



## บทที่ 1

### บทนำ

การวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ได้มีการจัดทำโดยนักวิชาการในต่างประเทศหลายคน อาทิเช่น Ball และ Brown (1968) ได้ศึกษาและพบว่า การเปลี่ยนแปลงของข้อมูลกำไรต่อหุ้นมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ Beaver Kettler และ Scholes (1970) ศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการจ่ายเงินปันผลและความแปรปรวนของกำไรสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ นอกจากนี้ Hamada (1972) และ Bowman (1979) ได้ทำการศึกษาเชิงวิเคราะห์ทฤษฎีเกี่ยวกับองค์ประกอบของความเสี่ยงในการลงทุนและพบว่าค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีมีความสัมพันธ์กับค่าวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ใช้ข้อมูลจากตลาด อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาเหล่านี้ล้วนเป็นงานวิจัยที่จัดทำขึ้นในต่างประเทศทั้งสิ้น และเนื่องจากภายใต้สภาพแวดล้อมของประเทศไทยไม่อาจทราบได้ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวข้างต้นจะเหมือนกับต่างประเทศหรือไม่ การวิเคราะห์ปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นปัญหาที่ควรทำการศึกษาและวิจัย ซึ่งนอกจากจะเป็นการพิสูจน์หลักฐานเพื่อสนับสนุนความสัมพันธ์ที่กล่าวถึงแล้ว ยังจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่จะให้ผลตอบแทนที่มีความเสี่ยงต่ำโดยลดโอกาสที่จะขาดทุนและเพิ่มความแน่นอนในการได้รับผลตอบแทนยิ่งขึ้น ดังนั้นการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเป็นข้อมูลที่มีคุณค่าต่อผู้ลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนอย่างดีขึ้นและส่งผลกระทบต่อการจัดสรรเงินทุนในระบบเศรษฐกิจของประเทศอย่างมีประสิทธิภาพ

#### 1.1 แนวเหตุผลและการระบุปัญหาการวิจัย

วัตถุประสงค์หลักของรายงานทางการเงิน (SFAC No. 1) คือ การให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์สำหรับการตัดสินใจทางเศรษฐกิจแก่ผู้ใช้รายงานทางการเงิน เพื่อให้เกิดความเข้าใจอย่างชัดเจนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานฐานะการเงินและการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงินของกิจการ

ซึ่งการตัดสินใจที่สำคัญทางเศรษฐกิจประการหนึ่งคือ การตัดสินใจลงทุนซื้อหลักทรัพย์

ในทางทฤษฎีการเงิน นักวิจัยและนักวิเคราะห์การเงินมองความเสี่ยงของบริษัทว่าเป็น ความเสี่ยงของผู้ลงทุน เนื่องจากในการตกลงซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างผู้ลงทุนนั้น มูลค่าของหลักทรัพย์เป็นตัวแปรที่สำคัญประการหนึ่งในการตัดสินใจของผู้ซื้อ ทั้งนี้ผู้ซื้ออาจคำนวณมูลค่าของหลักทรัพย์โดยการประเมินวิเคราะห์จากฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของธุรกิจนั้นซึ่งปรากฏ อยู่ในรายงานทางการเงินที่เผยแพร่ต่อสาธารณชน มูลค่าของหลักทรัพย์จะสะท้อนอยู่ในราคา ตลาดของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกันโดยทั่วไป ราคาตลาดนี้จะเปลี่ยนแปลงไปตามระดับความต้องการซื้อและปริมาณหลักทรัพย์ที่มีผู้ต้องการขาย ความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนจะขึ้นอยู่กับฐานะทางเศรษฐกิจ ความคาดหวังและความพอใจในการเลือกซื้อหลักทรัพย์ของแต่ละบุคคล ซึ่งความคาดหวังและความพอใจของผู้ลงทุนขึ้นอยู่กับข้อมูลข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับ ตลอดจนความรู้ ทักษะและประสบการณ์ในด้านการลงทุนของผู้ลงทุนแต่ละรายซึ่งต่างกันไป ความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์เกิดขึ้นได้ถ้าผลตอบแทนจากการลงทุน (ถ้าไรจากการขายหลักทรัพย์และเงินปันผล) ที่ได้รับจริงแตกต่างไปจากผลตอบแทนที่คาดหวัง ยิ่งระดับความแตกต่างของผลตอบแทนที่พึงได้รับจากการลงทุนมีมากขึ้น ยิ่งจะทำให้ระดับความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นการพิจารณาความเสี่ยงของบริษัทจึงอาจพิจารณาได้จาก ความเสี่ยงของผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น ๆ

### 1.1.1 ความหมายและประเภทของความเสี่ยง

สมาคมการจัดการธุรกิจแห่งประเทศไทย (พ.ศ. 2531) ได้นิยามความหมายของ คำว่าความเสี่ยง โดยหมายถึง การผันแปรของผลตอบแทนในอนาคตที่จะเกิดขึ้นจริงจากการลงทุน เมื่อเทียบกับผลตอบแทนโดยเฉลี่ยที่คาดว่าจะได้รับ

ตามทฤษฎีการเงินได้จำแนกความเสี่ยงในการลงทุนในหลักทรัพย์ออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk) ความเสี่ยงที่เป็นระบบเกิดขึ้นเนื่องจากผลกระทบของเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับภาวะแวดล้อมภายนอกธุรกิจหรือมีผลมาจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมและส่งผลกระทบต่อธุรกิจโดยทั่วไป (Market - wide effect) ได้แก่ ภาวะทางการตลาด ภาวะอัตราดอกเบี้ย การเปลี่ยนแปลงในอัตราเงินเฟ้อและภาวะทางการเมืองหรือนโยบายของรัฐบาล ในปัจจุบันคำวัด ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือที่เรียกว่าค่าเบต้า (Beta) เป็นคำวัดความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของกิจการเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

