuation of earning components in the electric utility industry. The Accounting Review 56: 1-20.
- Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earnings, adaptation and equity value. The Accounting Review 72: 187-215.

- Daley, L. 1984. The valuation of reported pension measures for firms sponsoring defined benefit plan. The Accounting Review 59: 177-198.
- Dechow, P. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of Accounting and Economics 18: 3-42.
- Easton, P. D., and T. S. Harris. 1991. Earnings as an explanatory variable for returns. Journal of Accounting Research 29: 19-36.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. Journal of Accounting and Economics 20: 125-153.
- Jan, C. L., and J. Ou. 1995. The role of negative earnings in the valuation of equity stocks. Working paper, New York University and Santa Clara University.
- Kothari, S. P. 1992. Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings: Earnings Level vs. change specifications and alternative deflators. Journal of Accounting and Economics 15: 173-202.
- Kothari, and J. L. Zimmerman. 1995. Price and return models. Journal of Accounting and Economics 20: 155-192.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in security valuation. Contemporary Accounting Research 11: 661-687.
- Olsen, C. 1985. Valuation implications of SFAS No. 33 data for electric utility investors. Journal of Accounting Research Supplement 23: 28-47.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## การตรวจสอบโมเดลที่ใช้ในทดสอบ

จากเดิมในที่ได้ใช้โมเดลในการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

โมเดลที่ใช้วัดความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุน

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \beta_2 BVX_t + \beta_3 EXITV_t + \varepsilon_t$$

$$Y_t = \text{ราคาหุ้น ถัวเฉลี่ย ก่อนและหลังวันที่ 15 เมษายน 3 วัน ณ ปีที่ } t + 1$$

$$X_t = \text{ผลการดำเนินงาน - เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ}$$

$$BVX_t = \text{ราคาตามบัญชี}$$

$$\begin{aligned} EXITV_t = & 1.0\text{Cash}_t + 1.0\text{ Marketable Securities}_t + 0.72\text{ Receivables}_t \\ & + 0.55\text{ Inventory}_t + 0.54\text{Fixed Assets}_t - 1.0\text{Payable}_t - \\ & 1.0\text{ Total Debt}_t. \end{aligned}$$

ในการนำโมเดล  $EXITV_t$  มาใช้เพื่อประมาณ Abandonment value เพื่อใช้พิจารณาค่า exit value ว่าน้อยกว่า 0 หรือไม่ เพราะถ้าน้อยกว่า 0 ก็จะมีข้อจำกัดในหนี้สินของกิจการ โดยอ้างถึงงานวิจัยของกับงานวิจัยของ Collins และคณะ ปี 1997

ผู้วิจัยได้ทำการตัดตัวแปร  $EXITV_t$  เนื่องจากค่า exit value ที่ได้จากการคำนวณตามโมเดล มีค่าน้อยกว่า 0 จึงทำให้มีข้อจำกัดในหนี้สินของกิจการ

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ปี 2543

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
1	APURE	-67,772,782.00	242,192,416.00	1.40
2	ASIA	-523,144,582.34	1,051,878,879.95	8.10
3	ASIMAR	-173,857,902.00	171,237,291.00	2.80
4	ASL	-67,166,126.00	1,860,979,785.00	10.25
5	ATC	-4,759,856,198.00	4,140,491,343.00	3.00
6	BATA	-92,667,324.00	402,395,842.00	8.00
7	BCP	-1,581,747,696.00	5,772,269,408.00	4.20
8	BNT	-543,416,271.00	575,627,421.00	5.60
9	CPICO	-441,906,196.85	-552,727,578.09	8.30
10	DIANA	-52,509,262.58	54,922,542.84	10.50
11	ESTAR	-170,667,100.26	963,632,486.20	1.20
12	HEMRAJ	-334,668,874.83	-1,321,365,905.83	9.10
13	GEN	-186,384,462.00	94,428,789.00	1.90
14	HTX	-224,495,593.40	223,037,942.32	1.30
15	ITD	-3,966,781,000.00	1,971,722,000.00	10.75
16	JCT	-229,714.00	475,166,152.00	6.00
17	JUTHA	-215,101,723.15	-128,217,643.44	2.10
18	KMC	-611,124,596.00	-4,182,725,681.00	1.90
19	LNH	-14,096,176.64	178,935,202.51	10.00
20	MALEE	-308,015,778.00	537,000,118.00	4.40
21	MEDIAS	-398,326,524.00	-500,137,785.00	4.10
22	MK	-198,540,419.00	1,620,489,148.00	3.80
23	NC	-51,096,702.66	115,701,020.72	6.40
24	NEW	-15,450,386.00	117,503,657.00	5.00
25	NFC	-1,682,936,992.00	3,037,678,401.00	1.50
26	NPK	-25,605,248.38	115,238,493.13	6.50
27	NSM	-9,449,398,766.67	-23,442,986,288.56	1.40