ค่าเบต้านี้ได้มีการจัดทำโดยหน่วยงานวิเคราะห์หลักทรัพย์และสถาบันการเงินต่าง ๆ แต่เนื่องจากสมมติฐานในการคำนวณค่าเบต้าของแต่ละบริษัทแตกต่างกัน ค่าเบต้าที่ได้จึงมีความหลากหลาย ทำให้ค่าวัดความเสี่ยงที่เรียกว่าค่าเบต้าไม่เป็นมาตรฐานเดียวกัน ส่วนความเสี่ยงประเภทที่ 2 คือ **ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ** เกิดขึ้นเนื่องจากผลกระทบของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นภายในหรือเป็นการเฉพาะตัวของธุรกิจนั่นเอง (Firm-specific effect) ได้แก่ ฐานะสภาพคล่อง ความสามารถในการดำเนินงานและประสิทธิภาพของการบริหาร เป็นต้น ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบคำนวณได้จากค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่ไม่ขึ้นกับผลตอบแทนของตลาด

การใช้ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนเป็นค่าวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุน เนื่องจากจะเห็นได้จากค่าจำกัดความของค่าว่าความเสี่ยงข้างต้น การวัดค่าความเสี่ยงทำได้โดยการวัดค่าการกระจายของความน่าจะเป็นของผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งขึ้นอยู่กับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุน กล่าวคือ ถ้าค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนมีค่าน้อย การกระจายความน่าจะเป็นของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจะกระจายน้อย นั่นคือความเสี่ยงในการลงทุนจะต่ำ ในทางตรงข้ามถ้าค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนมีค่ามาก การกระจายความน่าจะเป็นของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจะกระจายมาก นั่นคือ ความเสี่ยงในการลงทุนสูง นอกจากนี้ในการพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงความคาดหวังของผู้ลงทุนเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตเป็นสิ่งที่ไม่อาจสังเกตได้โดยตรงจึงต้องอาศัยการสังเกตจากสิ่งที่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวได้ซึ่งอยู่ในรูปของความแปรปรวนของผลตอบแทนหรืออีกนัยหนึ่ง คือ ความเสี่ยงของผลตอบแทนนั่นเอง ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงทำการศึกษาความเสี่ยงของผลตอบแทนโดยวัดจากค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนดังกล่าว

เนื่องจากระดับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งในลักษณะมหภาคและจุลภาค ดังนั้นในการประเมินความเสี่ยงของผลตอบแทนดังกล่าวจึงจำเป็นต้องพิจารณาทั้งข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาคและข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยเชิงเศรษฐกิจจุลภาค แต่จากการที่ข้อมูลปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาคซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจโดยทั่วไปสำหรับทุกกิจการจะเหมือนกันหมด ส่วนที่แตกต่างกันคือ ข้อมูลปัจจัยเชิงเศรษฐกิจจุลภาค ซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานเกี่ยวกับกิจการโดยเฉพาะเท่านั้น

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหรือมูลค่ากิจการ วิเคราะห์ได้จากค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตจากการลงทุน

ในหลักทรัพย์หรือผลตอบแทน ประกอบด้วยเงินปันผลและกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ผลตอบแทนนี้ขึ้นอยู่กับความคาดหวังเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของกิจการและกำไรในอนาคตมีความเกี่ยวข้องกับกำไรในปัจจุบันซึ่งสัมพันธ์โดยตรงกับนโยบายการบริหารและผลการดำเนินงานในปัจจุบัน ความผันแปรของกำไรในกิจการมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนจากการลงทุนของหลักทรัพย์ (Ball และ Brown, 1968) ซึ่งการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์หรือที่เรียกว่าความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ย่อมขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการ โครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร ความแปรปรวนของกำไร อัตราการเติบโตของกิจการ อัตราส่วนการใช้จ่ายค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงานและนโยบายการจ่ายเงินปันผล ส่วนค่าเบต้าเป็นตัววัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง เนื่องจากการคำนวณค่าเบต้าต้องอาศัยข้อมูลราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์ประจำงวดเวลาต่าง ๆ เป็นเวลาหลายงวด โดยทั่วไปนิยมใช้ข้อมูล ดังกล่าวในช่วงเวลา 3 - 5 ปี หรือจำนวน 36 - 60 งวด (Van Horne, 1980) นอกจากนี้การคำนวณค่าเบต่ายังมีปัญหาจากความผันแปรของผลลัพธ์ตามสมมติฐานของผู้คำนวณแต่ละราย ดังกล่าวมาแล้วข้างต้น การค้นหาทางเลือกในการคำนวณค่าวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์จึงเป็นสิ่งที่มีความสำคัญแก่การศึกษา การคำนวณวิธีการหนึ่ง คือ การใช้ปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงโดยอาศัยข้อมูลทางการบัญชีข้างต้น การประเมินความเสี่ยงจากปัจจัยพื้นฐานหรือข้อมูลทางการบัญชีของกิจการคำนวณจากการวิเคราะห์ข้อมูลในงบการเงินซึ่งตีพิมพ์และเปิดเผยต่อสาธารณชน ในปัจจุบันข้อมูลการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณชนในประเทศไทยเป็นรายไตรมาส ราย 6 เดือนและรายปี ได้แก่ ยอดขาย อัตราการเติบโตของยอดขาย กำไรสุทธิ กำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตราเงินปันผลต่อหุ้น ซึ่งข้อมูลเหล่านี้ได้ถูกกำหนดให้จัดทำและเปิดเผยในลักษณะที่เป็นมาตรฐานเดียวกันสำหรับทุกบริษัท ในกรณีที่นโยบายบัญชีของแต่ละบริษัทไม่มีการเปลี่ยนแปลง ข้อมูลดังกล่าวสามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้และหากพิสูจน์ได้ว่าข้อมูลทางการบัญชีกับค่าเบต้ามีความสัมพันธ์กัน แสดงว่า ข้อมูลทางการบัญชีเหล่านั้นสามารถใช้ในการพยากรณ์ความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้และเป็นหลักฐานยืนยันว่าข้อมูลทางการบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุน