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
28	PA	-194,260,000.00	2,103,962,000.00	6.00
29	PICNI	-266,514,009.27	-283,554,022.67	1.90
30	POMPUI	-30,474,637.86	191,112,485.31	2.80
31	PYT	-8,865,289,530.00	-9,862,370,037.00	2.30
32	RCI	-59,615,511.00	26,499,975.00	2.20
33	RCL	-459,306,315.00	5,383,774,683.00	27.00
34	ROCK	-18,815,755.00	111,890,291.00	4.20
35	SAFARI	-465,426,844.00	2,071,354,476.00	4.00
36	SCP	-81,280,413.00	28,696,314.00	1.90
37	SGF	-283,174,126.54	-13,252,414.15	4.10
38	SIRI	-618,344,226.00	3,291,184,505.00	3.30
39	SMC	-74,903,804.00	585,948,128.00	2.20
40	SORKON	-14,381,408.00	208,272,014.00	9.00
41	SRI	-363,240,434.50	3,226,255.35	2.00
42	STPI	-385,653,980.00	220,624,295.00	3.50
43	SUSCO	-191,079,706.00	856,046,516.00	1.60
44	SVH	-769,635,997.00	-625,692,676.00	8.00
45	TASCO	-691,313,900.49	1,669,740,031.86	10.75
46	TEM	-6,018,351,530.00	-6,304,275,119.00	1.30
47	TFI	-633,903,770.00	-136,264,760.00	2.00
48	TGCI	-430,923,411.00	2,658,908,972.00	4.90
49	THECO	-204,172,322.75	-66,275,719.77	2.10
50	TPI	-39,276,194,279.00	-23,560,220,111.00	3.60
51	TPIPL	-7,293,585,895.00	1,689,953,826.00	9.60
52	TPP	-28,558,377.00	291,010,202.00	2.10
53	TRUE	-3,308,150,145.00	8,626,884,979.00	32.00
54	TT&T	-4,420,377,759.00	3,262,447,311.00	4.00
55	TUNTEX	-2,442,943,425.00	4,264,290,415.00	5.90
56	TWC	-1,971,921,223.00	-2,200,110,722.00	1.90

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
57	UBC	-2,081,243,299.00	3,028,268,321.00	9.80
58	UF	-15,118,766.00	418,964,918.00	12.00
59	UFC	-92,955,174.00	231,667,632.00	2.90
60	UMI	-276,234,344.51	264,014,661.62	2.10

๖ 2544

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
1	ASIA	-190,034,000.00	-1,118,878,484.00	5.65
2	ASIMAR	-1,503,000.00	164,220,862.00	4.20
3	ATC	-356,373,000.00	2,526,919,768.00	2.34
4	BATA	-15,179,000.00	352,971,805.00	8.70
5	BAY	-266,743,000.00	15,302,103,992.00	5.30
6	BNT	-22,006,000.00	355,030,759.00	9.10
7	BTNC	-511,000.00	401,267,017.00	13.50
8	CVD	-21,563,000.00	738,994,695.44	6.70
9	DIANA	-3,756,000.00	35,975,324.04	10.50
10	DISTAR	-27,336,000.00	-166,104,561.00	3.00
11	D-MARK	-2,034,000.00	357,955,543.66	8.60
12	ERAWAN	-28,279,000.00	3,262,814,801.00	8.50
13	HEMRAJ	-49,323,000.00	1,177,547,000.00	2.58
14	HTX	-1,218,000.00	101,239,560.23	4.20
15	ITD	-252,799,000.00	-800,350,000.00	17.30
16	JCT	-191,000.00	469,884,069.00	8.55
17	JUTHA	-269,000.00	-83,113,127.00	1.70
18	LNH	-2,305,000.00	155,886,654.76	6.45
19	MALEE	-24,723,000.00	537,000,118.00	3.60
20	MK	-11,507,000.00	1,601,386,850.00	7.70
21	NEW	-1,156,000.00	100,234,754.00	10.20
22	NFC	-186,327,000.00	925,041,807.00	0.96

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
23	NOBLE	-13,064,000.00	344,178,049.00	3.74
24	NWR	-59,533,000.00	1,228,954,275.00	2.40
25	PICNI	-38,104,000.00	-634,662,640.40	1.30
26	POMPUI	-19,004,000.00	1,074,569.60	2.76
27	PYT	-67,602,000.00	-10,630,653,188.00	1.50
28	RCI	-6,764,000.00	-76,165,131.00	2.02
29	RCL	-29,761,000.00	5,071,729,610.00	33.50
30	ROCK	-1,344,000.00	90,829,564.00	6.70
31	SAFARI	-45,143,000.00	1,619,880,698.00	2.94
32	SAMTEL	-22,335,000.00	1,385,243,996.00	9.35
33	SCP	-1,243,000.00	19,982,692.00	2.02
34	SIRI	-888,000.00	585,675,693.25	3.94
35	SORKON	-2,274,000.00	182,432,440.00	14.50
36	SRI	-22,705,000.00	82,108,728.90	4.52
37	SUSCO	-63,273,375.00	775,008,881.00	1.50
38	TCJ	-18,744,000.00	105,168,020.00	3.00
39	THECO	-864,000.00	-59,807,486.87	0.60
40	TPP	-1,048,000.00	280,736,425.00	2.80
41	TT&T	-4,243,000.00	10,979,545,403.00	2.94
42	TUNTEX	-45,564,000.00	2,819,181,609.00	5.40
43	TWC	-50,574,000.00	-2,708,391,505.00	3.10
44	TWP	-23,585,000.00	260,404.00	2.42
45	UBC	-141,958,000.00	1,607,571,488.00	8.45
46	UMI	-3,175,000.00	94,624,059.15	2.98
47	UT	-7,122,000.00	1,154,289,307.00	13.20
48	WIN	-4,192,000.00	1,081,665,328.00	0.88
49	YCI	-297,000.00	203,600,697.28	0.50
50	TRUE	-342,513,000.00	4,895,040,409.00	88.00

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
1	ACL	-172,475,000.00	7,841,885,075.00	6.15
2	ASIA	-2,956,000.00	-1,148,035,127.00	4.60
3	ASL	-2,628,000.00	2,843,637,702.00	9.90
4	ATC	-20,743,000.00	4,564,715,961.00	5.20
5	BATA	-14,929,000.00	201,473,097.00	6.70
6	BNT	-23,487,000.00	455,229,005.00	9.00
7	BRC	-182,822,000.00	376,324,900.00	4.92
8	CIRKIT	-29,449,000.00	2,051,831,554.00	6.95
9	CK	-17,891,000.00	2,946,963,983.00	12.60
10	CVD	-6,788,000.00	670,965,388.00	8.65
11	DIANA	-2,448,000.00	11,133,964.87	10.50
12	DTM	-9,888,000.00	-417,163,875.00	1.65
13	ESTAR	-5,136,000.00	964,228,265.45	2.20
14	GEN	-2,149,000.00	-129,171,768.00	2.52
15	GENCO	-625,000.00	979,199,630.00	0.77
16	HANA	-86,598,000.00	6,064,516,675.00	66.00
17	HT	-7,048,000.00	1,230,858,428.00	50.00
18	HTX	-11,911,000.00	279,026,621.84	3.40
19	IEC	-5,945,000.00	1,282,237,622.00	6.10
20	ITV	-77,015,000.00	1,827,757,420.00	4.30
21	JCT	-722,000.00	460,365,544.00	11.40
22	JUTHA	-10,791,000.00	-159,620,847.00	2.04
23	MALEE	-14,493,000.00	143,794,623.00	3.34
24	MS	-11,702,000.00	8,563,057,000.00	0.89
25	NFC	-196,209,000.00	-1,329,145,000.00	0.71
26	NMG	-23,987,000.00	1,892,680,000.00	12.00
27	NPK	-1,852,000.00	101,002,116.00	6.00
28	NWR	-65,255,000.00	590,514,549.00	4.66