นอกเหนือจากการคาดการณ์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับค่าเบต้า (ค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ) แล้วยังอาจคาดการณ์ได้ถึงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับค่าวัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบและค่าวัดความเสี่ยงรวม หากพิจารณาในกรณีของการ

ลงทุนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งโดยเฉพาะหรือระดับรายหลักทรัพย์ จะพบว่าในกรณีนี้ผู้ลงทุนจะต้องรับภาระความเสี่ยงที่เกิดจากหลักทรัพย์นั้นเองทั้งหมด ดังนั้นจึงเป็นการเหมาะสมที่จะประเมินความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในกรณีนี้โดยการพิจารณาจากข้อมูลที่สะท้อนถึงปัจจัยภายในของกิจการนั้น ๆ ได้อย่างชัดเจน ซึ่งข้อมูลดังกล่าวได้ปรากฏอยู่ในข้อมูลทางการบัญชี ด้วยเหตุนี้ข้อมูลทางการบัญชีจึงอาจมีความสัมพันธ์กับค่าวัดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบและค่าวัดความเสี่ยงรวมของหลักทรัพย์ได้เช่นกันและหากพิจารณาในเชิงของความเป็นเหตุเป็นผลต่อกันแล้วระดับความสัมพันธ์ดังกล่าวควรจะสูงกว่าระดับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับค่าเบต้า ทั้งนี้เพราะการนำข้อมูลทางการบัญชีซึ่งเป็นข้อมูลปัจจัยภายในไปอธิบายความเสี่ยงที่เป็นผลจากปัจจัยภายใน (ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ) ควรทำได้ดีกว่าการนำข้อมูลทางการบัญชีไปอธิบายความเสี่ยงที่เป็นผลจากปัจจัยภายนอก (ความเสี่ยงที่เป็นระบบ)

### 1.1.2 ผลการวิจัยในอดีต

ผลการวิจัยในอดีตพบว่าข้อมูลทางการบัญชีที่มีความสัมพันธ์กับค่าเบต้าอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Beaver, Kettler และ Scholes, 1970; Hamada, 1972; Ben-Zion และ Shalit, 1975; Bowman, 1979 และ 1980; Chance, 1982 และ Bramble, 1990) อัตราการจ่ายปันผล (Beaver, Kettler และ Scholes, 1970; Bowman, 1979; Bramble, 1990) ความแปรปรวนของกำไร (Beaver, Kettler และ Scholes, 1970; Eskew, 1979; และ Bramble, 1990) ขนาดของกิจการที่คำนวณจากยอดสินทรัพย์รวมและขนาดของกิจการที่คำนวณจากยอดขาย (รายได้) ตลอดจนคำนวณจากส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (Ben-Zion และ Shalit, 1975; Eskew, 1979; Fabozzi และ Francis, 1979; และ Bramble, 1990) อัตราการเติบโตของกิจการที่คำนวณจากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์และอัตราการเติบโตของยอดขาย (Gupta, 1972; Eskew, 1979, และ Bramble, 1990) นอกจากนี้ยังมีข้อมูลทางการบัญชีอื่นอีกหลายรายการที่งานวิจัยในอดีตนิยมนำมาศึกษา ซึ่งแม้ข้อสรุปเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลเหล่านี้กับค่าเบต้าจะยังไม่ชัดเจนแต่จัดได้ว่าเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการประเมินความเสี่ยงของการลงทุน ข้อมูลดังกล่าว ได้แก่ อัตราการใช้ค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงาน (Lev, 1974) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Logue และ Merville, 1972) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Melicher, 1974) และอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Beaver, 1966)

Beaver Kettler และ Scholes (1970) ได้ให้ความเห็นเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลทางการบัญชีในการอธิบายความเสี่ยงของการลงทุนในหลักทรัพย์ว่า ค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทาง

การบัญชีสามารถนำไปใช้ในการพยากรณ์ค่าเบต้าในอนาคต ซึ่งควรให้ผลลัพธ์ที่ถูกต้องกว่าการใช้ค่าเบต้าในอดีตไปพยากรณ์ค่าเบต้าในอนาคต และเนื่องจากการตัดสินใจของผู้ลงทุนจำเป็นต้องอาศัยกลุ่มของข้อมูลที่มีความสำคัญซึ่งจะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถประเมินความเสี่ยงของหลักทรัพย์ได้ ดังนั้นงานวิจัยในอดีตจึงพยายามที่จะกำหนดรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีกับค่าเบต้า สำหรับการนำไปใช้พยากรณ์ค่าเบต้าต่อไป

### 1.1.3 ผลกระทบของอุตสาหกรรม

เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันย่อมได้รับการกระทบกระเทือนจากภาวะเศรษฐกิจในระยะเวลาเดียวกันเหมือน ๆ กัน (Industry effect) กล่าวคือ ถ้าภาวะเศรษฐกิจดีย่อมส่งผลให้อุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่งดี บริษัทต่าง ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันนั้นย่อมดีตามไปด้วย ในขณะที่เดียวกันถ้าภาวะเศรษฐกิจซบเซาย่อมส่งผลให้อุตสาหกรรมดังกล่าวซบเซาไปด้วย บริษัทต่าง ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันย่อมถูกกระทบกระเทือนตามไปด้วย ดังนั้นถ้าผู้ลงทุนเลือกซื้อหุ้นจากบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน สิทธิประโยชน์ของบริษัทจะได้รับการกระทบกระเทือนแตกต่างกัน

สำหรับกรณีของประเทศไทย เนื่องจากบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและบริษัทในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเป็นบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญจดทะเบียนตามราคาตลาดในแต่ละกลุ่มอยู่ในระดับสูง จึงจัดเป็นธุรกิจที่มีบทบาทสำคัญต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผู้ลงทุนควรให้ความสนใจเป็นพิเศษ ดังจะเห็นได้จากการที่บริษัททั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถจำแนกประเภทธุรกิจตามลักษณะการดำเนินธุรกิจหลักได้เป็น 3 กลุ่มใหญ่ ๆ คือ กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมและกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ โดยมูลค่าหลักทรัพย์หุ้นสามัญจดทะเบียนตามราคาตลาดรวมทั้งสิ้นเมื่อต้นปี พ.ศ. 2527 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [ต.ล.ท.] 2527) เท่ากับ 34,221.91 ล้านบาท ประกอบด้วยหลักทรัพย์จดทะเบียนของกลุ่มธุรกิจการเงิน จำนวน 18,169.26 ล้านบาท (คิดเป็นร้อยละ 53.09 ของมูลค่าหลักทรัพย์รวม) หลักทรัพย์จดทะเบียนของกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมจำนวน 11,759.58 ล้านบาท (คิดเป็นร้อยละ 34.36 ของมูลค่าหลักทรัพย์รวม) และหลักทรัพย์จดทะเบียนของกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ จำนวน 4,293.07 ล้านบาท (คิดเป็นร้อยละ 12.55 ของมูลค่าหลักทรัพย์รวม) ดังนั้นในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงสนใจที่จะศึกษา

---

\* ค่าใช้จ่ายประจำ หมายถึง ค่าใช้จ่ายที่ต้องเกิดขึ้นในแต่ละงวดการดำเนินงาน อาทิ เช่น เงินเดือนผู้บริหาร เป็นต้น

บริษัทในสองกลุ่มแรก คือ กลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม

#### 1.1.4 สรุปปัญหาการวิจัย

จากการศึกษาผลงานวิจัยที่จัดทำขึ้นในประเทศไทยที่ผ่านมาพบว่าการวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงแทบจะไม่ปรากฏ ประกอบกับการตระหนักถึงคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีในการนำไปใช้อธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ก่อนที่จะนำไปใช้พยากรณ์ความเสี่ยงต่อไป ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงต้องการศึกษาว่าข้อมูลทางการบัญชีรายการใดสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้และรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่วัดจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ที่เหมาะสมกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรมีลักษณะอย่างไร จึงนำไปสู่การกำหนดเป็นปัญหาการวิจัยดังต่อไปนี้

**ปัญหาการวิจัยที่ 1** คือ ข้อมูลทางการบัญชีรายการใดสามารถใช้ในการอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ ศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรม

**ปัญหาการวิจัยที่ 2** คือ ตัวแบบแสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ควรมีรูปแบบอย่างไร ศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรม

#### 1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

จากแนวเหตุผลและปัญหาการวิจัยข้างต้น การศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์ของการวิจัยดังนี้

1.2.1 วิเคราะห์ความมีนัยสำคัญของค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีในการอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรม

1.2.2 ค้นหาตัวแบบความสัมพันธ์ของค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีในการอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ศึกษาเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรม

### 1.3 สมมติฐานการวิจัย

จากวัตถุประสงค์การวิจัยข้างต้นประกอบกับผลการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการได้ยืนยันถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีกับค่าวัดความเสี่ยงที่ประมาณขึ้นจากข้อมูลราคาซึ่งพบความสัมพันธ์ทั้งทางด้านการวิจัยเชิงประจักษ์ ได้แก่ ผลงานวิจัยของ Beaver Kettler และ Scholes (1970) Eskew (1979) Hill และ Stone (1980) เป็นต้น และความสัมพันธ์ในเชิงทฤษฎี ได้แก่ Hamada (1972) Bowman (1979) เป็นต้น ผลงานวิจัยเหล่านี้ พบว่า ค่าวัดความเสี่ยงที่คำนวณจากข้อมูลทางการบัญชีที่ปรากฏในงบการเงินและมีความสัมพันธ์กับค่าความเสี่ยงที่วัดโดยค่าเบต้า คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนค่าวัดความเสี่ยงที่คำนวณจากข้อมูลทางการบัญชีรายการอื่นที่มีความสัมพันธ์กับค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบในลำดับรอง ๆ ลงมา ได้แก่ ขนาดของกิจการ อัตราการเติบโตของกิจการ ความแปรปรวนของกำไร อัตราส่วนการใช้ค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่ลำดับความสำคัญของค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีเหล่านี้ (ซึ่งใช้เป็นตัวแปรอิสระในผลงานวิจัยที่ผ่านมา) ไม่อาจสรุปได้อย่างชัดเจนว่าค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีรายการใดจะมีความสัมพันธ์กับค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบในลำดับโดยรวมทั้งการที่ตัวแปรบางตัวแปรสามารถใช้ในการอธิบายค่าวัดความเสี่ยงที่เป็นระบบได้ในผลงานวิจัยบางฉบับ แต่ในผลงานวิจัยบางฉบับกลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว สิ่งที่สามารถสรุปได้จากผลงานวิจัยในอดีต คือ ค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีเหล่านี้สามารถใช้ในการวัดค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบได้ ดังนั้นจึงอาจสามารถใช้ในการวัดค่าความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทอื่นได้ (หมายถึง ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบและความเสี่ยงรวม) ซึ่งเป็นสิ่งที่จะนำมาศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ โดยเป็นการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรมและกำหนดสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงของผลตอบแทน



จากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ 8 ประการ ดังนี้

### 1.3.1 ขนาดของกิจการ

การใช้ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงประเภทหนึ่งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เนื่องจากการผลการวิจัยในอดีตหลายฉบับ เช่น Horrigan (1966) Ohlson (1980) Banz (1981) เป็นต้น ได้ให้หลักฐานที่แสดงว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงตรงข้ามกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ จึงเป็นที่คาดหวังว่าทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์จะเป็นในทางลบ การวัดขนาดของกิจการในที่นี้จะวัดจากข้อมูลทางการบัญชี ซึ่งได้แก่ ยอดสินทรัพย์รวม ส่วนของเจ้าของและยอดขาย (รายได้) ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยขนาดของกิจการคือ

H1 : ขนาดของกิจการที่วัดจากยอดสินทรัพย์รวม ขนาดของกิจการที่วัดจาก ส่วนของเจ้าของและขนาดของกิจการที่วัดจากยอดขาย (รายได้) สามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรมได้ โดยคาดว่า ทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางลบ

### 1.3.2 โครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุนของกิจการประกอบขึ้นจาก 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ ส่วนของหนี้สิน และส่วนของเจ้าของ ในกรณีที่กิจการใดมีหนี้สินอยู่ในโครงสร้างเงินทุนมากย่อมมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจที่จะรองรับภาระผูกพันทางการเงินที่มีต่อเจ้าหนี้บุคคลภายนอกรวมทั้งผู้ถือหุ้นที่จะต้องรับภาระความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ซึ่งข้อมูลทางการบัญชีที่เป็นตัวแทนของโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ จากการทบทวนผลการวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ (Beaver Kettler และ Scholes, 1970; Hamada, 1979; Bowman, 1980) จึงเป็นที่คาดหวังว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของกับความเสี่ยงผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจะเป็นในทางบวก ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของกิจการ คือ

H2 : อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรมได้ โดยคาดว่า ทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางบวก

### 1.3.3 สภาพคล่อง

สภาพคล่องเป็นปัจจัยที่สะท้อนถึงความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ในระยะเวลาอันสั้นซึ่งแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการ กิจการที่มีสภาพคล่องสูงแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นได้ดีกว่ากิจการที่มีสภาพคล่องต่ำ ข้อมูลทางการบัญชีที่สามารถเป็นตัวแทนของสภาพคล่องได้ชัดเจน ได้แก่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน จากการทบทวนผลการวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นว่ากิจการที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนยิ่งสูงโอกาสที่กิจการจะประสบความล้มเหลวก็ยิ่งมีน้อยลง (Beaver, 1966; Beaver, Kettler and Scholes, 1970; Bramble, 1990) จึงเป็นที่คาดหวังว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทุนหมุนเวียนกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจะเป็นในทางลบ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยสภาพคล่องของกิจการ คือ

H3 : อัตราส่วนทุนหมุนเวียนสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรมได้ โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางลบ

### 1.3.4 ความสามารถในการทำกำไร

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเป็นสิ่งที่กำหนดความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นให้แก่เจ้าหนี้เงินกู้ การจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น และแสดงถึงแนวโน้มการเจริญเติบโตของกิจการจึงกล่าวได้ว่า ความสามารถในการทำกำไรเป็นสิ่งคุ้มครองผู้ลงทุนในการที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการนั้น เมื่อพิจารณาในกรณีนี้จะเห็นได้ว่ากิจการใดที่มีความสามารถในการทำกำไรโดยสม่ำเสมอจะเป็นกิจการที่มีความแปรปรวนของผลตอบแทนหรือความเสี่ยงในการลงทุนต่ำ แต่หากพิจารณาในเชิงของความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังในผลตอบแทนจากการลงทุนและความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนพบว่ามีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อกัน เนื่องจากผู้ลงทุนที่ไปลงทุนในกิจการที่มีความเสี่ยงสูงย่อมคาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงในการลงทุนนั้น จากผลการศึกษาของ Loque และ Merville (1973) ชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับความเสี่ยงของกิจการมีความแตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม ดังนั้นทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังระหว่างข้อมูลทางการบัญชีที่เป็นตัวแทนของปัจจัยเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับความเสี่ยงของผลตอบแทน

แทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจึงเป็นไปได้ทั้งในทางบวกและทางลบ สมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยความสามารถในการทำกำไร คือ

H4 : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรม โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปได้ทั้งในทางบวกและทางลบ

### 1.3.5 ความแปรปรวนของกำไร

ความแปรปรวนของกำไรพิจารณาได้จากค่าการกระจายของอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของกิจการ แสดงถึงความไม่แน่นอนในการทำกำไรของกิจการ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนในกิจการ จากการทบทวนผลงานวิจัยในอดีตได้ให้หลักฐานที่แสดงถึงความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างความแปรปรวนของกำไรกับความแปรปรวนของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Beaver Kettler และ Scholes, 1970; Elgers, 1980; Basu, 1983) จึงเป็นที่คาดว่าทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างความแปรปรวนของกำไรและความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจะเป็นไปในทางบวก ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยความแปรปรวนของกำไร คือ

H5 : ความแปรปรวนของกำไรสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรมได้ โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางบวก

### 1.3.6 อัตราการเติบโตของกิจการ

อัตราการเติบโตของกิจการเป็นผลจากความความสามารถในการทำกำไรของกิจการรวมทั้งการที่กิจการมีกำไรสะสมเพิ่มสูงขึ้น ผลงานวิจัยในอดีตยืนยันว่าการที่กิจการมีอัตราการเติบโตสูงขึ้น แสดงถึงความเสี่ยงที่สูงขึ้น (Beaver, Kettler และ Scholes, 1970) อัตราการเติบโตของกิจการอาจวัดได้จากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม และอัตราการเติบโตของยอดขาย (รายได้) ซึ่งเป็นสิ่งที่จะใช้ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จึงเป็นที่คาดว่าทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวมและอัตราการเติบโตของยอดขาย (รายได้) กับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจะเป็นไปในทางบวก ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับอัตราการเติบโตของกิจการ คือ

H6 : อัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวมและอัตราการเติบโตของยอดขาย (รายได้) สามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรมได้ โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางบวก

### 1.3.7 อัตราส่วนการใช้ค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงาน

ผลการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการใช้ค่าใช้จ่ายประจำกับค่าวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ (Lev, 1974) แสดงให้เห็นว่าการตัดสินใจใช้ค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นทำให้ความไม่แน่นอนของกำไรมีมากขึ้น ดังนั้นความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจะสูงขึ้น จึงเป็นที่คาดว่าทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนการใช้ค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงานกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจะเป็นไปในทางบวก ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับอัตราการใช้ค่าใช้จ่ายประจำ คือ

H7 : อัตราส่วนการใช้ค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงานสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรมได้ โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางบวก

### 1.3.8. นโยบายการจ่ายเงินปันผล

นโยบายทางด้านเงินปันผลของกิจการเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการ เสถียรภาพของกำไรในภาวะที่กิจการต้องเผชิญกับความผันผวนทางธุรกิจและความสามารถของกิจการในการดำเนินงานตามนโยบายเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลได้ตามเป้าหมาย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเหล่านี้ในทางที่ดีขึ้นแสดงถึงความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการที่ต่ำลง (Lintner, 1956) นโยบายการจ่ายเงินปันผลนี้วัดได้จากอัตราการจ่ายเงินปันผล จึงเป็นที่คาดว่าทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการจะเป็นไปในทางลบ ดังนั้นสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยนโยบายการจ่ายเงินปันผล คือ

H8 : อัตราการจ่ายเงินปันผลสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในธุรกิจการเงินและธุรกิจอุตสาหกรรมได้ โดยคาดว่าทิศทางความสัมพันธ์จะเป็นไปในทางลบ

#### 1.4 ขอบเขตและวิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีขอบเขตการวิจัยที่จะให้ครอบคลุมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจที่มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียน (Listed company) และบริษัทรับอนุญาต (Authorized company) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตมีจำนวนของกิจการเพิ่มขึ้นโดยลำดับนับตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2518 ซึ่งเป็นปีแรกของการเปิดดำเนินการ มีจำนวนเพียง 20 กิจการ จนถึงเมื่อปี พ.ศ. 2530 มีจำนวนเพิ่มขึ้นเป็น 109 กิจการ และจนถึง พ.ศ. 2535 จำนวนกิจการเพิ่มขึ้นเป็น 299 กิจการ

การแบ่งกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยฉบับนี้ จะแบ่งเป็น 2 กลุ่มตามลักษณะของการดำเนินธุรกิจ ได้แก่ กลุ่มธุรกิจการเงินกับกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม โดยกลุ่มธุรกิจการเงินประกอบด้วยธุรกิจประเภทธนาคารและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ (ไม่รวมบริษัทประกันภัยและบริษัทประกันชีวิตและโครงการจัดการลงทุน) สำหรับกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรม ประกอบด้วยธุรกิจการเกษตร วัสดุ ก่อสร้างและตกแต่ง เคมีภัณฑ์และพลาสติก เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์ ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ พลังงาน อาหารและเครื่องดื่ม ของใช้ในครัวเรือน ยัญมณีและเครื่องประดับ เครื่องมือและเครื่องจักร เหมืองแร่ บรรจุภัณฑ์เวชภัณฑ์และเครื่องสำอางค์ การพิมพ์และสิ่งพิมพ์ พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เยื่อกระดาษและกระดาษ สิ่งทอเครื่องนุ่งห่มและรองเท้า ยานพาหนะและอุปกรณ์ธุรกิจอุตสาหกรรมในที่นี่ไม่รวมธุรกิจประเภทให้บริการทั้งหลาย ซึ่งได้แก่ การสื่อสารบันเทิงและสันทนาการ การแพทย์ โรงแรมและบริการการท่องเที่ยว บริการเฉพาะกิจ ขนส่ง คลังสินค้าและไซโล และธุรกิจการพาณิชย์

เนื่องจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จัดเป็นงานวิจัยเบื้องต้นที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปรียบเทียบกับธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรม ในการจัดทำจึงมีข้อจำกัดเกี่ยวกับจำนวนของบริษัทที่นำมาศึกษา จากเงื่อนไขในการเลือกตัวอย่างทำให้จำนวนกิจการทั้งหมดที่นำมาศึกษาต้องเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ก่อนปี พ.ศ. 2527 เป็นต้นมา และยังคงอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจนถึงปัจจุบัน ดังนั้นกิจการที่เป็นตัวอย่างสำหรับการศึกษานี้จึงมีเพียง 50 บริษัท โดยแบ่งเป็นกิจการในกลุ่มธุรกิจการเงิน จำนวน 20 บริษัท และกิจการในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมจำนวน 30 บริษัท ซึ่งจะเห็นได้ว่ามีจำนวนค่อนข้างน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกิจการทั้งหมดที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2535 ซึ่งมีจำนวนถึง 299 บริษัท

งานวิจัยฉบับนี้จะศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทที่มีหุ้นซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2531 ถึง พ.ศ. 2535 เท่านั้น ในการคำนวณค่าวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ เพื่อให้ค่าวัดความเสี่ยงที่คำนวณได้ในแต่ละปีเป็นค่าที่เหมาะสมและครอบคลุมช่วงเวลาที่เกิดขึ้นตามวัฏจักรการดำเนินธุรกิจตามปกติได้จะใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายเดือนเป็นเวลา 5 ปี รวมเป็น 60 ข้อมูล จึงต้องใช้ข้อมูลเริ่มจากปี พ.ศ. 2527 เป็นต้นมา จนถึงปี พ.ศ. 2535 ซึ่งค่าวัดความเสี่ยงนี้จะมีการปรับปรุงให้มีความถูกต้องยิ่งขึ้นด้วยข้อมูลเงินปันผล ข้อมูลเกี่ยวกับสิทธิของถือหุ้นและข้อมูลการแยกหุ้น ส่วนการวัดค่าปัจจัยซึ่งชี้ความเสี่ยงจะอาศัยข้อมูลทางการบัญชีซึ่งวัดจากปัจจัยพื้นฐานทางด้านกิจการเป็นเกณฑ์ โดยอาศัยข้อมูลจากงบการเงินรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2531 - 2535 ค่าวัดความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีที่นำมาศึกษานี้ ได้เลือกมาแต่เฉพาะค่าวัดที่มีลักษณะเป็นปัจจัยร่วมสำหรับธุรกิจทั้งสองประเภท เพื่อที่จะนำมาเปรียบเทียบกันได้และเป็นค่าวัดที่ได้รับการเสนอแนะจากผลการวิจัยในอดีตเท่านั้น

ข้อจำกัดเกี่ยวกับจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณค่าความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการคำนวณค่าเบต้าแต่ละค่านั้น เพื่อให้ได้ค่าที่เหมาะสมจึงจำเป็นต้องใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ย้อนหลังถึง 5 ปี ทำให้ไม่สามารถที่จะตัดข้อมูลในช่วงปีแรก ๆ ซึ่งเป็นช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยยังไม่ฟื้นตัวออกไปได้ ได้แก่ ช่วงเวลาก่อนปี พ.ศ. 2529 ดังนั้นจึงอาจมีผลต่อการวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ทำให้ทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังได้ ทั้งนี้เพราะข้อมูลในช่วงเวลาก่อนและหลังจากปี พ.ศ. 2529 นั้น อาจไม่สามารถนำมาศึกษาร่วมกันหรือเปรียบเทียบกันได้ เนื่องจากข้อมูลในช่วงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2529 เป็นต้นมาเป็นข้อมูลที่เกิดขึ้นในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตสูง การเมืองมีเสถียรภาพ การมีนโยบายและมาตรการสนับสนุนจากรัฐบาล รวมทั้งมีการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมาก ซึ่งสังเกตได้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราการขยายตัวอย่างรวดเร็วและเด่นชัดทั้งในด้านปริมาณและราคา โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงครึ่งปีหลัง เห็นได้จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์โดยรวมเพิ่มจาก 16.5 พันล้านบาท ในปี 2528 เป็น 29.8 พันล้านบาท ในปี 2529 หรือเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 44 ของปี 2528 ทั้งราคาหลักทรัพย์ก็มีการเคลื่อนไหวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) มีการเพิ่มขึ้นจากราคาปิดที่ 134.95 จุด ณ สิ้นปี 2528 เป็น 207.20 จุด ณ สิ้นปี 2529 ดังนั้นการนำข้อมูลที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่มีความแตกต่างกันโดยสิ้นเชิงมาศึกษาร่วมกันจึงสามารถส่งผลกระทบต่อทิศทางความ

สัมพันธ์ที่คาดหวังไว้ได้ รวมทั้งทิศทางความสัมพันธ์สำหรับผลการวิจัยครั้งนี้อาจแตกต่างไปจากผลการวิจัยในอดีตของต่างประเทศ

อย่างไรก็ดี เนื่องจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นงานวิจัยเบื้องต้นที่ได้เริ่มทำการวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงถือเป็นก้าวแรกของงานวิจัยทางด้านนี้สำหรับประเทศไทย แม้ข้อสรุปที่ได้จากการศึกษาจะยังไม่สมบูรณ์และชัดเจนเท่าที่ควร แต่ผลของการศึกษาก็สามารถใช้เป็นข้อมูลเบื้องต้นสำหรับการทำวิจัยทางด้านนี้ต่อไปในอนาคต

## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีผู้ใดจัดทำขึ้นในประเทศไทยมาก่อน ปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีที่มีนัยสำคัญและตัวแบบค่าวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนที่ได้จากการศึกษาจึงเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน การเพิ่มประสิทธิภาพการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ผู้เกี่ยวข้องกับการกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลทางการบัญชี ตลอดจนวงการศึกษาวิจัยทางการบัญชี ดังต่อไปนี้

1.5.1 ผลการศึกษาพบว่าข้อมูลทางการบัญชีสามารถอธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในกิจการประเภทความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบได้ดีกว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งเป็นการยืนยันความเชื่อของนักบัญชีที่ว่าข้อมูลทางการบัญชีเป็นข้อมูลที่แสดงถึงปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับลักษณะเฉพาะตัวของกิจการ เช่น ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโตและโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เป็นต้น ถ้าข้อมูลทางการบัญชีที่เป็นปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเปลี่ยนแปลงไปแสดงว่ากิจการนั้นมีการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงที่เป็นลักษณะเฉพาะของกิจการ ดังนั้นปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่ได้จากตัวแบบจะสามารถใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนและนักวิเคราะห์การลงทุน โดยเป็นทางเลือกประกอบการใช้ข้อมูลเบต้า ในกรณีของผู้ลงทุนประเภทที่มีความรู้ความชำนาญและเป็นสมาชิกของบริษัทการเงิน จะสามารถใช้ข้อมูลเบต้าในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่สนใจได้โดยง่าย แต่สำหรับผู้ลงทุนโดยทั่วไปที่ไม่ได้เป็นสมาชิกและไม่คุ้นเคยกับการใช้ข้อมูลเบต้าอาจจำเป็นต้องอาศัยข้อมูลทางการบัญชีที่มีการเปิดเผยทั่วไปอยู่แล้ว ซึ่งจะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถประเมินความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่สนใจได้เช่นกัน

1.5.2 นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบว่าปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีที่มีนัยสำคัญในธุรกิจการเงินแตกต่างจากในธุรกิจอุตสาหกรรม กล่าวคือ ในกรณีธุรกิจการเงิน ปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ และความแปรปรวนของกำไร ส่วนในกรณีธุรกิจอุตสาหกรรมนั้น ปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญ ได้แก่ ขนาดของสินทรัพย์ อัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ ปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่วิเคราะห์ได้จากผลการศึกษาคาดว่าจะประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการนำไปใช้ประเมินเปรียบเทียบความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่จะเลือกลงทุนได้

1.5.3 ผลจากการวิเคราะห์ตัวแบบความสัมพันธ์พบว่า ในกรณีของธุรกิจการเงินนั้น ตัวแบบของความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบประกอบด้วย ปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญ คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และความแปรปรวนของกำไร ส่วนกรณีธุรกิจอุตสาหกรรมพบว่า ขนาดของยอดขายและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญของตัวแบบดังกล่าว ตัวแบบปัจจัยบ่งชี้ความเสี่ยงที่พบอาจนำไปใช้ในการพยากรณ์ค่าวัดความเสี่ยงเปรียบเทียบระหว่างหลักทรัพย์ของกิจการเพื่อประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนได้เช่นกัน

1.5.4 ผลการศึกษานี้จะช่วยให้แนวทางแก่หน่วยงานที่มีบทบาทในการกำหนดนโยบายการเปิดเผยข้อมูลเพื่อให้บริษัทต่าง ๆ มีการเปิดเผยข้อมูลทางการบัญชีที่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุนได้ดียิ่งขึ้น

1.5.5 นอกจากนี้ผลการศึกษานี้ยังเป็นประโยชน์ต่อการจัดสรรทรัพยากรในระบบเศรษฐกิจซึ่งจะดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นเมื่อบริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เพราะเมื่อผู้ลงทุนได้รับข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจมากขึ้นและเพียงพอช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจได้ว่าควรจะนำเงินทุนที่มีอยู่ไปลงทุนในกิจการที่มีความเสี่ยงในระดับใด จึงจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดและมีผลกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงของการลงทุนนั้น ๆ เป็นผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีการแข่งขันกันอย่างสมบูรณ์ขึ้น โดยเพิ่มประสิทธิภาพในการวิเคราะห์ข้อมูลของผู้ลงทุนได้ดียิ่งขึ้น นับเป็นการส่งเสริมบรรยากาศของการเคลื่อนย้ายเงินทุนในระบบเศรษฐกิจของประเทศ

1.5.6 นอกจากประโยชน์ที่กล่าวแล้วข้างต้น การศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้สามารถใช้เป็นฐานข้อมูลสำหรับการ



การทำวิจัยต่อไปในอนาคต สำหรับผู้ที่สนใจการศึกษาในแนวทางนี้ด้วย

ส่วนต่อไปของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ประกอบด้วยบทที่ 2 แนวคิดและวรรณคดีปริทัศน์ เกี่ยวกับการวัดความเสี่ยงโดยใช้ข้อมูลทางการบัญชี รวมทั้งผลงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง บทที่ 3 เป็นระเบียบวิธีวิจัย บทที่ 4 แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลและผลการศึกษา และบทที่ 5 เป็นบทสรุป ผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