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
29	PA	-7,829,000.00	2,194,630,000.00	4.94
30	PDI	-291,000.00	2,837,605,587.00	12.00
31	SAFARI	-32,556,000.00	1,294,322,205.00	4.00
32	SAMART	-68,525,000.00	144,978,081.00	9.75
33	SAMTEL	-13,837,000.00	1,246,618,914.00	6.65
34	SCB	-1,245,754,000.00	53,064,547,414.00	28.25
35	SMC	-24,315,000.00	368,332,719.00	2.32
36	SORKON	-198,000.00	180,457,528.00	20.00
37	SRI	-67,775,385.49	14,573,343.41	4.20
38	SSF	-184,000.00	1,509,309,902.00	6.15
39	STHAI	-2,985,000.00	4,129,201,774.00	7.85
40	STPI	-12,313,000.00	426,839,957.00	2.22
41	STRD	-2,091,000.00	27,600,947.00	5.10
42	SVH	-7,407,000.00	931,122,114.00	8.50
43	TASCO	-9,104,000.00	1,839,559,426.00	23.80
44	TCJ	-34,732,000.00	-242,150,117.00	24.10
45	THECO	-3,558,000.00	65,406,331.18	4.06
46	TPIPL	-149,085,000.00	12,586,786,615.00	12.70
47	TPP	-142,000.00	266,460,520.00	4.38
48	TRAF	-10,832,000.00	366,049,395.00	3.22
49	TUNTEX	-27,227,000.00	-1,156,595,220.00	3.06
50	TWC	-782,000.00	-2,651,436,562.00	3.00
51	TWP	-16,502,000.00	-1,649,183,391.23	4.76
52	UBC	-24,844,000.00	1,237,188,912.00	14.50
53	UMI	-3,266,000.00	73,569,294.09	14.00
54	UOBT	-302,951,000.00	11,728,986,523.00	4.66
55	UST	-5,338,000.00	741,976,741.00	12.80
56	WIN	-76,971,000.00	505,876,493.00	0.69
57	YCI	-874,000.00	193,263,957.65	16.50

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
58	TRUE	-5,394,449,478.00	7,198,248,001.00	7.65

๒ 2546

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
1	APURE	-57,724,383.00	224,742,669.00	2.04
2	BC	-2,049,000.00	1,266,754,299.00	9.45
3	BCP	-1,299,063,472.00	3,057,304,482.00	16.80
4	BNT	-161,021,965.00	307,651,123.00	1.77
5	BRC	-2,452,715,610.00	-1,636,369,265.00	7.05
6	CFRESH	-38,852,514.00	1,314,405,401.00	3.60
7	GHOTI	-12,503,671.00	971,410,631.00	8.50
8	CIRKIT	-1,512,266,024.00	547,161,900.00	9.80
9	CWT	-452,000.00	673,472,466.00	39.50
10	DIANA	-41,724,494.35	-30,614,621.70	7.95
11	D-MARK	-39,012,761.93	-50,903,463.37	13.30
12	DTCI	-30,429,362.00	235,536,720.00	7.05
13	GENCO	-66,293,699.00	1,341,036,748.00	2.10
14	HT	-184,625,365.00	969,562,539.00	33.00
15	HTX	-156,841,296.58	121,322,181.48	2.70
16	IEC	-156,757,248.00	1,135,795,234.00	11.70
17	ITV	-660,440,715.00	1,417,316,705.00	29.75
18	MALEE	-97,504,643.00	47,170,998.00	7.95
19	MS	-4,161,000.00	8,872,472,000.00	2.46
20	NEW	-17,268,633.56	82,868,972.88	8.00
21	NFC	-2,204,432,000.00	-3,619,303,000.00	1.36
22	NPK	-52,510,375.00	34,507,171.00	6.30
23	NWR	-315,463,160.00	350,426,826.00	16.30
24	PA	-78,293,000.00	2,116,539,614.00	8.75
25	PAF	-1,541,360,854.00	1,685,107,735.00	7.55



NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
26	PPC	-4,483,969.00	681,303,942.00	20.00
27	SAFARI	-256,564,405.00	-2,862,542,200.00	5.40
28	SGF	-15,625,000.00	193,746,413.00	9.90
29	SH	-116,000,000.00	16,808,081.00	13.80
30	SMPC	-1,287,536,147.00	-1,186,613,797.00	8.15
31	SORKON	-11,604,717.00	159,863,133.00	25.50
32	SRI	-85,089,838.40	-667,784,119.47	6.70
33	SSF	-39,173,467.00	1,395,782,076.00	3.08
34	SUN	-38,638,866.00	338,672,003.00	18.30
35	SVH	-40,549,700.00	890,572,414.00	21.40
36	TASCO	-5,366,304.00	1,812,878,292.00	55.00
37	TDT	-303,028,925.00	626,807,155.00	4.50
38	THECO	-29,827,323.46	35,578,965.76	5.35
39	THL	-44,001,000.00	804,749,000.00	4.88
40	TLI	-83,586,127.00	500,686,901.00	40.00
41	TNPC	-24,797,154.10	200,201,883.79	10.60
42	TRAF	-108,314,615.00	331,894,732.00	3.98
43	TUNTEX	-1,089,779,613.00	-2,018,542,554.00	5.10
44	TWP	-43,847,414.69	-1,660,080,487.60	2.70
45	UFC	-2,638,376.00	322,884,509.00	8.35
46	UT	-44,162,967.00	917,752,376.00	11.00
47	WIN	-160,575,430.00	189,319,939.00	2.06
48	YCI	-3,107,375.27	187,977,641.30	10.50
49	TRUE	-5,674,104,460.00	1,495,063,112.00	7.30

๑ 2547

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
1	APC	-3,298,000.00	111,978,684.00	0.78
2	APURE	-225,000.00	217,201,305.00	1.03

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
3	ASP	-331,922,000.00	4,002,029,824.00	71.50
4	BNT	-26,777,000.00	260,216,735.00	0.47
5	BRC	-45,402,000.00	-2,221,816,715.00	2.48
6	CIRKIT	-155,415,000.00	-1,006,983,687.00	4.96
7	DIANA	-2,605,000.00	-56,667,082.71	5.85
8	D-MARK	-16,374,000.00	-214,640,093.39	10.40
9	DTCI	-1,201,000.00	223,343,922.00	5.00
10	DTM	-7,986,000.00	-19,418,790.00	0.72
11	GENCO	-24,536,000.00	1,105,872,486.00	1.01
12	GFPT	-5,025,000.00	2,842,162,106.48	10.60
13	HTX	-19,739,000.00	-71,380,082.36	1.00
14	IEC	-9,388,000.00	1,068,598,761.00	0.78
15	KMC	-27,335,000.00	3,954,653.00	4.34
16	KTP	-5,213,000.00	641,867,590.00	3.40
17	KWH	-1,299,000.00	492,506,653.00	1.98
18	MAJOR	-47,941,000.00	2,612,251,470.40	13.30
19	NC	-1,501,000.00	145,074,193.00	6.90
20	NEW	-2,651,000.00	57,396,462.69	6.50
21	N-PARK	-58,642,000.00	7,873,045,616.00	1.18
22	NPK	-7,925,000.00	-40,316,241.00	1.94
23	POMPUI	-74,289,000.00	-314,153,463.66	5.10
24	SAFARI	-12,025,000.00	917,509,876.00	3.14
25	SCAN	-1,984,000.00	851,272,741.00	5.95
26	SCNYL	-17,063,000.00	299,856,240.00	17.50
27	SRI	-96,266,000.00	-1,687,125,570.24	0.52
28	STHAI	-3,454,000.00	4,570,371,826.00	6.35
29	STPI	-492,000.00	451,539,586.00	1.70
30	SUN	-1,944,000.00	317,456,053.00	12.80
31	SYNTEC	-13,462,000.00	1,364,354,193.00	1.31

NO.	FIRM	NI	BVTX	Stock Price
32	TDT	-33,646,000.00	678,822,043.00	1.25
33	TFI	-30,623,000.00	2,317,102,868.00	0.64
34	TGCI	-10,478,000.00	2,793,200,201.00	3.06
35	THIP	-13,000.00	417,151,603.00	18.10
36	THL	-5,721,000.00	10,208,801,000.00	2.86
37	TNPC	-4,431,000.00	114,565,131.87	10.70
38	TPP	-21,000.00	613,430,651.00	7.75
39	TRAF	-23,753,000.00	106,226,236.00	2.52
40	TRUBB	-3,984,000.00	657,924,794.00	13.40
41	TT&T	-23,273,000.00	15,229,012,617.00	4.98
42	TUNTEX	-147,385,000.00	-3,692,588,487.00	1.92
43	UF	-1,104,000.00	391,359,658.00	10.50
44	UT	-10,536,000.00	794,181,299.00	6.10

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาววนิดา ไสโต เกิดวันที่ 13 ธันวาคม พ.ศ. 2523 ที่จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จ การศึกษาระดับปริญญาตรี บริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี กลุ่มบัญชีต้นทุน คณะ บริหารธุรกิจ สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพณิชยการพระนคร ในปีการศึกษา 2546 และ เข้าศึกษาต่อระดับปริญญาโท บัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชีบริหาร คณะพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2546 ปัจจุบันทำงานทางด้านบัญชีที่ บริษัท โพรสเปค อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย